Market Strategy
1Q 2018

เต็มสูบ

การใช้นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นการบริโภคและการลงทุน
วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ การลงทุนโครงสร้างพื้นฐานและโครงการเกี่ยวเนื่องกับ EEC
กำลังการผลิตส่วนเกินลดลง ทำให้หลุดพ้นจากภาวะเงินฝืด

SCBS

SCBS Market Strategy Reports

2560

2558

2558

ดูข้อมูลสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

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

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

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

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

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

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

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

Research Support

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

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

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

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

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

สารบัญ

เต็มสูบ 1

Top Picks

บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL) 29
บมจ. กรุงเทพประกันชีวิต (BLA) 33
บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS) 37
บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB) 41
บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์ (LPN) 45
บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์ (QH) 49

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์ 53
การบิน 55
ธนาคาร 57
พาณิชย์ 59
วัสดุก่อสร้าง 61
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 63
พลังงาน 65
เงินทุน 67
อาหาร 69
การแพทย์ 71
นิคมอุตสาหกรรม 73
ประกัน 75
สื่อ 77
ปิโตรเคมี 79
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 81
หลักทรัพย์ 83
สื่อสาร 85
ท่องเที่ยว (โรงแรม) 87
ขนส่งทางบก 89
สาธารณูปโภค 91

SCBS Stock Universe 93

This page is left blank intentionally

เต็มสูบ

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

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

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

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

ตลาดหุ้นไทยน่าจะทะลุผ่านระดับ 1700 จุดไปได้ จากปัจจัยสนับสนุนเกือบทุกด้าน เปรียบได้กับเครื่องยนต์ที่ส่งกำลังขับเคลื่อนแบบ "เต็มสูบ" การใช้นโยบายการคลังกระตุ้นทั้งการบริโภคและลงทุนในปีหน้าจะส่งผลดีต่อตลาดหุ้น โดยไตรมาส 1/61 จะเป็นจุดหักเหด้านการลงทุนครั้งหนึ่งในประวัติศาสตร์ประเทศ เพราะนอกจากจะมีกฎหมายใหม่ พ.ร.บ.เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ดึงดูดการลงทุนภาคเอกชน ยังจะมีแรงส่งจากเศรษฐกิจโลกและไทยที่แข็งแกร่ง การใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น ทำให้ภาวะเงินฝืดหมดไป (reflation) ราคาสินค้าและบริการที่ปรับตัวขึ้น จะส่งผลดีต่อการลงทุน เมื่อรวมกับผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นและสภาพคล่องที่ยังล้นเหลือ จะสนับสนุนให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเราที่ตั้งเป้า SET index ปลายปี 2561 ที่ 1900 จุด เราเลือก BBL, BLA, BTS, KTB, LPN, และ QH เป็น top picks ประจำไตรมาส 1/61

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะทยอยออกมาอย่างต่อเนื่อง นโยบายการคลังทั้งในประเทศและต่างประเทศหลายๆ อย่างจะมีผลบังคับและประกาศใช้ในไตรมาส 1/61 สำหรับประเทศไทย มาตรการกระตุ้น เช่น โครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ SME และการแจกสวัสดิการผู้มีรายได้น้อยรอบ 2 จะเริ่มส่งผลดีตั้งแต่ไตรมาส 1/61 ในขณะที่ในต่างประเทศจะมีกฎหมายปฏิรูป (ลด) ภาษีในสหรัฐฯ ที่น่าจะมีการอนุมัติในไตรมาส 1/61 ซึ่งเศรษฐกิจที่ดี (เงินฝืดที่หมดไป) และการกู้ของรัฐบาลสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นจะทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวขึ้นด้วย

วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของไทยกำลังเริ่มต้น ด้านกฎหมาย สภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) น่าจะผ่านร่างพ.รบ. EEC ได้ภายในไตรมาส 1/61 (จากการคาดการณ์ของรัฐบาล) ซึ่งเมื่อรวมกับการส่งออกไทยที่ฟื้นตัว ทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับด้านการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลจะเร่งตัวขึ้นอย่างมากในปี 2561 ปัจจัยเหล่านี้จะทำให้เกิดวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศ

Bull case สำหรับ SET index – เป้าปลายปี 2561 อยู่ที่ 1900 จุด ภายใต้ภาวะเศรษฐกิจที่ขยายตัวดี การใช้กำลังการผลิตในระดับสูง ภาวะเงินฝืดที่หมดไปและการลงทุนระลอกใหม่ ล้วนเป็นผลดีต่อ SET index ซึ่งเราคาดว่าจะปรับตัวขึ้นสู่ระดับ 1900 จุด อิงกับ forward PE ที่ 15.6 เท่า (+2SD ของค่าเฉลี่ย 3 ปี)

หุ้น top picks ประจำไตรมาส 1/61 เราชอบหุ้นที่จะได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่กำลังจะประกาศใช้ และวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทย และหุ้น laggard: หุ้นเหล่านี้ประกอบด้วยกลุ่มธนาคาร (**BBL** และ **KTB**), และขนส่ง (**BTS**) เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยที่ค่อยๆ ฟื้นตัวและสถานการณ์หนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (**LPN** และ **QH**) ส่วนอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลดีต่อกลุ่มประกัน (**BLA**)

- **BBL:** มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่และการส่งออกที่ขยายตัวดีอย่างต่อเนื่อง อัตราการเติบโตของสินเชื่อน่าจะเร่งขึ้นอีกเท่าตัว ส่วน credit cost น่าจะลดลงในปีหน้า
- **BLA:** ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก, ซื้อขายที่มูลค่า EV (ต่ำเกินไปเหมือนกับจะเลิกกิจการ) ผลตอบแทนพันธบัตรที่จะปรับตัวขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BLA ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้
- **BTS:** ราคาหุ้นไม่ได้สะท้อนการเติบโตของระยะทางเดินรถและ EBITDA ที่จะเพิ่มขึ้น 4 เท่าภายในปี 2565
- **KTB:** เป็นหุ้น laggard ในกลุ่มธนาคาร มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐ
- **LPN:** กำไรจะทำจุดต่ำสุดในปี 2560 และฟื้นตัวด้วยอัตราเติบโต 43% ในปี 2561 และ 18% ในปี 2562 เนื่องจากบริษัทหันมารุกตลาดระดับกลางมากขึ้น
- **QH:** กำไรจะเติบโตที่ CAGR 11% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า และหุ้นซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนถึง 19%

Top picks ไตรมาส 1/61 – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BBL	Buy	197.50	245.0	27.3	11.8	11.5	9.6	(7)	3	19	1.0	0.9	0.9	9	8	9	3.3	3.3	3.3	0.0	0.0	0.0
BLA	Buy	37.75	50.0	34.5	12.6	22.0	12.2	24	(43)	80	1.9	1.7	1.5	17	8	13	1.6	1.1	2.1	0.0	0.0	0.0
BTS	Buy	8.35	11.0	33.3	77.1	65.2	50.1	(26)	18	30	2.2	2.2	2.2	3	3	4	2.9	1.2	1.6	40.2	36.0	31.2
KTB	Buy	19.00	22.0	19.8	8.2	10.7	9.3	13	(23)	15	1.0	0.9	0.9	12	9	9	4.5	3.5	4.0	0.0	0.0	0.0
LPN	Buy	13.50	16.0	23.6	9.2	17.0	11.9	(11)	(46)	43	1.6	1.6	1.5	18	9	13	6.7	3.6	5.1	8.5	16.6	12.3
QH	Buy	3.08	4.1	39.3	10.0	9.0	7.8	7	11	15	1.4	1.3	1.2	15	15	16	4.9	5.4	6.2	13.3	12.0	10.1
Average					**21.5**	**22.6**	**16.8**	**0**	**(13)**	**34**	**1.5**	**1.5**	**1.4**	**12**	**9**	**11**	**4.0**	**3.0**	**3.7**	**10.3**	**10.8**	**8.9**

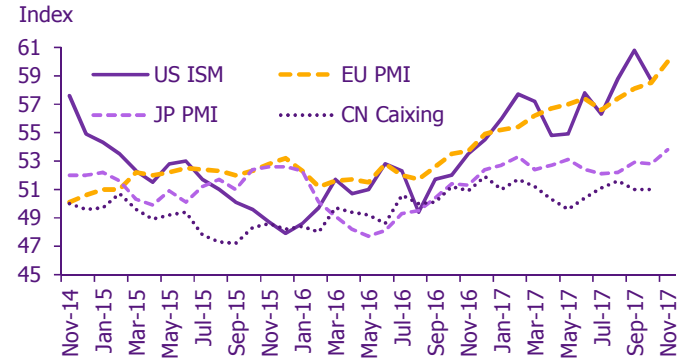
Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง...

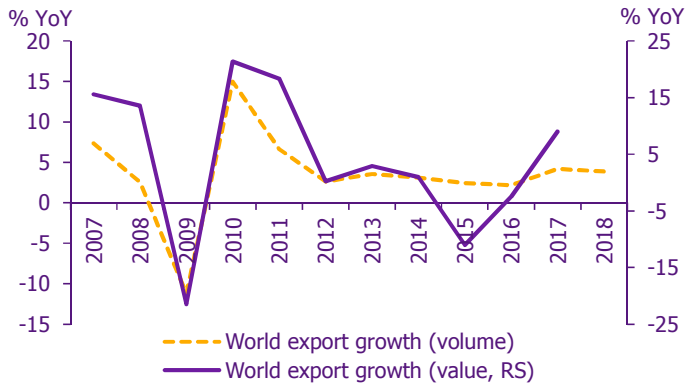
แม้ความจริงแล้วเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นมาระยะหนึ่งแล้ว แต่โดยรวมพึ่งเติบโตในทิศทางที่สอดประสานกันมากขึ้นในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัว 3.7% YoY ในปี 2561 ใกล้เคียงกับที่คาดว่าจะขยายตัว 3.6% ในปี 2560 เศรษฐกิจของประเทศมหาอำนาจของโลกอย่างสหรัฐฯ ยูโรโซน ญี่ปุ่น และจีน ที่เติบโตในทิศทางที่สอดประสานกันมากขึ้น (Figure 1) จะช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดความผันผวนทางเศรษฐกิจทั่วโลกที่มีสาเหตุมาจากการเคลื่อนย้ายเงินทุนระหว่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อธนาคารกลางสหรัฐฯ (FED) และธนาคารกลางยุโรป (ECB) ยังคงเดินหน้าปรับนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติต่อไป เศรษฐกิจของประเทศหลักๆ ที่แข็งแกร่งมากขึ้นอย่างต่อเนื่องจะเพิ่มโมเมนตัมที่เรียกว่า "bandwagon effect" หรือแนวโน้มคล้อยตามกันผ่านทางการค้าระหว่างประเทศที่แข็งแกร่ง IMF คาดว่าปริมาณการค้า (สินค้าและบริการ) ทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น 4% YoY ในขณะที่คาดว่าปริมาณการส่งออกจะเติบโตปานกลาง ทั้งนี้มีแนวโน้มสูงมากที่มูลค่าการส่งออกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก โดยเกิดจากราคาส่งออกที่สูงขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกสามารถยืนอยู่ที่ระดับปัจจุบันหรือปรับตัวขึ้นต่อ ในขณะที่เราไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับราคาส่งออกทั่วโลก แต่ความแตกต่างระหว่างมูลค่าและปริมาณการส่งออกทั่วโลกน่าจะเป็นตัวชี้นำที่ดี (Figure 3) การส่งออกทั่วโลกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจของประเทศที่พึ่งพาการส่งออก เช่น ตลาดเกิดใหม่ และประเทศกำลังพัฒนา ซึ่ง IMF คาดว่าเศรษฐกิจจะเติบโตในอัตราเร่งสู่ 4.9% ในปี 2561

Figure 1: แนวโน้มไปในทางเดียวกัน



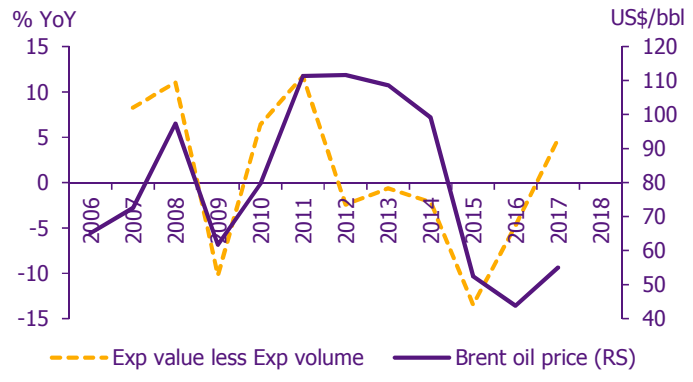
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 2: การส่งออกทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นอีก...



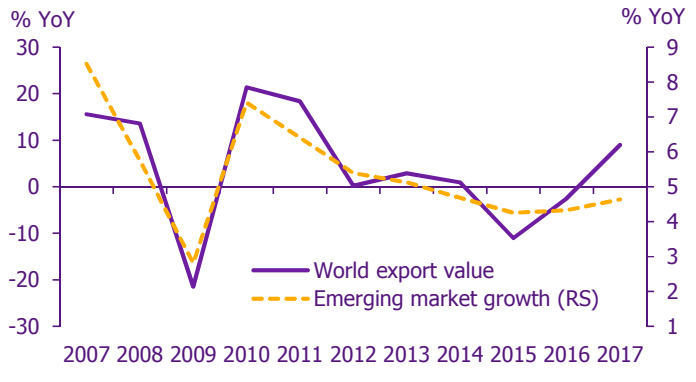
Source: International Monetary Fund (IMF), World Trade Organization (WTO), SCBS Investment Research

Figure 3: ...เนื่องจากราคาส่งออกสูงขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 4: อัตราการเติบโตของการส่งออกทั่วโลกและอัตราการเติบโตของตลาดเกิดใหม่



Source: WTO, IMF, SCBS Investment Research

Figure 5: ประมาณการ GDP โลก

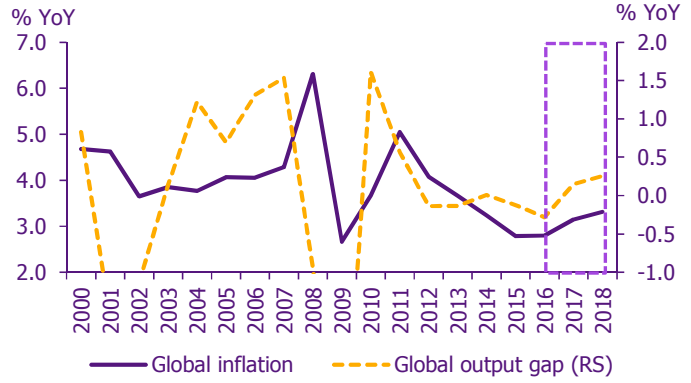
	Projections			Difference from July 2017 WEO Update	
	2016	2017	2018	2017	2018
World Output	3.2	3.6	3.7	0.1	0.1
Advanced Economies	1.7	2.2	2.0	0.2	0.1
United States	1.5	2.2	2.3	0.1	0.2
Euro Area	1.8	2.1	1.9	0.2	0.2
Germany	1.9	2.0	1.8	0.2	0.2
France	1.2	1.6	1.8	0.1	0.1
Italy	0.9	1.5	1.1	0.2	0.1
Spain	3.2	3.1	2.5	0.0	0.1
Japan2	1.0	1.5	0.7	0.2	0.1
United Kingdom	1.8	1.7	1.5	0.0	0.0
Canada	1.5	3.0	2.1	0.5	0.2
Other Advanced Economies3	2.2	2.6	2.5	0.3	0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.3	4.6	4.9	0.0	0.1
Commonwealth of Independent States	0.4	2.1	2.1	0.4	0.0
Russia	-0.2	1.8	1.6	0.4	0.2
Excluding Russia	1.9	2.9	3.3	0.4	-0.2
Emerging and Developing Asia	6.4	6.5	6.5	0.0	0.0
China	6.7	6.8	6.5	0.1	0.1
India4	7.1	6.7	7.4	-0.5	-0.3
ASEAN-55	4.9	5.2	5.2	0.1	0.0
Emerging and Developing Europe	3.1	4.5	3.5	1.0	0.3
Latin America and the Caribbean	-0.9	1.2	1.9	0.2	0.0
Brazil	-3.6	0.7	1.5	0.4	0.2
Mexico	2.3	2.1	1.9	0.2	-0.1
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	5.0	2.6	3.5	0.0	0.2
Saudi Arabia	1.7	0.1	1.1	0.0	0.0
Sub-Saharan Africa	1.4	2.6	3.4	-0.1	-0.1
Nigeria	-1.6	0.8	1.9	0.0	0.0
South Africa	0.3	0.7	1.1	-0.3	-0.1
Memorandum					
European Union	2.0	2.3	2.1	0.2	0.2
Low-Income Developing Countries	3.6	4.6	5.2	0.0	0.0
Middle East and North Africa	5.1	2.2	3.2	0.0	0.2
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.5	3.0	3.1	0.1	0.1
World Trade Volume (goods and services)	2.4	4.2	4.0	0.2	0.1
Imports					
Advanced Economies	2.7	4.0	3.8	0.0	0.2
Emerging Market and Developing Economies	2.0	4.4	4.9	0.1	0.2
Exports					
Advanced Economies	2.2	3.8	3.6	-0.1	0.2
Emerging Market and Developing Economies	2.5	4.8	4.5	1.0	0.0
Commodity Prices (US dollars)					
Oil6	-15.7	17.4	-0.2	-3.8	-0.3
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	-1.8	7.1	0.5	1.7	1.9
Consumer Prices					
Advanced Economies	0.8	1.7	1.7	-0.2	-0.1
Emerging Market and Developing Economies7	4.3	4.2	4.4	-0.3	-0.2
London Interbank Offered Rate (percent)					
On US Dollar Deposits (six month)	1.1	1.4	1.9	-0.2	-0.3
On Euro Deposits (three month)	-0.3	-0.3	-0.3	0.0	-0.1
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 20-August 17, 2017. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.
1. Differece based on rounded figures for the current, July 2017 World Economic Outlook Update, and April 2017 World Economic Outlook forecasts
2. Japan's historical national accounts figures reflect a comprehensive revision by the national authorities, released in December 2016. The main revisions are the switch from the System of National Accounts 1993 to the System of National Accounts 20018 and the updating of the benchmark year from 2005 to 2011.
3. Excludes the Group of Seven (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 fiscal year 2011/12 as a base year.

Output gap เป็นบวกมากขึ้น และผลตอบแทนพันธบัตรทั่วโลกปรับตัวสูงขึ้น

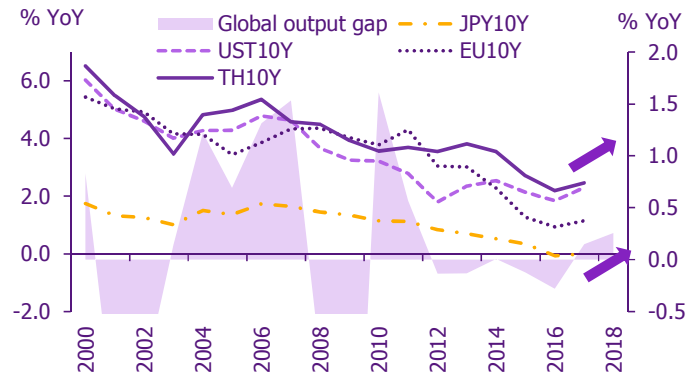
ปัจจัยที่นักลงทุนอาจจะไม่ค่อยกล่าวถึงมากนักสำหรับปี 2561 คือ ภาวะเงินเฟ้อทั่วโลก และนัยสำคัญต่อผลตอบแทนพันธบัตรโดยรวม ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าหนึ่งในสาเหตุที่เป็นตัวถ่วงผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวในหลายๆ ประเทศให้ปรับตัวลดลง คือ การคาดการณ์ถึงภาวะเงินเฟ้อต่ำเป็นเวลานาน เมื่ออิงกับประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกล่าสุดโดย IMF เราพบว่า output gap ทั่วโลกมีแนวโน้มเป็นบวกมากขึ้น ดังแสดงใน Figure 6 ทั้งนี้ในหลายๆ โอกาสด้วยกัน output gap ที่เป็นบวกมากขึ้นจะส่งผลทำให้เกิดภาวะที่เงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจุบันเมื่อศึกษาข้อมูล output gap ทั่วโลก ร่วมกับผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (10 ปี) ของประเทศหลักๆ ทั่วโลก เราพบสัญญาณปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกๆ ตลาด ยกเว้นญี่ปุ่นที่ใช้นโยบายควบคุมผลตอบแทนพันธบัตร ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนจับตาดูความเป็นไปได้ที่จะเห็นอัตราเงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นอีกครั้งในปี 2561 ทั้งนี้นอกเหนือจากโมเมนตัมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้นอย่างต่อเนื่องแล้ว ความชันของ yield curve ซึ่งมีความสัมพันธ์กับคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อยังมีบทบาทสำคัญอย่างมาก ปัจจัยระยะสั้นที่จะกระตุ้นให้ทั้งคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อและความชันของ yield curve ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ การผ่านแผนปฏิรูปภาษีในสหรัฐฯ แผนดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของสหรัฐฯ เติบโตเพิ่มขึ้นได้อีกประมาณ 0.5-0.8% ต่อปี ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อรวมถึงคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ภายใต้กรณีนี้ สินทรัพย์เสี่ยงมีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนดีกว่าตราสารหนี้

Figure 6: output gap ทั่วโลกเป็นบวกมากขึ้น...



Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 7: ...ซึ่งมีแนวโน้มที่จะกระตุ้นให้ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวขึ้น



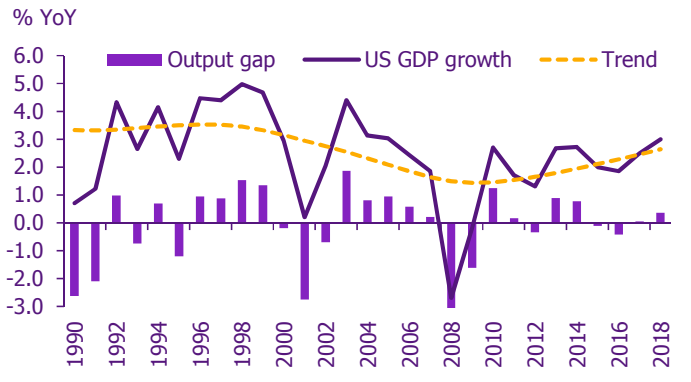
Source: CEIC, SCBS Investment Research

สหรัฐฯ

เศรษฐกิจสหรัฐฯ เติบโตอย่างแข็งแกร่ง

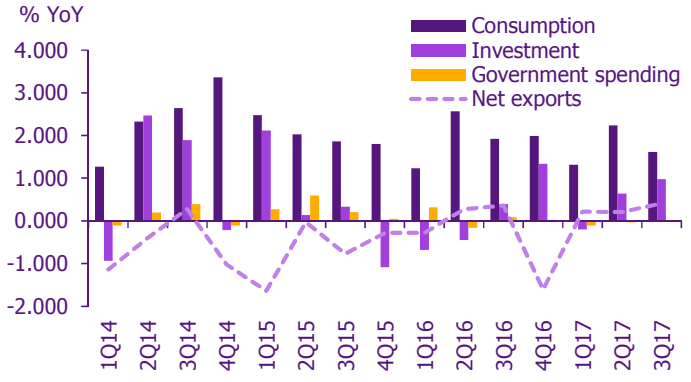
ทั้ง ๆ ที่ขาดแรงหนุนจากนโยบายปฏิรูปภาษี แต่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังเติบโตในอัตราที่แข็งแกร่งในปี 2560 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ซึ่งอัตราการขยายตัวโดยเฉลี่ยแข็งแกร่งที่ระดับสูงกว่า 3% QoQ (saar) อยู่เล็กน้อย แนวโน้มระยะสั้นยังคงดูดี เนื่องจากประมาณการล่าสุดที่จัดทำโดยธนาคารกลางสหรัฐฯ สาขาแอตแลนตาบ่งชี้ว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 3.3% ในกรณีนี้สหรัฐฯ จะมีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจประมาณ 3.3% ในปี 2560 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตเร็วที่สุดนับตั้งแต่ปี 2549 (Figure 8) ณ จุดนี้ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มสดใสอย่างมาก เนื่องจากความจริงแล้วเศรษฐกิจสหรัฐฯ ได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากองค์ประกอบในประเทศ รวมถึงการส่งออกสุทธิ ทั้งนี้ การใช้จ่ายภาครัฐไม่ได้มีส่วนช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวนับตั้งแต่นายโดนัลด์ ทรัมป์ เข้ามาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดี

Figure 8: เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้น...



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

Figure 9: ...โดยไม่จำเป็นต้องได้รับแรงกระตุ้นเพิ่มเติมจากการใช้จ่ายภาครัฐ

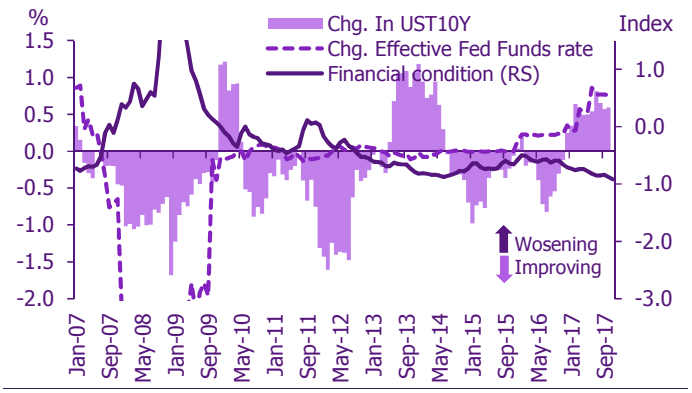


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ภาวะทางการเงินยังคงผ่อนคลาย ทั้งๆ ที่เฟดดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้กลับสู่ภาวะปกติ

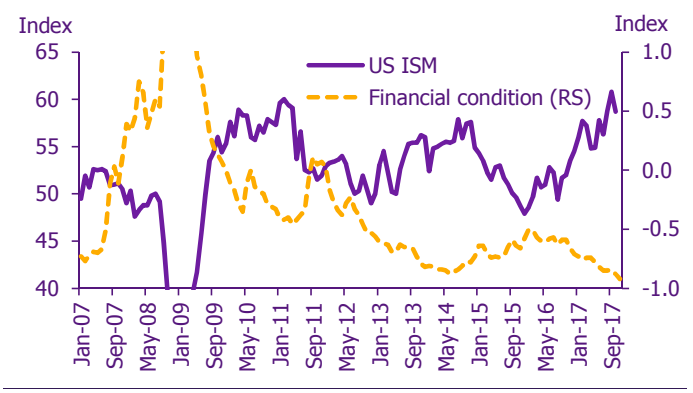
เฟดวางแผนดำเนินนโยบายการเงินเพื่อให้กลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดว่าจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (fed fund rate) เพิ่มขึ้นประมาณ 1.00% ภายในสิ้นปี 2561 ในขณะที่แผนลดขนาดงบดุลของเฟดจะทำให้สินทรัพย์ทั้งหมดที่เฟดถืออยู่ปรับลดลงสู่ 2.5-2.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ (จากระดับสูงสุดที่ 4.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในส่วนของผลกระทบนั้น ในทางทฤษฎี เราคาดว่าจะเห็น yield curve ของพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในลักษณะที่ชันขึ้น ทั้งนี้ yield curve ระยะสั้นจะถูกผลักดันให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่สูงขึ้น ในขณะที่ yield curve ระยะยาวจะได้รับแรงหนุนให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยการลดขนาดงบดุล และคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น บทสรุปก็คือ นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นจะส่งผลทำให้ภาวะทางการเงินปรับตัวแย่ลง ซึ่งในที่สุดแล้วจะลดแรงกดดันเงินเฟ้อควบคู่ไปกับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี ดูเหมือนว่าการดำเนินนโยบายการเงินเพื่อกลับสู่ภาวะปกติของเฟดไม่ได้ส่งผลกระทบต่อภาวะทางการเงินดังเห็นได้จาก Figure 10 ซึ่งเราสามารถเห็นได้ว่าภาวะทางการเงินในสหรัฐฯ ยังคงผ่อนคลาย และสถานการณ์เช่นนี้น่าจะช่วยสนับสนุนภาคธุรกิจของสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง ดังแสดงใน Figure 11

Figure 10: ภาวะทางการเงินยังคงผ่อนคลาย ทั้ง ๆ ที่เฟดดำเนินนโยบายการเงิน เพื่อให้กลับสู่ภาวะปกติ...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 11: ...ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนภาคธุรกิจของสหรัฐฯ อย่างต่อเนื่อง

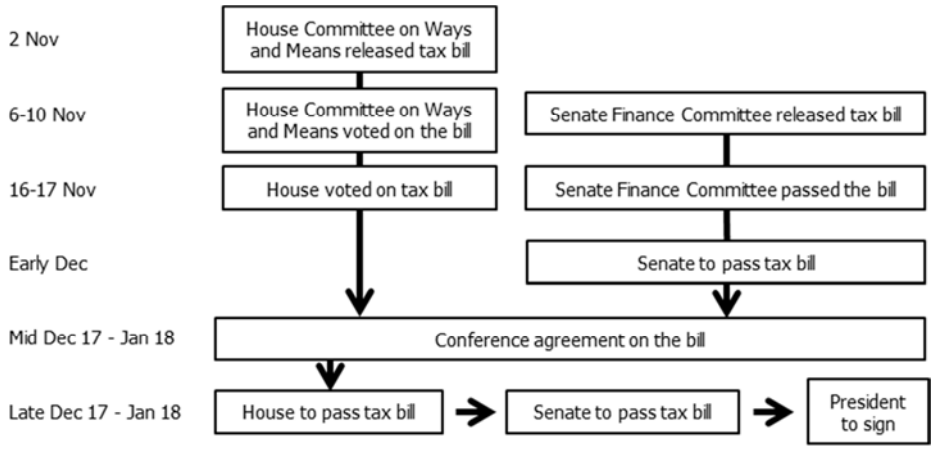


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การปฏิรูปภาษีจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้นอีก

ในขณะที่ยังไม่รู้จำนวนที่แน่ชัด แต่การปฏิรูปภาษีในสหรัฐฯ ที่กำลังจะเกิดขึ้นมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐขยายตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป ผลกระทบเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะอยู่ในช่วง 0.5-0.8% ต่อปี ขึ้นอยู่กับการดำเนินการจริงตามแผนปฏิรูปภาษี โดยอิงกับสมมติฐานว่าแผนดังกล่าวมีมูลค่าประมาณ 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งเป็นเพดานที่ถูกกำหนดไว้โดยกรอบงบประมาณ ในส่วนของกรอบเวลา การพิจารณาร่างกฎหมายปฏิรูปภาษีดูเหมือนจะคืบหน้าเร็วกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วยังมีประเด็นที่อาจจะทำให้กระบวนการดังกล่าวล่าช้า ในขณะที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ คณะกรรมาธิการพิจารณาวิธีการจัดหารายได้ของสภาผู้แทนราษฎร (House Ways and Means Committee) มีมติผ่านร่างกฎหมายปฏิรูปภาษีแล้ว และจะมีการส่งร่างกฎหมายดังกล่าวให้กับสภาผู้แทนราษฎรเต็มคณะเพื่อทำการพิจารณาหลังวันขอบคุณพระเจ้าซึ่งน่าจะอยู่ในสัปดาห์แรกของเดือนธันวาคม เมื่อพิจารณาจากพัฒนาการปัจจุบัน ร่างกฎหมายปฏิรูปภาษีน่าจะผ่านความเห็นชอบภายในสิ้นปีนี้ หรือต้นปี 2561

Figure 12: ขั้นตอนการพิจารณาร่างกฎหมายปฏิรูปภาษี



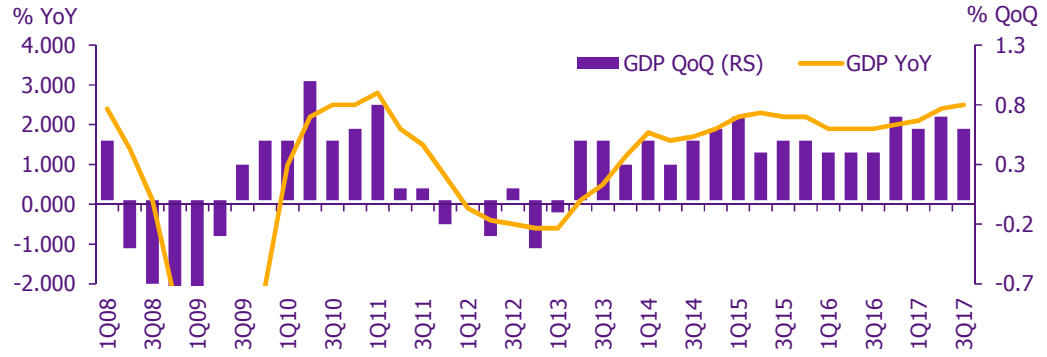
Source: SCBS Investment Research

ยูโรโซน

เติบโตในระดับที่สูงขึ้น...

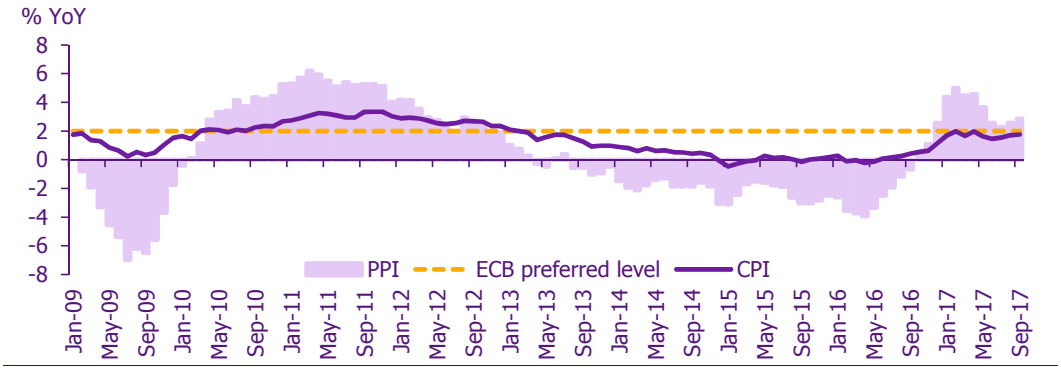
แม้เศรษฐกิจเติบโต QoQ ในอัตราที่ชะลอตัวลงเล็กน้อยในไตรมาส 3/60 (+0.6% จาก +0.7%) แต่ยูโรโซนสามารถรายงานอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเทียบ YoY เร็วที่สุด (2.5% YoY) นับตั้งแต่ไตรมาส 1/54 โมเมนตัมที่แข็งแกร่งมากขึ้นได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่เติบโตเร็วขึ้นในเยอรมนี อิตาลี โปรตุเกส และฟินแลนด์ ในขณะที่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในฝรั่งเศส สเปน และเนเธอร์แลนด์ ดูเหมือนจะชะลอตัวลงจากไตรมาสก่อนหน้าเล็กน้อย ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อของยูโรโซนยังคงรักษาโมเมนตัมที่ดีเอาไว้ได้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อเข้าใกล้ระดับเป้าหมายที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) วางไว้ที่ 2% นอกจากนี้ดัชนีราคาผู้ผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้น่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลงของอัตราเงินเฟ้อในระยะสั้น โมเมนตัมปัจจุบันของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อช่วยสนับสนุนให้ ECB ตัดสินใจเริ่มกระบวนการปรับลดวงเงินมาตรการ QE

Figure 13: อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของยูโรโซนมีโมมนตัมที่แข็งแกร่งมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 14: ...พร้อมกับอัตราเงินเฟ้อที่เข้าใกล้ระดับเป้าหมาย

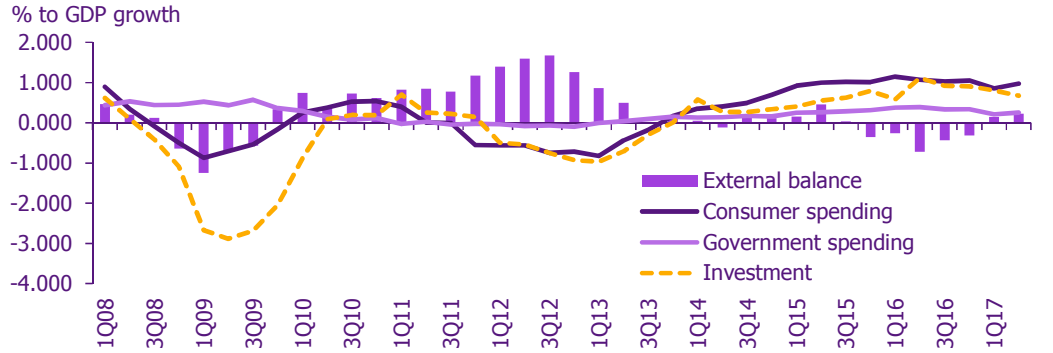


Source: CEIC, SCBS Investment Research

โครงสร้างเศรษฐกิจสมดุล

นอกเหนือจากอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งของยูโรโซนแล้ว ดูเหมือนว่าโครงสร้างเศรษฐกิจของยูโรโซนสมดุลกันดี Figure 15 แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจยูโรโซนได้รับแรงขับเคลื่อนหลักๆ จากองค์ประกอบในประเทศ (การใช้จ่ายของผู้บริโภคและภาครัฐ และการลงทุนในประเทศ) ในขณะที่ความจริงแล้วเสถียรภาพภายนอก (external balance) กลับมามีส่วนสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา แนวโน้มเช่นนี้น่าจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจโดยรวมของยูโรโซนขยายตัวอย่างยั่งยืน และอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง

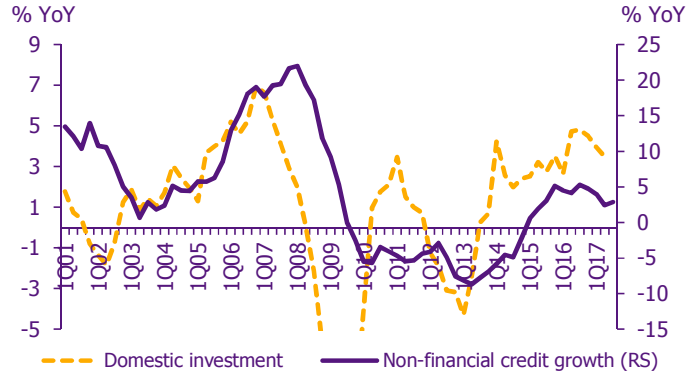
Figure 15: โครงสร้างเศรษฐกิจสมดุล (contribution to GDP growth)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

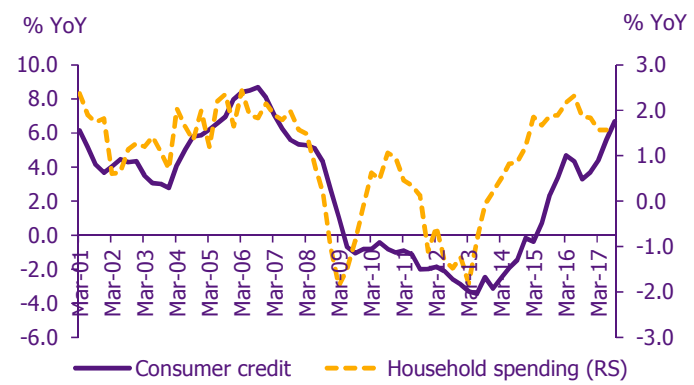
สาเหตุหลักๆ อย่างหนึ่งที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง คือ ประสิทธิภาพของสถาบันการเงิน Figure 16 แสดงให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจากกลุ่มที่ไม่ใช่สถาบันการเงินปรับตัวไปในทางเดียวกับการลงทุนถาวรในประเทศ ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลใน Figure 15 ที่การลงทุนมีส่วนสนับสนุนอย่างมากต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจตั้งแต่ปี 2557 ในขณะที่สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นการใช้จ่ายครัวเรือนอย่างมีนัยสำคัญ และดูเหมือนว่าจะเป็นองค์ประกอบสำคัญที่สุดที่ช่วยให้เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวดังเห็นได้ในแง่ของ contribution to GDP growth สำหรับผู้ที่มีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่ผู้บริโภคใน EU จะก่อหนี้สินเกินตัว Figure 18 แสดงให้เห็นว่าหนี้ครัวเรือนคิดเป็น % ของ GDP ค่อยๆ ปรับตัวลดลงในปีหลังๆ นี้

Figure 16: อัตราการขยายตัวของการลงทุนในประเทศและสินเชื่อ



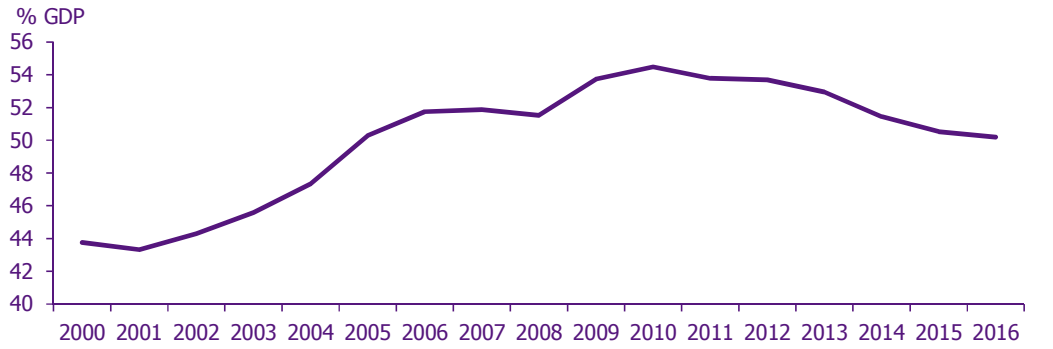
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: อัตราการขยายตัวของการใช้จ่ายภาคครัวเรือนและสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภค



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 18: ความเสี่ยงที่ผู้บริโภคใน EU จะก่อหนี้สินเกินตัวยังอยู่ในระดับต่ำมาก



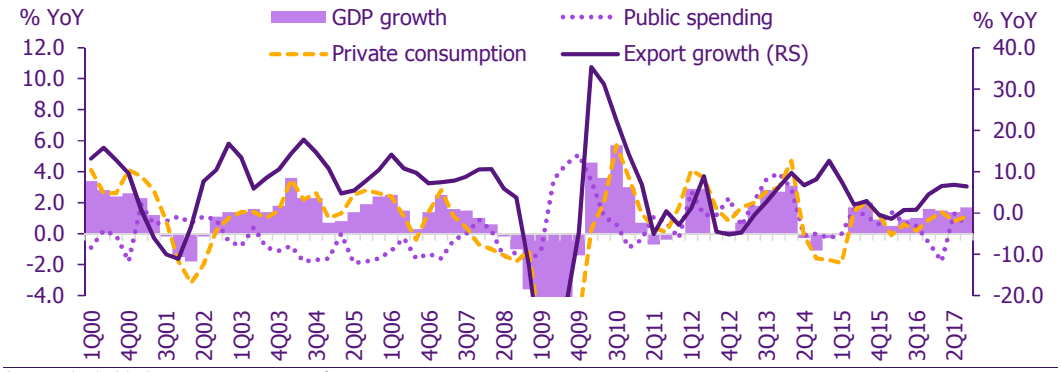
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

ยังมีโอกาสที่อุปสงค์ในประเทศจะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นเติบโตได้อีก...

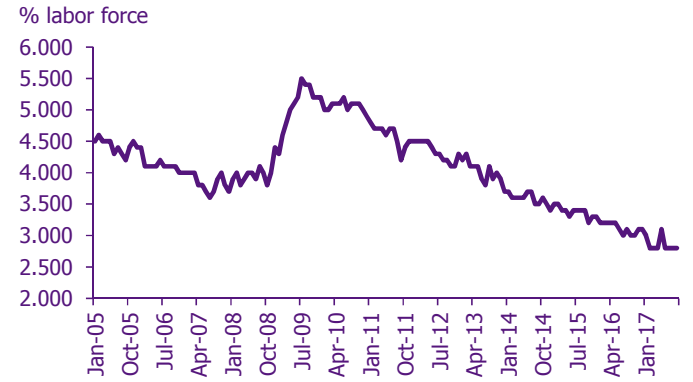
แม้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเทียบ QoQ ชะลอตัวลงในไตรมาส 3/60 แต่เศรษฐกิจญี่ปุ่นยังสามารถรักษาโมเมนตัมการเติบโต YoY ในระดับทรงตัวเอาไว้ได้ ความจริงแล้วอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจมีโครงสร้างที่ดีเนื่องจากทั้งองค์ประกอบภายนอกประเทศและภายในประเทศมีโมเมนตัมที่ดีขึ้น การส่งออกของญี่ปุ่นได้รับอานิสงส์จากอุปสงค์ทั่วโลกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่แนวโน้มการใช้จ่ายของผู้บริโภคดูสดใสมากขึ้น เนื่องจากตลาดแรงงานปรับตัวดีขึ้น Figure 20 แสดงให้เห็นว่าอัตราการว่างงานของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 23 ปีที่ 2.8% และมีแนวโน้มสูงมากที่นายจ้างจะปรับค่าจ้างเพิ่มขึ้น เนื่องจากหาคนงานและ/หรือรักษาคนงานเอาไว้ได้ยากขึ้น พัฒนาการที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่ง คือ นายกรัฐมนตรีชินโซ อาเบะ เรียกร้องให้ภาคธุรกิจในญี่ปุ่นขึ้นค่าจ้างอีก 3% ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์ในการแก้ปัญหาเพื่อให้ญี่ปุ่นหลุดพ้นจากภาวะเงินฝืด โดยรัฐบาลญี่ปุ่นกำลังพิจารณาลดหย่อนภาษีให้กับธุรกิจที่ขึ้นค่าจ้าง

Figure 19: เศรษฐกิจญี่ปุ่นแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่ง



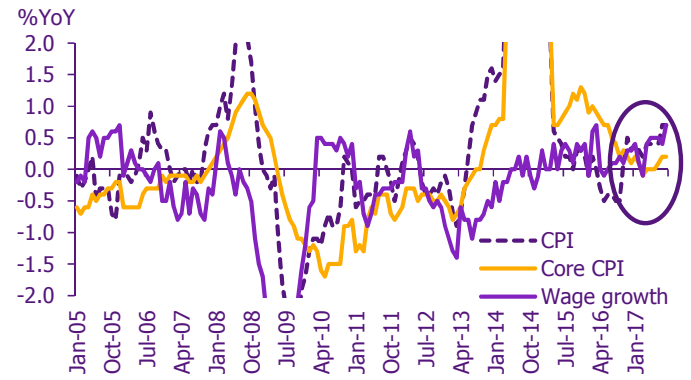
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: อัตราการว่างงานลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 23 ปีที่ 2.8%...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: ค่าจ้างที่สูงขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

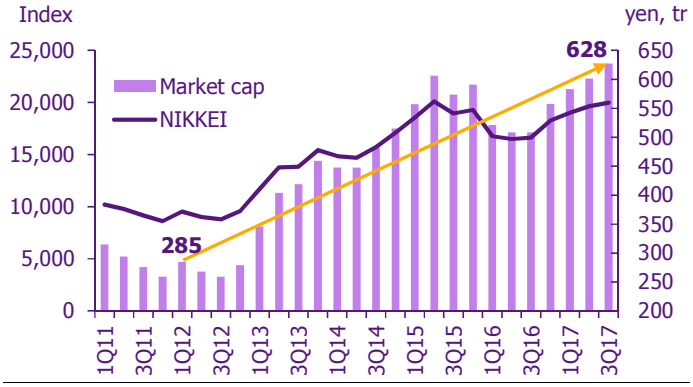


Source: CEIC, SCBS Investment Research

คาดว่าจะเห็นผลกระทบจากความมั่งคั่งที่สูงขึ้นของคนญี่ปุ่น

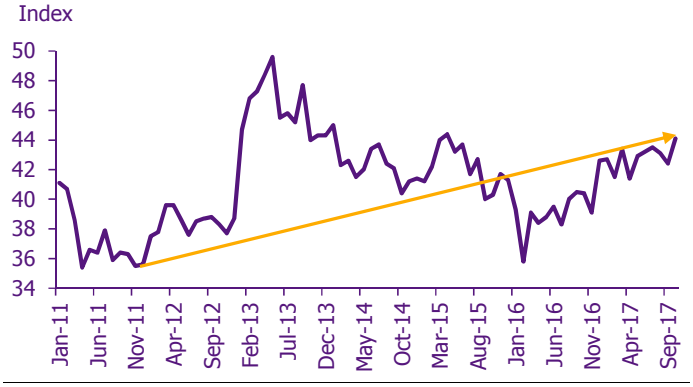
นอกเหนือจากรายได้ที่สูงขึ้นแล้ว ยังมีแนวโน้มสูงมากที่เราจะเห็นผลกระทบของความมั่งคั่งที่เพิ่มขึ้นต่อการอุปโภคบริโภคในระยะถัดมา ขนาดของตลาดหุ้นญี่ปุ่นเพิ่มขึ้นเท่าตัวนับตั้งแต่ปี 2555 เนื่องจาก market cap เพิ่มขึ้นจาก 285 ล้านล้านเยนในไตรมาส 1/55 สู่ 628 ล้านล้านเยนในไตรมาส 3/60 ในขณะที่ข้อมูลแสดงให้เห็นว่านักลงทุนรายย่อยและกองทุนรวมถือครองหุ้นประมาณ 24% ของตลาด ซึ่งหมายความว่ามูลค่าของหุ้นที่ถืออยู่จะช่วยสนับสนุนให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคปรับตัวสูงขึ้น รวมถึงมีความต้องการใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้นในระยะกลาง นอกจากนี้แล้วยังอาจจะมีอานิสงส์เชิงบวกจากนโยบายการคลังของรัฐบาลด้วย เนื่องจากนายกรัฐมนตรีชินโซ อาเบะ จะเดินหน้ากระตุ้นเศรษฐกิจด้วยงบประมาณเพิ่มเติมปี 2560 จำนวน 2 ล้านล้านเยน แผนงบประมาณใหม่แตกต่างจากแพ็คเกจเดิมที่เน้นลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน โดยจะเน้นนโยบายประชานิยมมากขึ้น เช่น การสนับสนุนด้านการศึกษาแก่กลุ่มผู้มีรายได้ต่ำ และมาตรการดูแลผู้สูงอายุ

Figure 22: ตลาดหุ้นญี่ปุ่นเติบโตกว่าสองเท่าตั้งแต่ปี 2555



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 23: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นตามตลาดหุ้น



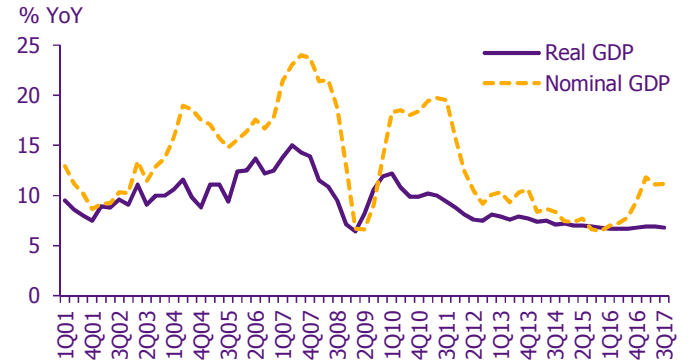
Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

ปี 2560 เป็นปีที่ดีสำหรับเศรษฐกิจจีน...

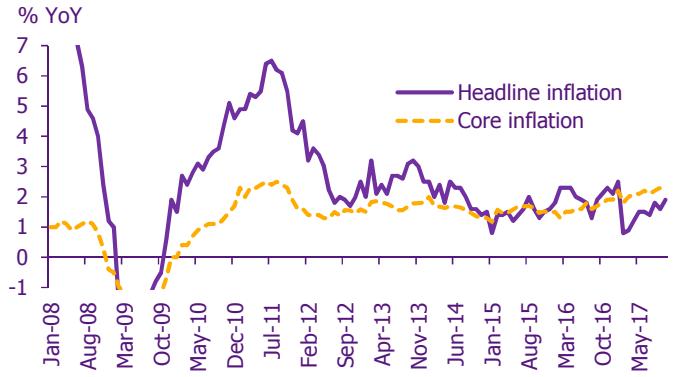
ปี 2560 ถือเป็นปีที่ดีมากสำหรับเศรษฐกิจจีน เนื่องจากเศรษฐกิจขยายตัว 6.8% YoY ในขณะเดียวกันดัชนีราคาผู้ผลิตก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มอุตสาหกรรมต้นน้ำ ในทางกลับกัน ดัชนีราคาผู้บริโภคยังอยู่ในระดับที่ไม่สูงนัก โดยมีสาเหตุมาจากราคาอาหารที่ลดลงในปีนี้ (-1.6% YoY YTD เทียบกับ +4.6% ในปี 2559) ทั้งนี้อัตราเงินเฟ้อในหมวดที่ไม่ใช่อาหารอยู่ในระดับที่ค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากขยายตัว +2.3% YoY เทียบกับอัตราการขยายตัวเพียง +1.4% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน ในส่วนของเสถียรภาพทางการเงิน ดูเหมือนว่าสัญญาณของกิจกรรมทางการเงินชะลอตัวลงหวนกลับมาอีกครั้ง เนื่องจากการขยายสินเชื่อชะลอตัวอย่างมาก ในด้านของค่าเงิน ค่าเงิน RMB ค่อนข้างทรงตัวเมื่อเทียบกับปีก่อน การเปลี่ยนแปลงผู้นำคนสำคัญต่างๆ ในการประชุมสมัชชาใหญ่พรรคคอมมิวนิสต์จีนครั้งที่ 19 เป็นไปอย่างราบรื่น เมื่อพิจารณาจากพัฒนาการทางเศรษฐกิจและการเมืองที่เป็นบวก ทำให้มีแนวโน้มสูงมากที่รัฐบาลจีนจะมุ่งให้ความสำคัญกับการสร้างเสถียรภาพในระยะยาว (แทนที่จะมุ่งเน้นสร้างการเติบโต) ในปีถัดๆ ไป

Figure 24: อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจปรับปรุงอัตราเงินเฟ้ออยู่ในระดับทรงตัว และมีสัญญาณเงินเฟ้อฟื้นตัวแสดงให้เห็นใน nominal GDP



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: ...ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อเริ่มปรับตัวขึ้น

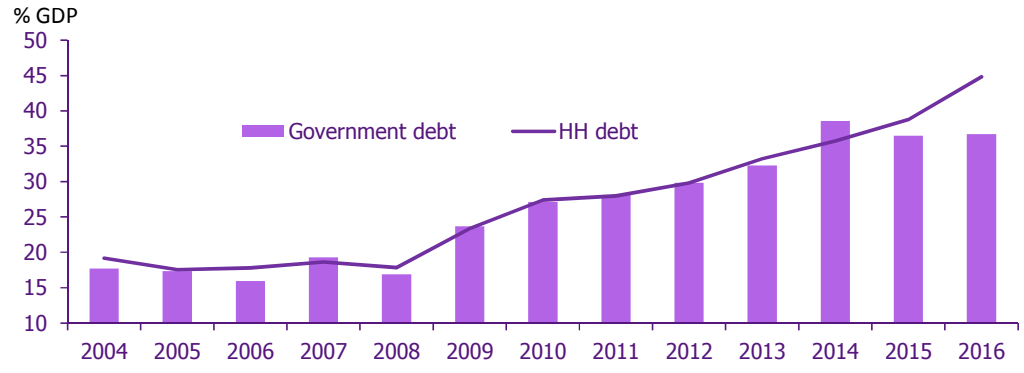


Source: CEIC, SCBS Investment Research

...ซึ่งจะเปิดโอกาสให้รัฐบาลจีนเดินหน้าปฏิรูปประเทศ

ตามที่กล่าวไว้ข้างต้นแล้วว่าทั้งเศรษฐกิจภายในประเทศและภาวะการเมืองมีส่วนสนับสนุนอย่างมากให้รัฐบาลจีนเร่งเดินหน้าปฏิรูปประเทศอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้แล้ว โมเมนตัมที่แข็งแกร่งต่อเนื่องของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั่วโลกน่าจะช่วยให้จีนสามารถปฏิรูปประเทศได้อย่างราบรื่นมากขึ้น ในส่วนของการปฏิรูปเศรษฐกิจ รัฐบาลจีนตั้งเป้าลดความเสี่ยงทางการเงิน ซึ่งรวมถึงราคาบ้านที่สูงขึ้นมากในบางเมือง, สินเชื่อนอกระบบ, และระดับหนี้สินสูงและเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ความเร็วและมาตรการปฏิรูปยังไม่มีความชัดเจน เนื่องจาก 1) ผู้นำสูงสุดยังไม่เคยกล่าวถึงความเสี่ยงและความสมดุลระหว่างการเติบโตกับเสถียรภาพ 2) ผู้จัดทำนโยบายเศรษฐกิจใหม่หลายท่านยังไม่ได้เข้ามาปฏิบัติหน้าที่ และ 3) การแก้ปัญหาหนี้สินระดับสูงและเพิ่มขึ้นยังคงเป็นงานที่ท้าทายสำหรับผู้จัดทำนโยบาย

Figure 26: หนี้สินโดยรวมยังอยู่ในระดับสูง



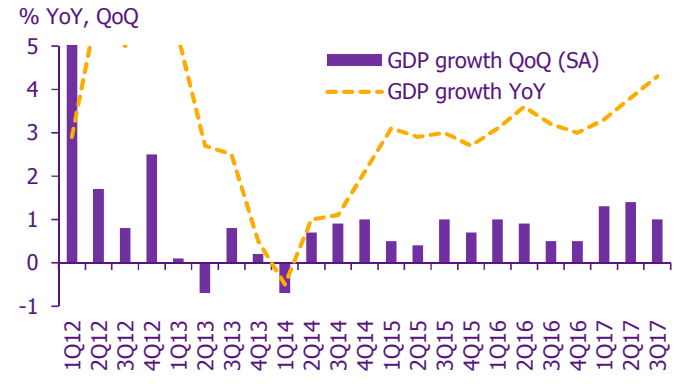
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยเติบโตในอัตราที่น่าประทับใจที่ 4.3% ในไตรมาส 3/60...

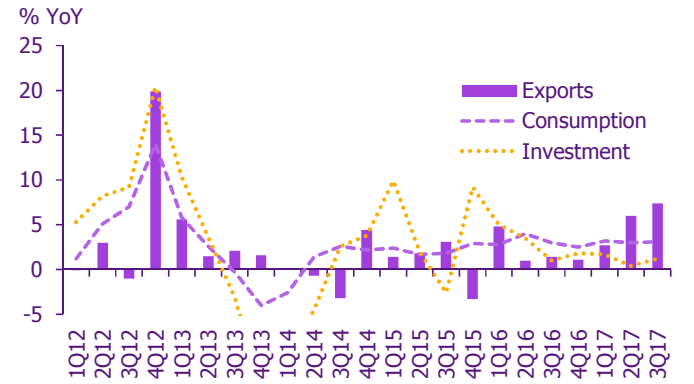
เศรษฐกิจไทยดูเหมือนจะยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น เนื่องจากข้อมูลล่าสุดแสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยขยายตัว 4.3% YoY ในไตรมาส 3/60 ทั้งนี้เนื่องจากเศรษฐกิจขยายตัว 3.8% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ดังนั้นอัตราการขยายตัวตลอดทั้งปี 2560 ที่ 4% อาจจะไม่ใช่เป้าที่ห่างไกลเกินจะเอื้อมถึง ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการปรับประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในระยะถัดๆ ไป เนื่องจากประมาณการของตลาดยังอยู่ในระดับต่ำมากเพียง 3.6% ในขณะที่การส่งออกที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นส่วนสำคัญที่สุดที่ช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจไตรมาส 3/60 ขยายตัว แต่เรายืนยันว่าโครงสร้างเศรษฐกิจไทยมีความสมดุลมากขึ้น เนื่องจากการลงทุนเร่งตัวขึ้น เราเคยกล่าวไว้ในรายงานฉบับก่อนหน้านี้แล้วว่า เศรษฐกิจไทยเริ่มเดินหน้าขยายตัวด้วยเครื่องยนต์ครบสูบ

Figure 27: เศรษฐกิจไทยเติบโตอย่างแข็งแกร่ง



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

Figure 28: เดินเครื่องด้วยเครื่องยนต์ครบสูบ

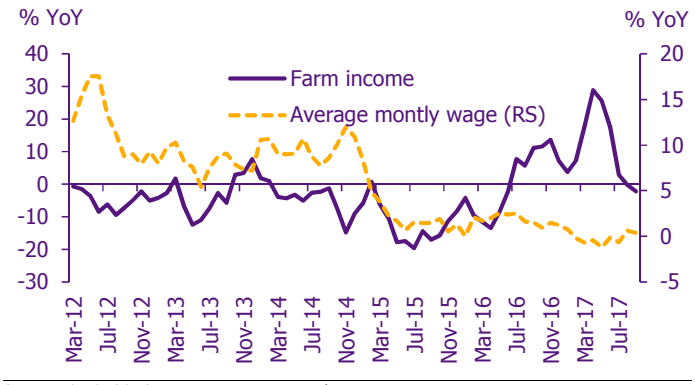


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้นในอัตราทรงตัวที่ 3.1% ในไตรมาส 3/60...

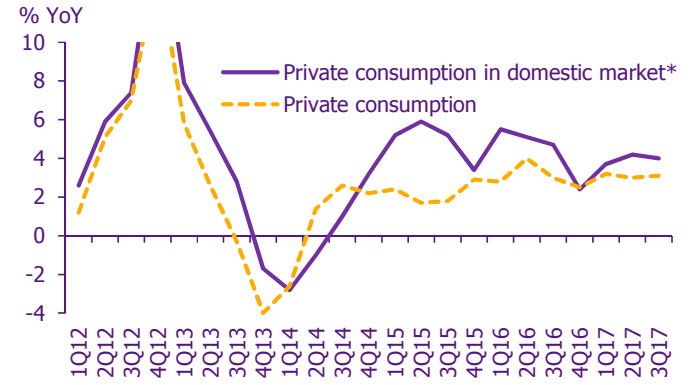
แม้รายได้เกษตรกรปรับตัวลดลง และค่าจ้างปรับขึ้นน้อย แต่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนดูแข็งแกร่งมาก โดยเพิ่มขึ้นในอัตราทรงตัวที่ 3.1% YoY ในไตรมาส 3/60 อย่างไรก็ตาม ถ้าเราดูที่การอุปโภคบริโภคทั้งหมดในตลาดภายในประเทศ เราจะต้องบวกการใช้จ่ายโดยบุคคลที่มีถิ่นที่อยู่นอกประเทศกลับเข้ามา ซึ่งเราจะเห็นได้ว่าการอุปโภคบริโภคทั้งหมดในตลาดภายในประเทศเพิ่มขึ้นในอัตราที่แข็งแกร่งยิ่งขึ้นที่ 4% YoY นอกจากนี้แล้วยังหมายความด้วยว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งในไตรมาส 4/60 น่าจะมีส่วนช่วยสนับสนุนให้การใช้จ่ายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ยังไม่รวมผลกระทบของมาตรการลดหย่อนภาษีของรัฐบาลเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศในระหว่างวันที่ 11 พ.ย.-3 ธ.ค.

Figure 29: รายได้เกษตรกรและค่าจ้างเติบโตต่ำ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ...แต่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนดูแข็งแกร่ง

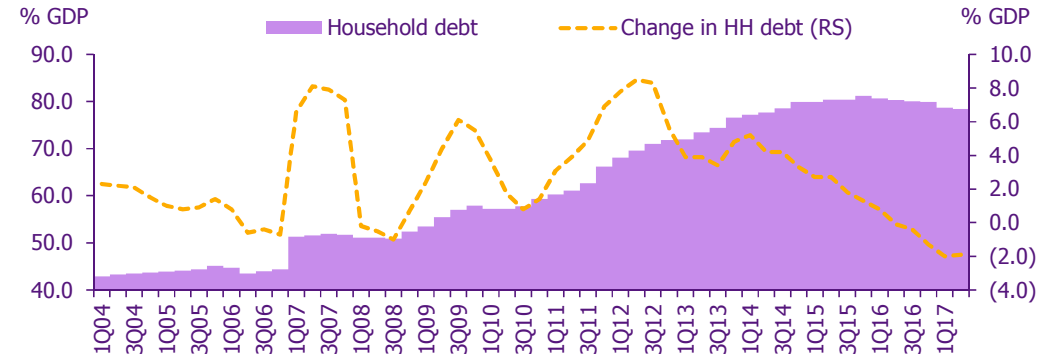


*Note: Add spending by non-resident
Source: CEIC, SCBS Investment Research

สถานการณ์หนี้ครัวเรือนปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย สะท้อนถึงแรงฉุดรั้งต่อการอุปโภคบริโภคที่ลดน้อยลง

หนึ่งในแรงฉุดรั้งที่สำคัญต่อการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคคือหนี้ครัวเรือนระดับสูง ซึ่งขึ้นไปทำจุดสูงสุดที่ 81.2% ของ GDP ในไตรมาส 4/58 ความสามารถในการใช้จ่ายที่ปรับตัวแย่ลงของผู้บริโภคและนโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้นของสถาบันการเงินส่งผลทำให้การใช้จ่ายของผู้บริโภคปรับตัวลดลงในตอนนั้น อย่างไรก็ดี สถานการณ์ดูเหมือนจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากยอดคงค้างหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ลดลงสู่ 77% ในไตรมาส 3/60 ซึ่งอันที่จริงแล้วเป็นระดับต่ำที่สุดในรอบ 3 ปี ถ้าแนวโน้มเช่นนี้ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง เราจะเห็นความสามารถในการใช้จ่ายของผู้บริโภคฟื้นกลับคืนมาบ้างในระยะกลาง เนื่องจากเศรษฐกิจไทยยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดี

Figure 31: หนี้ครัวเรือนของประเทศไทยเทียบกับการเปลี่ยนแปลงในหนี้ครัวเรือน

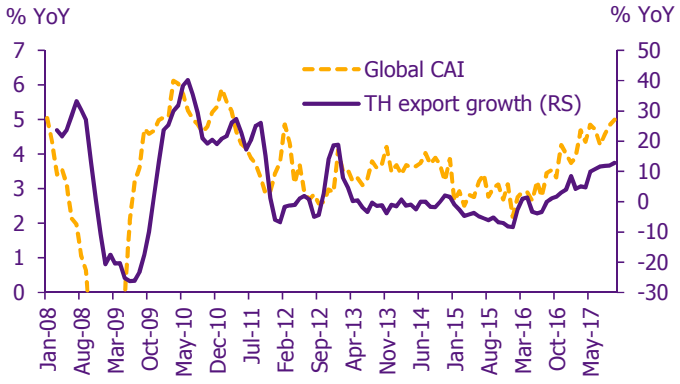


Source: Bank of Thailand (BoT), SCBS Investment Research

คาดโมเมนตัมการส่งออกดีต่อเนื่อง

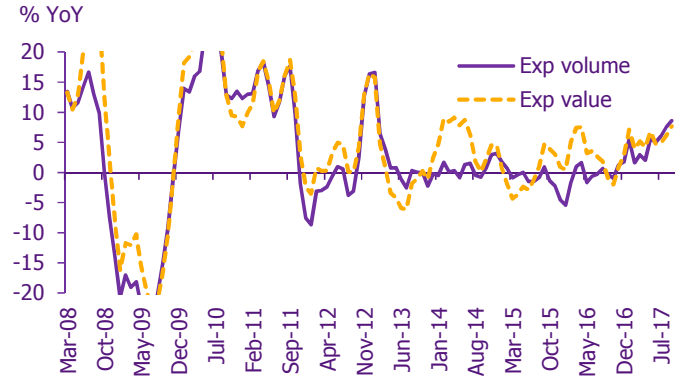
แรงสนับสนุนจากการส่งออกยังคงเป็นปัจจัยสำคัญอย่างมากต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อองค์ประกอบทางเศรษฐกิจอื่นๆ เช่น การอุปโภคบริโภคในประเทศ และการลงทุน กำลังสร้างฐานที่แข็งแกร่งมากขึ้น ในส่วนของแนวโน้มการส่งออกนั้น หนึ่งในเครื่องชี้นำที่น่าเชื่อถือมากที่สุดตัวหนึ่ง คือ Global CAI บ่งชี้ว่าการส่งออกของไทยยังคงมีโมเมนตัมขาขึ้น (Figure 30) นอกจากนี้การส่งออกไทยที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นยังดูเหมือนจะได้รับการสนับสนุนทั้งจากปริมาณการส่งออกและมูลค่าการส่งออกดังแสดงใน Figure 31 โมเมนตัมการส่งออกในระยะหลังนี้ช่วยยืนยันมุมมองของเราที่ว่าการแข็งค่าของเงินบาทไม่ได้สร้างความเสี่ยงขาลงอย่างมีนัยสำคัญต่อการส่งออกของประเทศไทยทั้งในแง่ของมูลค่าการส่งออกและปริมาณการส่งออก

Figure 32: มีโอกาสเติบโตเพิ่มขึ้นในอนาคต



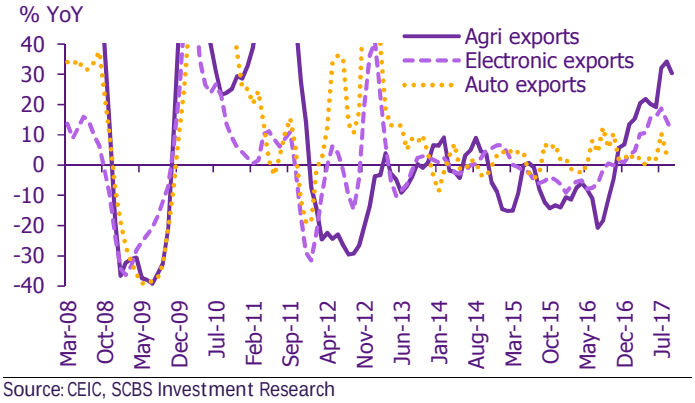
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: ปริมาณการส่งออกเทียบกับมูลค่าการส่งออก



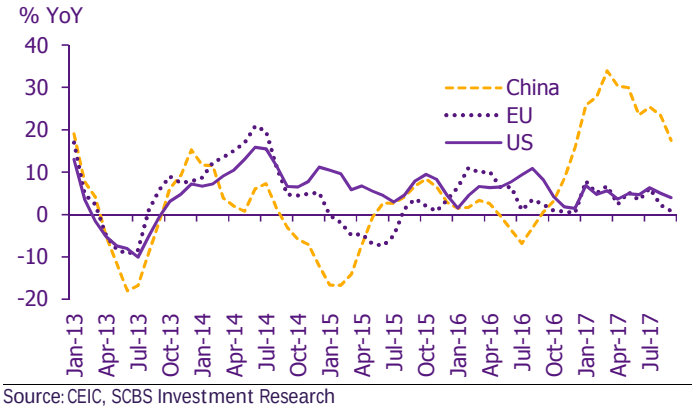
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 34: การส่งออกสินค้าบางประเภท



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 35: การส่งออกไปยังคู่ค้าหลัก ๆ

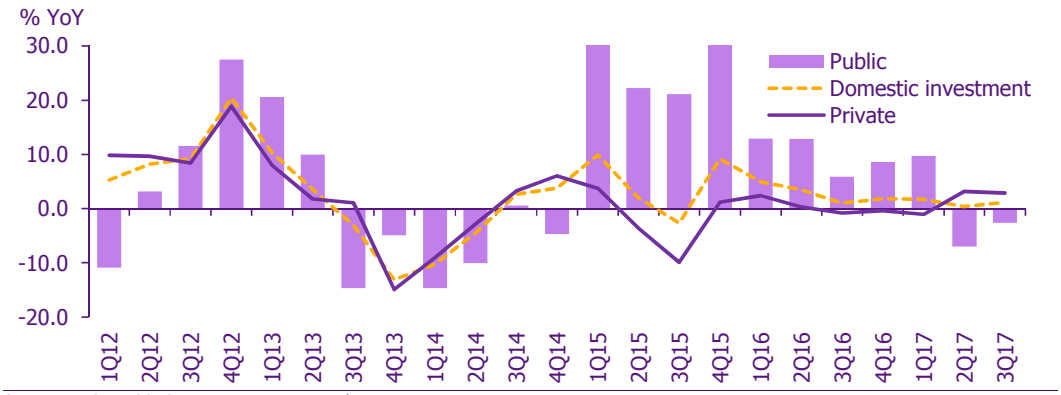


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การลงทุนฟื้นตัวจะเป็นเหตุการณ์สำคัญสำหรับประเทศไทยในปีถัดๆ ไปที่กำลังจะมาถึง

การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังปี 60 เป็นหนึ่งในเหตุการณ์ที่เราคาดการณ์มาตั้งแต่ต้นปีนี้ สถานการณ์ดูเหมือนจะเป็นไปตามที่เราได้คาดการณ์ไว้ เนื่องจากการใช้จ่ายลงทุนกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกในไตรมาส 2/60 และไตรมาส 3/60 หลังจากหดตัวลงติดต่อกันนาน 3 ไตรมาส (Figure 34) ในขณะที่การลงทุนภาครัฐกลับมาเป็นตัวฉุดรั้งเศรษฐกิจในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา เนื่องจากการลงทุนภาครัฐหดตัวลงเฉลี่ย -4.8% ทั้งนี้แม้หดตัวลง YoY แต่พบการปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากการลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% QoQ (SA) เราคาดว่ารัฐบาลจะเร่งเบิกจ่ายงบประมาณในไตรมาสถัดๆ ไปเพื่อให้เกิดผลกระทบสูงสุดต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภค ดังนั้นเราจึงน่าจะสามารถคาดการณ์ได้ถึงการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวดีขึ้นอีกในไตรมาสถัดๆ ไป

Figure 36: การลงทุนของประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น

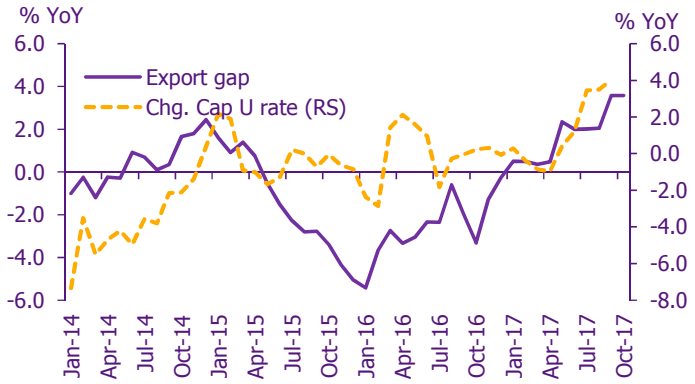


Source: NESDB, SCBS Investment Research

มีปัจจัยที่จะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัว

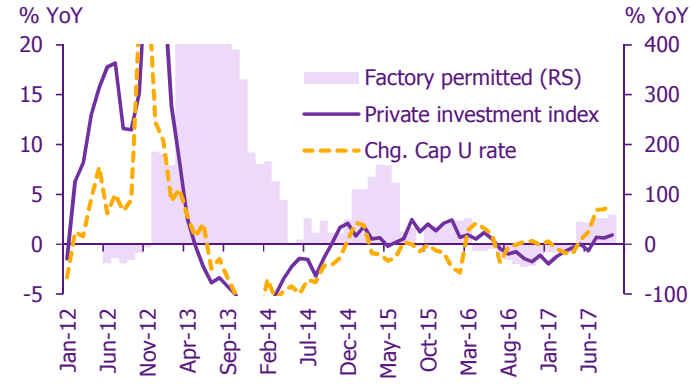
แม้การลงทุนปรับตัวดีขึ้น แต่อัตราการขยายตัวในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมามีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 3% YoY ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 7-10% ในวัฏจักรการลงทุนรอบที่ผ่านๆ มา ในขณะที่ไม่มีหลักฐานแน่ชัด (ในปัจจุบัน) ว่าอัตราการเติบโตของการลงทุนภาคเอกชนของประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับดังกล่าว แต่องค์ประกอบที่จะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนเติบโตอย่างยั่งยืนเริ่มมีให้เห็น สำหรับประเทศไทยซึ่งโครงสร้างเศรษฐกิจยังคงพึ่งพาการส่งออก โมเมนตัมอัตราการขยายตัวของการส่งออกที่แข็งแกร่งจึงเป็นสิ่งจำเป็นอันดับแรกที่จะช่วยกระตุ้นให้เกิดการลงทุนภาคเอกชนรอบใหม่ ทั้งนี้แทนที่จะข้อมูลเกี่ยวกับอัตราการขยายตัวของการส่งออกพื้นฐาน เราคำนวณช่องว่างการส่งออก (export gap) ซึ่งสะท้อนถึงโมเมนตัมการส่งออกในปัจจุบันเทียบกับแนวโน้มระยะยาว (Figure 37) โดยเห็นได้ชัดเจนว่าช่องว่างการส่งออกของประเทศไทยกว้างขึ้น และโดยปกติแล้วมักจะส่งผลทำให้กิจกรรมการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้มีการเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิต ในที่สุดแล้วแนวโน้มเช่นนี้จะกระตุ้นให้ภาคธุรกิจลงทุนเพิ่ม Figure 36 แสดงสัญญาณบวกอีกอย่างหนึ่งว่าใบอนุญาตจัดตั้งโรงงานใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามการลงทุนภาคเอกชนและอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่เป็นเรื่องยากมากที่จะคำนวณพร้อมกับความแม่นยำสูง แต่ก็มีหลายครั้งด้วยกันที่การลงทุนภาครัฐส่งผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา (crowding in effect) เราคิดว่าความพยายามในการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลในเดือนหลังๆ นี้น่าจะช่วยกระตุ้นให้ความเชื่อมั่นทางธุรกิจปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต นอกจากการอนุมัติ พ.ร.บ. EEC (คาดใน 2-3 เดือนข้างหน้า) ก็จะช่วยสนับสนุนให้ความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (ทั้งชาวไทยและชาวต่างชาติ) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Figure 37: Export gap เทียบกับการเปลี่ยนแปลงในอัตราการใช้กำลังการผลิต



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: การเปลี่ยนแปลงในอัตราการใช้กำลังการผลิตเทียบกับการลงทุนภาคเอกชนและใบอนุญาตจัดตั้งโรงงาน

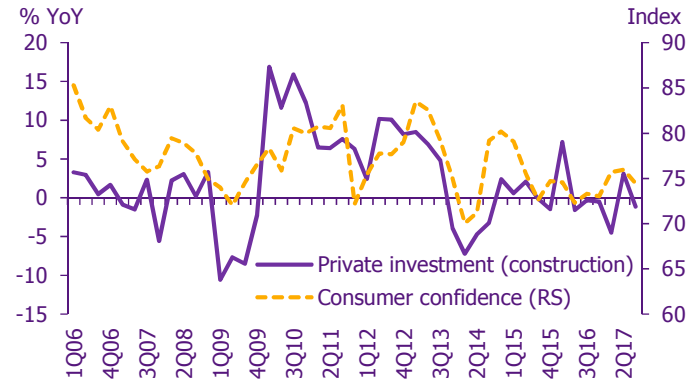


Source: CEIC , SCBS Investment Research

รอการลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวในวงกว้างมากขึ้น

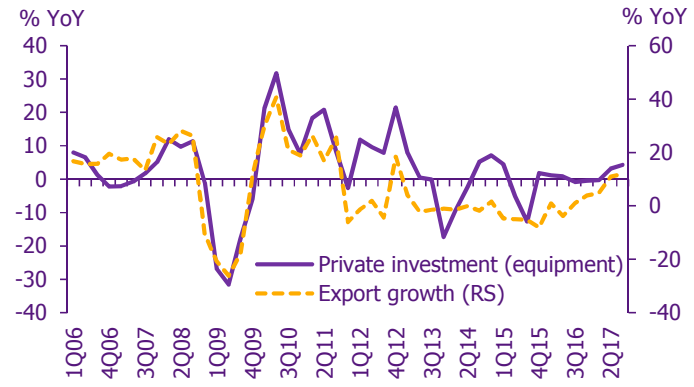
จุดอ่อนอย่างหนึ่งที่เราเรียนรู้มาจากข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนล่าสุด (ไตรมาส 3/60) คือ การใช้จ่ายลงทุนภาคเอกชนในด้านการก่อสร้าง (23% ของการลงทุนภาคเอกชนทั้งหมด) อยู่ในระดับต่ำมาก การใช้จ่ายด้านการก่อสร้างหดตัวลง 7 ไตรมาสในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา นอกจากนี้เรายังพบว่าการใช้จ่ายด้านการก่อสร้างมีความสัมพันธ์กับความเชื่อมั่นในประเทศ (Figure 37) ซึ่งหมายความว่าโมเมนตัมการลงทุนน่าจะเร่งตัวขึ้นเมื่อความเชื่อมั่นโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน การใช้จ่ายด้านอุปกรณ์ (77% ของการลงทุนภาคเอกชนทั้งหมด) ดูเหมือนจะได้รับประโยชน์จากการส่งออกที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง (Figuer 48) และเราคาดว่าโมเมนตัมเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2561

Figure 39: การใช้จ่ายด้านการก่อสร้างน่าจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อความเชื่อมั่นเพิ่มขึ้น...



Note: Construction accounted for 23% of total private investment
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 40: ...ในขณะที่การใช้จ่ายด้านอุปกรณ์ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามการส่งออกที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น



Note: Equipment spending accounted for 77% of total private investment
Source: CEIC , SCBS Investment Research

Figure 41: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2016 Share (%)	Unit	Actual				EIC forecast			Consensus	
			2016	17Q1	17Q2	17Q3*	17Q4	2017	2018	2017	2018
Real GDP growth		% YOY	3.2%	3.3%	3.7%	4.3%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	3.4%
Demand-side											
Private consumption	51%	% YOY	3.1%	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%	3.1%	2.7%	3.1%	3.1%
Public consumption	16%	% YOY	1.7%	0.3%	2.7%	2.8%	0.7%	2.0%	2.0%		
Private investment	18%	% YOY	0.4%	-1.1%	3.2%	2.9%	1.9%	1.7%	2.4%		
Public investment	7%	% YOY	9.9%	9.7%	-7.0%	-2.6%	13.5%	6.2%	11.6%		
Supply-side											
Agriculture	7%	% YOY	0.6%	5.7%	15.8%	9.9%	1.8%	6.1%	1.7%		
Manufacturing and Services	93%	% YOY	3.5%	3.1%	2.7%	3.8%	4.1%	3.4%	3.7%		
Of which Manufacturing	28%	% YOY	1.4%					0.8%	2.0%		
Of which Services	65%	% YOY	4.4%					4.4%	4.4%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YOY	0.1%	6.8%	7.9%	8.1%	3.3%	7.0%	3.3%	6.0%	3.7%
Import of Goods (USD)		% YOY	-5.1%	15.9%	14.1%	8.3%	4.9%	13.0%	7.0%	11.6%	6.0%
Current account		USD bn	47.7					44.7	37.0	42.2	38.6
Key rates											
Headline inflation		% YOY	0.2%	1.2%	0.1%	0.4%	0.6%	0.6%	1.0%	0.6%	1.3%
Core inflation		% YOY	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	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	35.8	35.2	33.9	33.3	33.5-34.0	33.5-34.0	33.5-34.5		
Oil prices -Brent (period avg.)		USD/bbl	44.1	54	52	54	56	53.0	56.7	As of 15 Sep 17	

Note: The actual 17Q3 informations are from SCBS Investment Research
Source: EIC forecasts, Asia Pacific Consensus Forecasts (15 June 2017)

กลยุทธ์การลงทุนในไตรมาส 1/61: เต็มสูบ

เราคาดว่า SET จะปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยแรงขับเคลื่อนเต็มสูบ ทั้งมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ, วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่, โครงการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ EEC, และภาวะเงินฝืดที่หมดไป หุ้น top picks ไตรมาส 1/61 ของเราจึงเน้นไปที่หุ้นกลุ่มที่จะได้รับประโยชน์จากปัจจัยเหล่านี้

กลุ่มธนาคารและกลุ่มขนส่งจะได้รับการสนับสนุนจากวัฏจักรการลงทุนที่ได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่มีวัตถุประสงค์เพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยจะได้รับอานิสงส์จากความสามารถในก่อหนี้ครัวเรือนของคนเมืองที่มากขึ้น และความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อที่ตึงตัวน้อยลง ธุรกิจประกันชีวิตจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นเพราะเงินเฟ้อเริ่มมีสัญญาณเร่งตัวขึ้น Top picks ประจำไตรมาส 1/61 ของเรา คือ BBL, BLA, BTS, KTB, LPN และ QH

เต็มสูบ ในไตรมาส 1/61 เราคาดว่าจะเห็นการประกาศการกระตุ้นเศรษฐกิจด้วยนโยบายการคลังอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยกระตุ้นอุปสงค์ภาคเอกชนในประเทศให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยนโยบายดังกล่าวจะรวมถึงโครงการรับจำนำข้าว และการแจกสวัสดิการรอบที่ 2 สำหรับผู้ถือบัตรคนจน นอกจากนี้ การประกาศใช้พ.ร.บ.เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ในช่วงเดียวกันนี้จะช่วยกระตุ้นความต้องการลงทุนใหม่ของภาคเอกชนทั้งจากนักลงทุนในประเทศและนักลงทุนต่างประเทศ ส่วนปัจจัยต่างประเทศ กฎหมายปฏิรูป (ลด) ภาษีของสหรัฐฯ น่าจะผ่านความเห็นชอบได้ในไตรมาส 1/61 ทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องกู้เงินเพิ่มขึ้น ปริมาณพันธบัตรที่เพิ่มและแนวโน้มเงินเฟ้อที่เร่งตัว จะผลักดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเมื่อรวมกับภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้นจะส่งผลให้มีเม็ดเงินไหลเข้าตลาดหุ้นมากขึ้น จากความน่าสนใจลงทุนในตลาดหุ้นที่เพิ่มขึ้นเมื่อเปรียบเทียบกับตลาดตราสารหนี้

Figure 42: ลำดับเหตุการณ์ที่จะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

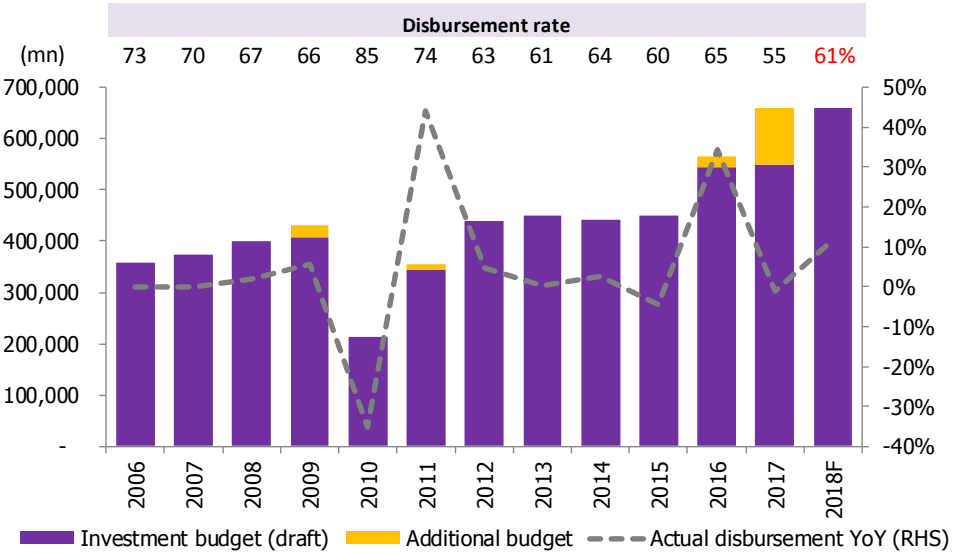
Period	Domestic
End of 2017	Start Thailand-China railway construction
01/01/2018	Alien labor bill become effective (but expected to be nullified)
2/2018	Petroleum concession bidding
1Q18	Rice barn pledging scheme worth Bt87bn (Bt15.3k/t)
1Q18	Income stimuli for low incomers (2nd phase and more to come)
1Q18	EEC bill become effective unlock demand for investments
1Q18	Metro rail lines auctions and TOR issuances
1Q18	Potential minimum wage raise in 7 key provinces
Period	**International**
End of 2017	US debt ceiling deadline (expected to be extended)
03/02/2018	Fed chair term expires (Yellen)
21/03/2018	Fed raise interest rate (expectation)
3/2018	Japan Shunto wage negotiation
1Q18	US tax reform bill become effective

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจะทยอยออกมาอย่างต่อเนื่อง เราพบว่ามีการประกาศใช้นโยบายการคลังจำนวนมากเพื่อกระตุ้นการท่องเที่ยวและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ทั้งนี้แม้ว่าจะมีมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจลดน้อยลงในปี 2560 แต่เราคาดว่าจะเห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมากขึ้นในช่วงต้นปีหน้าผ่านโครงการรับจำนำข้าว (คาดว่าจะมีมูลค่า 8.7 หมื่นล้านบาท และเบิกจ่ายระหว่างเดือนพฤศจิกายน 2560 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2561), โครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำสำหรับผู้ประกอบการ SME, และการแจกสวัสดิการรอบ 2 สำหรับผู้ถือบัตรคนจน นอกจากนี้ยังอาจจะมีการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในปี 2561 ด้วย ซึ่งน่าจะได้การตอบรับดีมากเนื่องจากการขึ้นค่าจ้างครั้งล่าสุดเกิดขึ้นมานานหลายปีแล้ว

รัฐบาลจะลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอย่างต่อเนื่อง เมื่ออิงข้อมูลจากสำนักงบประมาณ แม้งบลงทุนสำหรับปีงบประมาณ 2561 มียอดเท่ากับปีงบประมาณ 2560 (ซึ่งรวมผลของการเพิ่มงบกลางปีแล้ว) แต่เนื่องจากการเบิกจ่ายงบลงทุนปีงบประมาณ 2560 ทำได้ค่อนข้างต่ำ ทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณที่ค้างอยู่ล่วงเลยมาในปี 2561 ทำให้เม็ดเงินการลงทุนภาครัฐในปี 2561 น่าจะสูงกว่าปี 2560 อย่างมีนัยสำคัญ โดยศูนย์วิจัยฯ ไทยพาณิชย์ (SCB EIC) คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะขยายตัวเกือบ 12% ในปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากการก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้า, รถไฟทางคู่, และมอเตอร์เวย์ ที่ได้จัดประมูลในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา ซึ่งการเติบโตระดับ 12% น่าจะทำได้ไม่ยากเพราะคิดเป็นอัตราเบิกจ่ายงบลงทุน 2561 ที่เพียง 60% เทียบกับอัตราเบิกจ่ายในอดีตที่อยู่ในช่วง 55-85% ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา

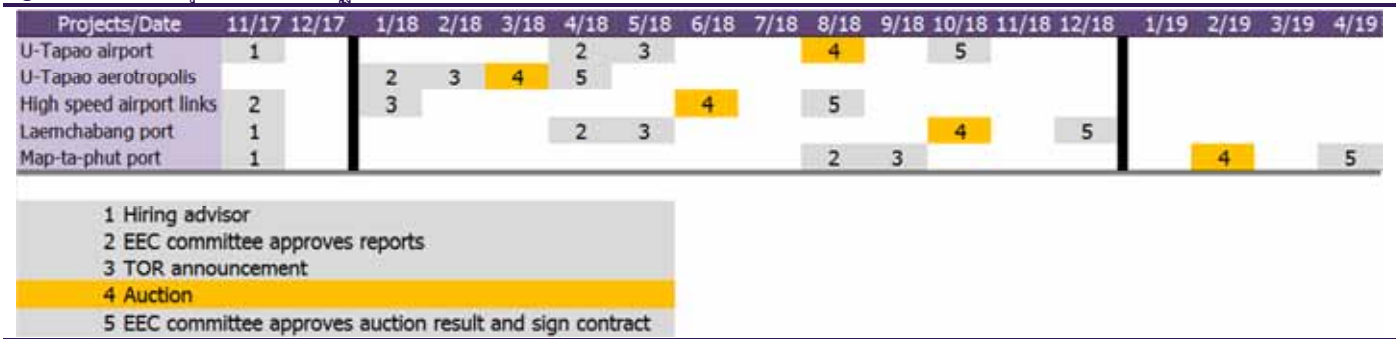
Figure 43: งบประมาณลงทุนภาครัฐ, อัตราเบิกจ่าย, และแนวโน้มการเติบโต



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

พ.ร.บ. EEC และการลงทุนจริงของรัฐบาลจะช่วยกระตุ้น FDI และความเชื่อมั่นภาคเอกชน หลังจากรัฐบาลโรดโชว์หลายครั้งด้วยกันในไตรมาส 3/60-ไตรมาส 4/60 หนังสือพิมพ์รายงานว่านักลงทุนต่างชาติแสดงความสนใจในโครงการ EEC ทั้งนี้แม้ยังไม่มีการยืนยันอย่างหนักแน่นจากภาคเอกชน แต่เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าอย่างรวดเร็วหลังจาก พ.ร.บ.EEC มีผลบังคับใช้ ซึ่งน่าจะเกิดขึ้นในช่วงปลายเดือนมกราคม ทำให้รายละเอียดเกี่ยวกับผลประโยชน์ทั้งหมดปรากฏชัดเจน ในขณะเดียวกัน รัฐบาลก็ใช้ความพยายามอย่างหนักที่จะอำนวยความสะดวกในการทำธุรกิจในพื้นที่ EEC โดยอัดฉีดเงินประมาณ 7.5 แสนล้านบาทเพื่อลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน โดยจะเปิดประมูล 4โครงการในปี 2561 และอีก 1 โครงการในปีต่อไป

Figure 44: แผนลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน



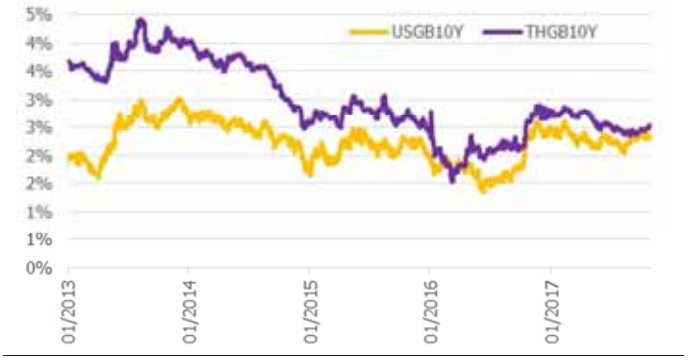
Source: MoI, SCBS Investment Research

แรงกดดันจากเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจะผลักดันให้ผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า output gap ทั่วโลกที่กว้างขึ้น (positive output gap) จะทำให้ภาวะเงินฝืดหมดไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ ซึ่งหมายความว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จะปรับตัวเพิ่มขึ้น (correlation ระหว่างอัตราเงินเฟ้อและผลบตอบแทนพันธบัตรสูงถึง 0.75) ซึ่งจะส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย เพราะปัจจุบัตส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรไทยและสหรัฐฯ ค่อนข้างแคบมากแล้ว เมื่ออัตราดอกเบี้ยพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับขึ้นก็น่าจะดันอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยให้ปรับขึ้นด้วย เราคาดว่าเศรษฐกิจทั่วโลกที่ดีขึ้นและวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของไทย รวมถึงภาวะเงินฝืดที่หมดไป จะส่งผลดีต่อตลาดหุ้นทั่วโลก

Figure 45: อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้นจะหนุนให้ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น...

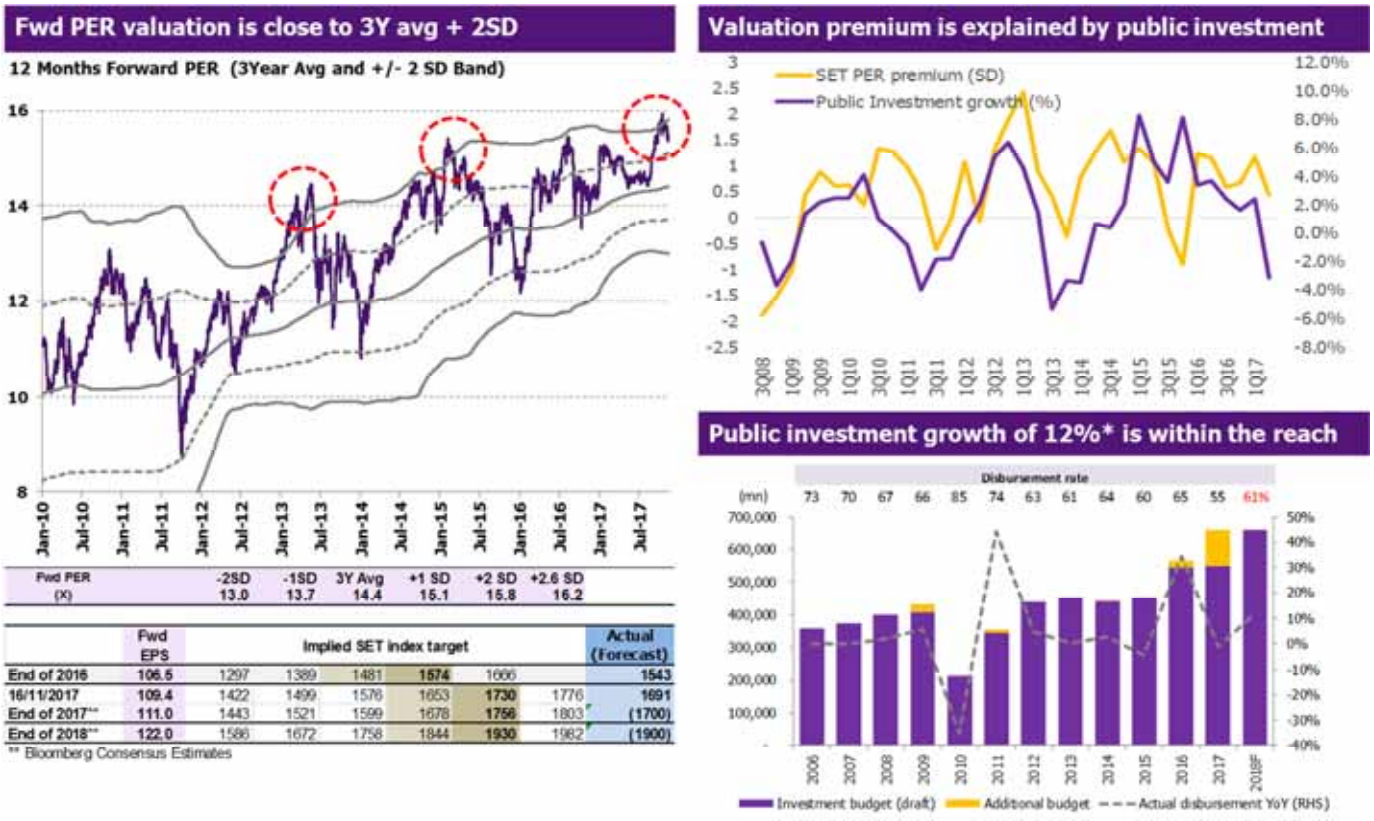
Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 46: ...ซึ่งจะส่งผลทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นกัน เพราะปรกติอัตราดอกเบี้ยของไทยมักสูงกว่า



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 47: คงเป้า SET index ที่ 1900 จุดในปี 2561 เนื่องจากการลงทุนภาครัฐที่น่าจะเติบโตถึง 12% จะทำให้ PE valuation อยู่ในระดับสูง



* SCB EIC 2018 forecast of real public investment growth

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research (Data as of 17 Nov 2017)

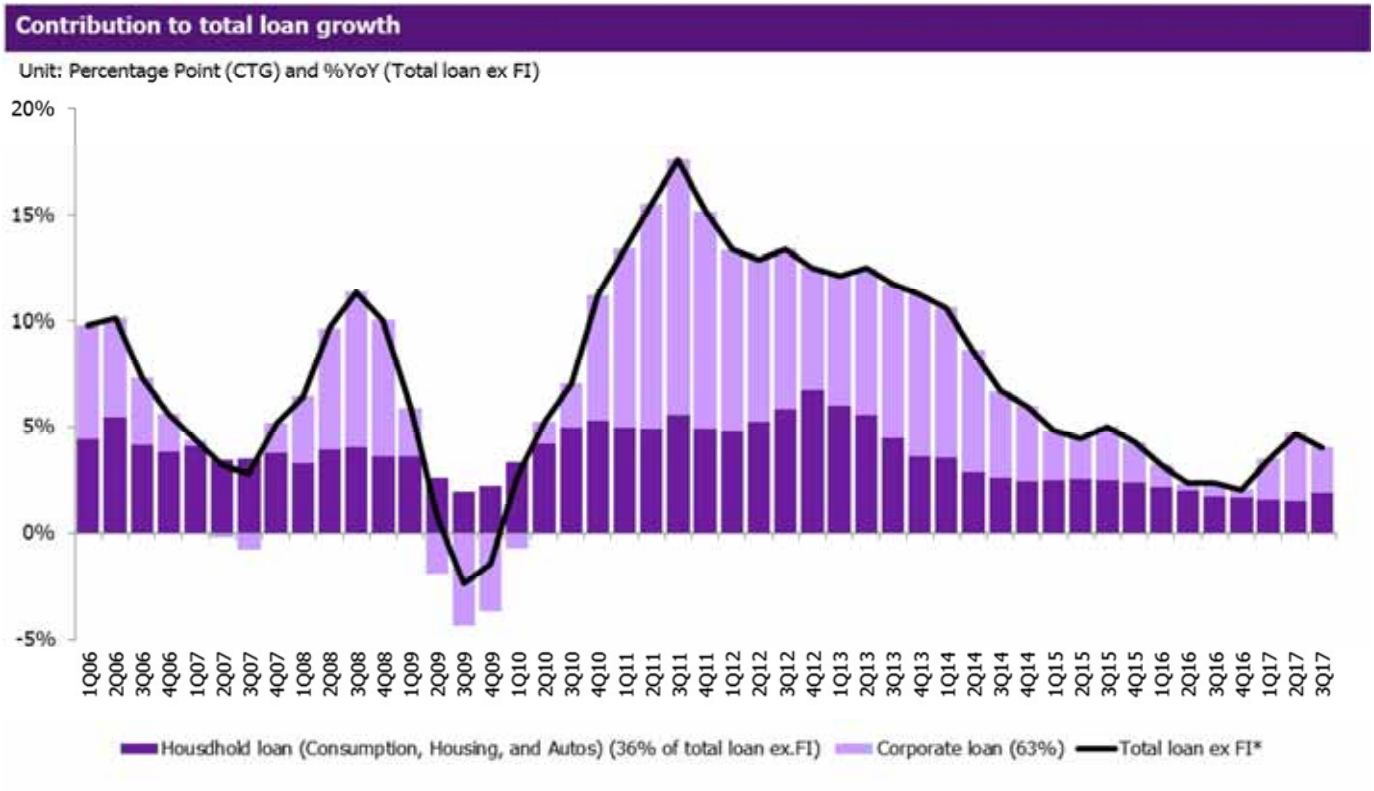
เรายังคงเป้า SET index ปี 2561 ไว้ที่ 1900 จุด อ้างอิงอัตราการเติบโตของ EPS ที่ 9-12% (หรือประมาณเกือบ 2 เท่าของอัตราการขยายตัวของ nominal GDP) เราใช้สมมติฐานอัตราส่วน PE ที่ 15.1-15.8 เท่า ซึ่งสะท้อนเป้า SET index ในช่วง 1850-1930 จุด เราคาดว่าการเติบโตของการลงทุนภาครัฐจะช่วยสนับสนุนให้ PE valuation อยู่ที่ระดับพรีเมี่ยมต่อไปในอนาคต

เราคาดว่าการเติบโตของเศรษฐกิจโลกจะช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจไทยผ่านการค้าระหว่างประเทศ ทั้งนี้การขึ้นดอกเบี้ยและลดการอัดฉีดสภาพคล่องอย่างช้าๆ ของเฟด (ขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ครั้ง และการค่อยๆ ดึงเงินที่อัดฉีด QE ไว้ออกจากระบบ) และ ECB (การทยอยลดวงเงินมาตรการ QE) จะส่งผลกระทบน้อยมากต่อสภาพคล่องในประเทศไทย เนื่องจากเม็ดเงินยังคงไหลเข้า จากดุลการค้าและดุลบัญชีเดินสะพัดยที่เกินดุลในระดับสูง

Top picks อิงกับธีมการลงทุนในไตรมาส 1/61 ของเรา คือ ธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัย กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐาน และประกัน top picks ของเราหลักๆ อิงกับอุปสงค์ในประเทศ ซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนเพิ่มมากขึ้นเพื่อสร้างโครงสร้างพื้นฐาน และความเชื่อมั่นภาคเอกชนที่เพิ่มขึ้น การลงทุนภาคเอกชนที่รอคอยมานาน เริ่มส่งสัญญาณฟื้นตัว (ตามคาด) หลังจากการส่งออกเติบโตติดต่อกันหลายเดือน อัตราการใช้กำลังการผลิตปรับตัวสูงขึ้น ดังเห็นได้จากดัชนีการลงทุนภาคเอกชนรายเดือนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เพื่อสนับสนุนวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ สภานิติบัญญัติแห่งชาติมีแนวโน้มที่จะผ่านความเห็นชอบพ.ร.บ. EEC ภายในไตรมาส 1/61 (ตามสัญญาณจากรัฐบาล) ปัจจัยนี้จะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นของภาคเอกชน และสนับสนุนให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะต่อไป

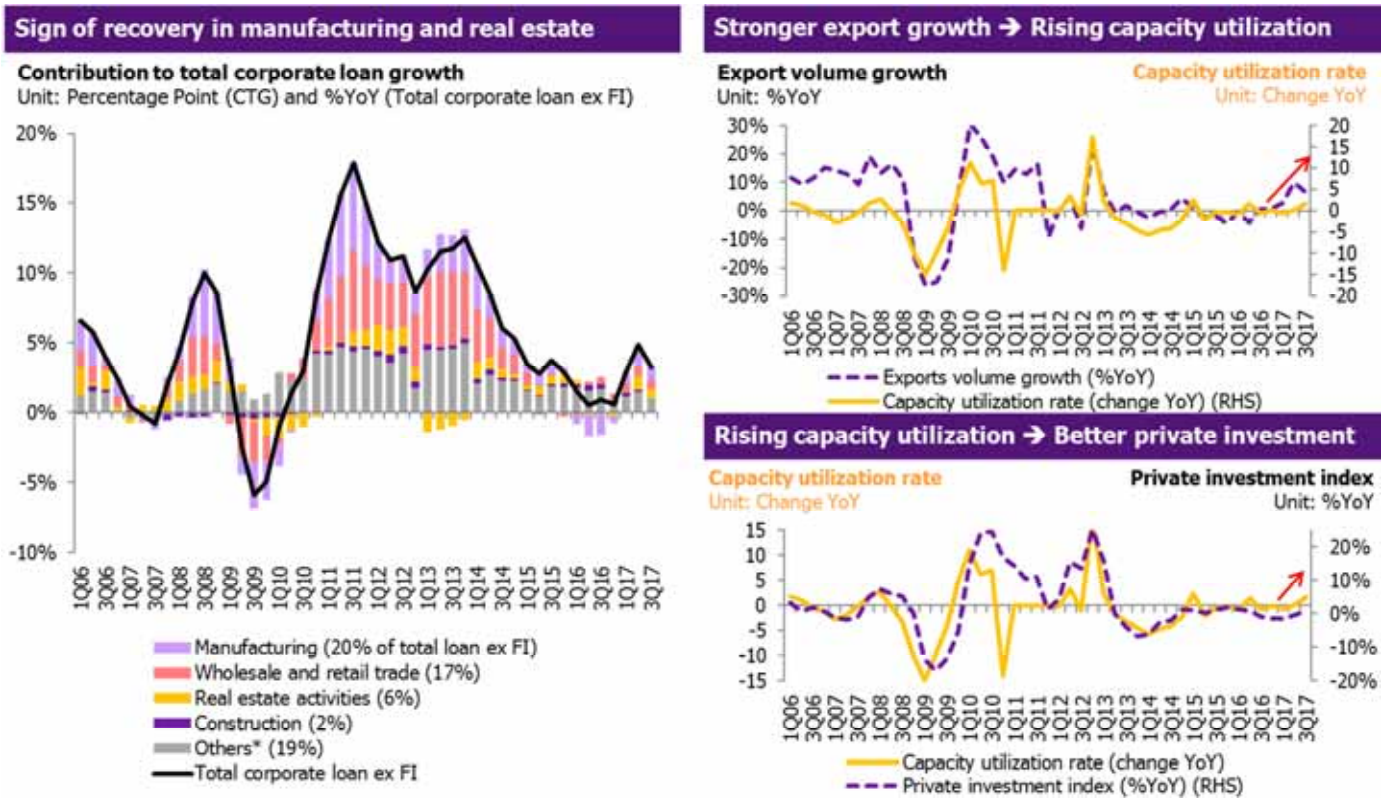
ความต้องการสินเชื่อจากภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนจะปรับตัวดีขึ้น ความต้องการสินเชื่อภาคเอกชนปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2555 ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ชี้ให้เห็นว่า อัตราการขยายสินเชื่อภาคเอกชนทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 4/59 มีเหตุผล 2-3 ข้อที่ช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าความต้องการสินเชื่อจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต ดังนี้...

Figure 48: ความต้องการสินเชื่อทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 4/59 ทั้งภาคเอกชนและภาคครัวเรือน



Note: Total loan excludes loan to financial institution (FI)
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 49: การส่งออกที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้กำลังการผลิตปรับตัวลดลง ส่งสัญญาณถึงความจำเป็นในการลงทุน เพิ่ม



Note: Other s include utilities, services, and others.

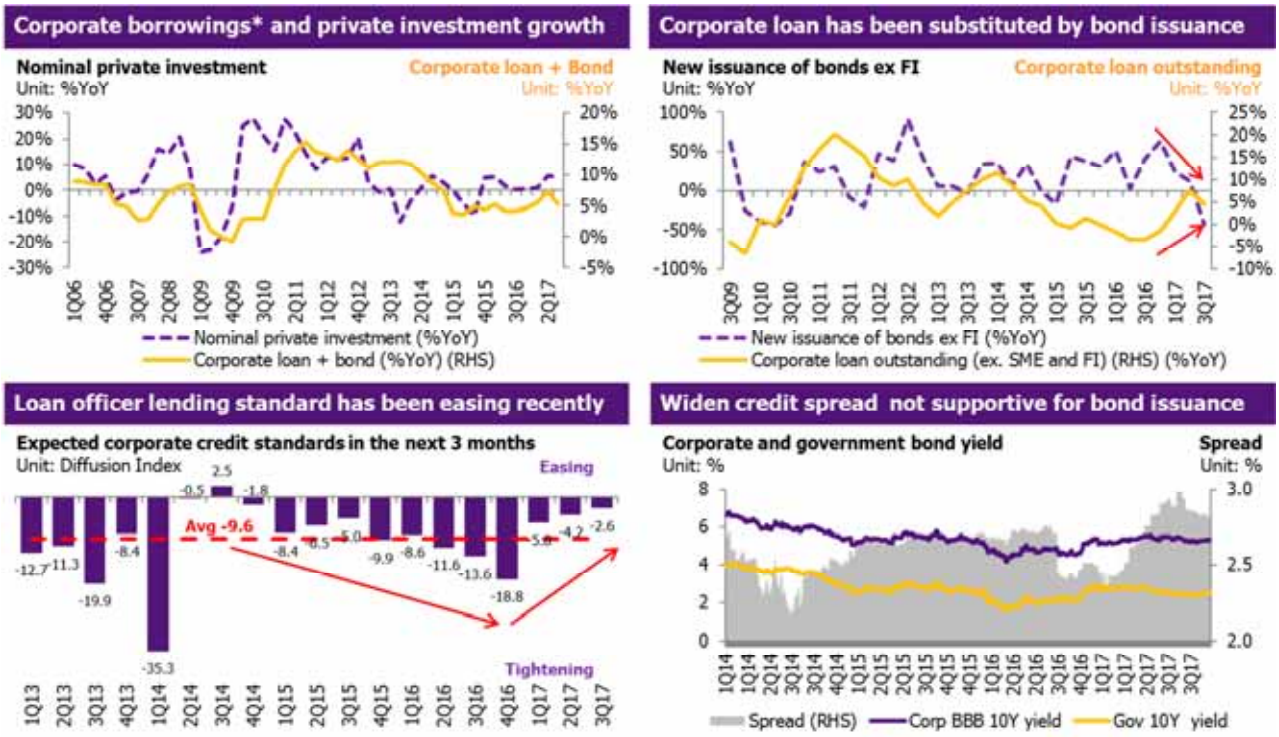
Source: BOT, Bloomberg, and SCBS Investment Research

การส่งออกที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นส่งผลทำให้กำลังการผลิตส่วนเกินเหลือน้อยลง ส่งสัญญาณถึงความจำเป็นในการลงทุนและกู้ยืมเพิ่ม ดัชนีปริมาณการส่งออกปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59 นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่าการส่งออกไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่องตลอดปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างสอดประสานกันมากขึ้นในประเทศที่พัฒนาแล้ว การใช้กำลังการผลิตเริ่มทยอยปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ แนวโน้มเช่นนี้น่าจะส่งผลทำให้มีความจำเป็นในการลงทุนและกู้ยืมอย่างแท้จริง

สินเชื่อธนาคารน่าจะเป็นแหล่งเงินทุนที่น่าสนใจมากกว่าการออกหุ้นกู้เมื่อเทียบกับในอดีต เมื่อดูที่แนวโน้มการออกหุ้นกู้ของภาคธุรกิจและการปล่อยสินเชื่อภาคธุรกิจของธนาคารพาณิชย์ช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา พบว่าภาคธุรกิจหันมานิยมออกหุ้นกู้เพื่อระดมทุน แต่แนวโน้มเช่นนี้เริ่มเปลี่ยนไป credit spread ที่ปรับขึ้นอย่างช้าๆ ซึ่งอาจจะเป็นผลมาจากการผิดนัดชำระหนี้ในตลาดสินเชื่อเมื่อไม่นานนี้ ทำให้ต้นทุนเงินทุนที่สูงขึ้นจากการออกหุ้นกู้ทำให้การขอสินเชื่อจากธนาคารพาณิชย์ดูน่าสนใจมากกว่าการออกหุ้นกู้ ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อที่ ธปท.จัดทำเมื่อไม่นานนี้ก็บ่งชี้ถึงมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่มีแนวโน้มผ่อนคลายลง

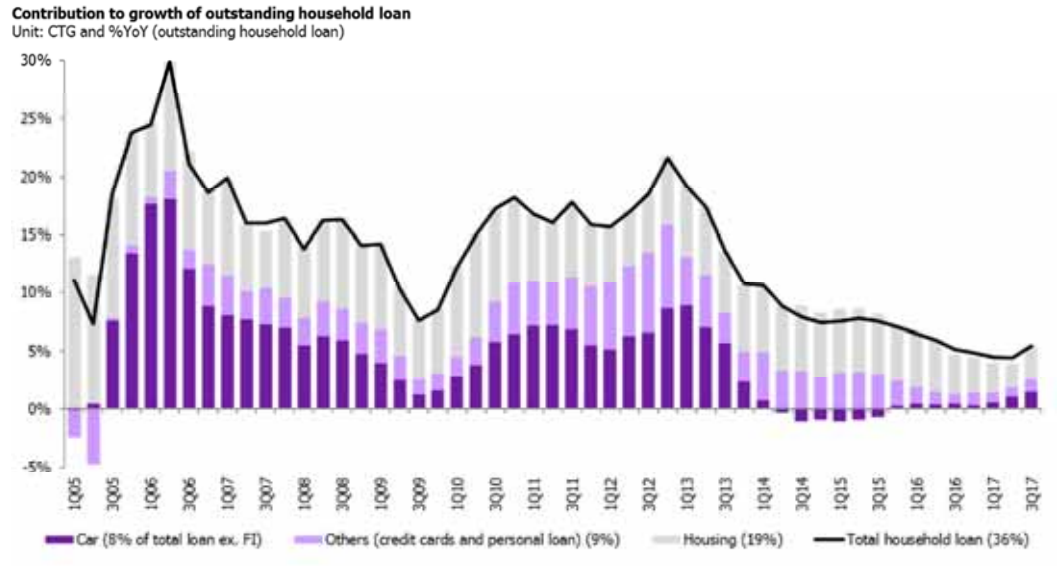
ในขณะที่สินเชื่อส่วนบุคคล (เงินสดและบัตร) ชะลอตัวต่อเนื่อง แต่สินเชื่อที่อยู่อาศัยและสินเชื่อรถยนต์ส่งสัญญาณฟื้นตัว การปล่อยสินเชื่อรถยนต์จากโครงการรถยนต์คันแรกได้จำนวนมากในปี 2555-2556 ส่งผลกระทบอย่างมากต่ออัตราการขยายตัวของสินเชื่อรถยนต์ในปี 2557-2559 เนื่องจากสินเชื่อเหล่านี้ถูกชำระคืนหมดแล้ว ดังนั้นสถานการณ์จึงปรับตัวดีขึ้น โดยสินเชื่อรถยนต์เริ่มขยายตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2560 นอกจากนี้สินเชื่อที่อยู่อาศัยก็แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้นในไตรมาสหลังๆ นี้เช่นกัน

Figure 50: ความต้องการสินเชื่อมากขึ้นจะเกิดขึ้นพร้อมกับมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่ผ่อนคลายลง



Source: Bloomberg, Bank of Thailand, Thai BMA, SCBS Investment Research

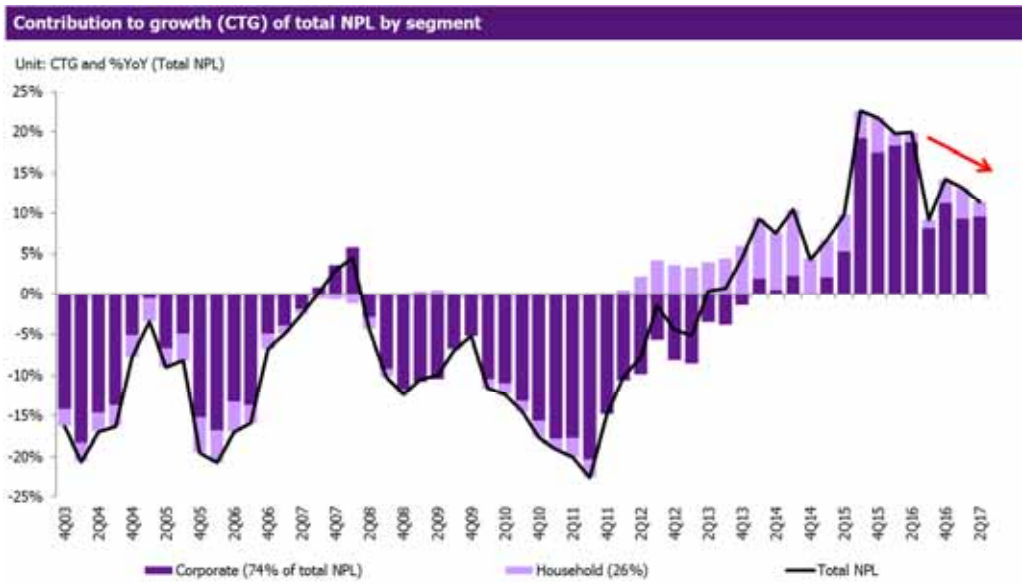
Figure 51: สินเชื่อภาคครัวเรือนส่งสัญญาณฟื้นตัว (โดยเฉพาะสินเชื่อที่อยู่อาศัยและสินเชื่อรถยนต์)



Source: BOT, SCBS Investment Research

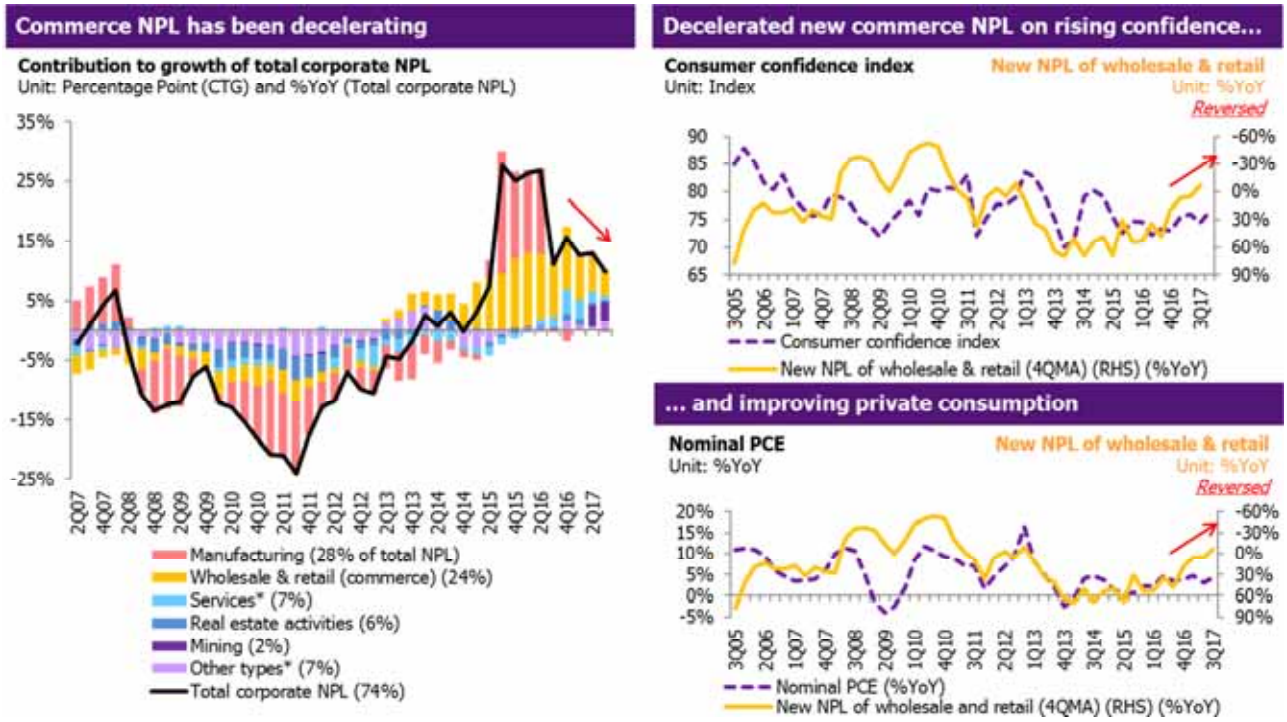
มีสัญญาณที่ดีขึ้นใน NPL จากภาคธุรกิจและภาคครัวเรือน อัตราการเติบโตของ NPL ทำจุดสูงสุดที่ระดับสูงกว่า 20% ในปี 2558 โดยเกิดจากภาค SME ที่อ่อนแอ (ส่วนใหญ่เป็นกลุ่มพาณิชย์) และการผิดนัดชำระหนี้ของธุรกิจขนาดใหญ่ 2-3 ราย (ส่วนใหญ่เป็นบริษัทในภาคการผลิต) หนี้ครัวเรือน (คิดเป็นสัดส่วนเพียง 26% ของ NPL) ก็เริ่มปรับตัวดีขึ้นตอนปลายปี 2559 เราคาดว่า NPL จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงอีก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และการเบิกจ่ายเงินลงทุนภาครัฐ

Figure 52: NPL เติบโตในอัตราชะลอตัวลงตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 59



Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 53: NPL น่าจะผ่านจุดแย่ที่สุดไปแล้ว และกำลังปรับตัวดีขึ้นจากความเชื่อมั่นและการจับจ่ายใช้สอยของผู้บริโภคที่มีแนวโน้มดีขึ้น



Source: Bloomberg, Bank of Thailand, Thai BMA, SCBS Investment Research

สถานการณ์ NPL จากสินเชื่อภาคครัวเรือนปรับตัวดีขึ้น ยกเว้นกลุ่มสินเชื่อที่อยู่อาศัย สินเชื่อส่วนบุคคล สินเชื่อบัตรเครดิต และสินเชื่อรถยนต์ เป็นกลุ่มที่ทำให้ NPL จากสินเชื่อภาคครัวเรือนมีอัตราเติบโตติดลบมาตั้งแต่ไตรมาส 1/60 กลุ่มที่กระตุ้นให้ NPL เติบโต คือ สินเชื่อที่อยู่อาศัย ในขณะที่เราไม่แน่ใจเกี่ยวกับแนวโน้ม NPL จากสินเชื่อที่อยู่อาศัย แต่เรามั่นใจว่าอัตราส่วน NPL จากกลุ่มนี้จะปรับตัวลดลงในอนาคต โดยเกิดจากแนวโน้มการขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้มากขึ้น

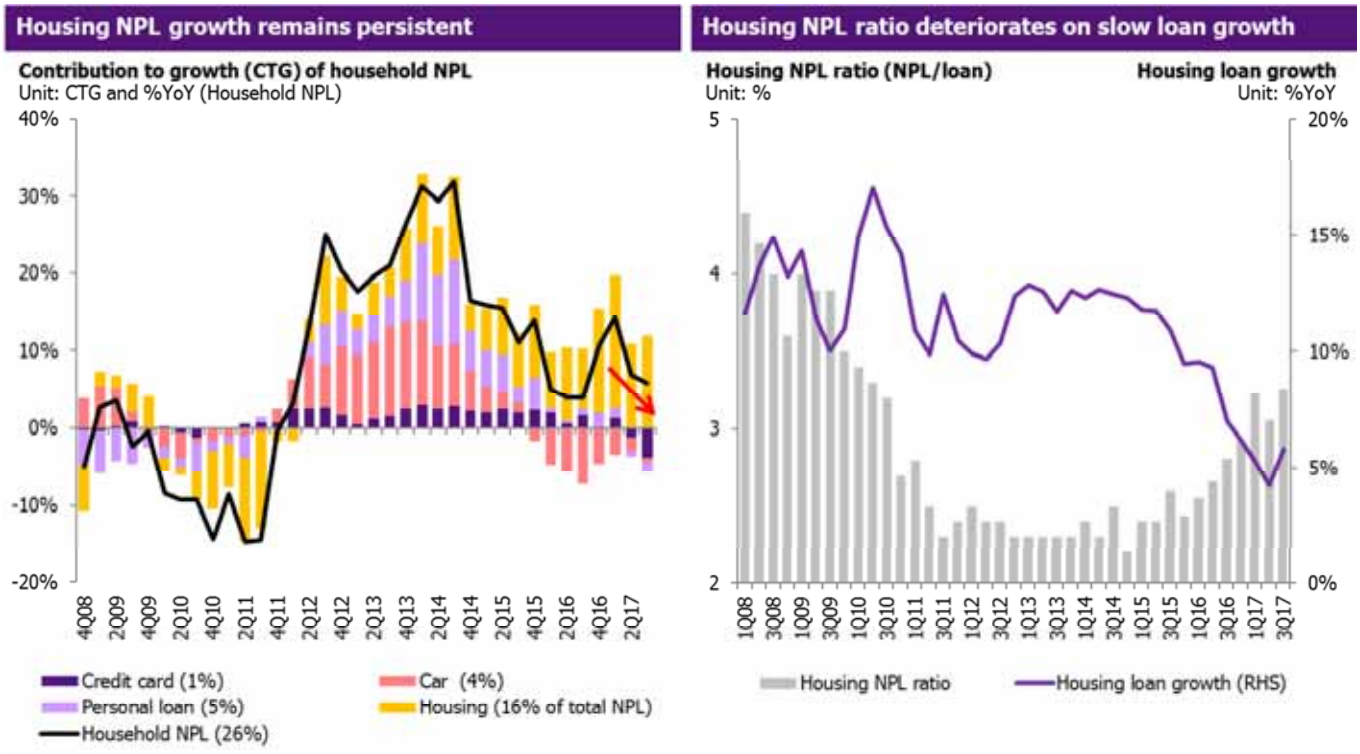
1) ยอดขายที่แข็งแกร่งส่งสัญญาณถึงการขยายสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้มากขึ้น ยอดขายปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งยอดขายบ้านแนวราบและคอนโด ซึ่งเกิดขึ้นพร้อมกับความเชื่อมั่นภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งคู่ โดยปกติแล้วยอดขายคอนโดและบ้านแนวราบมักจะปรับตัวนำหน้าสินเชื่อที่อยู่อาศัยใหม่ประมาณ 2 ปี และ 1 ไตรมาส ตามลำดับ แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลทำให้เราคาดว่าความต้องการสินเชื่อภาคครัวเรือนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

2) มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อจะมีความเข้มงวดน้อยลง ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อที่ ธปท.จัดทำเมื่อไม่นานนี้บ่งชี้ว่าธนาคารผ่อนคลายมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อลง

3) โอกาสก่อหนี้เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรุงเทพฯ อัตราส่วนหนี้ภาคครัวเรือนต่อรายได้ครัวเรือนรายปรับตัวดีขึ้นสำหรับกรุงเทพฯ และปริมณฑล (นนทบุรี, ปทุมธานี, และสมุทรปราการ)

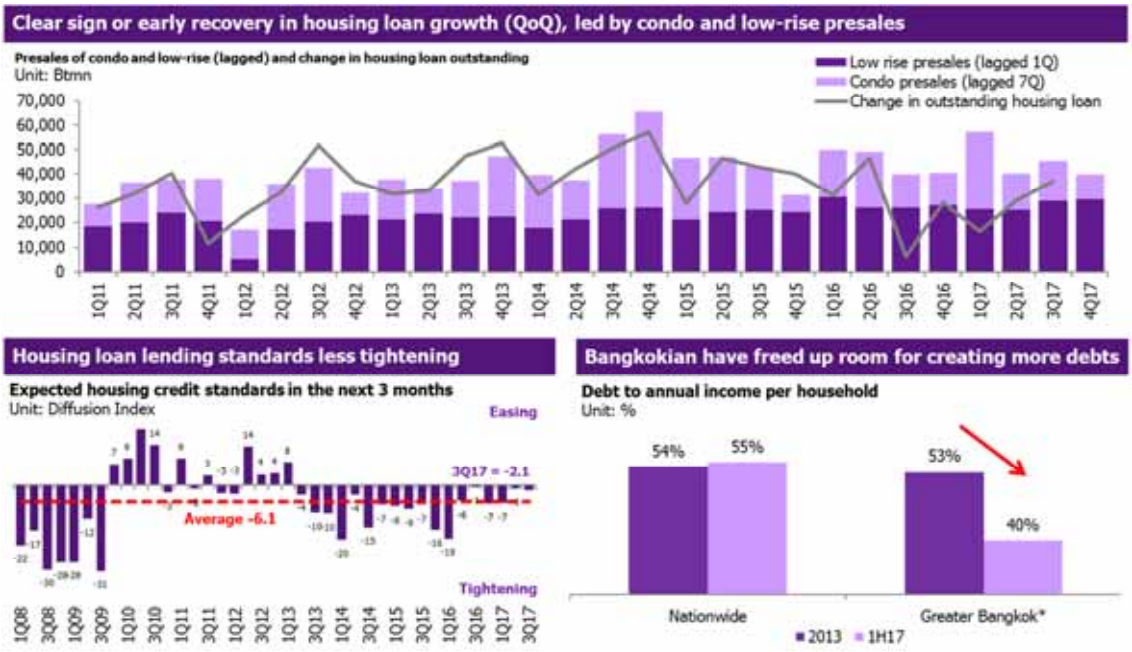
ดังนั้นเราจึงเลือกหุ้นธนาคารและอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเป็นส่วนหนึ่งของ top picks ประจำไตรมาส 1/61 ของเรา โดยอิงกับมุมมองของเราที่ว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อและคุณภาพสินเชื่อทั้งภาคเอกชนและภาคครัวเรือนจะปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งความต้องการสินเชื่อภาคครัวเรือนจะปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 54: NPL สินเชื่อบ้านยังมีปัญหาแต่...



Source: Bloomberg, Bank of Thailand, Thai BMA, SCBS Investment Research

Figure 55: ... ยอด presale และรายได้ครัวเรือนเพิ่ม มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่ผ่อนปรน จะทำให้สินเชื่อที่อยู่อาศัยเติบโต และอัตรา NPL ลด



Note: Greater Bangkok include Bangkok, Nonthaburi, Pathum Thani, and Samut Prakarn
Source: BOT, NSO, and SCBS Investment Research

เมื่ออิงกับธีมการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน เราเลือกหุ้นขนส่งเป็นส่วนหนึ่งของ top picks ของเรา เราคาดว่าเส้นทางเดินรถไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า คนกรุงเทพฯ มีรถไฟฟ้าใช้มานานเกือบ 20 ปีแล้ว การขยายเส้นทางเดินรถจะเร่งตัวขึ้นอย่างมากจนถึงปี 2564 ระยะทางเดินรถทั้งหมดจะมีมากกว่า 273 กม. (คำนวณเฉพาะโครงการที่กำลังก่อสร้างเท่านั้น) เพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจากระยะทางปัจจุบัน (110 กม.) ถ้าเรารวมโครงการอื่นที่กำลังพิจารณาแต่ยังไม่เปิดประมูลเข้ามาด้วย ระยะทางเดินรถทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นกว่า 3 เท่าภายในปี 2566 ระยะทางเดินรถที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเป็นบวกต่อผู้ประกอบการรถไฟฟ้า

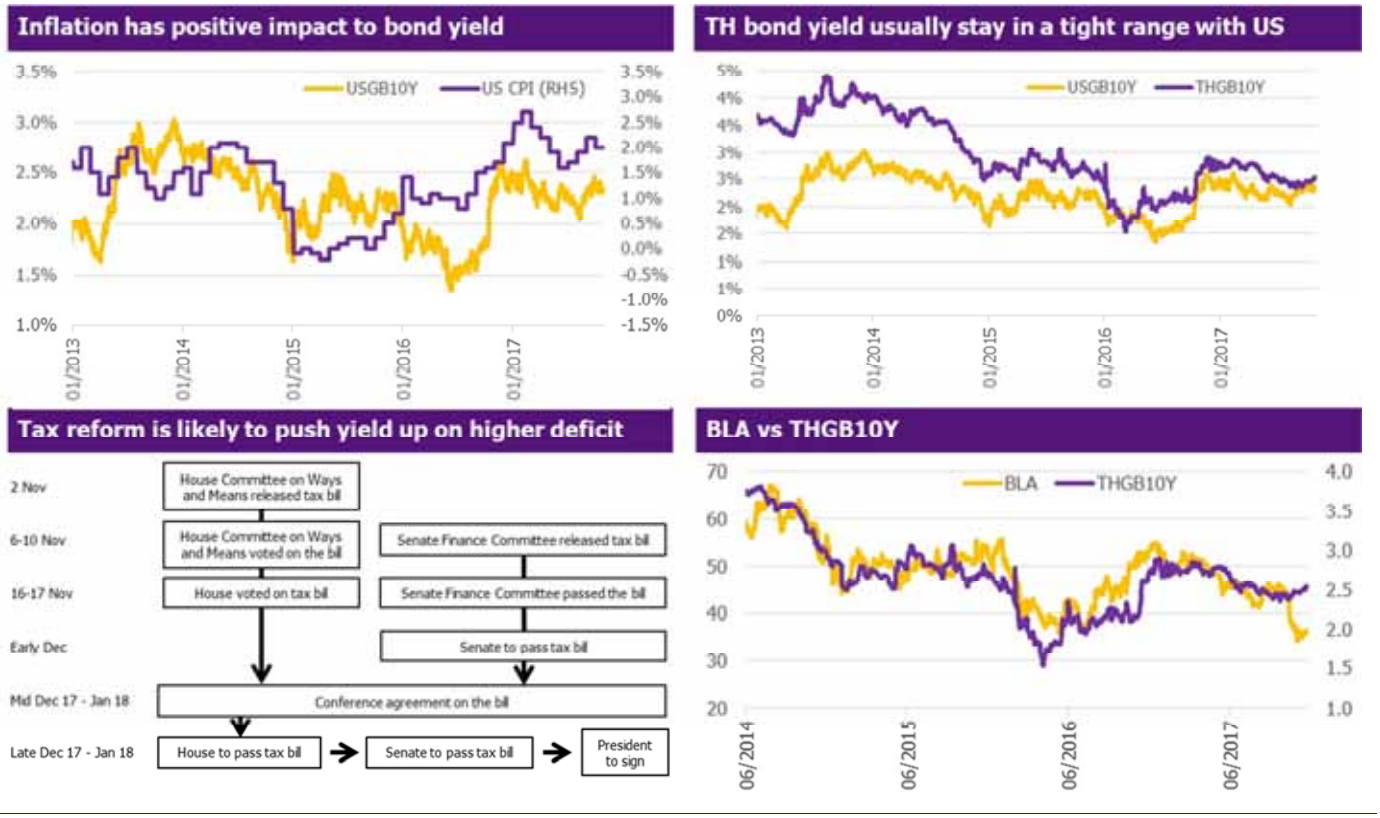
Figure 56: ระยะทางเดินรถไฟฟ้าทั้งหมดจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวในอีก 2-3 ปีข้างหน้า

Existing	Route	Distance	Year of Completion
Dark green (core)	Mo Chit - On Nut	17.00	1999
Light green (ext)	Saphan Taksin - Wongwian Yai	2.20	1900
Light green (ext)	Wongwai Yai - Bangwa	5.30	2004
Airport Link (Red)	Phayathai - Suvarnabhumi	28.50	2009
Airport Link (Red)	Bearing - Samrong	1.80	2010
Light green (core)	National Stadium - Saphan Taksin	6.50	2011
Dark green (ext)	On Nut - Bearing	5.30	2013
Purple	Bang Yai - Bang Sue	23.00	2016
Blue	Bang Sue -Hua Lamphong	20.00	2017
SUM		109.60	
Under construction	**Route**	**Distance**	**Operating year**
Light green (ext)	Samrong - Samut Prakarn	12.60	2018
Dark green (ext)	Mo Chit - Khu Khot	18.20	2020
Blue	Hua Lamphong - Lak Song,	14.00	2020
Blue	Bangsue - Tha Pra	13.00	2020
Dark red	Bang Sue - Rangsit - Thammasat	36.30	2020
Pink	Khae Rai - Min Buri	34.50	2021
Yellow	Lad Prao - Samrong	30.40	2021
SUM		159.00	

*Future projects example: Purple (south), Grey, Orange (East and West), Red, etc.
Source: Ministry of Transportation, SCBS Investment Research

เงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้น จะส่งผลดีต่อบริษัทประกัน output gap ที่กว้างขึ้น (กำลังการผลิตส่วนเกินเหลือน้อยลง) เป็นผลมาจากเศรษฐกิจโลกที่ปรับตัวดีขึ้น จะทำให้ภาวะเงินฝืดหมดไป เมื่อเงินเฟ้อสูงขึ้น จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปีปรับตัวขึ้นด้วยส่งผลให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรไทยสูงขึ้นตามไปด้วย ซึ่งบริษัทประกันชีวิตจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่สูงขึ้น (yield curve ชันขึ้น) เนื่องจากโดยปกติแล้ว duration ของสินทรัพย์ สั้นกว่า duration ของหนี้สิน นอกจากนี้ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ผลิตภัณฑ์ประกันดูน่าสนใจมากขึ้น ซึ่งหมายความว่าบริษัทประกันจะได้รับประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น ทั้งนี้ด้วย correlation ค่อนข้างสูงระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีของสหรัฐฯ กับไทย ดังนั้นเราจึงคาดว่า output gap ที่กว้างขึ้นทั่วโลกจะส่งผลกระทบเชิงบวกต่อผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทย และในที่สุดแล้วจะส่งผลดีต่อบริษัทประกันชีวิตไทย

Figure 57: ผลกระทบของเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นต่อผลตอบแทนพันธบัตร และราคาหุ้นประกันชีวิต



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

Figure 58: Top picks ประจำไตรมาส 1/61

หุ้น	มาตรการกระตุ้น	การลงทุน	EEC	ภาวะเงินฝืดที่หมดไป	สรุปมุมมองการลงทุน
BBL	X	X	X	X	เนื่องจาก BBL เป็นธนาคารที่มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจมากที่สุด ดังนั้นธนาคารจึงมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทยและการส่งออกที่ขยายตัวดีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะอัตราการเติบโตของสินเชื่อเร่งตัวขึ้นอีกเท่าตัว ขณะที่ credit cost ลดลงในปีหน้าจากคุณภาพสินเชื่อที่ดีขึ้น
KTB	X	X	X	X	KTB มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น ในฐานะหุ้น laggard ของกลุ่มธนาคาร KTB มี valuation น่าสนใจที่สุด โดยซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นอยู่ 15%
BLA				X	ราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก เนื่องจากปัจจุบันหุ้น BLA ซื้อขายที่มูลค่า EV ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าเมื่อเลิกกิจการ ผลตอบแทนพันธบัตรเริ่มฟื้นตัว ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BLA ปรับตัวเพิ่มขึ้น
BTS		X			BTS เป็นหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่า บริษัทชนะประมูลโครงการรถไฟฟ้าหลายโครงการ ซึ่งจะหนุนให้ระยะทางเดินรถและ EBITDA เพิ่มขึ้น 4 เท่า ภายในในปีบัญชี 2565 PE ระดับสูงที่ 63 เท่าในปัจจุบัน จะลดลงสู่ 25 เท่า เมื่อผลการดำเนินงานสะท้อนระยะทางเดินรถที่เพิ่มขึ้นในปีบัญชี 2564
LPN	X	X			LPN หันมารุกตลาดระดับกลางมากขึ้น และเราคาดว่ากำไรของบริษัทจะทำจุดต่ำสุดในปีนี้ และฟื้นตัวด้วยอัตราเติบโต 43% ในปี 2561 และ 18% ในปี 2562 หุ้น LPN ซื้อขายที่ PB ต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลก
QH	X	X			ผลการดำเนินงานของ QH จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง เราคาดกำไรจะเติบโตที่ CAGR 11% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเมื่อไม่นานนี้ของ LHBANK ที่ราคาพรีเมี่ยม และ market cap ของ HMPRO ที่เพิ่มขึ้น 30% ทำให้ QH ซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนของบริษัทถึง 19%

Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

ซื้อ

ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากเศรษฐกิจมหภาคที่ปรับตัวดีขึ้น

เนื่องจาก BBL เป็นธนาคารที่มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคธุรกิจมากที่สุด ดังนั้นธนาคารจึงมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทยและการส่งออกที่ขยายตัวดีอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นเท่าตัว และ credit cost ลดลงในปีหน้า การทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคารเพิ่มเติมกับ AIA น่าจะส่งผลทำให้รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2561 เรายืนยันเลือก BBL เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 245 บาท

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ พอร์ตสินเชื่อของ BBL มีสัดส่วนสินเชื่อภาคธุรกิจมากที่สุดที่ 86% ดังนั้นธนาคารจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทย ทั้งนี้ไม่เพียงแต่รัฐบาลจะเร่งเดินหน้าลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านคมนาคมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวในปีหน้าเท่านั้น แต่ยังมีสัญญาณว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2561 ซึ่งประกอบด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นในภาคการผลิต และความสนใจที่นักลงทุนต่างชาติมีต่อโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) BBL เป็น 1 ในสถาบันการเงิน 3 แห่งที่ปล่อยสินเชื่อให้กับโครงการรถไฟฟ้าสายสีเหลืองและสีชมพู มูลค่ารวม 6.3 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้ BBL ยังเป็นธนาคารที่มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อให้กับภาคส่งออกมากที่สุด ดังนั้นจึงน่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตจาก 4% ในปี 2560 เป็น 8% ในปี 2561

จับมือกับ AIA = รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตโดดเด่น การจับมือ AIA ทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคาร (bancassurance) เป็นเวลา 15 ปี จะช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมของ BBL เติบโตเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป BBL จะยังคงเป็นพันธมิตรกับ BLA ต่อไป แม้ว่าจะทำสัญญาเสนอขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตผ่านธนาคาร (bancassurance) ฉบับใหม่กับ AIA เพราะสายผลิตภัณฑ์ของ AIA แตกต่างจาก BLA โดย BLA จะยังคงขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์และผลิตภัณฑ์ประกันสินเชื่อผ่านช่องทางของ BBL ต่อไป ในขณะที่ AIA จะขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ระยะยาว (>15 ปี) และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบคุ้มครองตลอดชีพ ทั้งนี้ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 BBL รายงานว่ารายได้ค่าธรรมเนียมประมาณ 17% ของธนาคารได้มาจาก bancassurance และกองทุนรวม ซึ่งเราประเมินว่า 8-9% ได้มาจาก bancassurance เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมของ BBL จะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 7% ในปี 2560 สู่ 10% ในปี 2561 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 5%

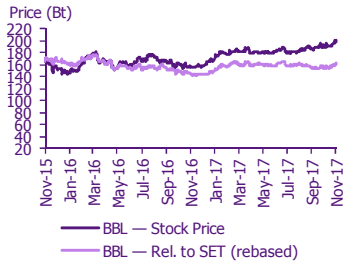
คุณภาพสินทรัพย์ของ BBL จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการส่งออกที่ฟื้นตัวได้ดี BBL คาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะได้รับประโยชน์จากการส่งออกฟื้นตัว เนื่องจาก NPL ส่วนใหญ่ของธนาคารมีความสัมพันธ์กับการส่งออก การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นมากส่งผลทำให้ NPL เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงที่ 2.7% QoQ ในไตรมาส 3/60 จาก 10.5% QoQ ในไตรมาส 2/60 ธนาคารคาดว่า NPL จะไหลเข้าน้อยลงอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 4/60 และมีความมั่นใจมากขึ้นว่า NPL ของธนาคารจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/60 (หรือกรณีเลวร้าย คือ ไตรมาส 1/61) ทั้งนี้แม้ NPL ไหลเข้าน้อยลง แต่ BBL ยังคงยึดหลักความระมัดระวัง โดยปรับ credit cost (อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวม) เพิ่มขึ้นสู่ 1.29% ในไตรมาส 3/60 จาก 1.16% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 เพื่อเพิ่ม LLR coverage ของธนาคารสู่ 154% ณ ไตรมาส 3/60 จาก 151% ณ ไตรมาส 2/60 BBL ตั้งเป้าคง LLR coverage ของธนาคารในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร สอดคล้องกับนโยบายยึดหลักความระมัดระวังของธนาคาร BBL คาดการณ์ถึงผลกระทบน้อยมากจากการนำเกณฑ์ IFRS9 มาใช้ในปี 2562 เราคาดว่า credit cost ของ BBL จะลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 1.15% ในปี 2560 สู่ 1% ในปี 2561

ยืนยันเลือก BBL เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 245 บาท (1.1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2561) ไม่เปลี่ยนแปลง เรายืนยันเลือก BBL เป็น top buy ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากเราคาดว่า BBL จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานที่เร่งตัวขึ้นและการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ธนาคารขยายสินเชื่อได้มากขึ้นและสนับสนุนให้คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตเร่งตัวขึ้นในปี 2561 จากการทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคารเพิ่มเติมกับ AIA

Stock data

Last close (Nov 28) (Bt)	197.50
12-m target price (Bt)	245.00
Upside (Downside) to TP (%)	24.05
Mkt cap (Btbn)	377.00
Mkt cap (US$mn)	11,575
Bloomberg code	BBL TB
Reuters code	BBL.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	2.23
Sector % SET	13.86
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	200 / 154
Avg. daily 6m (US$mn)	20.05
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	97.8
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	4.5	6.2	27.8
Relative to SET	5.2	0.4	12.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Pre-provision profit	(Bt mn)	48,834	47,543	55,606	60,099	67,608
Net profit	(Bt mn)	34,181	31,815	32,837	39,104	47,201
PPP/Sh	(Bt)	25.58	24.91	29.13	31.48	35.42
EPS	(Bt)	17.91	16.67	17.20	20.49	24.73
BVPS	(Bt)	189.56	198.56	209.66	223.64	241.87
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	7.42
PER	(x)	11.03	11.85	11.48	9.64	7.99
P/PPP	(x)	7.72	7.93	6.78	6.27	5.58
EPS growth	(%)	(5.90)	(6.92)	3.21	19.09	20.71
PBV	(x)	1.04	0.99	0.94	0.88	0.82
ROE	(%)	9.98	8.59	8.43	9.46	10.62
Dividend yields	(%)	3.29	3.29	3.29	3.29	3.76

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Interest & dividend income	103,814	102,443	105,744	113,213	130,759
Interest expense	46,304	38,445	38,690	40,068	49,425
Net interest income	**57,510**	**63,998**	**67,054**	**73,145**	**81,334**
Non-interest income	45,026	41,763	44,575	46,245	49,709
Non-interest expenses	45,045	50,505	48,001	49,752	51,934
Earnings before tax & provision	57,492	55,256	63,627	69,638	79,109
Tax	8,630	7,556	7,967	9,485	11,447
Equities & minority interest	28	157	54	54	54
Core pre-provision profit	48,834	47,543	55,606	60,099	67,608
Provision	14,654	15,728	22,769	20,995	20,407
Core net profit	**34,181**	**31,815**	**32,837**	**39,104**	**47,201**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**34,181**	**31,815**	**32,837**	**39,104**	**47,201**
EPS (Bt)	17.91	16.67	17.20	20.49	24.73
DPS (Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	7.42

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Interest & dividend income	25,501	25,521	25,649	26,214	26,753
Interest expense	9,436	9,218	9,372	9,646	9,928
Net interest income	**16,066**	**16,303**	**16,277**	**16,568**	**16,825**
Non-interest income	10,837	11,009	10,856	11,419	11,599
Non-interest expenses	12,095	12,955	11,082	12,846	11,938
Earnings before tax & provision	14,808	14,357	16,052	15,141	16,485
Tax	1,785	2,469	1,951	1,388	2,036
Equities & minority interest	16	24	(10)	18	29
Core pre-provision profit	13,007	11,864	14,110	13,735	14,420
Provision	4,946	3,596	5,806	5,688	6,259
Core net profit	**8,061**	**8,267**	**8,305**	**8,047**	**8,161**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**8,061**	**8,267**	**8,305**	**8,047**	**8,161**
EPS (Bt)	4.22	4.33	4.35	4.22	4.28

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Cash	61,432	66,338	66,507	66,647	66,824
Interbank assets	372,007	394,612	481,427	520,447	564,789
Investments	520,805	547,941	521,092	521,092	521,092
Gross loans	**1,868,903**	**1,941,093**	**2,018,737**	**2,180,236**	**2,354,655**
Accrued interest receivable	4,279	4,653	4,653	4,653	4,653
Loan loss reserve	104,187	119,518	138,250	154,884	170,582
Net loans	**1,768,995**	**1,826,227**	**1,885,140**	**2,030,004**	**2,188,725**
Total assets	**2,835,852**	**2,944,230**	**3,066,946**	**3,254,802**	**3,462,038**
Deposits	2,090,965	2,178,141	2,302,295	2,463,455	2,635,897
Interbank liabilities	128,681	130,928	130,928	130,928	130,928
Borrowings	138,403	137,815	117,815	117,815	117,815
Total liabilities	**2,473,821**	**2,564,985**	**2,666,540**	**2,827,701**	**3,000,143**
Minority interest	199	229	200	200	200
Paid-up capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	**361,832**	**379,016**	**400,205**	**426,902**	**461,695**
BVPS (Bt)	**189.56**	**198.56**	**209.66**	**223.64**	**241.87**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Cash	49,933	66,338	55,536	51,782	54,985
Interbank assets	421,451	394,612	504,369	514,488	607,775
Investments	498,931	547,941	527,049	516,188	495,351
Gross loans	**1,901,900**	**1,941,093**	**1,923,953**	**1,978,391**	**1,938,619**
Accrued interest receivable	3,711	4,653	3,856	3,888	4,761
Loan loss reserve	116,757	119,518	124,446	129,918	135,840
Net loans	**1,788,854**	**1,826,227**	**1,803,363**	**1,852,361**	**1,807,540**
Total assets	**2,875,539**	**2,944,230**	**2,995,623**	**3,041,132**	**3,073,691**
Deposits	2,106,870	2,178,141	2,244,032	2,297,918	2,300,958
Interbank liabilities	144,797	130,928	117,580	114,538	133,365
Borrowings	133,678	137,815	133,236	131,595	129,518
Total liabilities	**2,504,482**	**2,564,985**	**2,609,526**	**2,656,343**	**2,680,473**
Minority interest	170	229	187	257	199
Paid-up capital	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	**370,887**	**379,016**	**385,910**	**384,532**	**393,019**
BVPS (Bt)	**194.30**	**198.56**	**202.17**	**201.45**	**205.89**

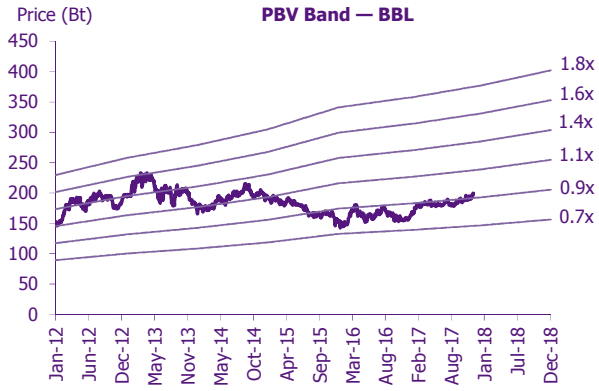
Key Assumptions and Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Growth					
YoY loan growth	4.86	3.86	4.00	8.00	8.00
YoY fee & insurance income growth	10.79	1.75	7.00	10.00	10.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	3.80	3.63	3.58	3.63	3.93
Cost on int-bear'g liab (%)	1.97	1.60	1.55	1.52	1.77
Spread (%)	1.83	2.03	2.03	2.10	2.16
Net interest margin(%)	2.11	2.27	2.27	2.34	2.44
ROE (%)	9.98	8.59	8.43	9.46	10.62
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	3.01	3.55	4.43	4.02	3.91
LLR/NPLs(%)	185.30	173.61	154.44	176.55	185.24
Provision expense/Total loans (%)	0.78	0.81	1.13	0.96	0.87
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	83.83	83.81	83.42	84.46	85.51
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	48.08	50.26	46.32	44.07	41.70
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	17.86	18.32	17.44	17.16	17.04
Tier-1(%)	15.78	16.40	15.60	15.44	15.43
Tier-2(%)	2.08	1.92	1.84	1.72	1.61

Financial Ratios

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
YoY loan growth	5.08	3.86	2.61	3.75	1.93
YoY fee & insurance income growth	2.40	0.29	10.09	6.63	7.17
Yield on earn'g assets (%)	3.59	3.58	3.51	3.52	3.54
Cost on int-bear'g liab (%)	1.56	1.53	1.52	1.53	1.55
Net interest margin(%)	2.26	2.29	2.23	2.22	2.22
Cost to income ratio (%)	47.81	50.71	43.29	49.85	46.41
NPLs/Total Loans(%)	3.85	3.55	4.04	4.34	4.55
LLR/NPLs(%)	159.53	173.61	160.01	151.16	153.96
Provision expense/Total loans (%)	1.04	0.74	1.21	1.15	1.29

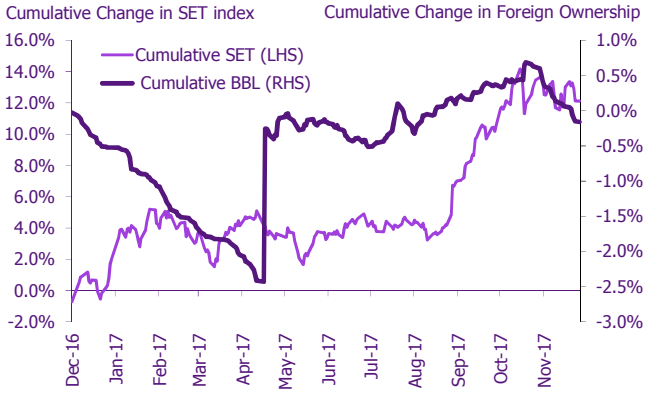
PBV Band Chart



(66- **12-Month Cumulative directors trade**

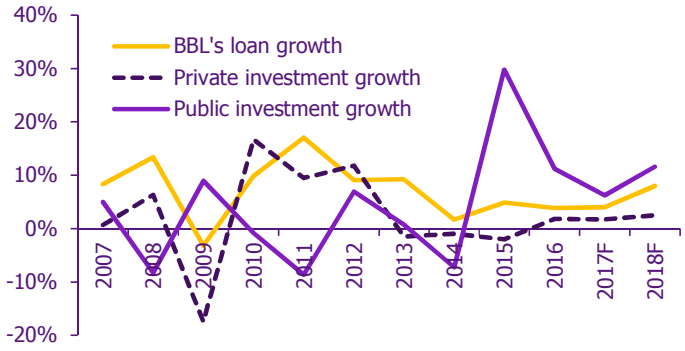
NA

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



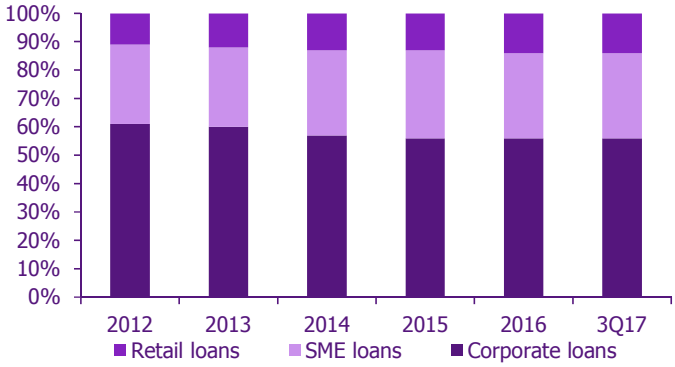
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BBL's loan, GDP and investment growth



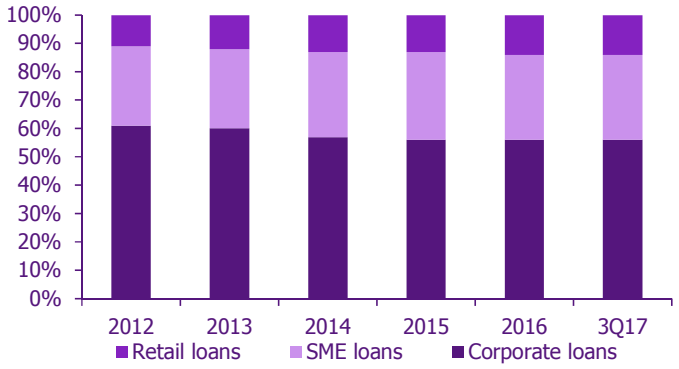
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's loans broken down by segment



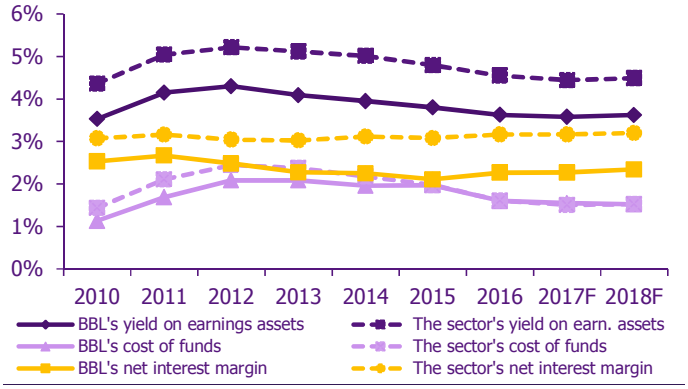
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 3: BBL's deposit mix



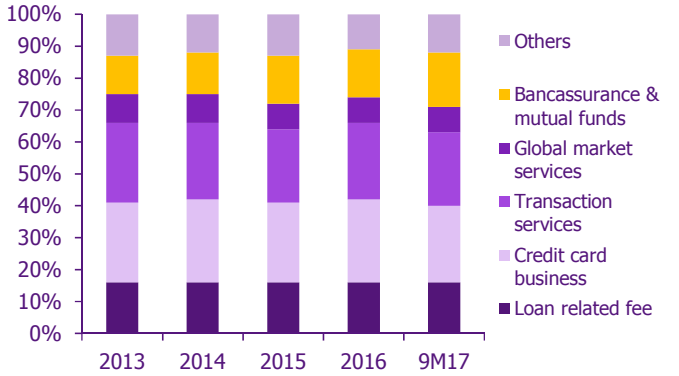
Source: BBL and SCBS Investment Research

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



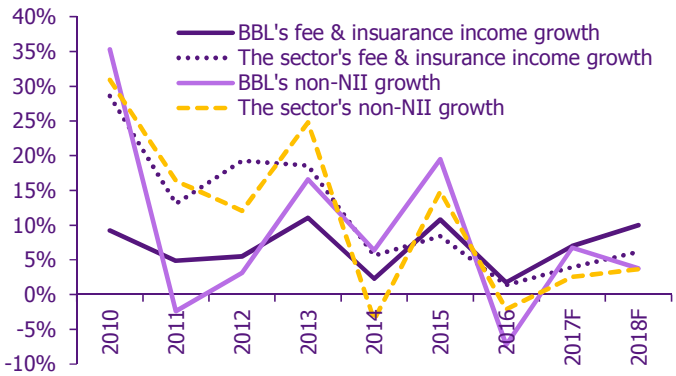
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: BBL's fee income breakdown



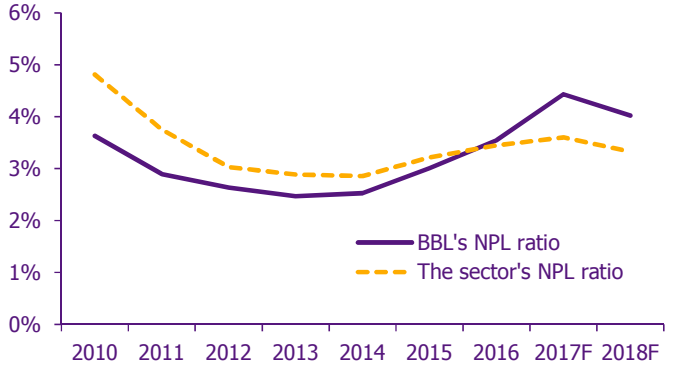
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: Fee income and non-NII growth



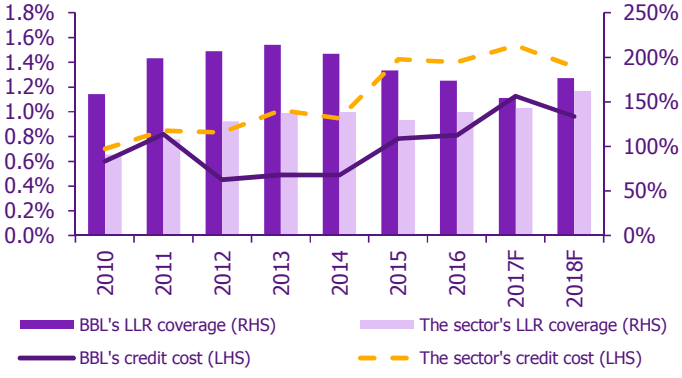
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 7: BBL's NPLs/Total loans



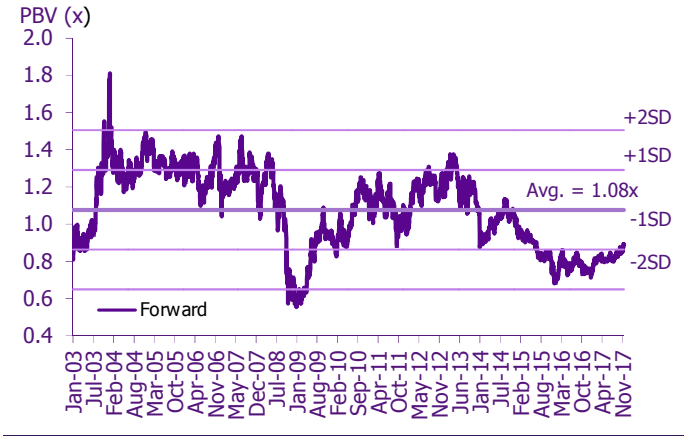
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 8: BBL's LLR coverage and credit cost



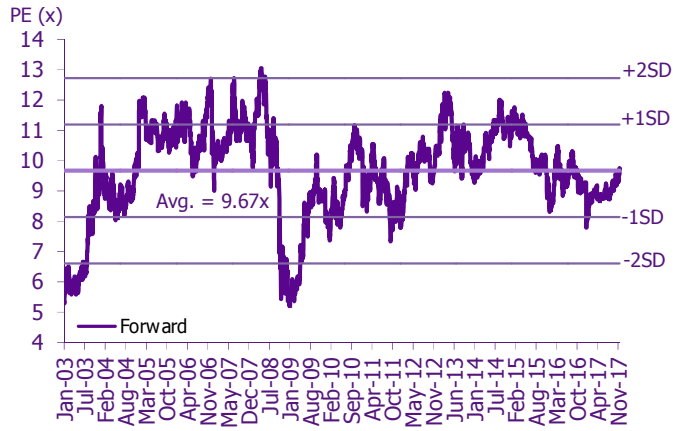
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



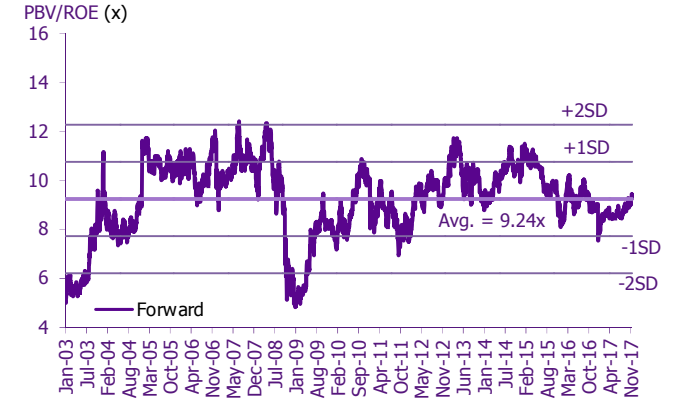
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



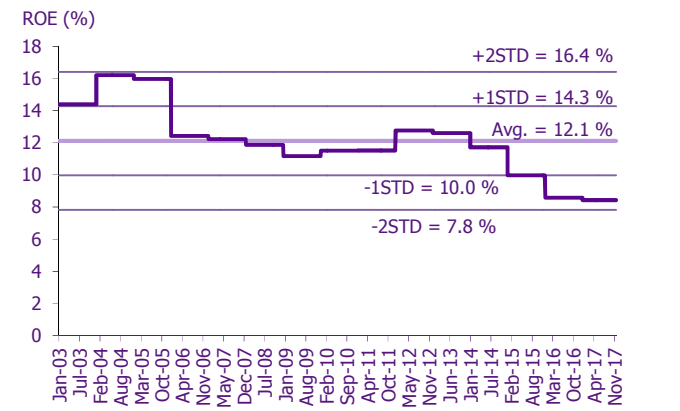
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

ซื้อ

ผลตอบแทนพันธบัตรฟื้นตัว ราคาหุ้นที่ซื้อขายที่มูลค่าเมื่อเลิกกิจการ

ราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก เนื่องจากปัจจุบันหุ้น BLA ซื้อขายที่มูลค่า EV ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าเมื่อเลิกกิจการ เราเชื่อว่าตลาดกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับผลกระทบจากกรณีที่ AIA จับมือเป็นพันธมิตรกับ BBL ในขณะที่ผลตอบแทนพันธบัตรเริ่มฟื้นตัว ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น BLA ปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาหุ้นที่ซื้อขายที่มูลค่าเมื่อเลิกกิจการ พร้อมกับ bond yield ที่เริ่มฟื้นตัวเป็นจังหวะที่ดีในการเข้าซื้อหุ้น BLA

ได้ประโยชน์จากผลตอบแทนพันธบัตรที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น BLA มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ฟื้นตัว เนื่องจากจะส่งผลบวกต่อ embedded value (มูลค่าธุรกิจ) ผ่านการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลงและ ROI ที่สูงขึ้น ในขณะเดียวกันราคาหุ้น BLA ก็มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวของประเทศไทย ซึ่งเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของเดือนตุลาคม ทั้งนี้ ณ วันที่ 27 พฤศจิกายน ผลตอบแทนพันธบัตรไทยอายุ 10 ปี ปรับขึ้น 0.1% จากสิ้นไตรมาส 3/60 เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรไทยจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟด และการผ่านร่างกฎหมายปฏิรูปภาษีในสหรัฐฯ เฟด ทั้งนี้เฟดเปิดเผยแผนดำเนินนโยบายการเงินให้กลับสู่ภาวะปกติออกมาแล้ว โดยคาดว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกประมาณ 1.0% ภายในสิ้นปี 2561 การผ่านร่างกฎหมายปฏิรูปภาษีในสหรัฐฯ จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ขยายตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 0.5-0.7% ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อและผลตอบแทนพันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้น

มีแนวโน้มโอนกลับ LAT reserve BLA ตั้งสำรองสำหรับการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT reserve) จำนวน 1.7 พันล้านบาท เพื่อสะท้อนผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ปรับตัวลดลง บริษัทมีแนวโน้มที่จะโอนกลับ LAT reserve ในไตรมาส 4/60 และปี 2561 เนื่องจากผลตอบแทนพันบัตรฟื้นตัว เราคาดว่าอัตราการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตของบริษัทจะลดลงจากระดับสูงผิดปกติที่ 77% ในไตรมาส 3/60 สู่ 54% ในไตรมาส 4/60 และ 61% ในปี 2560 และสู่ 57% ในปี 2561 เราคาดว่าเหตุการณ์นี้จะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทฟื้นตัวในไตรมาส 4/60

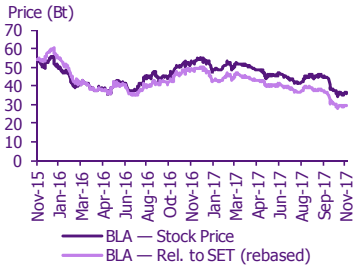
ผลกระทบจากกรณีที่ AIA จับมือเป็นพันธมิตรกับ BBL สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 10% และเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 3% ในปี 2561 เนื่องจากเราปรับประมาณการของเราเพื่อสะท้อนกรณีที่ BBL ทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคารกับ AIA เพิ่มเติมจาก BLA ทั้งนี้ BBL กับ บริษัท เอไอเอ จำกัด (AIA) ได้เข้าลงนามในสัญญาการเสนอขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตผ่านธนาคาร (bancassurance) เป็นเวลา 15 ปี มีผลบังคับใช้ในปี 2561 ในขณะเดียวกัน BBL จะยังคงเป็นพันธมิตรกับ BLA ต่อไป ผลิตภัณฑ์ที่ AIA จะเสนอขายผ่าน BBL จะแตกต่างจากผลิตภัณฑ์ของ BLA โดย BLA จะยังคงขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์และผลิตภัณฑ์ประกันสินเชื่อผ่านช่องทาง bancassurance ของ BBL ต่อไป ในขณะที่ AIA จะขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ระยะยาว (>15 ปี) และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบคุ้มครองตลอดชีพผ่านช่องทาง bancassurance ของ BBL ผลิตภัณฑ์ที่ BLA จะไม่ขายผ่าน BBL อีกต่อไป คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 7% ของเบี้ยประกันรับรายใหม่ปี 2559 ที่ขายผ่านช่องทาง bancassurance โดยในปี 2559 เบี้ยประกันรับรายใหม่ประมาณ 73% ของบริษัทขายผ่าน bancassurance ซึ่งหมายความว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลงประมาณ 5% ถ้าบริษัทไม่สามารถขายผลิตภัณฑ์เหล่านี้ผ่าน BBL

ซื้อขายที่มูลค่าเมื่อเลิกกิจการ, ตอบรับผลกระทบจากกรณีที่ BBL จับมือกับ AIA มากเกินไป หลังจาก BBL ประกาศทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคารกับ AIA เพิ่มเติมจาก BLA ราคาหุ้น BLA ก็ปรับตัวลดลงอย่างมากสู่ระดับใกล้เคียง EV ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าเมื่อเลิกกิจการ เราเชื่อว่า BLA ถูกลงโทษมากเกินไปจากข่าวนี้ และราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่ายุติธรรมอย่างมาก เรายังคงราคาเป้าหมายของ BLA ไว้ที่ 50 บาท อ้างอิง EV บวก 10 เท่าของ 1-year VNB สำหรับปี 2561 ทั้งนี้เราคาดว่า VNB จะลดลง 5% ในปี 2561 สะท้อนผลกระทบจากกรณีที่ AIA จับมือเป็นพันธมิตรกับ BBL

Stock Data

Last close (Nov 28) (Bt)	37.75
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	32.45
Mkt cap (Btbn)	64.46
Mkt cap (US$mn)	1,979
Bloomberg code	BLA TB
Reuters code	BLA.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.38
Sector % SET	0.97
Shares issued (mn)	1,708
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	55.5 / 33.5
Avg. daily 6m (US$mn)	3.49
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	52.4
Dividend policy (%)	≥ 25

Share performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	1.3	(16.6)	(27.4)
Relative to SET	2.1	(21.1)	(36.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and Valuation

FY Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net profit	(Btmn)	4,108	5,110	2,930	5,281	5,532
EPS	(Bt)	2.41	3.00	1.72	3.10	3.24
BVPS	(Bt)	15.84	19.53	21.93	24.60	27.06
DPS	(Bt)	0.64	0.60	0.43	0.77	0.81
ROE	(%)	15.63	16.95	8.28	13.30	12.55
EV/share	(Bt)	30.07	32.09	34.48	37.16	39.62
1-year VNB/share	(Bt)	0.85	0.95	1.33	1.26	1.32
EPS growth	(%)	53.80	24.24	(42.67)	80.24	4.76
PER	(x)	15.66	12.60	21.98	12.19	11.64
PBV	(x)	2.38	1.93	1.72	1.53	1.39
Dividend yields	(%)	1.70	1.59	1.14	2.05	2.15
P/EV	(x)	1.26	1.18	1.09	1.02	0.95
P/VNB	(x)	44.63	39.80	28.43	29.93	28.50

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net premiums written	44,175	42,530	42,069	40,967	41,866
Net investments income	10,171	10,632	11,263	11,927	12,413
Gains (losses) on investment in sec.	1,243	2,240	1,500	1,500	1,500
Other Income	64	92	442	442	442
Total Revenue	**55,653**	**55,495**	**55,274**	**54,836**	**56,221**
Total underwriting expenses	48,587	47,640	49,957	46,600	47,622
Total operating expenses	2,179	1,778	1,744	1,796	1,852
Corporate income tax	779	976	643	1,159	1,214
Net Profit	**4,108**	**5,110**	**2,930**	**5,281**	**5,532**
EPS (Bt)	2.41	3.00	1.72	3.10	3.24
DPS (Bt)	0.64	0.60	0.43	0.77	0.81

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Net premiums written	9,001	13,240	12,540	7,921	11,901
Net investments income	2,797	2,398	2,803	2,857	2,991
Gains (losses) on investment in securities	758	(280)	112	427	328
Other Income	86	(194)	152	95	98
Total Revenue	12,642	15,164	15,607	11,301	15,318
Total underwriting expenses	11,555	12,459	14,158	9,401	15,276
Total operating expenses	433	265	401	456	481
Corporate income tax	45	447	126	225	(180)
Net Profit	609	2,003	924	1,224	(261)
EPS (Bt)	0.36	1.17	0.54	0.72	(0.15)

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total investments in securities	227,563	251,316	267,652	275,682	283,401
Total loans - net	6,139	7,912	8,703	9,574	10,531
Total Assets	**249,576**	**282,356**	**292,523**	**301,759**	**310,726**
Total Liabilities	**222,585**	**249,027**	**255,106**	**259,776**	**264,549**
Paid-up capital	1,704	1,706	1,706	1,706	1,706
Total Equity	**26,990**	**33,321**	**37,408**	**41,975**	**46,169**
BVPS (Bt)	15.84	19.53	21.93	24.60	27.06

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total investments in securities	247,129	251,316	256,334	270,679	276,026
Total loans - net	6,969	7,912	8,115	8,428	9,573
Total Assets	**273,178**	**282,356**	**290,892**	**294,278**	**304,518**
Total Liabilities	**241,021**	**249,027**	**256,090**	**259,233**	**268,486**
Paid-up capital	1,705	1,706	1,707	1,708	1,708
Total Equity	**32,149**	**33,321**	**34,799**	**35,045**	**36,033**
BVPS (Bt)	18.85	19.53	20.39	20.52	21.10

Key Financial Ratios and Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Net insurance premium growth (%)	(13.67)	(3.72)	(1.08)	(2.62)	2.19
Underwriting margin (%)	(9.99)	(12.02)	(18.75)	(13.75)	(13.75)
Net profit margin (%)	7.38	9.21	5.30	9.63	9.84
Yield on investment (%)	4.78	4.44	4.34	4.39	4.44
Return on investment (%)	5.36	5.38	4.92	4.94	4.98
Underwriting expense ratio (%)	114.92	116.20	122.89	118.14	118.17
Cost to income ratio (%)	4.01	3.34	3.24	3.37	3.38
ROA (%)	1.77	1.92	1.02	1.78	1.81
ROE (%)	15.63	16.95	8.28	13.30	12.55
Equity to Life policy reserve (%)	13.02	13.71	15.08	16.67	18.06

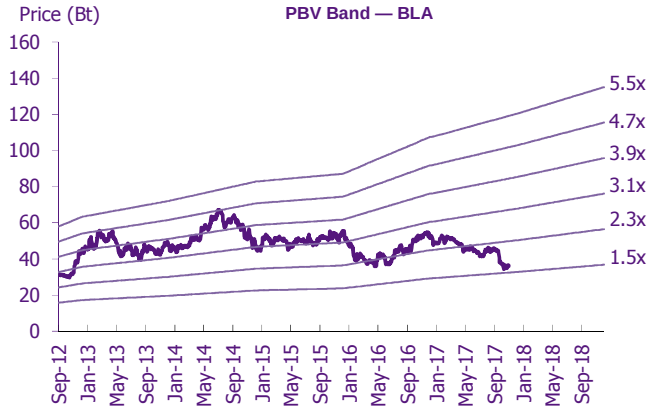
Key Financial Ratios

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Net insurance premium growth (%)	7.57	3.08	0.00	0.00	0.00
Underwriting margin (%)	(28.38)	5.90	(12.90)	(18.69)	(28.36)
Net profit margin (%)	4.82	13.21	5.92	10.83	(1.70)
Yield on investment (%)	4.57	3.85	4.42	4.34	4.38
Return on investment (%)	5.81	3.40	4.59	4.99	4.86
Underwriting expense ratio (%)	4.57	3.85	4.42	4.34	4.38
Cost to income ratio (%)	3.65	1.71	2.59	4.19	3.21
ROA (%)	0.90	3.01	1.29	1.67	(0.35)
ROE (%)	7.54	24.48	10.86	14.02	(2.93)
Equity to Life policy reserve (%)	13.64	13.71	13.86	13.77	13.67

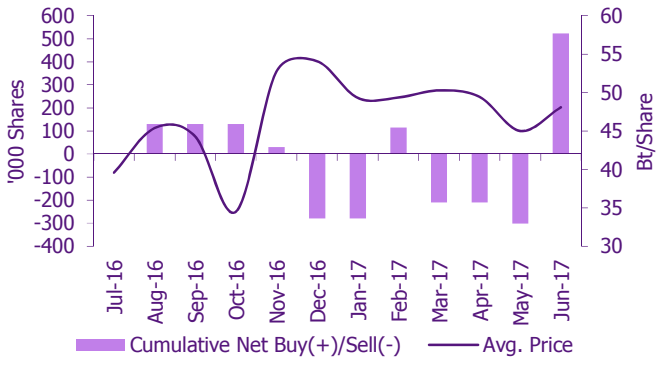
Valuation Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Embedded value	51,240	54,739	58,826	63,393	67,587
Embedded value/share (Bt)	30.07	32.09	34.48	37.16	39.62
1-year VNB	1,441	1,618	2,265	2,152	2,260
1-year VNB per share (Bt)	0.85	0.95	1.33	1.26	1.32

PBV Band Chart

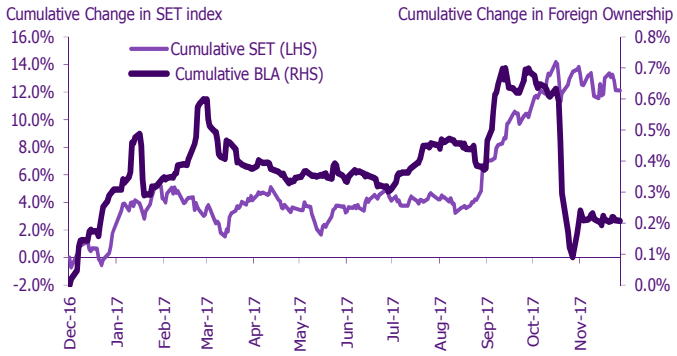


12-Month Cumulative directors trade



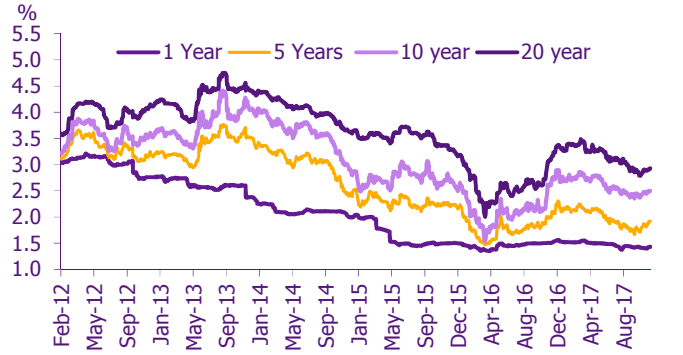
Source: SEC

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



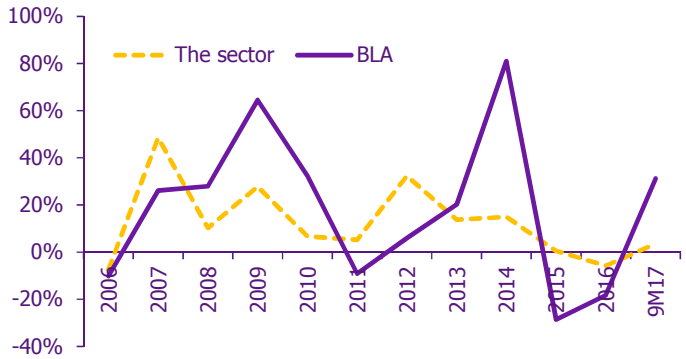
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Thai government bond yield



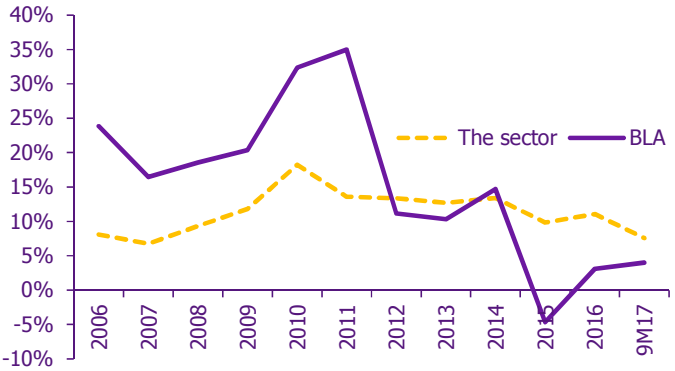
Source: BLA, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: New business premium growth



Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 3: Renewal premium growth

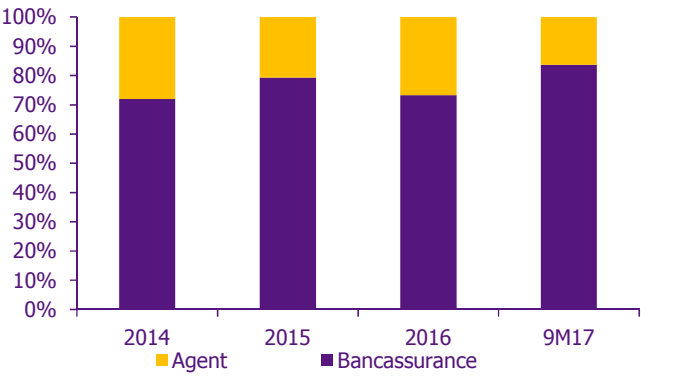


Source: BLA, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: Total premium growth

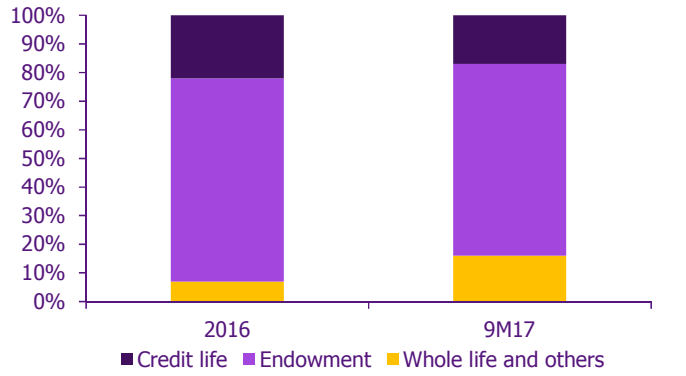
Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 5: New business premium by channel



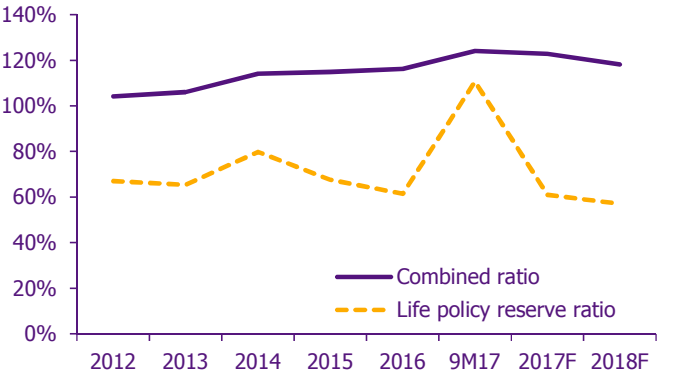
Source: BLA, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 6: Product mix via bancassurance



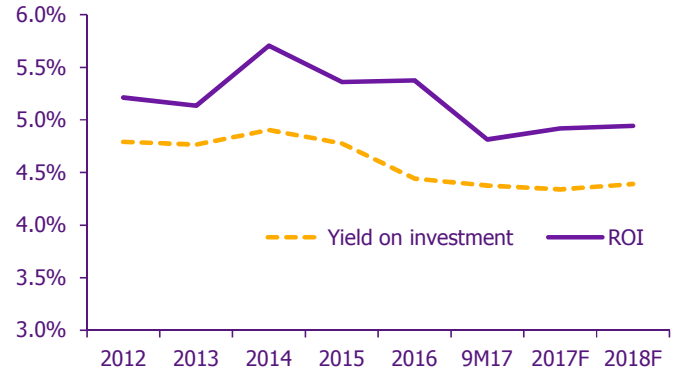
Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 7: Combined ratio and life policy reserve ratio



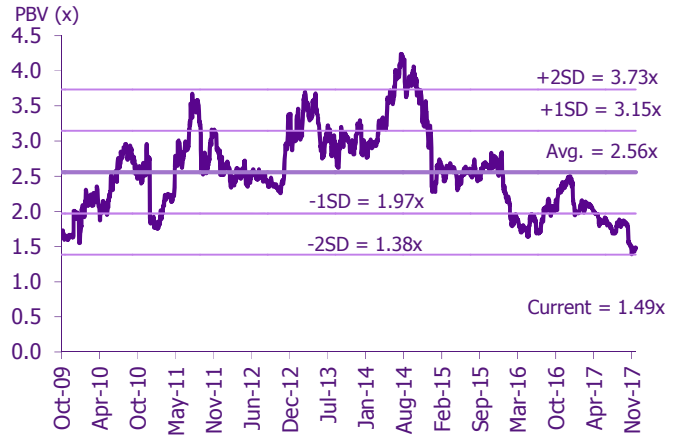
Source: BLA, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 8: Yield on investment and ROI



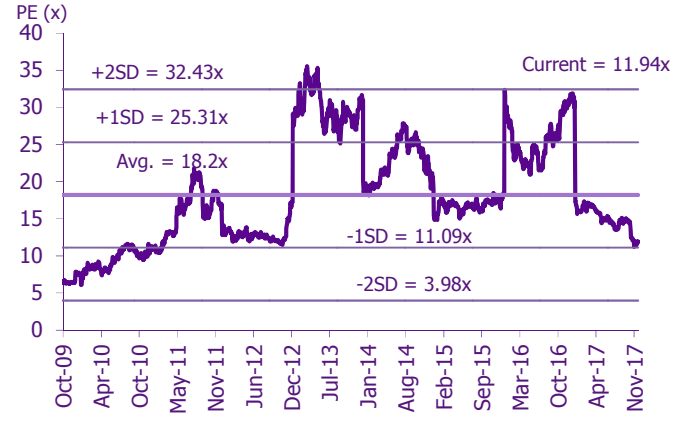
Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



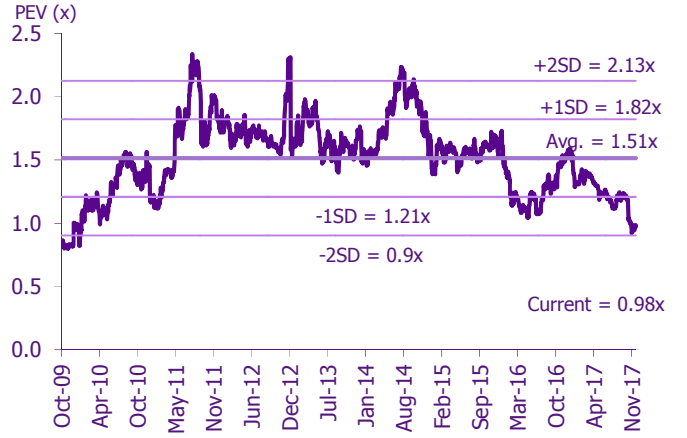
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



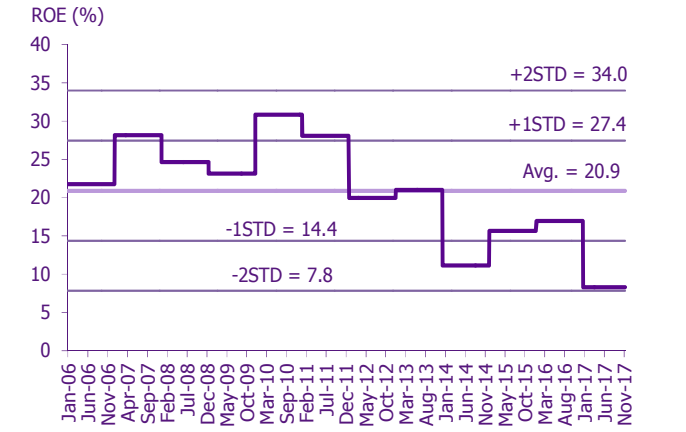
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: P/EV vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

Figure 13: Price to Embedded Value

Company name	Country	Price to Embedded Value					
		2011	2012	2013	2014	2015	2016
AMP Ltd	AU	1.04	1.18	1.08	1.28	1.33	1.27
AIA Group Ltd	HK	1.34	1.49	1.81	1.87	1.88	1.75
Ping An Insurance Group Co of China Ltd	CH	1.40	1.45	1.30	1.23	1.19	1.00
China Life Insurance Co Ltd	CH	1.50	1.70	1.56	1.51	1.06	0.78
China Pacific Insurance Group Co Ltd	CH	1.45	1.51	1.16	1.71	1.27	1.02
Bangkok Life Assurance PCL	TH	2.42	2.01	1.90	1.30	1.21	1.14
Average		1.53	1.56	1.47	1.48	1.32	1.16

Source: SCBS Investment Research

บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์

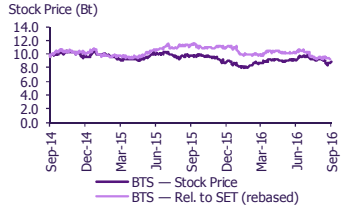
SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

ซื้อ

Stock Data

Last close (Nov 28) (Bt)	8.35
12-m target price (Bt)	11.00
Upside (Downside) to TP (%)	31.74
Mkt cap (Btbn)	99.70
Mkt cap (US$mn)	3,061
Bloomberg code	BTS TB
Reuters code	BTS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.59
Sector % SET	8.18
Shares issued (mn)	11,940
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	9 / 8.2
Avg. daily 6m (US$mn)	5.39
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	57.4
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	(1.8)	(5.6)	(2.3)
Relative to SET	(1.1)	(10.8)	(14.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

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

แนวโน้มเติบโตสูง

เราเชื่อว่า BTS เป็นหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่า ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา บริษัทชนะประมูลโครงการรถไฟฟ้าหลายโครงการ ซึ่งจะหนุนให้ระยะทางเดินรถของบริษัทเพิ่มขึ้น 4 เท่า สู่ 132 กม. และเราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกันในปีบัญชี 2565 เมื่อรถไฟฟ้าสายใหม่ทุกสายเปิดให้บริการ แม้อาจจะมีความกังวลเกี่ยวกับโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองอยู่บ้าง แต่เราคาดว่าสองโครงการนี้จะรายงาน EBITDA เป็นบวกตั้งแต่เริ่มให้บริการในปีบัญชี 2565 และจะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัท เราเชื่อว่าโครงการเหล่านี้จะสร้างกระแสเงินสดที่น่าพอใจในระยะยาว ณ ราคาปัจจุบัน เราสามารถเข้าซื้อหุ้นที่สร้างกระแสเงินสดจำนวนมากได้ในราคาต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น PE ระดับสูงที่ 63 เท่าในปัจจุบัน จะลดลงกว่าครึ่งหนึ่งสู่ 25 เท่า เมื่อผลการดำเนินงานสะท้อนระยะทางเดินรถที่เพิ่มขึ้นในปีบัญชี 2564 เราแนะนำ "ซื้อ" BTS ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 11 บาท

ธุรกิจระบบขนส่งมวลชนขยายตัวอย่างรวดเร็ว ระยะทางเดินรถไฟฟ้าของ BTS จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา บริษัทได้เซ็นสัญญาโครงการส่วนต่อขยายสายสีเขียวเหนือและใต้ และโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูกับสายสีเหลือง ซึ่งรวมกันแล้วจะส่งผลทำให้ระบบรถไฟฟ้าของ BTS มีความยาวเพิ่มขึ้น 4 เท่า จาก 36 กม. สู่ 132 กม. และจะทำให้รายได้เพิ่มขึ้นในอัตราเดียวกันจาก 2.8 พันล้านบาทในปีบัญชี 2560 สู่ 1.35 หมื่นล้านบาทในปีบัญชี 2565 รายได้ที่เพิ่มขึ้นครึ่งหนึ่งเกิดจากสัญญา O&M ซึ่งตั้งราคาบวกจากต้นทุน และรายได้กับอัตรากำไรแน่นอนและไม่เปลี่ยนแปลงไปตามปริมาณผู้โดยสาร EBITDA margin สำหรับสัญญา O&M อยู่ที่ประมาณ 40% และไม่มีค่าตัดจำหน่าย ดังนั้นเราคาดว่าสัญญา O&M ของรถไฟฟ้าสายใหม่จะช่วยหนุนให้กำไรปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 1.5 พันล้านบาท เท่ากับกำไรปกติในปีบัญชี 2560 นอกจากนี้เราก็คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากรถไฟฟ้าสีเขียวสายหลักจะเติบโตที่ CAGR 8% ในระหว่างปีบัญชี 2561-ปีบัญชี 2564 โดยเกิดจากปริมาณผู้โดยสารและอัตราค่าโดยสารที่สูงขึ้น

รถไฟฟ้าสายสีชมพูและสีเหลืองเป็นโครงการที่สร้างมูลค่าเพิ่ม โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลืองเป็นโครงการลงทุนขนาดใหญ่ของ BTS โดยมีมูลค่าการลงทุนอยู่ที่ 7.2 หมื่นล้านบาท (เฉพาะส่วนของ BTS) ใกล้เคียงกับ market cap ของบริษัท ส่งผลทำให้มีความกังวลอยู่บ้างว่าโครงการสองโครงการนี้จะสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับ BTS หรือจะส่งผลกระทบทำให้มูลค่าของบริษัทปรับตัวลดลง การคำนวณของเราพบว่าโครงการรถไฟฟ้าสองสายนี้เป็นโครงการที่ให้ NPV เป็นบวก และจะส่งผลทำให้มูลค่าของ BTS ปรับเพิ่มขึ้นได้ 1.1 บาท/หุ้น IRR ของสองโครงการนี้อยู่ที่ 7-7.5% ด้วย WACC ที่ 6% มูลค่าส่วนเพิ่มนี้เกิดจาก WACC ระดับต่ำ เนื่องจากแหล่งเงินทุนที่ใช้ส่วนใหญ่มาจากการกู้ยืม และรัฐบาลให้เงินอุดหนุนครึ่งหนึ่งของมูลค่าโครงการ ถ้ารัฐบาลตัดสินใจเก็บค่าโดยสารอัตราเดียวสำหรับรถไฟฟ้าทั้งระบบ และไม่อนุญาตให้ขึ้นค่าโดยสารตามสัญญา BTS สามารถขายโครงการให้กับรัฐบาลที่ราคาตลาดบวกต้นทุนทางการเงิน

วัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่ เราเชื่อว่าปีบัญชี 2560 เป็นจุดต่ำสุดของวัฏจักรกำไรของ BTS และวัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่จะเริ่มขึ้นในปีบัญชี 2561 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 3 เท่า จาก 1.2 พันล้านบาทในปีบัญชี 2560 สู่ 3.6 พันล้านบาทในปีบัญชี 2564 (คิดเป็น CAGR ระยะ 4 ปีที่ 31%) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากธุรกิจระบบขนส่งมวลชน, การฟื้นตัวของธุรกิจสื่อโฆษณา, และธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้น สำหรับธุรกิจสื่อโฆษณา เราเชื่อว่ากำไรจะค่อยๆ ฟื้นตัวตั้งแต่ปีบัญชี 2561 เนื่องจากกิจการที่ซื้อมจะเริ่มทำกำไร สำหรับธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ผลการดำเนินงานของบริษัทร่วมทุนกับ SIRI น่าจะฟื้นตัวในปีบัญชี 2561 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการโอนกรรมสิทธิ์ของโครงการ *The Line จตุจักร-หมอชิต* และ *The Line ราชเทวี* มูลค่ารวม 9 พันล้านบาท ในปีบัญชี 2561-2563

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 11 บาท เราแนะนำ "ซื้อ" BTS ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 11 บาท มูลค่า 59% ของ BTS เกิดจากธุรกิจระบบขนส่งมวลชน และที่เหลือเกิดจากธุรกิจสื่อโฆษณา ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ และธุรกิจบริการ เราเชื่อว่าการปรับตัว underperform ของราคาหุ้น BTS ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา สะท้อนความกังวลเกี่ยวกับกำไรที่ลดลง และ IRR ที่มีแนวโน้มติดลบจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง เราคาดว่ากำไรจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีนี้ และเพิ่มขึ้น 3 เท่าในปีบัญชี 2565 PE ปีบัญชี 2561 ที่ 63 เท่า จะลดลงอย่างมากสู่ 25 เท่า เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงมาก

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	5,352	7,585	14,984	14,685	15,098
EBITDA	(Btmn)	2,741	2,880	3,383	3,914	4,779
Core profit	(Btmn)	1,736	1,281	1,515	1,971	2,994
Reported profit	(Btmn)	4,128	1,905	1,920	1,971	2,995
Core EPS	(Bt)	0.15	0.11	0.13	0.17	0.25
DPS	(Bt)	0.68	0.24	0.10	0.13	0.20
P/E, core	(x)	56.9	77.1	65.2	50.1	33.0
EPS growth, core	(%)	(25.3)	(26.2)	18.3	30.1	51.9
P/BV, core	(x)	2.11	2.19	2.21	2.17	2.11
ROE	(%)	3.5	2.8	3.4	4.4	6.5
Dividend yield	(%)	8.1	2.9	1.2	1.6	2.4
EV/EBITDA	(x)	37.1	40.2	36.0	31.2	37.1

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	5,352	7,585	14,984	14,685	15,098
Cost of goods sold	2,653	4,249	11,111	10,516	9,614
Gross profit	**2,699**	**3,337**	**3,874**	**4,168**	**5,484**
SG&A	1,377	2,166	2,201	1,964	2,415
Other income	969	1,260	1,260	1,260	1,260
Interest expense	290	647	1,059	1,059	924
Pre-tax profit	**2,001**	**1,784**	**1,874**	**2,405**	**3,406**
Corporate tax	411	658	375	481	681
Equity a/c profits	411	387	608	708	1,009
Minority interests	(266)	(232)	(592)	(661)	(740)
Core profit	**1,736**	**1,281**	**1,515**	**1,971**	**2,994**
Extra-ordinary items	2,392	624	405	1	1
Net Profit	**4,128**	**1,905**	**1,920**	**1,971**	**2,995**
EBITDA	2,741	2,880	3,383	3,914	4,779
Core EPS (Bt)	**0.15**	**0.11**	**0.13**	**0.17**	**0.25**
Net EPS (Bt)	0.35	0.16	0.16	0.17	0.25
DPS (Bt)	0.68	0.24	0.10	0.13	0.20

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY March 31	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total revenue	1,581	1,672	3,010	2,761	2,185
Cost of goods sold	803	968	1,824	1,812	1,258
Gross profit	**778**	**704**	**1,187**	**949**	**927**
SG&A	509	527	687	522	585
Other income	256	359	345	83	162
Interest expense	90	192	277	294	318
Pre-tax profit	**435**	**344**	**567**	**217**	**185**
Corporate tax	133	121	190	172	169
Equity a/c profits	109	172	6	(13)	84
Minority interests	(76)	(20)	(56)	0	0
Core profit	**335**	**375**	**327**	**354**	**347**
Extra-ordinary items	213	93	112	51	301
Net Profit	**548**	**468**	**439**	**405**	**648**
EBITDA	662	687	1,009	1,050	1,203
Core EPS (Bt)	**0.03**	**0.03**	**0.03**	**0.03**	**0.03**
Net EPS (Bt)	0.05	0.04	0.04	0.03	0.05

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	10,285	26,705	27,506	28,331	29,181
Total fixed assets	54,883	66,947	88,145	109,320	130,470
Total assets	**65,169**	**93,651**	**115,651**	**137,651**	**159,651**
Total loans	9,921	38,385	44,420	44,809	100,006
Total current liabilities	12,455	18,636	9,983	9,557	9,091
Total long-term liabilities	5,796	29,833	60,016	60,090	115,720
Total liabilities	**18,252**	**48,469**	**69,999**	**69,648**	**124,812**
Paid-up capital	47,717	47,740	47,740	47,740	47,740
Total equity	**46,917**	**45,182**	**44,673**	**45,432**	**46,849**
BVPS (Bt)	**3.97**	**3.82**	**3.78**	**3.84**	**3.96**

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total current assets	10,069	27,723	26,705	33,234	22,597
Total fixed assets	59,414	64,368	66,947	68,037	78,296
Total assets	**69,483**	**92,091**	**93,651**	**101,272**	**100,893**
Total loans	14,952	36,059	38,385	43,435	44,495
Total current liabilities	17,448	17,511	18,636	23,989	24,957
Total long-term liabilities	6,058	27,907	29,833	30,041	29,936
Total liabilities	**23,506**	**45,418**	**48,469**	**54,030**	**54,893**
Paid-up capital	47,740	47,740	47,740	47,740	47,740
Total equity	**45,976**	**46,673**	**45,182**	**47,241**	**46,000**
BVPS (Bt)	**3.88**	**3.94**	**3.82**	**3.96**	**3.85**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY March 31	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	1,736	1,281	1,515	1,971	2,994
Depreciation and amortization	(450)	(450)	(450)	(450)	(452)
Operating cash flow	7,200	967	14,508	1,933	3,472
Investing cash flow	(11,919)	(13,323)	(27,358)	(24,681)	(21,681)
Financing cash flow	(4,519)	25,263	6,077	21,288	20,923
Net cash flow	**(9,238)**	**12,907**	**(6,773)**	**(1,460)**	**2,714**

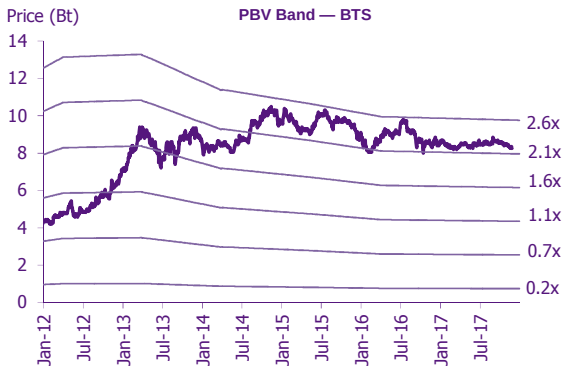
Main Assumptions

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
No. of riderships ('000 per day)	638.8	670.7	717.6	767.9	821.6
Fare rate (Bt/trip)	27.4	27.6	28.2	28.7	29.3
Income from train O&M (Bt mn)	1,792	1,841	1,739	1,760	1,813
Media rev from BTS (Bt mn)	2,808	3,513	3,724	3,931	4,150
Media rev from non-BTS (Bt mn)	272	354	407	448	492
Property revenue (Bt mn)	897	674	705	737	771

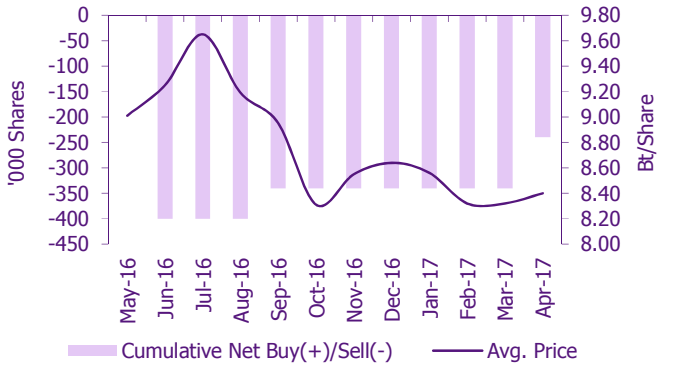
Key Financial Ratios

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin(%)	50.4	44.0	25.9	28.4	36.3
Operating margin(%)	24.7	15.4	11.2	15.0	20.3
EBITDA margin(%)	51.2	38.0	22.6	26.7	31.7
EBIT margin(%)	42.8	32.0	19.6	23.6	28.7
Net profit margin(%)	77.1	25.1	12.8	13.4	19.8
ROE (%)	9.1	4.5	3.6	4.6	6.8
ROA (%)	1.4	0.5	0.7	0.9	1.3
Net D/E (%)	6.2	37.4	51.4	51.4	167.6
Payout Ratio (%)	193.8	150.0	80.0	80.0	80.0

PBV Band Chart

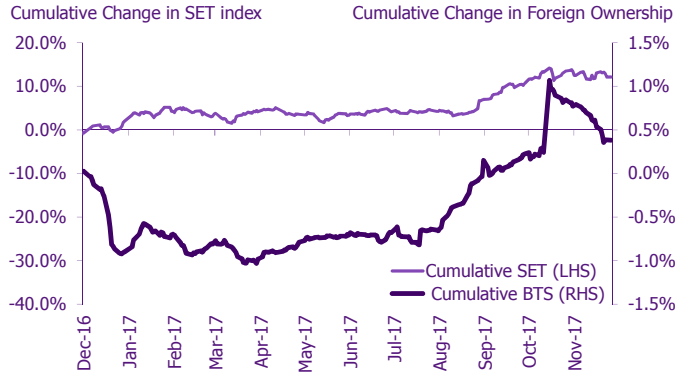


12-Month Cumulative directors trade



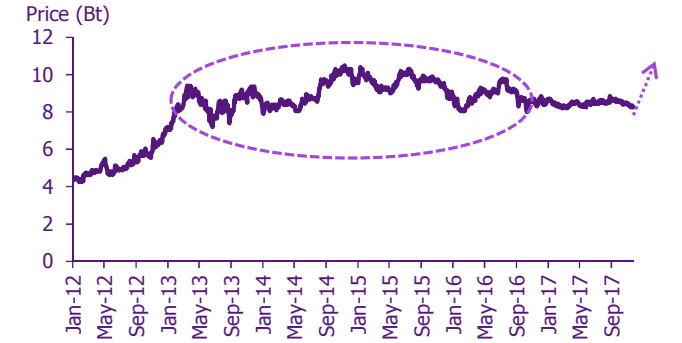
Source: SEC

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



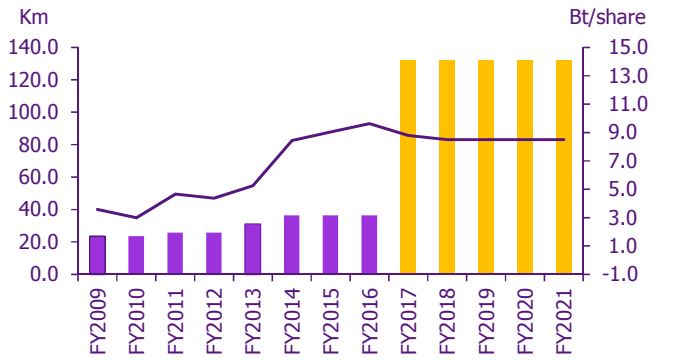
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Share price performance



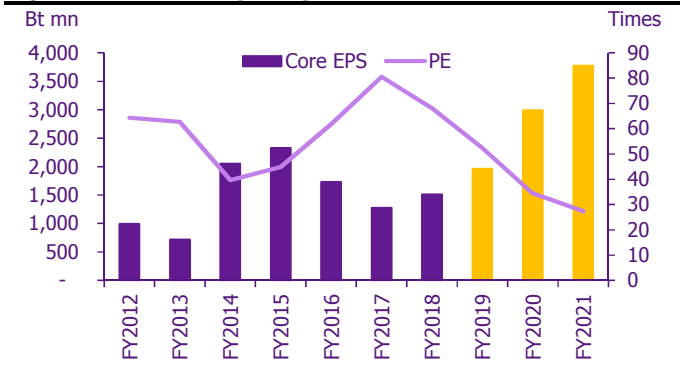
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: Share price does not reflect massive expansion



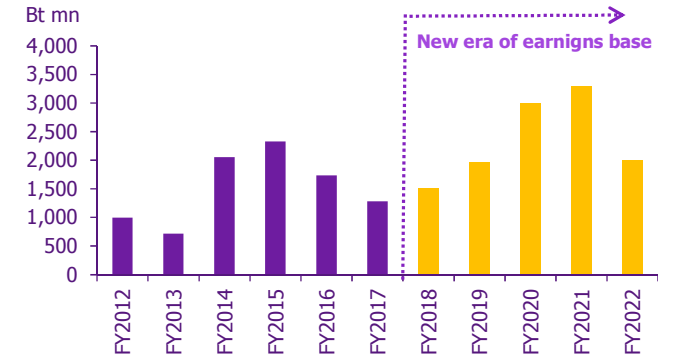
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 3: PE trading range



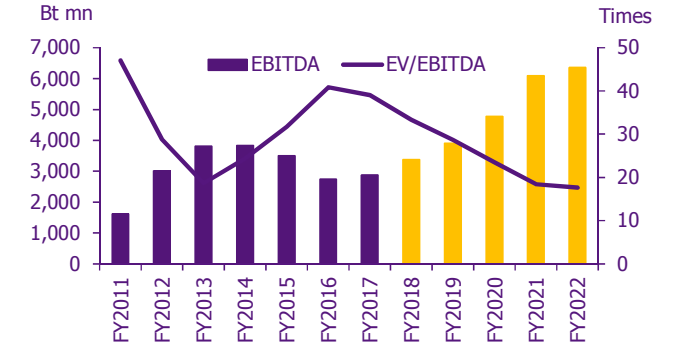
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 4: Earnings outlook



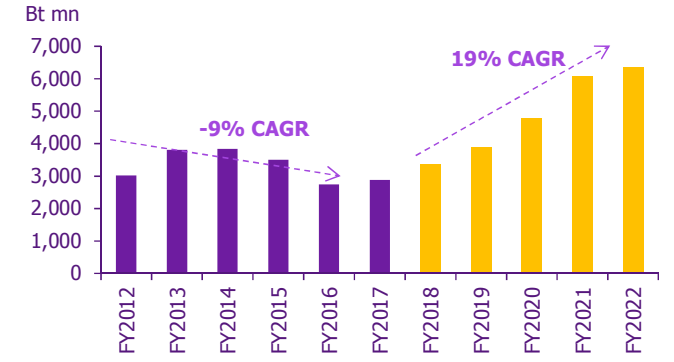
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: More room to re-rate on EV/EBITDA with last peak at 25x in FY2014



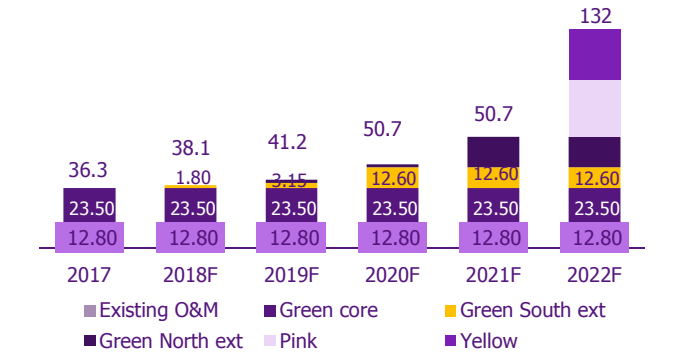
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: EBITDA outlook



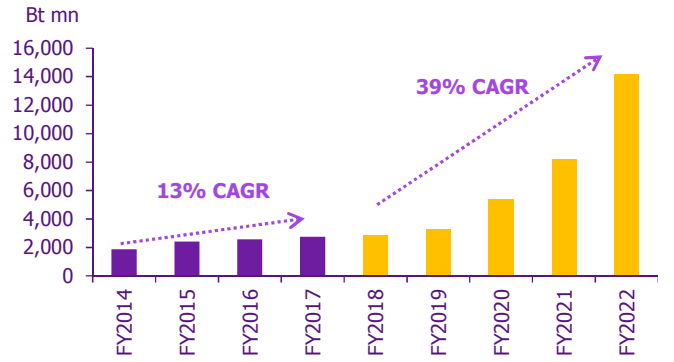
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 7: BTS will manage 3.6x more km in FY2022



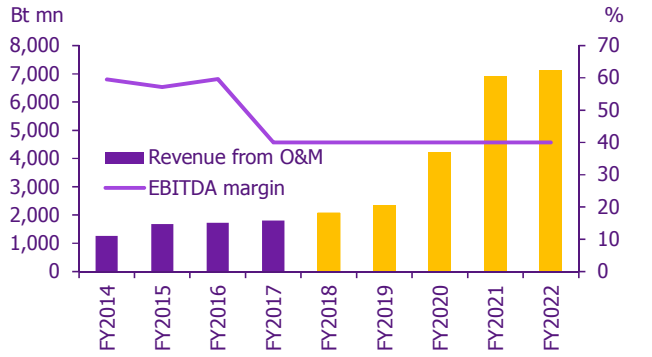
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 8: Revenue surges 5x following the completion of Pink and Yellow lines in FY2022



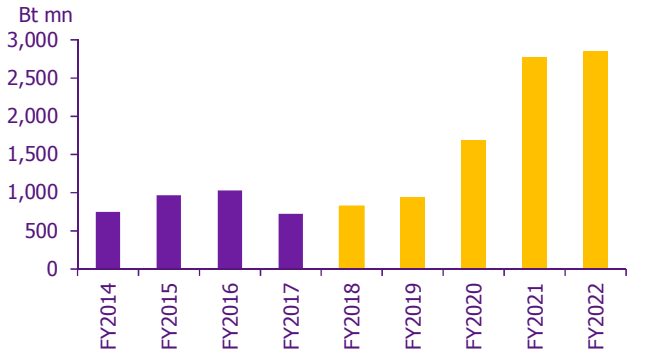
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 9: O&M contract will generate higher revenue and high EBITDA margin



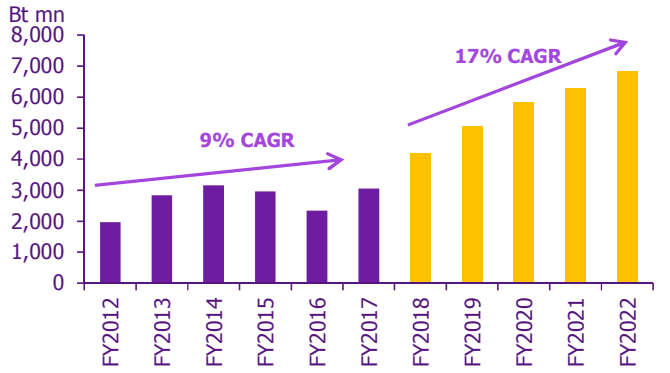
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 10: EBITDA from O&M will surge with capacity expansion



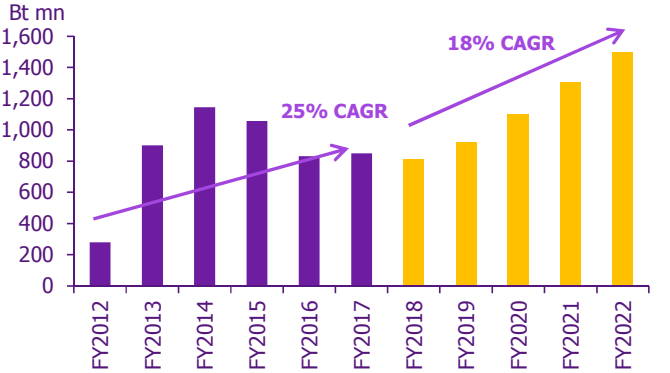
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 11: Revenue is surging



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 12: Earnings are also on the rise



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 13: Condo completion schedule for 2017-2020

Project	Value (Btmn)	Completion/Start transfer				
		2017	2018	2019	2020	2021
The Line Jatujak - Mochit	5,728	October 2017				
The Line Rachathewi	2,869		x			
The Line Asoke – Ratchada	2,983		x			
The Bas Garden Rama 9	2,297			x		
The Line - Pradipat	5,810			x		
The Line Sukhumvit 101	4,344			x		
Khum By Yoo Thonglor 12	4,039				x	
The Base Phetchkasem 29	1,874				x	

Source: Company, SCBS Investment Research

ซื้อ

ราคาหุ้นถูกที่สุด และมีแนวโน้ม upside

KTB มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น เราเล็งเห็น upside จากแนวโน้มที่จะมีการจัดชั้นหนี้ AQ และ EARTH หลุดจากการเป็น NPL ในปี 2561 ในฐานะหุ้น laggard ของกลุ่มธนาคาร KTB มี valuation น่าสนใจที่สุด โดยซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นอยู่ 15% ดังนั้นเราจึงเลือก KTB เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 22 บาท

มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐและการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ในฐานะธนาคารของรัฐที่มีสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อภาครัฐมากที่สุดที่ 6% KTB จึงได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาครัฐที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ดังเห็นได้จากสินเชื่อภาครัฐที่เติบโตสูงถึง 33% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 สินเชื่อขยายตัว 1.9% MoM ในเดือนตุลาคม หลักๆ เป็นการปล่อยสินเชื่อให้กับภาครัฐ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภารัฐของประเทศไทยจะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 6.2% ในปี 2560 สู่ 11.6% ในปี 2561 KTB เป็น 1 ในสถาบันการเงิน 3 แห่งที่ปล่อยสินเชื่อให้กับโครงการรถไฟฟ้าสายสีเหลืองและสายสีชมพู มูลค่ารวม 6.3 หมื่นล้านบาท ข้อมูลจากสำนักงานนโยบายและแผนการขนส่งและจราจร (สนข.) คาดว่าการลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ด้านโครงสร้างพื้นฐานจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 4.9 หมื่นล้านบาทในปี 2560 สู่ 1.57 แสนล้านบาทในปี 2561 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ KTB จะเร่งตัวขึ้นจาก 2% ในปี 2560 สู่ 8% ในปี 2561

Upside จาก AQ และ EARTH เราเล็งเห็น upside จากแนวโน้มที่จะมีการจัดชั้นหนี้ AQ และ EARTH หลุดจากการเป็น NPL ในปี 2561 AQ นำเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนมาชำระคืนหนี้ 1.6 พันล้านบาทจากหนี้สินทั้งหมด 1.0 หมื่นล้านบาท (หนี้เงินต้น 8 พันล้านบาท) ในไตรมาส 3/60 สินเชื่อดังกล่าวมีหลักประกันเป็นที่ดิน 4,300 ไร่บนถนนบางนา-ตราด ซึ่งกำลังดำเนินการขาย ถ้าสามารถขายที่ดินดังกล่าวได้ KTB น่าจะได้รับชำระคืนหนี้เต็มจำนวน ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ธนาคารโอนกลับค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ KTB ตั้งสำรองเผื่อสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ AQ เต็มจำนวน และตัดจำหน่ายหนี้สูญ 4 พันล้านบาทแล้ว ศาลล้มละลายกลางมีคำสั่งให้ EARTH (ซึ่งเป็นหนี้ KTB อยู่ประมาณ 1.2 หมื่นล้านบาท) เข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการในเดือนกันยายน เราคาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 3-5 เดือนก่อนที่ศาลฯ จะเห็นชอบแผนฟื้นฟูกิจการ เมื่อแผนฟื้นฟูกิจการได้รับความเห็นชอบจากศาลฯ สินเชื่อที่ปล่อยให้กับ EARTH ก็หลุดออกจากการเป็น NPL เรายังไม่ได้ปรับประมาณการของเราเพื่อสะท้อนการโอนกลับค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญของ AQ และ EARTH แต่อย่างใด และคาดว่าค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในปี 2561 จะมีจำนวนมากเหมือนในปี 2560 เนื่องจาก KTB จะเพิ่ม LLR coverage และเตรียมพร้อมสำหรับมาตรฐานบัญชีใหม่ IFRS9

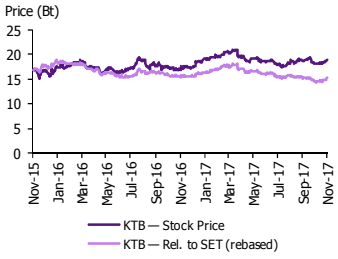
คาด NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุดในปี 2561 เราคาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่มี NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุด โดยจะเพิ่มขึ้น 0.07% ในปี 2561 เพราะต้นทุนเงินทุนจะลดลงอีก โดยมีเหตุผล 2 ข้อด้วยกันที่อยู่เบื้องหลังต้นทุนเงินทุนที่ลดลง: 1) การครบกำหนดเพิ่มมากขึ้นของเงินฝากประจำต้นทุนสูง และ 2) สัดส่วนเงินฝากกระแสรายวันและออมทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 62% ณ ไตรมาส 2/59 สู่ 66% ณ ไตรมาส 4/59 และ 69% ณ ไตรมาส 2/60 นอกจากนี้ยังมีแนวโน้ม upside จากการชำระดอกเบี้ยค้างจ่ายของ AQ ประมาณ 2 พันล้านบาทด้วย

Top pick ของกลุ่มธนาคาร เพราะ valuation น่าสนใจที่สุด เราเลือก KTB เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากมองว่า KTB มี valuation น่าสนใจที่สุด หุ้น KTB ซื้อขายที่ PBV 0.85 เท่า เทียบกับ ROE ระยะยาวที่ 12% นอกจากนี้ KTB ยังเป็นหุ้น laggard ของกลุ่มธนาคารด้วย เนื่องจากคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวแย่ลงมากที่สุดในกลุ่มธนาคารในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ซึ่งตอนนี้กลายเป็นอดีตไปแล้ว เรายังคงราคาเป้าหมายของ KTB ไว้ที่ 22 บาท (1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2561)

Stock Data

Last close (Nov 28) (Bt)	19.00
12-m target price (Bt)	22.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.79
Mkt cap (Btbn)	265.55
Mkt cap (US$mn)	8,153
Bloomberg code	KTB TB
Reuters code	KTB.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.57
Sector % SET	13.86
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	21.1 / 17
Avg. daily 6m (US$mn)	19.49
Foreign limit / actual (%)	25 / 13
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	4.4	0.5	11.8
Relative to SET	5.1	(4.9)	(1.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Pre-provision profit	(Bt mn)	59,035	65,712	65,242	68,913	74,002
Net profit	(Bt mn)	28,494	32,283	24,856	28,516	33,645
PPP/Sh	(Bt)	4.22	4.70	4.67	4.93	5.29
EPS	(Bt)	2.04	2.31	1.78	2.04	2.41
BVPS	(Bt)	17.59	19.59	20.78	22.16	23.81
DPS	(Bt)	0.76	0.86	0.66	0.75	0.89
PER	(x)	9.32	8.23	10.69	9.32	7.90
P/PPP	(x)	4.50	4.04	4.07	3.85	3.59
EPS growth	(%)	(14.15)	13.30	(23.01)	14.73	17.99
PBV	(x)	1.08	0.97	0.91	0.86	0.80
ROE	(%)	11.92	12.42	8.81	9.50	10.47
Dividend yields	(%)	4.00	4.53	3.46	3.97	4.69

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Interest & dividend income	132,525	129,230	122,791	127,122	138,048
Interest expense	51,657	42,264	36,615	36,117	40,492
Net interest income	**80,868**	**86,966**	**86,176**	**91,005**	**97,556**
Non-interest income	32,701	34,619	33,243	34,656	36,348
Non-interest expenses	50,920	50,631	50,215	51,661	53,344
Pre-provision profit	62,650	70,953	69,205	73,999	80,561
Provision	30,542	33,429	40,386	40,397	40,357
Pre-tax profit	32,108	37,524	28,819	33,602	40,204
Tax	5,605	7,063	5,620	6,552	7,840
Equities & minority interest	(1,990)	(1,822)	(1,657)	(1,466)	(1,281)
Core net profit	**28,494**	**32,283**	**24,856**	**28,516**	**33,645**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**28,494**	**32,283**	**24,856**	**28,516**	**33,645**
EPS (Bt)	2.04	2.31	1.78	2.04	2.41
DPS (Bt)	0.76	0.86	0.66	0.75	0.89

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Interest & dividend income	31,996	31,648	31,157	30,698	30,370
Interest expense	10,401	9,795	9,337	9,093	9,112
Net interest income	**21,595**	**21,853**	**21,820**	**21,604**	**21,259**
Non-interest income	9,198	8,612	8,439	7,718	8,424
Non-interest expenses	13,137	13,033	12,601	11,687	12,475
Earnings before tax & provision	**17,656**	**17,432**	**17,658**	**17,636**	**17,208**
Provision	7,636	9,429	7,460	13,878	9,918
Pre-tax profit	**10,020**	**8,003**	**10,198**	**3,758**	**7,290**
Tax	1,818	1,475	2,041	713	1,440
Equities & minority interest	(421)	(914)	(375)	(177)	(22)
Core net profit	**8,622**	**7,442**	**8,532**	**3,222**	**5,872**
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	**8,622**	**7,442**	**8,532**	**3,222**	**5,872**
EPS (Bt)	**0.62**	**0.53**	**0.61**	**0.23**	**0.42**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Cash	71,470	72,106	71,392	71,880	72,682
Interbank assets	397,358	431,638	453,220	453,220	453,220
Investments	261,732	242,265	225,307	225,307	225,307
Gross loans	**2,027,440**	**1,904,089**	**1,942,170**	**2,097,544**	**2,265,348**
Accrued interest receivable	5,901	5,271	5,271	5,271	5,271
Loan loss reserve	85,957	110,781	121,167	136,564	166,921
Net loans	**1,947,385**	**1,798,578**	**1,826,274**	**1,966,251**	**2,103,697**
Total assets	**2,815,330**	**2,689,446**	**2,701,820**	**2,844,531**	**2,985,082**
Deposits	2,135,499	1,972,404	1,972,404	2,093,706	2,208,860
Interbank liabilities	194,243	203,166	203,166	203,166	203,166
Borrowings	116,240	120,691	114,656	114,656	114,656
Total liabilities	**2,565,032**	**2,410,299**	**2,404,264**	**2,525,567**	**2,640,721**
Minority interest	4,415	5,218	7,043	9,131	11,433
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	**245,883**	**273,929**	**290,512**	**309,833**	**332,928**
BVPS (Bt)	**18**	**20**	**21**	**22**	**24**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Cash	63,839	72,106	69,570	67,239	64,167
Interbank assets	446,999	431,638	426,887	426,469	466,503
Investments	239,967	242,265	259,809	221,676	225,550
Gross loans	**1,906,053**	**1,904,089**	**1,913,287**	**1,918,010**	**1,875,807**
Accrued interest receivable	3,378	5,271	3,554	3,159	5,020
Loan loss reserve	103,908	110,781	112,541	111,466	119,649
Net loans	**1,805,523**	**1,798,578**	**1,804,299**	**1,809,703**	**1,761,178**
Total assets	**2,689,178**	**2,689,446**	**2,696,367**	**2,672,038**	**2,668,061**
Deposits	1,973,357	1,972,404	1,991,444	1,962,422	1,950,086
Interbank liabilities	209,716	203,166	190,367	186,650	184,108
Borrowings	118,926	120,691	113,746	116,807	116,261
Total liabilities	**2,413,012**	**2,410,299**	**2,408,139**	**2,392,324**	**2,378,397**
Minority interest	4,928	5,218	5,588	5,464	5,892
Paid-up capital	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	**271,238**	**273,929**	**282,640**	**274,250**	**283,773**
BVPS (Bt)	**19**	**20**	**20**	**20**	**20**

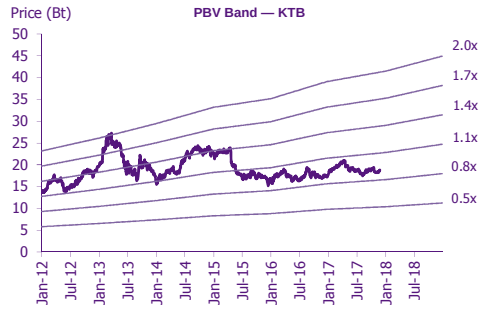
Key Assumptions and Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Growth					
YoY loan growth	3.81	(6.08)	2.00	8.00	8.00
YoY fee & insurance income growth	14.63	3.27	6.00	5.00	5.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	4.93	4.88	4.70	4.71	4.83
Cost on int-bear'g liab (%)	2.11	1.78	1.60	1.54	1.64
Spread (%)	2.82	3.09	3.11	3.17	3.19
Net interest margin(%)	3.01	3.28	3.30	3.37	3.41
ROE (%)	11.92	12.42	8.81	9.50	10.47
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	3.76	4.77	5.40	5.00	4.87
LLR/NPLs(%)	112.55	121.57	115.43	130.10	151.45
Provision expense/Total loans (%)	1.53	1.70	2.10	2.00	1.85
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	90.04	90.97	93.06	94.98	97.50
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	44.84	41.64	42.05	41.11	39.84
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	14.84	16.53	18.53	18.12	18.01
Tier-1(%)	11.17	12.75	14.70	14.54	14.65
Tier-2(%)	3.68	3.78	3.82	3.58	3.37

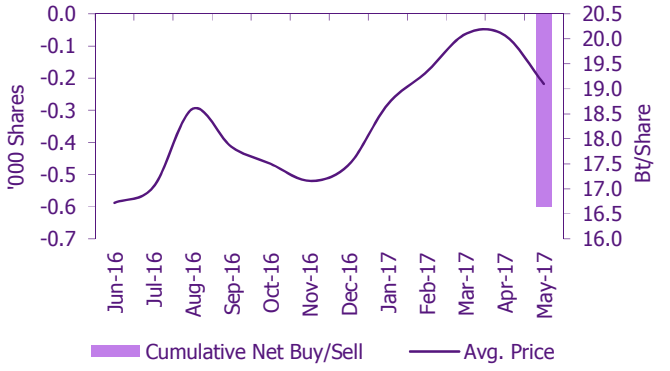
Financial Ratios

	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
YoY loan growth	(3.93)	(6.08)	(3.87)	(2.81)	(1.59)
YoY fee & insurance income growth	(17.27)	4.67	9.72	8.07	3.85
Yield on earn'g assets (%)	4.77	4.85	4.78	4.72	4.69
Cost on int-bear'g liab (%)	1.76	1.70	1.63	1.59	1.61
Net interest margin(%)	3.22	3.35	3.35	3.32	3.28
Cost to income ratio (%)	42.66	42.78	41.64	39.86	42.03
NPLs/Total Loans(%)	5.16	4.79	5.25	5.17	5.53
LLR/NPLs(%)	105.58	121.57	112.11	112.50	115.37
Provision expense/Total loans (%)	1.57	1.98	1.56	2.90	2.09

PBV Band Chart

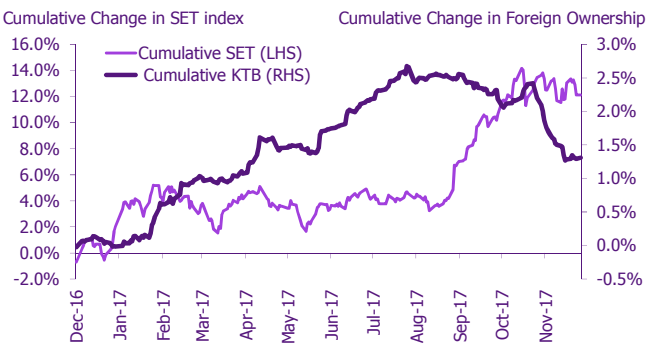


12-Month Cumulative directors trade



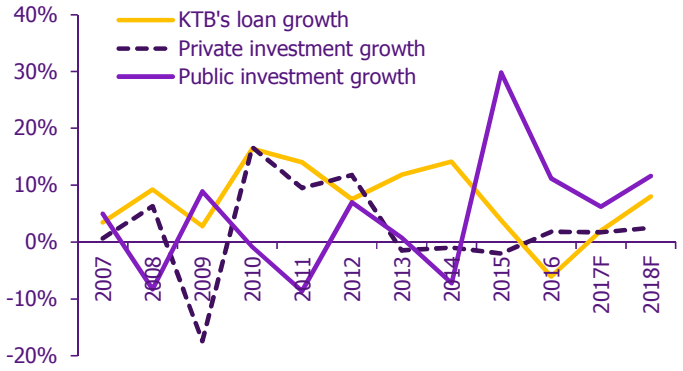
Source: SEC

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



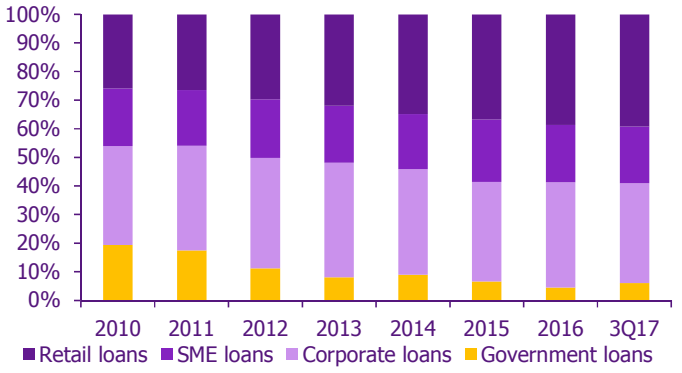
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: KTB's loan, GDP and investment growth



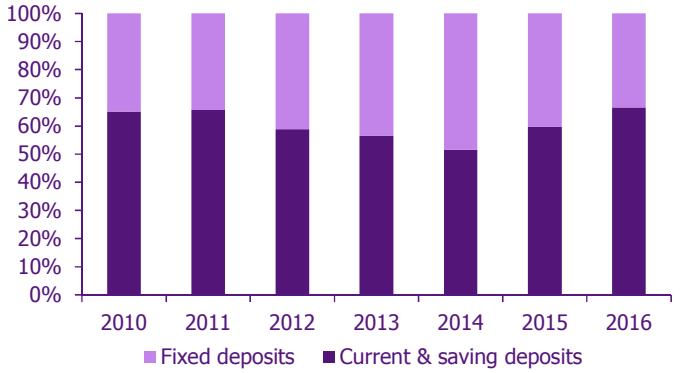
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: KTB's loans broken down by segment



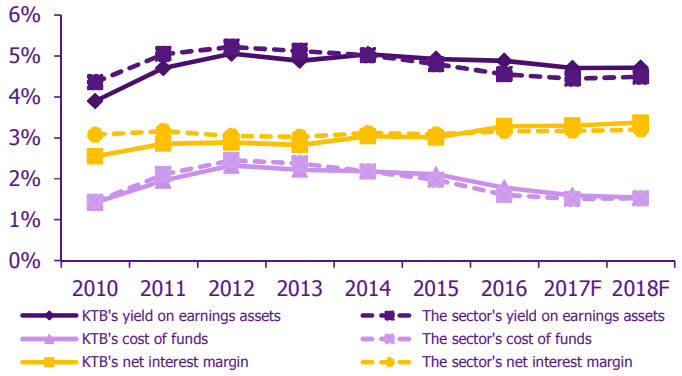
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 3: KTB's deposit mix



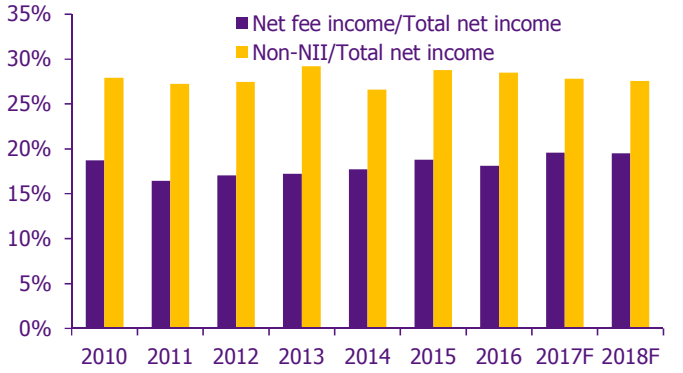
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

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



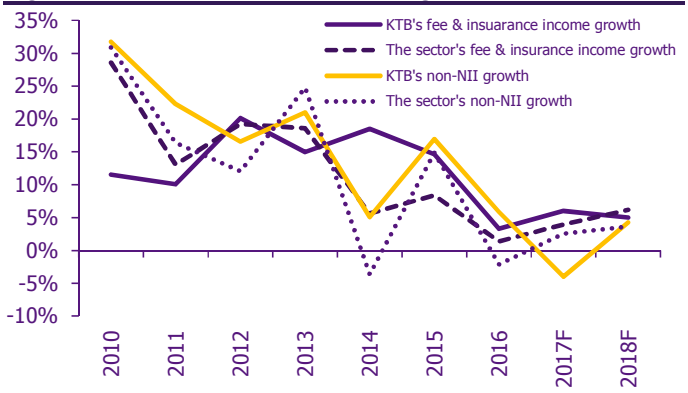
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: Fee income and non-NII to total net income



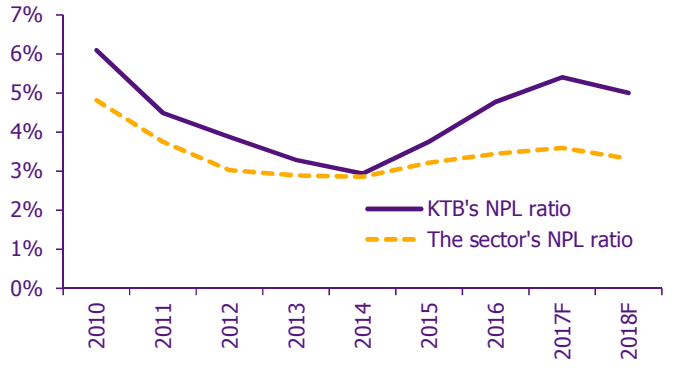
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 6: Fee income and non-NII growth



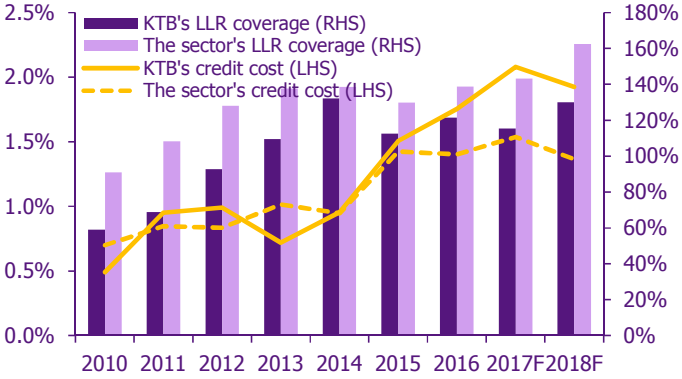
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 7: NPLs/Total loans



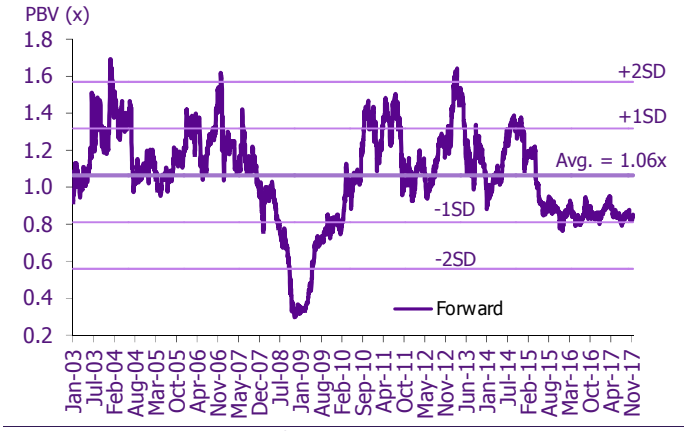
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 8: LLR coverage and credit cost



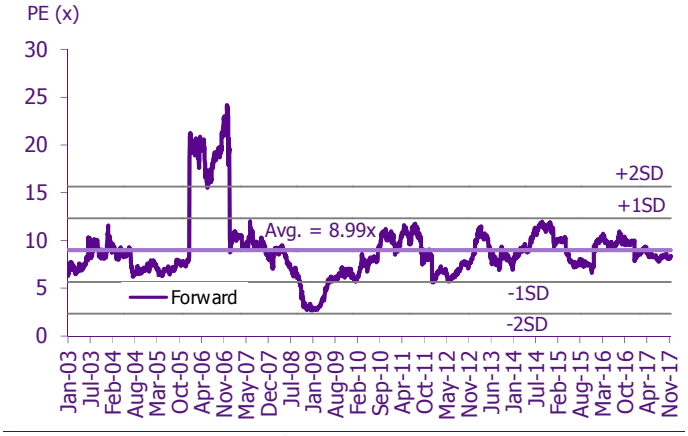
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 9: PBV vs Standard Deviation



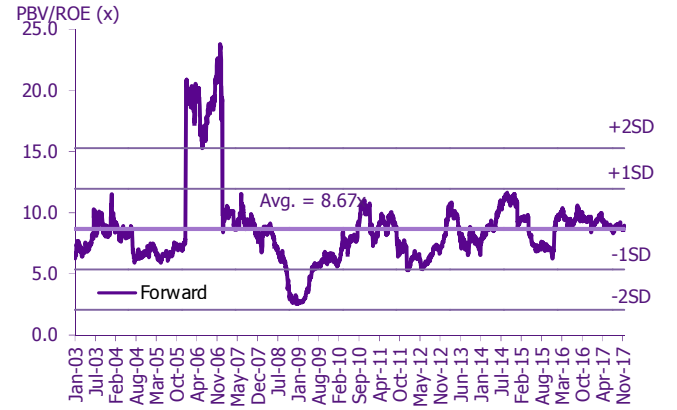
Source: SCBS Investment Research

Figure 10: PE vs Standard Deviation



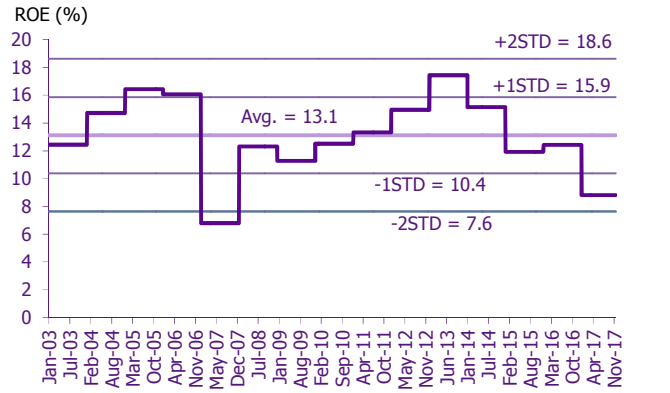
Source: SCBS Investment Research

Figure 11: PBV/ROE vs Standard Deviation



Source: SCBS Investment Research

Figure 12: ROE



Source: SCBS Investment Research

บมจ. แอล.พี.เอ็น.ดีเวลลอปเมนท์

SCB หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

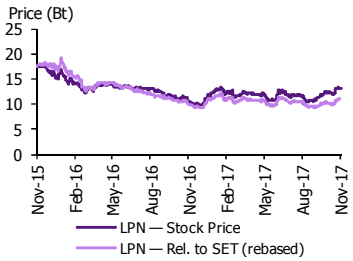
ซื้อ

Stock Data

Last close (Nov 28) (Bt)	13.50
12-m target price (Bt)	16.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.52
Mkt cap (Btbn)	19.92
Mkt cap (US$mn)	612

Bloomberg code	LPN TB
Reuters code	LPN.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.12
Sector % SET	7.26
Shares issued (mn)	1,476
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	13.8 / 9.9
Avg. daily 6m (US$mn)	2.83
Foreign limit / actual (%)	39 / 28
Free float (%)	81.2
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.1	23.9	33.7
Relative to SET	3.8	17.1	17.3

Source: SET, SCBS Investment Researc

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

กลับมาโดดเด่นอีกครั้ง

ภาวะซบเซาในตลาดระดับล่างที่เป็นตลาดหลักของ LPN ส่งผลทำให้บริษัทเปลี่ยนกลยุทธมารุกตลาดระดับกลางมากขึ้น ซึ่งหนุนให้ยอดขายของบริษัทเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวในปีนี้ และจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในอัตรา 20% ในปีหน้า ส่งผลให้ยอดขายรอรับรู้รายได้ทำจุดต่ำสุดไปแล้วและจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากโดยปกติยอดขายจะปรับตัวนำหน้ารายได้ประมาณ 1-2 ปี ดังนั้นเราคาดว่ากำไรของ LPN จะทำจุดต่ำสุดในปีนี้ และฟื้นตัวกลับมาเติบโตก้าวกระโดดถึง 43% ในปี 2561 และเติบโตต่อเนื่อง 18% ในปี 2562 แม้กำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่หุ้น LPN ซื้อขายที่ PB ต่ำมาก สะท้อนถึงโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อสะสมหุ้น LPN เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 16 บาท สะท้อนผลตอบแทนรวมที่น่าสนใจในระดับ 22%

ยอดขายทำจุดต่ำสุดไปแล้ว จากตลาดคอนโดระดับล่างที่อ่อนแอลงส่งผลทำให้ LPN ปรับกลยุทธมารุกตลาดระดับกลางมากขึ้นตั้งแต่ต้นปีนี้ ซึ่งส่งผลให้ยอดขายของบริษัทฟื้นตัวในปี 2560 โดยเติบโตก้าวกระโดดถึง 77% YoY สู่ 1.36 หมื่นล้านบาทในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 ซึ่งหมายความว่ายอดขายทำจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2559 ที่ 8.5 พันล้านบาท ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2550 เราเชื่อว่า LPN จะทำยอดขายในปี 2560 ได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 1.57 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว YoY และคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องที่ระดับ 20% ในปีหน้า

ยอดขายรอรับรู้รายได้มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ยอดขายรอรับรู้รายได้ของ LPN ทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 4/59 ที่ระดับต่ำเพียง 1.7 พันล้านบาท และค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 7.4 พันล้านบาทในเดือนตุลาคม 2560 สอดคล้องกับยอดขายที่ฟื้นตัวดีขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปีหน้า ยอดขายรอรับรู้รายได้ในปัจจุบันรองรับรายได้ที่เราคาดการณ์ไว้ 84% ในปี 2560 และ 38% ในปี 2561

ผลการดำเนินงานฟื้นตัว เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 43% YoY สู่ 1.7 พันล้านบาท (EPS 1.13 บาท) ในปี 2561 และ 18% YoY สู่ 2.0 พันล้านบาท (EPS 1.33 บาท) ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ที่เติบโต 28% ในปี 2561 และ 16% ในปี 2562 และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นเป็น 30.2% ในปี 2561 และ 30.0% ในปี 2562 จาก 28.9% ในปี 2560 เนื่องจากความกดดันที่ลดลงของการลดราคาเพื่อระบายสต็อกที่สร้างเสร็จแล้ว ซึ่งตอนนี้สต็อกก็เริ่มปรับตัวลดลงแล้ว เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/60 จะปรับตัวดีขึ้นมาก QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มมากขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นเพราะไม่มีการลดราคาครั้งใหญ่

เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้น และขยายฐานลูกค้ากว้างขึ้น LPN ปรับเพิ่มงบซื้อที่ดินของบริษัท 25% เป็น 5 พันล้านบาทในปี 2560 และจะคงงบระดับนี้ไว้ในปี 2561 สะท้อนถึงการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นในปี 2561-2562 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายและยอดขายรอรับรู้รายได้เติบโต นอกจากนี้เพื่อขยายฐานลูกค้า LPN จึงวางแผนเปิดตัวโครงการระดับลักชัวรี่ "*Baan 365*" ซึ่งประกอบด้วยบ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์ มูลค่า 3.0 พันล้านบาท ในช่วงต้นปี 2561 ซึ่งจะสร้างรายได้เข้ามาอย่างเร็วสุดในช่วงครึ่งหลังปี 61 โครงการนี้ตั้งอยู่บนถนนพระราม 3-วงแหวนอุตสาหกรรม โดยจะประกอบด้วยบ้านเดี่ยว 3 ชั้นระดับลักชัวรี่ จำนวน 41 ยูนิต ราคา >35 ล้านบาท/ยูนิต และทาวน์เฮ้าส์ 3 ชั้นระดับพรีเมี่ยม จำนวน 58 ยูนิต ราคา >17 ล้านบาท/ยูนิต ด้วยทำเลที่ตั้งในย่านใจกลางเมืองที่การแข่งขันต่ำน่าจะส่งผลทำให้โครงการนี้ประสบความสำเร็จ

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้น LPN ซื้อขายในระดับต่ำที่ -0.5SD PB เราเชื่อว่า LPN ถูกลงโทษจากผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังในอดีตของบริษัท ในขณะที่ตลาดยังไม่รับรู้ว่าผลการดำเนินงานของ LPN จะฟื้นตัวดีขึ้น รายได้จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับใกล้กับยอดสูงเดิมภายในปี 2562 และราคาหุ้นน่าจะตอบรับเชิงบวก เราประเมินมูลค่า LPN ได้ที่ 16 บาท อ้างอิง PBV 1.75 เท่า ซึ่งเป็น PBV ในระดับเดียวกับปีที่รายได้ของบริษัททำสถิติสูงสุด ด้วยผลตอบแทนรวมที่น่าสนใจในระดับ 22% เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" LPN

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	16,627	14,602	10,624	13,454	15,566
EBITDA	(Btmn)	3,177	2,776	1,524	2,159	2,532
Core profit	(Btmn)	2,413	2,159	1,170	1,674	1,967
Reported profit	(Btmn)	2,413	2,176	1,170	1,674	1,967
Core EPS	(Bt)	1.64	1.46	0.79	1.13	1.33
DPS	(Bt)	0.90	0.90	0.48	0.69	0.81
P/E, core	(x)	8.3	9.2	17.0	11.9	10.1
EPS growth, core	(%)	19.4	(10.6)	(45.8)	43.1	17.5
P/BV, core	(x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE	(%)	22.0	18.0	9.5	13.1	14.4
Dividend yield	(%)	6.7	6.7	3.6	5.1	6.0
EV/EBITDA	(x)	7.6	8.5	16.6	12.3	11.1

Source: LPN, SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	16,627	14,602	10,624	13,454	15,566
Cost of goods sold	11,476	10,041	7,548	9,391	10,894
Gross profit	**5,151**	**4,560**	**3,075**	**4,062**	**4,672**
SG&A	2,066	1,867	1,639	1,996	2,239
Other income	46	31	31	31	31
Interest expense	11	6	6	6	6
Pre-tax profit	**3,121**	**2,719**	**1,462**	**2,092**	**2,459**
Corporate tax	707	561	292	418	492
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(0)	0	0	0
Core profit	**2,413**	**2,159**	**1,170**	**1,674**	**1,967**
Extra-ordinary items	0	18	0	0	0
Net Profit	**2,413**	**2,176**	**1,170**	**1,674**	**1,967**
EBITDA	3,177	2,776	1,524	2,159	2,532
Core EPS (Bt)	**1.64**	**1.46**	**0.79**	**1.13**	**1.33**
Net EPS (Bt)	1.64	1.47	0.79	1.13	1.33
DPS (Bt)	0.90	0.90	0.48	0.69	0.81

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total revenue	2,465	2,550	2,473	2,038	2,346
Cost of goods sold	1,680	1,766	1,715	1,413	1,745
Gross profit	**785**	**784**	**758**	**626**	**601**
SG&A	398	441	353	314	346
Other income	6	10	1	8	9
Interest expense	1	2	2	1	1
Pre-tax profit	**392**	**351**	**404**	**319**	**263**
Corporate tax	82	71	89	71	61
Equity a/c profits	0	0	0	0	(0)
Minority interests	(0)	(0)	(0)	1	1
Core profit	**310**	**280**	**315**	**249**	**203**
Extra-ordinary items	0	3	0	0	0
Net Profit	**310**	**283**	**315**	**249**	**203**
EBITDA	406	368	422	336	280
Core EPS (Bt)	**0.21**	**0.19**	**0.21**	**0.17**	**0.14**
Net EPS (Bt)	0.21	0.19	0.21	0.17	0.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	17,191	16,003	17,091	19,692	22,581
Total fixed assets	2,435	2,555	2,539	2,523	2,505
Total assets	**19,625**	**18,558**	**19,630**	**22,215**	**25,086**
Total loans	5,126	4,296	5,697	7,197	8,897
Total current liabilities	5,602	4,736	4,886	6,511	8,437
Total long-term liabilities	2,442	1,412	2,491	2,491	2,491
Total liabilities	**8,044**	**6,147**	**7,377**	**9,002**	**10,928**
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Total equity	**11,582**	**12,411**	**12,252**	**13,212**	**14,158**
BVPS	**7.85**	**8.41**	**8.30**	**8.95**	**9.59**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total current assets	15,511	16,003	16,646	18,015	17,411
Total fixed assets	2,488	2,555	2,982	2,972	3,047
Total assets	**17,999**	**18,558**	**19,628**	**20,987**	**20,458**
Total Loans	3,928	4,296	4,508	5,216	5,703
Total current liabilities	4,516	4,736	5,957	7,015	6,610
Total long-term liabilities	1,355	1,412	1,827	1,836	1,730
Total liabilities	**5,871**	**6,147**	**7,784**	**8,851**	**8,340**
Paid-up capital	1,476	1,476	1,476	1,476	1,476
Total equity	**12,127**	**12,411**	**11,841**	**12,106**	**12,089**
BVPS (Bt)	8.22	8.41	8.02	8.20	8.19

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	2,413	2,159	1,170	1,674	1,967
Depreciation and amortization	45	51	56	61	67
Operating cash flow	2,650	2,210	(372)	(447)	(468)
Investing cash flow	(256)	(212)	(40)	(45)	(50)
Financing cash flow	(2,684)	(2,165)	72	786	679
Net cash flow	**(289)**	**(167)**	**(340)**	**294**	**161**

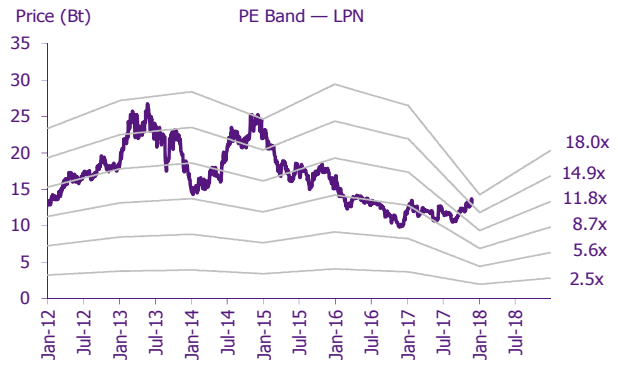
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Land acquisition	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
Presales	14,518	8,497	15,722	18,866	22,640
Revenue from condo	15,511	13,010	8,810	11,316	13,098
Revenue from low-rise	470	846	1,000	1,250	1,500
Backlog	12,288	1,700	n.a.	n.a.	n.a.

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin	31.0	31.2	28.9	30.2	30.0
Operating margin	18.6	18.4	13.5	15.4	15.6
EBITDA margin	19.1	19.0	14.3	16.0	16.3
EBIT margin	18.8	18.7	13.8	15.6	15.8
Net profit margin	14.5	14.9	11.0	12.4	12.6
ROE	22.0	18.0	9.5	13.1	14.4
ROA	12.2	11.3	6.1	8.0	8.3
Net D/E	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
Payout Ratio	55.0	61.0	61.0	61.0	61.0

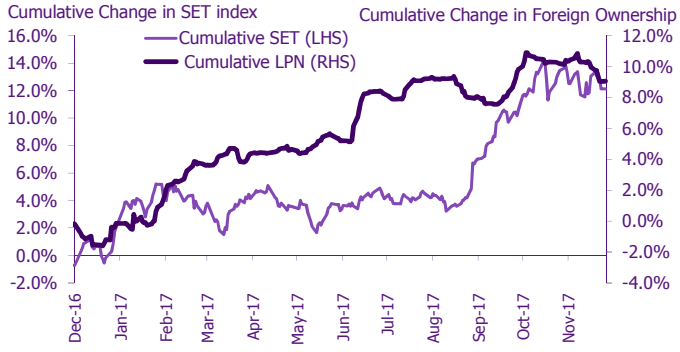
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

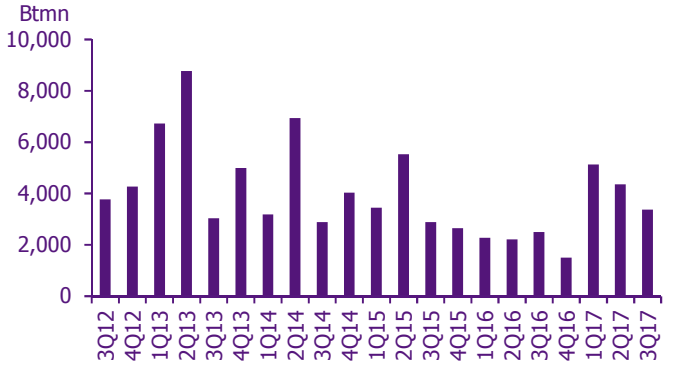
NA

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



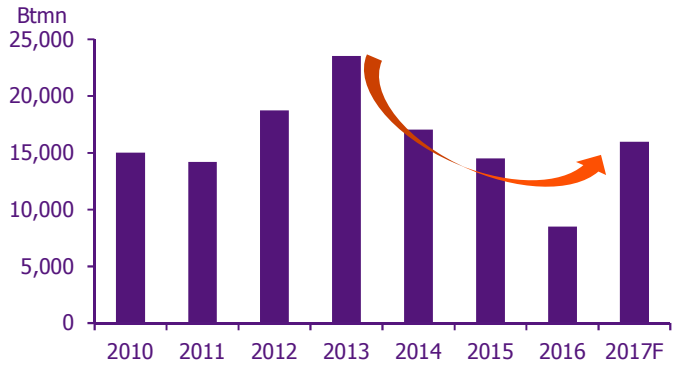
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly presales



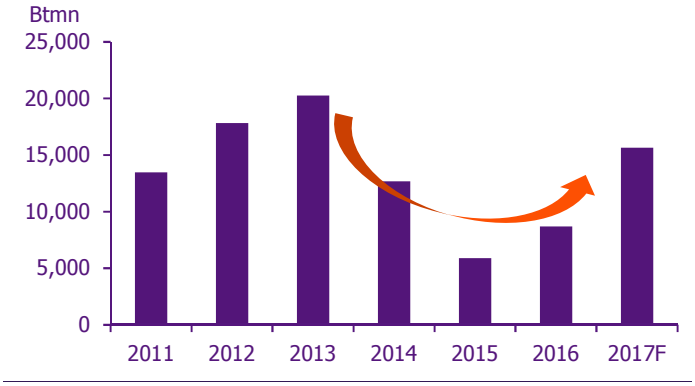
Source: LPN

Figure 2: 2017 presales forecast to turn the corner after falling for three years



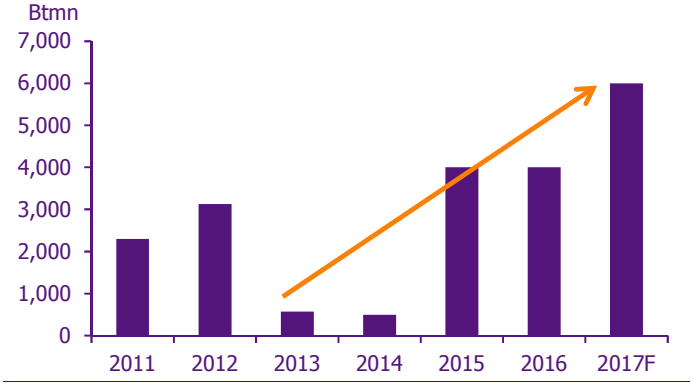
Source: LPN, SCBS Investment Research

Figure 3: New launches back in 2017, supporting presales turnaround



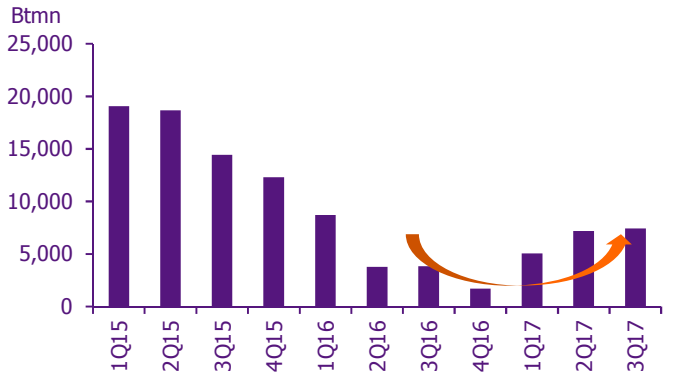
Source: LPN

Figure 4: Growing capex to secure new launches the following year



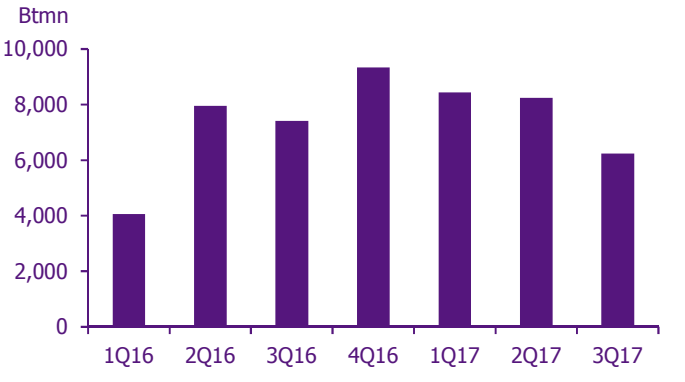
Source: LPN

Figure 5: Backlog heading north



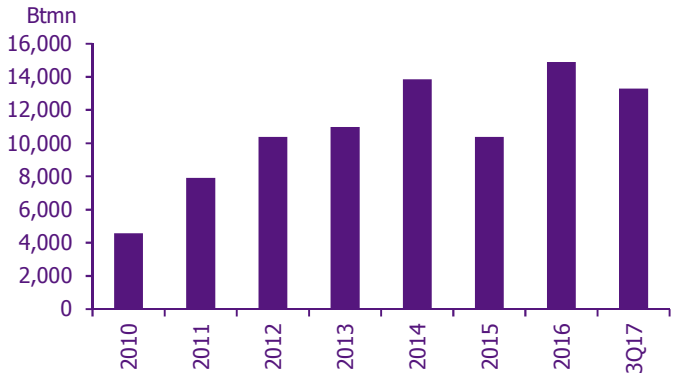
Source: LPN

Figure 6: Shrinking finished inventory = Lower pressure to cut prices



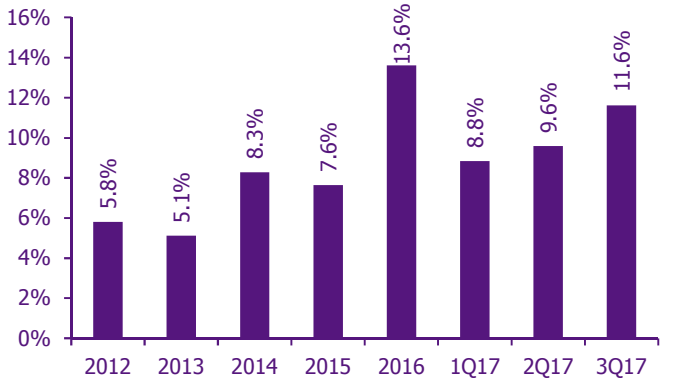
Source: LPN

Figure 7: Active stock



Source: LPN

Figure 8: Rising deposit/Backlog implies lower risk of cancelation



Source: LPN

Figure 9: Baan 365 – 3-storey Luxury SDH (56-100 sq wah, 350-480 sqm, price >Bt35mn/unit)

Source: LPN

Figure 10: Baan 365 – 4.5-storey Luxury TH (26.4-65 sq wah, 310 sqm, price >Bt17mn/unit)

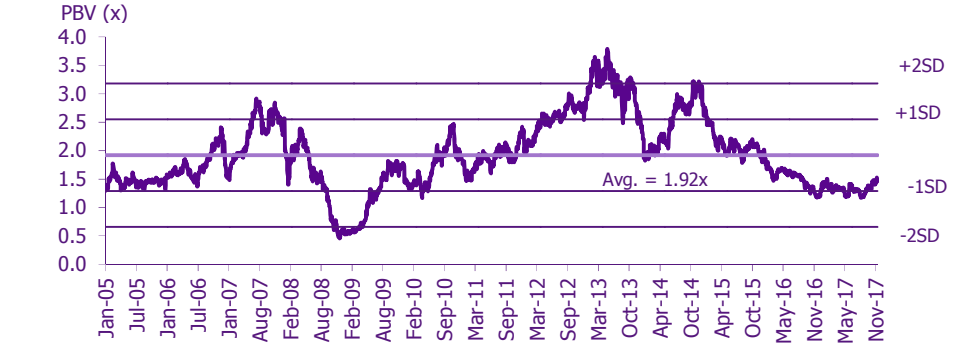
Source: LPN

Figure 11: Planned new launches in 2017

Project	Units	Value (Btmn)	Launch	Finish	% sold
Lumpini Place Bangna Km3	609	1,000	1Q17	4Q17	100
Lumpini Ville Ratburana-RiverView 2	696	900	1Q17	4Q17	40
Lumpini ParkBeach Chaam 2	124	430	May 17	4Q17	37
Lumpini Ville Phranangklao-RiverView	907	1,000	1Q17	2018	28
Lumpini Suite Phetchaburi-Makkasan	636	2,700	1Q17	2018	86
Lumpini Suite Dindaeng-Vibhavadi	491	1,750	May 17	2018	57
Lumpini Suite Kaset-Ngamwongwan	307	1,000	Jun 17	2018	100
Lumpini Suite Phaholyothin 32	571	2,000	3Q17	2019	18
Lumpini Place Rama 3-Industrial Ring Road	680	1,700	4Q17	2020	
Lumpini Place Sathu Pradit-Ratchadaphisek	588	1,500	4Q17	2021	
Total	**n.a.**	**13,980**			

Source: LPN As of November 9, 2017

Figure 12: LPN is trading at a low -0.5SD PB valuation



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

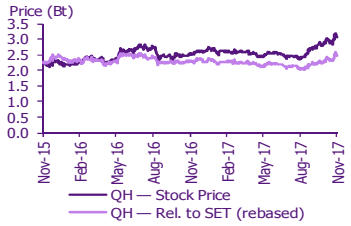
ซื้อ

Stock data

Last close (Nov 28) (Bt)	3.08
12-m target price (Bt)	4.10
Upside (Downside) to TP (%)	33.12
Mkt cap (Btbn)	33.00
Mkt cap (US$mn)	1,013

Bloomberg code	QH TB
Reuters code	QH.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.19
Sector % SET	7.26
Shares issued (mn)	10,714
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	3.3 / 2.4
Avg. daily 6m (US$mn)	3.96
Foreign limit / actual (%)	40 / 34
Free float (%)	63.0
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

(66- Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.9	27.3	22.2
Relative to SET	7.7	20.4	7.2

Source: SET, SCBS Investment Research

ฟื้นตัว

ผลการดำเนินงานของ QH จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง เราคาดว่าอัตรากำไรที่สูงขึ้นและการควบคุมค่าใช้จ่ายได้ดีจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตด้วย CAGR ระยะ 3 ปีที่ 11% การซื้อที่ดินเพิ่มและการเปิดตัวคอนโดจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายเติบโต 20% ในปีหน้า การเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนแบบเฉพาะเจาะจงเมื่อไม่นานนี้ของ LHBANK ที่ราคาสูงกว่ามูลค่าตามบัญชี และ market cap ของ HMPRO ที่เพิ่มขึ้น 30% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ QH กลายเป็นหุ้นที่ถูกมาก โดยซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนของบริษัทถึง 19% เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปลายปี 2561 ซึ่งหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นสู่ 4.1 บาท สะท้อนผลตอบแทนรวมที่น่าสนใจในระดับ 39% แนะนำ "ซื้อ"

อัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น เราคาดว่า QH จะมีอัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้นหลังจากบริษัทตั้งสำรองเผื่อผลขาดทุนจากการลดลงของมูลค่าโครงการในไตรมาส 3/60 ประกอบกับการปิดโครงการที่ให้อัตรากำไรขั้นต้นต่ำ (รวมถึงโครงการ Q Twelve) ราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลง 0.4% สู่ 29.6% ในปี 2560 โดยเกิดจากการลดราคาเพื่อขายสินค้าคงคลัง แต่หลังจากนั้นจะเพิ่มขึ้น 0.5% สู่ 30.6% ในปี 2561 และ 30.7% ในปี 2562

ควบคุมต้นทุนได้ดี นับตั้งแต่ ดร.ชัชชาติ สิทธิพันธุ์ เข้ารับตำแหน่ง CEO เมื่อต้นปี 2558 ดร.ชัชชาติ ก็ใช้ความพยายามอย่างหนักเพื่อลดค่าใช้จ่ายลง และ QH ก็สามารถลดอัตราสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้ลงได้สู่ 15% ในไตรมาส 3/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลดอัตราส่วนต้นทุนโฆษณา/รายได้ลงสู่ 1.4% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 จาก 2.4% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 59 และ 3.5% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 58 ซึ่งเป็นผลมาจากการเปลี่ยนมาใช้สื่อโฆษณาออนไลน์ที่ต้นทุนต่ำกว่าแทนสื่อโฆษณาออฟไลน์, การขยายฐานลูกค้า, และการแบ่งต้นทุนสื่อโฆษณาสำหรับโครงการ "Q District" ซึ่งมีการพัฒนาหลายๆ ผลิตภัณฑ์/กลุ่มลูกค้าภายใต้แบรนด์เดียว เราคาดว่าอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อรายได้จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 15% ในปี 2561-62

ยอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QH ปรับงบซื้อที่ดินของบริษัทเพิ่มขึ้นถึง 54% สู่ 4 พันล้านบาทในปีนี้ หลังจากลดลงมา 2 ปี ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มก้าวกระโดด โดยจะเปิดตัวโครงการแนวราบ 10-15 โครงการ มูลค่า 1.5-2.0 หมื่นล้านบาทในปี 2561 จากโครงการแนวราบ 8 โครงการ มูลค่า 9.7 พันล้านบาทในปีนี้ นอกจากนี้แล้วยังมีความเป็นไปได้ที่บริษัทจะเปิดตัวคอนโดเพิ่มอีก 2 โครงการ (เจริญนคร และลาดพร้าว ซอย 10) มูลค่า 3 พันล้านบาท การมุ่งเน้นตลาดขนาดใหญ่ คือ ที่อยู่อาศัยชั้นประหยัดพรีเมี่ยม (ราคายูนิตละ 2-4 ล้านบาท) โดยเฉพาะทาวน์เฮ้าส์ ซึ่งความต้องการซื้อปรับตัวเพิ่มขึ้น และสามารถทดแทนบ้านเดี่ยวระดับล่างได้ น่าจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายของ QH ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่ายอดขายของ QH จะเติบโต 14% สู่ 1.75 หมื่นล้านบาทในปี 2560, 20% สู่ 2.1 หมื่นล้านบาทในปี 2561, และ 15% สู่ 2.4 หมื่นล้านบาทในปี 2562

ผลการดำเนินงานฟื้นตัว เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 11% สู่ 3.7 พันล้านบาท (EPS 0.34 บาท) ในปี 2560 สะท้อนอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นและการควบคุมต้นทุนได้ดี เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 15% สู่ 4.2 พันล้านบาท (EPS 0.40 บาท) ในปี 2561 ก่อนที่จะกลับมาเติบโตตามปกติที่ 9% สู่ 4.6 พันล้านบาท (EPS 0.43 บาท) ในปี 2562 ซึ่งคิดเป็น CAGR ระยะ 3 ปีได้ที่ 11% ยอดขายรอรับรู้รายได้ในปัจจุบันอยู่ที่ 5.8 พันล้านบท รองรับรายได้ที่เราคาดการณ์ไว้ 84% ในปี 2560 และ 12% ในปี 2561

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้น QH ยังค่อนข้างถูก โดยซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนของบริษัทอยู่ 19% และมี valuation ต่ำที่ PER ปี 2560 ระดับ 9.0 เท่า และจะลดลงสู่ 7.8 เท่าในปี 2561 เพราะกำไรจะเติบโตดีที่ 15% เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายปลายปี 2561 ซึ่งหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นสู่ 4.1 บาท ด้วยผลตอบแทนรวมที่น่าสนใจในระดับ 39% เราแนะนำ "ซื้อ QH

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Revenue	(Btmn)	20,358	19,125	19,443	23,177	25,408
EBITDA	(Btmn)	4,021	4,167	4,662	5,491	6,108
Core profit	(Btmn)	3,084	3,312	3,671	4,235	4,619
Reported profit	(Btmn)	3,106	3,085	3,724	4,235	4,619
Core EPS	(Bt)	0.29	0.31	0.34	0.40	0.43
DPS	(Bt)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21
P/E, core	(x)	10.7	10.0	9.0	7.8	7.1
EPS growth, core	(%)	(8.2)	7.4	10.8	15.4	9.1
P/BV, core	(x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	15.2	14.9	15.3	16.1	16.0
Dividend yield	(%)	4.5	4.9	5.4	6.2	6.7
EV/EBITDA	(x)	13.8	13.3	12.0	10.1	8.8

Source: SCBS Investment Research

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

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total revenue	20,358	19,125	19,443	23,177	25,408
Cost of goods sold	14,000	13,356	13,625	16,050	17,558
Gross profit	**6,358**	**5,770**	**5,818**	**7,128**	**7,849**
SG&A	3,849	3,464	3,056	3,621	3,965
Other income	197	188	195	195	195
Interest expense	329	335	377	470	565
Pre-tax profit	**2,377**	**2,158**	**2,580**	**3,232**	**3,514**
Corporate tax	525	440	516	679	808
Equity a/c profits	1,233	1,595	1,607	1,682	1,914
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**3,084**	**3,312**	**3,671**	**4,235**	**4,619**
Extra-ordinary items	22	(227)	53	0	0
Net Profit	**3,106**	**3,085**	**3,724**	**4,235**	**4,619**
EBITDA	4,021	4,167	4,662	5,491	6,108
Core EPS (Bt)	**0.29**	**0.31**	**0.34**	**0.40**	**0.43**
Net EPS (Bt)	0.29	0.29	0.35	0.40	0.43
DPS (Bt)	0.14	0.15	0.17	0.19	0.21

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total revenue	4,510	3,923	3,450	4,411	5,119
Cost of goods sold	3,118	2,751	2,423	3,196	3,628
Gross profit	**1,392**	**1,173**	**1,027**	**1,215**	**1,490**
SG&A	831	869	662	730	777
Other income	40	64	52	73	89
Interest expense	81	82	79	89	94
Pre-tax profit	**521**	**286**	**338**	**470**	**709**
Corporate tax	104	86	75	103	33
Equity a/c profits	392	445	390	409	397
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	**808**	**645**	**653**	**776**	**1,072**
Extra-ordinary items	(40)	33	0	0	120
Net Profit	**768**	**678**	**653**	**776**	**1,128**
EBITDA	1,039	858	850	1,012	1,243
Core EPS (Bt)	**0.08**	**0.06**	**0.06**	**0.07**	**0.10**
Net EPS (Bt)	0.07	0.06	0.06	0.07	0.11

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Total current assets	33,029	32,349	32,675	33,735	34,869
Total fixed assets	19,969	20,665	21,455	22,364	23,310
Total assets	**52,998**	**53,014**	**54,130**	**56,099**	**58,178**
Total loans	25,199	25,487	25,000	24,500	23,800
Total current liabilities	12,671	11,083	25,385	28,106	29,599
Total long-term liabilities	18,780	18,991	3,688	488	(1,512)
Total liabilities	**31,452**	**30,074**	**29,073**	**28,595**	**28,087**
Paid-up capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Total equity	**21,545**	**22,940**	**25,057**	**27,505**	**30,091**
BVPS (Bt)	**2.01**	**2.14**	**2.34**	**2.57**	**2.81**

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Total current assets	32,417	32,349	31,830	32,219	29,991
Total fixed assets	20,192	20,665	21,415	21,834	22,505
Total assets	**52,609**	**53,014**	**53,245**	**54,054**	**52,496**
Total Loans	25,833	25,487	25,849	27,604	25,480
Total current liabilities	13,819	11,083	14,670	15,888	13,764
Total long-term liabilities	16,461	18,991	14,991	14,695	14,868
Total liabilities	**30,280**	**30,074**	**29,661**	**30,583**	**28,632**
Paid-up capital	10,714	10,714	10,714	10,714	10,714
Total equity	**22,329**	**22,940**	**23,584**	**23,471**	**23,864**
BVPS (Bt)	**2.08**	**2.14**	**2.20**	**2.19**	**2.23**

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Core Profit	3,084	3,312	3,671	4,235	4,619
Depre. and amortization	82	79	99	107	115
Operating cash flow	942	3,090	1,098	1,806	2,403
Investing cash flow	599	947	718	666	852
Financing cash flow	(162)	(3,986)	(2,608)	(2,288)	(2,733)
Net cash flow	**1,379**	**51**	**(792)**	**184**	**522**

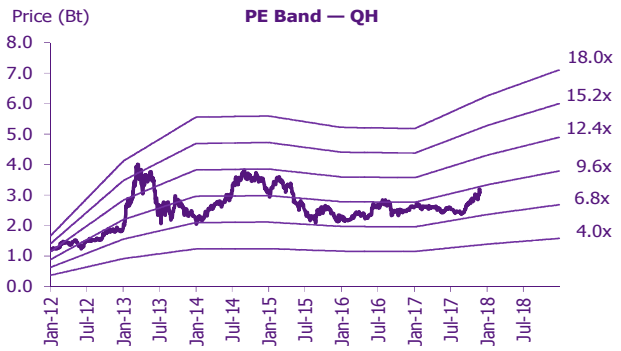
Main Assumptions

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
SDH and TH revenue (Btmn)	14,582	14,857	14,771	17,321	19,252
Condo revenue (Btmn)	4,632	3,078	3,429	4,559	4,820
Rental revenue (Btmn)	1,144	1,191	1,243	1,297	1,336
Presales (Btmn)	20,000	15,280	17,485	20,910	23,986
Backlog (Btmn)	8,500	6,000	n.a.	n.a.	n.a.
Land acquisition (Btmn)	5,000	2,600	5,500	5,500	5,500

Key Financial Ratios

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
Gross margin (%)	31.2	30.2	29.9	30.8	30.9
Operating margin (%)	12.3	12.1	14.2	15.1	15.3
EBITDA margin (%)	19.7	21.8	24.0	23.7	24.0
EBIT margin (%)	19.3	21.4	23.5	23.2	23.6
Net profit margin (%)	15.3	16.1	19.2	18.3	18.2
ROE (%)	15.2	14.9	15.3	16.1	16.0
ROA (%)	6.1	6.2	6.9	7.7	8.1
Net D/E (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
Payout Ratio (%)	48.6	48.5	48.7	48.0	48.0

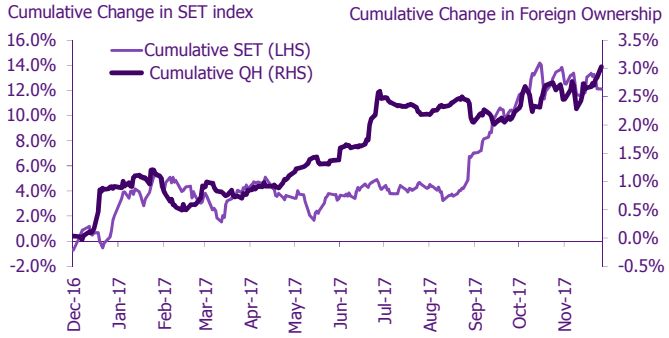
PE Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

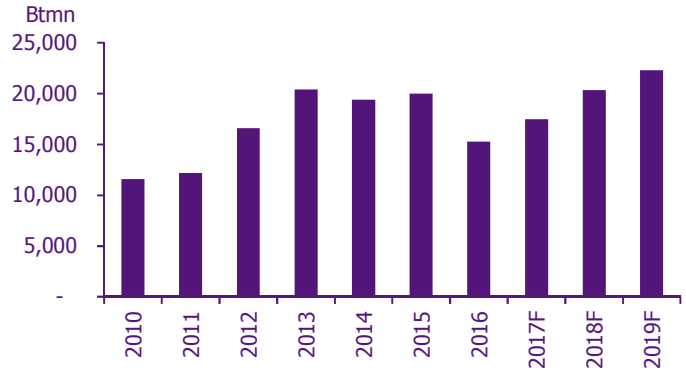
NA

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



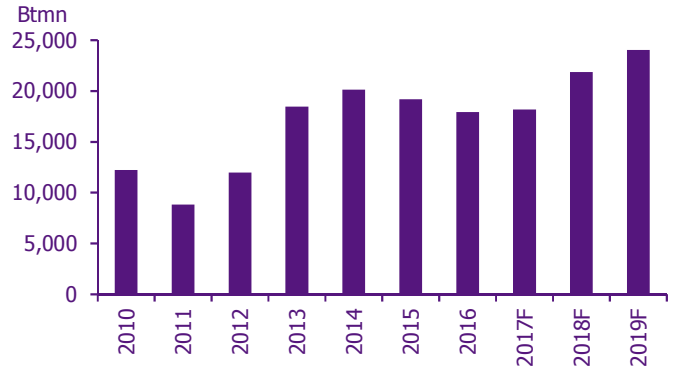
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales are expected to rise



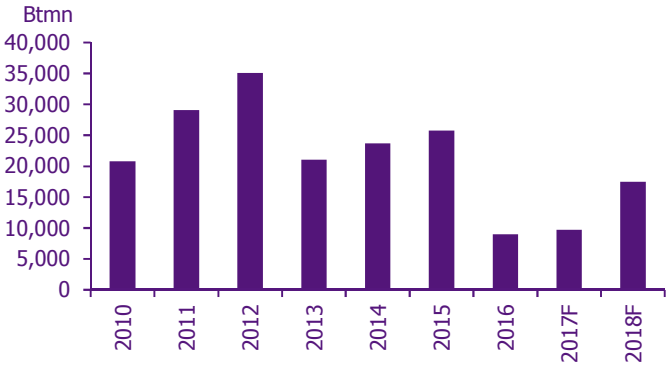
Source: QH, SCBS Investment Research

Figure 2: ... as is revenue



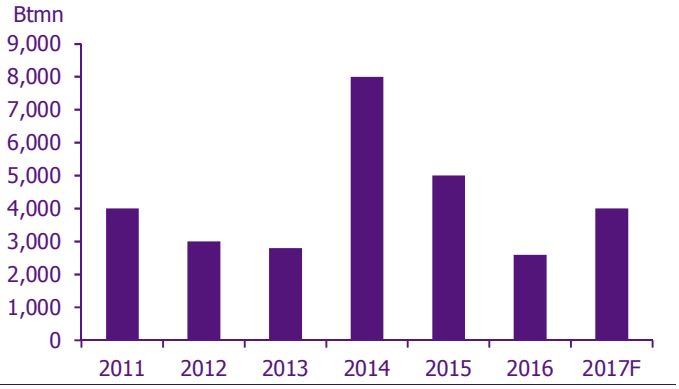
Source: QH, SCBS Investment Research

Figure 3: New launches to jump in 2018



Source: QH, SCBS Investment Research

Figure 4: Capex turn to a rise in 2017

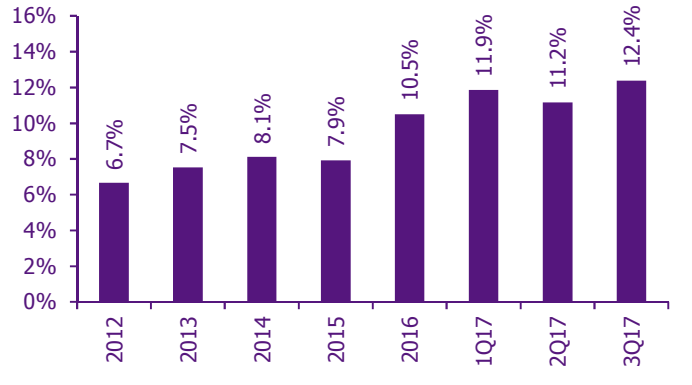


Source: QH

Figure 5: Backlog

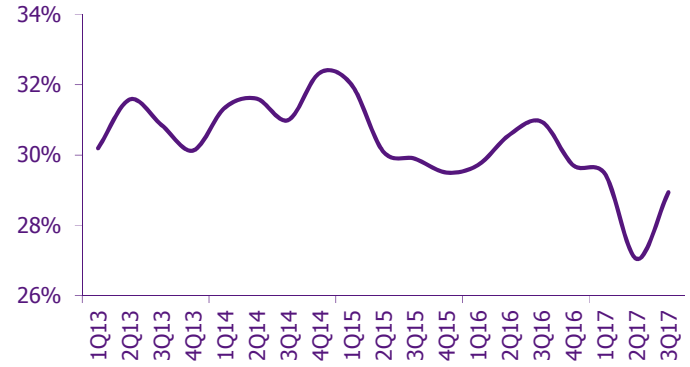
Source: QH, SCBS Investment Research

Figure 6: Rising deposit/Backlog implies lower risk of cancelation



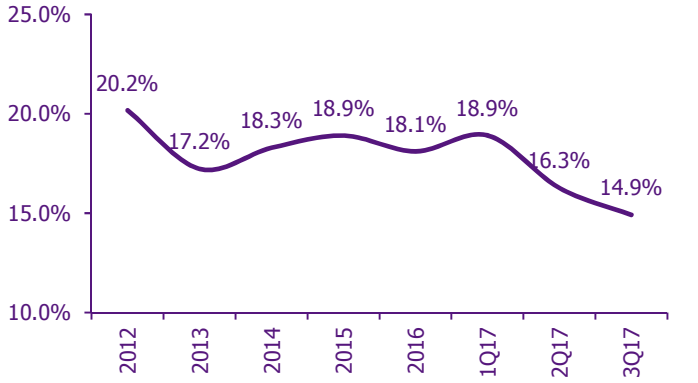
Source: QH

Figure 7: Gross margin recovery in 3Q17



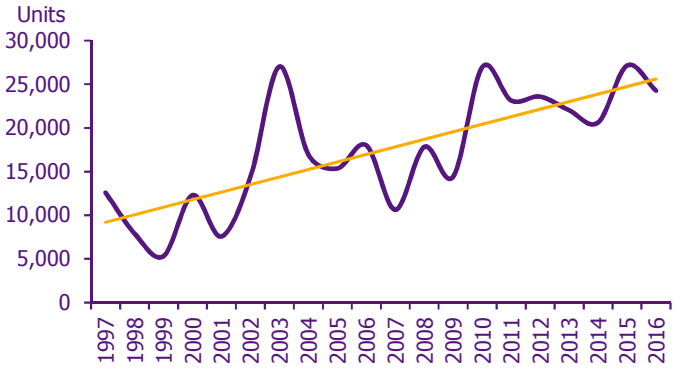
Source: QH

Figure 8: Good cost control (SG&A/Revenue slimming)



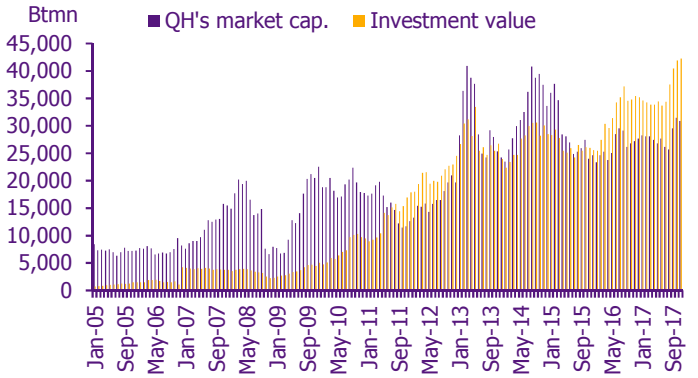
Source: QH

Figure 9: Growing TH demand



Source: AREA

Figure 10: Market cap 19% below value of investments



Source: SETSMART, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 11: Sum-of-the-parts valuation

	Valuation method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Residential estate	BV	27,538	2.6
Investments (HMPRO, LHBANK, QHPF, QHHR)	PT, MP	38,017	3.5
Investment properties (hotel, offices)	BV	538	0.1
Less: Net debt		(22,219)	(2.1)
Net equity value		**43,873**	**4.1**

Source: SCBS Investment Research

ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรงทำให้ความชอบลดลง

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

- **ในขณะที่เรามีมุมมองเชิงบวกต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่ปรับตัวดีขึ้น แต่เราก็ลดท่าที bullish ลง เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง YTD (+125% สำหรับ AH, +69% สำหรับ PCSGH, +65% สำหรับ SAT และ +19% สำหรับ STANLY เทียบกับ +11% สำหรับ SET)**
- **Top picks คือหุ้นที่กำไรจะออกมาดีอย่าง PCSGH และ SAT เราชอบ PCSGH เพราะกำไรจะฟื้นตัวในปี 2560 หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2556 และจะมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในปี 2561 ตามอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ปรับตัวดีขึ้น บวกกับออเดอร์ใหม่ของบริษัท กำไรปี 2561 ของ SAT มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่นับตั้งแต่ปี 2556**

กำไรไตรมาส 3/60 แข็งแกร่ง ยอดผลิตรถยนต์ในไตรมาส 3/60 ของประเทศไทยอยู่ที่ 527,000 คัน เพิ่มขึ้น 9% YoY และ 13% QoQ ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่แข็งแกร่งที่ 210,000 คัน เพิ่มขึ้น 12% YoY และ 5.5% QoQ ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์มีอัตราการเติบโตเป็นบวกที่ 3% YoY และ 24% QoQ สู่ 314,000 คัน แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกช่วยสนับสนุนให้ยอดขายและอัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลทำให้กำไรของบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์แข็งแกร่งมากขึ้น PCSGH เป็นบริษัทที่กำไรเติบโตโดดเด่นที่สุด โดยกำไรปกติเติบโตก้าวกระโดดถึง 175% YoY และ 6% QoQ ตามมาด้วย SAT (+34% YoY และ +68% QoQ), AH (+20% YoY แต่ -14% QoQ) และ STANLY (+9% YoY และ +36% QoQ)

ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศแข็งแกร่ง, ยอดส่งออกรถยนต์ที่ปรับตัวลดลงจะกลับสู่ภาวะปกติ ข้อมูลเมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศในเดือนตุลาคมอยู่ที่ 68,500 คัน เพิ่มขึ้น 13% YoY (แต่ลดลง 12% MoM) อัตราการเติบโตเป็นบวกสะท้อนว่าโครงสร้างภาษีสรรพสามิตใหม่ (มีผลบังคับใช้วันที่ 16 กันยายน 2560) ไม่ได้มีผลกระทบมากนักต่อความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศ เราเชื่อว่าโมเมนตัมที่แข็งแกร่งน่าจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาส 4 มักจะเป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับยอดขายรถยนต์ในประเทศ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากงาน Motor Expo ที่จัดขึ้นตั้งแต่วันที่ 30 พฤศจิกายน ถึงวันที่ 11 ธันวาคม 2560 อย่างไรก็ตาม ยอดส่งออกรถยนต์ในเดือนตุลาคมลดลง 12% YoY (และ -25% MoM) พลิกกลับจากที่มีอัตราการเติบโตเป็นบวก YoY ในเดือนสิงหาคม-กันยายน และส่งผลทำให้ยอดส่งออกรถยนต์ในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 ปรับตัวลดลง 9% YoY (941,000 คัน) ปัจจัยสำคัญที่เป็นสาเหตุทำให้ยอดส่งออกรถยนต์ลดลง คือ ตลาดตะวันออกกลางที่อ่อนแอลง (9% ของยอดส่งออกรถยนต์, -38% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกของปี) เนื่องจากความต้องการซื้อรถยนต์เปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรเศรษฐกิจ ดังนั้นเราเชื่อว่ายอดส่งออกรถยนต์ที่ปรับตัวลดลงในตลาดตะวันออกกลาง (รวมถึงการส่งออกของไทยไปยังภูมิภาคดังกล่าว) จะฟื้นตัวดีขึ้นเมื่อเศรษฐกิจของตะวันออกกลางปรับตัวดีขึ้น IMF คาดการณ์ว่าเศรษฐกิจในซาอุดิอาระเบียและสหรัฐอาหรับอิมิเรตส์ (ประเทศตะวันออกกลางที่เป็นผู้นำเข้ารถยนต์ไทยรายใหญ่) จะปรับตัวดีขึ้น โดยคาดว่า GDP ในปี 2561 จะขยายตัว +1.3% (จาก 0.4% ในปี 2560) และ +4.4% (จาก 1.5% ในปี 2560)

กำไรจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2561 ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 อยู่ในระดับทรงตัวที่ 1.64 ล้านคัน และปัจจุบันเราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์จะเติบโต 3% YoY (2.0 ล้านคัน) ในปี 2560 และ 6% YoY (2.1 ล้านคัน) ในปี 2561 เราคาดว่า PCSGH จะรายงานกำไรปกติเติบโตแข็งแกร่งที่สุดที่ 21% YoY ในปี 2561 ตามด้วย SAT ที่ 18% YoY, STANLY (ปีบัญชี 2562, สิ้นสุดเดือนมีนาคม 2562) ที่ 13% YoY และ AH ที่ 10% YoY

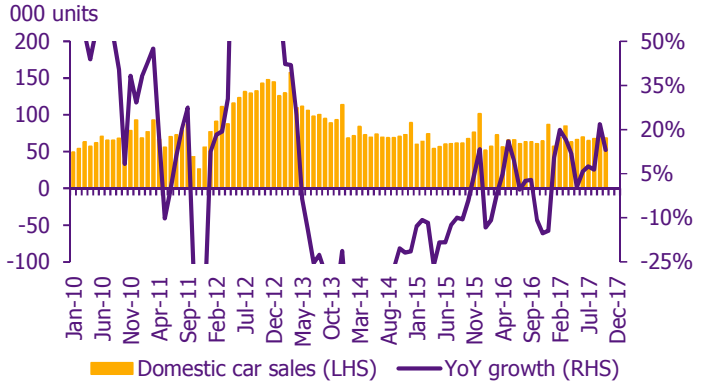
ลดท่าที bullish ลง Top pick คือ PCSGH และ SAT ในขณะที่เรามีมุมมองเชิงบวกต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ไทยที่ปรับตัวดีขึ้น แต่ความชอบที่เรามีนั้นเริ่มลดลงเนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง YTD (+125% สำหรับ AH, +69% สำหรับ PCSGH, +65% สำหรับ SAT และ +19% สำหรับ STANLY เทียบกับ +11% สำหรับ SET) Top picks คือ PCSGH และ SAT เนื่องจากกำไรจะออกมาดี เราชอบ PCSGH เพราะกำไรจะฟื้นตัวในปี 2560 หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2556 และจะมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในปี 2561 ตามอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ปรับตัวดีขึ้น บวกกับออเดอร์ใหม่ของบริษัท กำไรปี 2561 ของ SAT มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่นับตั้งแต่ปี 2556

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AH	Neutral	36.00	35.0	1.2	21.4	14.6	13.2	73	46	10	1.9	1.6	1.4	9	12	11	1.8	3.3	4.0	11.5	10.7	8.4
PCSGH	Buy	8.45	8.5	4.8	34.2	20.1	16.6	(28)	70	21	2.7	2.6	2.5	8	13	15	1.4	3.5	4.2	12.9	10.2	8.6
SAT	Buy	24.20	26.0	11.0	17.0	13.2	11.2	(6)	29	18	1.7	1.6	1.5	11	13	14	2.5	3.0	3.6	7.3	6.1	5.2
STANLY	Neutral	224.00	270.0	23.4	13.7	11.9	10.5	22	16	12	1.3	1.2	1.1	10	10	11	2.2	2.5	2.9	5.3	4.4	3.7
Average					**21.6**	**14.9**	**12.9**	**15**	**40**	**15**	**1.9**	**1.7**	**1.6**	**9**	**12**	**13**	**2.0**	**3.1**	**3.7**	**9.2**	**7.9**	**6.5**

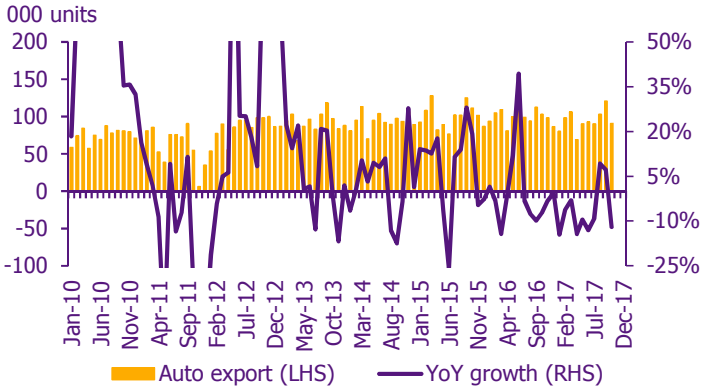
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Domestic car sales



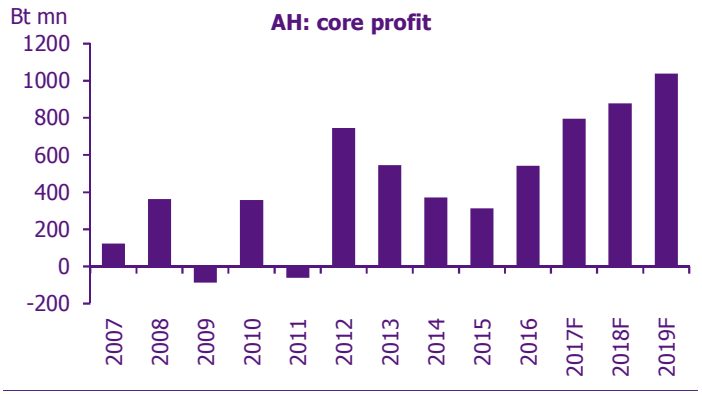
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 2: Auto exports



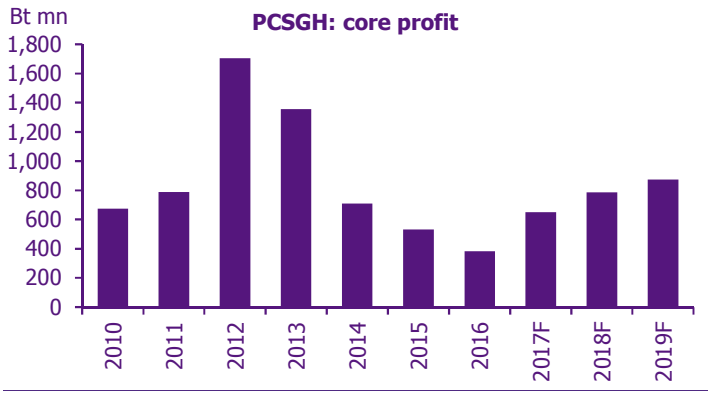
Source: Thailand Automotive Institute and SCBS Investment Research

Figure 3: AH: Core earnings trend



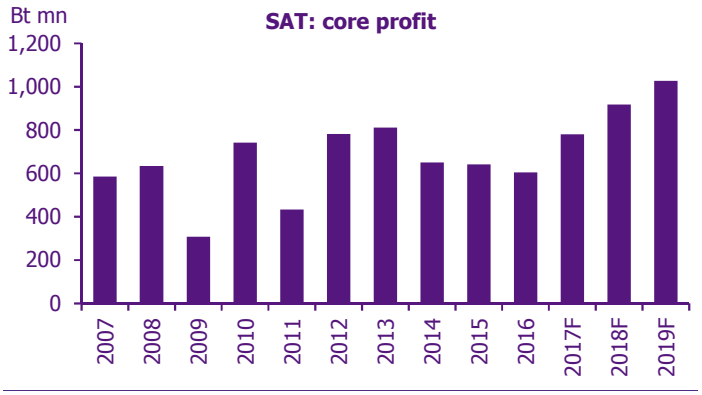
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: PCSGH: Core earnings trend



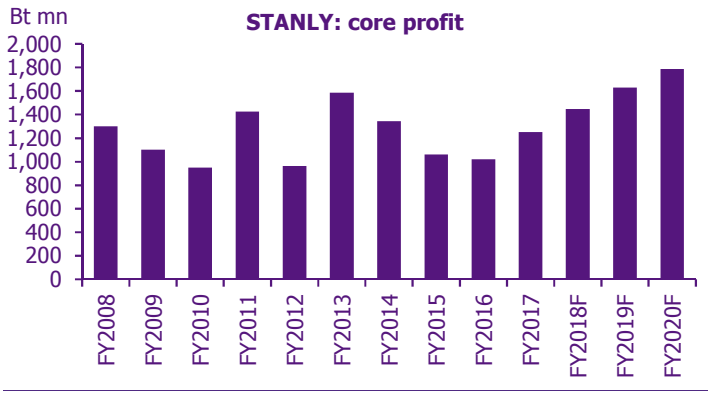
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: SAT: Core earnings trend



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: STANLY: Core earnings trend



Source: SCBS Investment Research

ธุรกิจสายการบินมีปัจจัยบวกอยู่บ้าง

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

- **สายการบิน: หลังจากปีแห่งความยากลำบากของธุรกิจสายการบินในปี 2560 ธุรกิจสายการบินก็เริ่มมีปัจจัยบวกให้เห็นบ้าง ได้แก่ อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยแข็งแกร่ง และการปลดธงแดงของ ICAO top pick ของเรา คือ AAV**
- **ท่าอากาศยาน: เรายังคงมุมมอง Neutral ต่อ AOT เพราะผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงสู่ราคาเป้าหมายของเราไม่น่าสนใจ เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้นมาแล้ว 60% เทียบกับ SET ที่ +14% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา**

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มเติบโตมากขึ้น เรามองว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 จากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลงหลังรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทย และช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย ข้อมูลอย่างเป็นทางการเมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 21% YoY ในเดือนตุลาคม เร่งตัวขึ้นจากที่เพิ่มขึ้น 5% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 นักท่องเที่ยวต่างชาติส่วนใหญ่มาจากจีน (30% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ซึ่งเพิ่มขึ้นถึง 70% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากวันหยุดยาว “golden week” ของจีน และฐานต่ำของปีก่อน เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเติบโต 9% YoY ในปี 2560 (35.5 ล้านคน) ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนพฤศจิกายน-ธันวาคม จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 21% YoY และจะเติบโต 7% YoY ในปี 2561 (38 ล้านคน)

ข่าวดี: ICAO ปลดธงแดง เมื่อวันที่ 7 ตุลาคม 2560 องค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ปลดธงแดงออกจากหน้าชื่อประเทศไทย และถอดประเทศไทยออกจากรายชื่อกลุ่มประเทศที่มีข้อบกพร่องด้านความปลอดภัยอย่างมีนัยสำคัญ (SSC) ทั้งนี้หลังจาก ICAO ปักธงแดงประเทศไทยในปี 2558 ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ก็ไม่อนุญาตให้สายการบินสัญชาติไทยเพิ่มเที่ยวบินหรือเปิดเส้นทางบินใหม่ไปยังประเทศของตน ปัจจุบันสองประเทศนี้สามารถยกเลิกเงื่อนไขดังกล่าวที่มีต่อสายการบินสัญชาติไทย เรามองว่าการปลดธงแดงจะส่งผลดีโดยตรงต่อ THAI เนื่องจากบริษัทให้บริการเที่ยวบินสู่ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ และจะส่งผลดีทางอ้อมต่อ NOK (สายการบิน NokScoot ซึ่ง NOK ถือหุ้นอยู่ 24% จะสามารถเพิ่มเส้นทางบินสู่ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้) และ AAV (มีผู้โดยสาร fly-thru มากขึ้นจาก Thai AirAsiaX ซึ่งปัจจุบันสามารถเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินและเส้นทางบินสู่ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้) ในขณะที่จีนซึ่งเป็นตลาดหลักของนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยไม่ได้ออกมาตรการใดๆ และสายการบินสัญชาติไทยสามารถบินเข้าไปยังจีนได้ตามปกติถ้ามีคุณสมบัติตรงตามมาตรฐานของจีน

ราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นเป็นเรื่องที่ท้าทาย ผลการดำเนินงานปกติในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ของ AAV (-52% YoY) และ THAI (-74% YoY) ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้น ประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงสิ้นสุดลงในไตรมาส 4/60 และราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) YTD อยู่ที่ 63.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้นถึง 20% จากราคาเฉลี่ยในปี 2559 เราคาดว่าราคาน้ำมันเครื่องบินจะเพิ่มขึ้น 23% YoY ในปี 2560 และ 8% YoY ในปี 2561

AAV เป็น top pick ตลาดดูเหมือนจะมองข้าม AAV ซึ่งราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 4% และ underperform ตลาดอยู่ 15% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา เพราะถูกฉุดลงโดยกำไรที่ลดลงมาตั้งแต่ไตรมาส 4/59 อันเป็นผลมาจากอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลง เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของตลาดจีน (ตลาดหลักของ AAV โดยคิดเป็น 25-30% ของรายได้) และฐานต่ำในไตรมาส 4/59 จะช่วยสนับสนุนให้อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น และหนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/60-ปี 2561

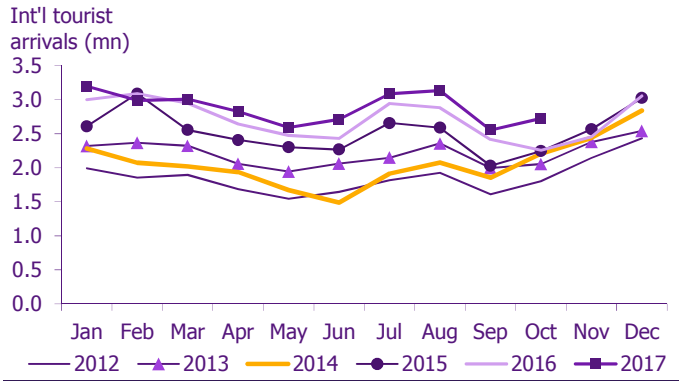
AOT: คงมุมมอง Neutral เพราะ upside ไม่น่าสนใจ เราชอบ AOT เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่กำลังเติบโตและรายได้ค่าสัมปทานที่เพิ่มขึ้นจากการขยายท่าอากาศยาน อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกเหล่านี้สะท้อนในราคาหุ้น AOT ไปแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น AOT ปรับขึ้นมาแล้วถึง 60% เทียบกับ SET ที่ +14% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ส่งผลทำให้ upside สู่ราคาเป้าหมายของเราดูไม่น่าสนใจ

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	61.50	60.0	(1.0)	45.1	40.2	34.9	24	12	15	7.2	6.7	6.0	17	17	18	1.1	1.2	1.4	26.5	24.4	22.0
AAV	Buy	6.30	7.5	20.9	16.0	24.1	18.9	61	(34)	27	1.4	1.4	1.3	9	6	7	2.4	1.6	1.8	9.4	11.6	9.5
THAI	Sell	17.30	15.5	(8.2)	11.2	12.8	11.4	n.m.	(12)	12	1.1	1.0	1.0	10	8	9	0.0	2.0	2.2	6.6	5.7	5.4
Average					**24.1**	**25.7**	**21.7**	**42**	**(11)**	**18**	**3.3**	**3.0**	**2.8**	**12**	**11**	**11**	**1.2**	**1.6**	**1.8**	**14.2**	**13.9**	**12.3**

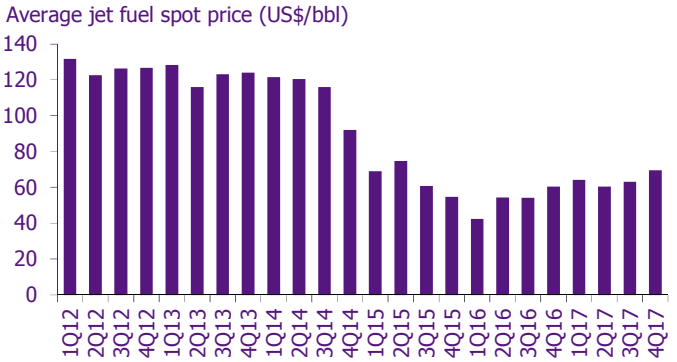
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Stronger growth of Thai tourism



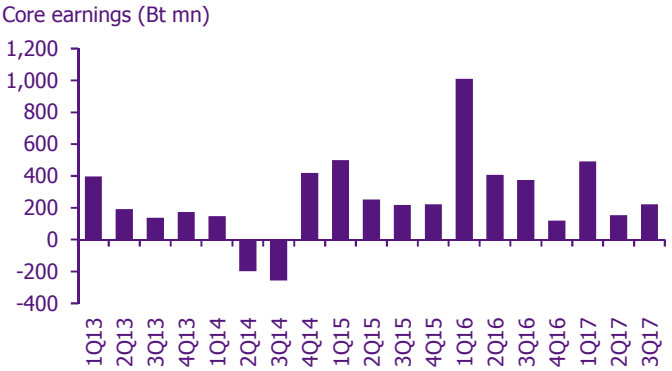
Source: Thailand Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Jet fuel price trend



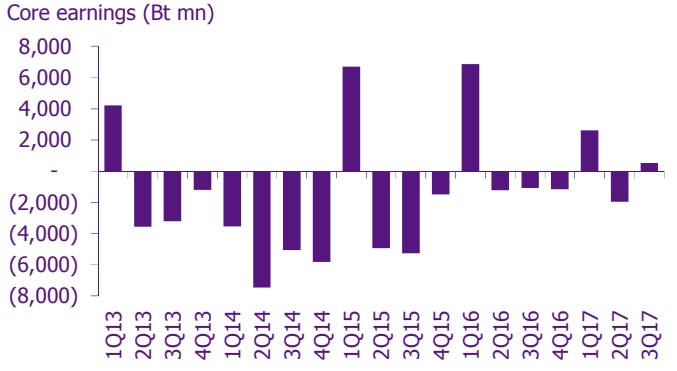
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: Quarterly earnings: AAV



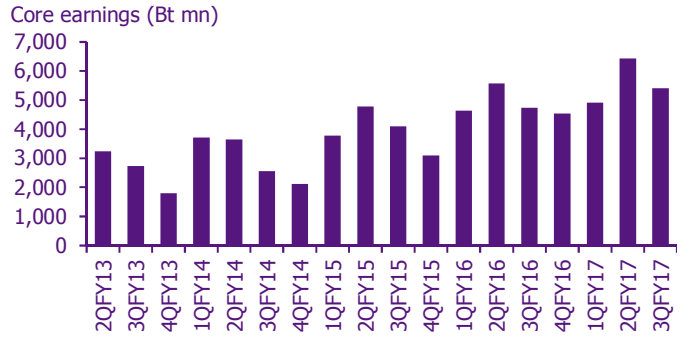
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly earnings: THAI



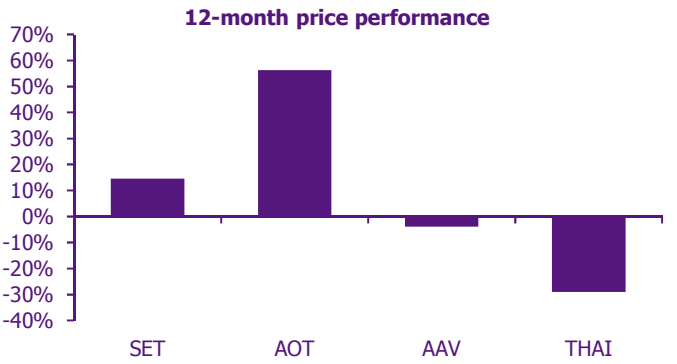
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly earnings: AOT



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Credit cost จะลดลงและสินเชื่อจะขยายตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต

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

- **เรายืนยันมุมมองของเราว่าวัฏจักร NPL ของกลุ่มธนาคารอยู่ในช่วงปลายแล้ว และการขยายสินเชื่อกำลังจะเคลื่อนเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกที่ฟื้นตัวดีและการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น**
- **BBL และ KTB ยังคงเป็น top picks ของเรา เพราะจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคที่ปรับตัวดีขึ้น**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60: กำไรต่ำกว่าคาด เพราะตั้งสำรองสูงกว่าคาด แต่ NIM และรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยดีกว่าคาด กำไรสุทธิไตรมาส 3/60 ของกลุ่มธนาคารลดลง 9% YoY แต่เพิ่มขึ้น 5% QoQ ต่ำกว่าประมาณการของ SCBS และตลาดอยู่ 8% หลักๆ เกิดจากการตั้งสำรองสูงกว่าคาด แต่ได้รับการชดเชยบางส่วนจาก NIM และรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยที่ดีกว่าคาด อัตราการขยายตัวของสินเชื่ออยู่ในระดับทรงตัวซึ่งน่าผิดหวัง KTB และ SCB เป็นธนาคารที่รายงานกำไรไตรมาส 3/60 ต่ำกว่าประมาณการของเราและตลาดมากที่สุด เนื่องจากธนาคารสองแห่งนี้ตั้งสำรองพิเศษล่วงหน้าก่อนเกณฑ์ IFRS9 มีผลบังคับใช้ ในขณะที่ KKP เป็นธนาคารเพียงแห่งเดียวที่กำไรไตรมาส 3/60 สูงกว่าประมาณการของเราและตลาดอย่างมาก โดยเกิดจากการตั้งสำรองต่ำกว่าคาด

การส่งออกที่เติบโตดีจะส่งผลทำให้ NPL ไหลเข้าน้อยลงและ credit cost ลดลง NPL ไหลเข้าของกลุ่มธนาคารปรับตัวลดลง 18% QoQ ทั้ง NPL เกิดใหม่ และ NPL ย้อนกลับในไตรมาส 3/60 เราคาดว่า NPL ไหลเข้าจะลดลงอีกในไตรมาส 4/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกที่ฟื้นตัวได้ดีอย่างต่อเนื่อง การส่งออกของประเทศไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็นเดือนที่ 8 ติดต่อกัน ด้วยอัตราเติบโตที่ดีในระดับ 13.1% YoY ในเดือนตุลาคม นอกจากนี้ธนาคารก็จะเร่งตัดจำหน่ายหนี้สูญและขาย NPL มากขึ้นในไตรมาส 4/60 เรายืนยันมุมมองของเราว่า NPL ทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 3/60 โดยในไตรมาส 3/60 ธนาคารบางแห่ง (ส่วนใหญ่เป็นธนาคารขนาดใหญ่) ได้ตั้งสำรองพิเศษล่วงหน้าก่อนที่เกณฑ์ IFRS จะมีผลบังคับใช้ในปี 2562 ทั้งนี้ดูเหมือนกว่าการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญในปี 2560 จะสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ แต่เหตุการณ์นี้จะช่วยยืนยันว่า credit cost (อัตราส่วนค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญต่อสินเชื่อรวม) จะปรับตัวลดลงในปีหน้า

การขยายสินเชื่อ: ยังอ่อนแอ แต่พบสัญญาณบวกมากขึ้นถึงการฟื้นตัวในปีหน้า อัตราการขยายตัวของสินเชื่อ MoM ของกลุ่มธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 0.7% ในเดือนตุลาคม จาก 0.2% ในเดือนกันยายน สินเชื่อที่ขยายตัวในเดือนตุลาคมส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อจำนวน 3.6 หมื่นล้านบาทของ TISCO ที่ได้รับโอนมาจากธนาคารสแตนดาร์ดชาร์เตอร์ด ประเทศไทย (SCBT), สินเชื่อภาครัฐของ KTB, และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่กับสินเชื่อ SME ของ KBANK ถ้าตัดสินเชื่อที่ TISCO ได้รับโอนมาออกไป อัตราการขยายตัวของสินเชื่อของกลุ่มธนาคารจะอยู่ที่ 0.4% MoM สะท้อนการฟื้นตัวเล็กน้อยและยังอ่อนแอ อัตราการขยายตัวของสินเชื่อ YTD อยู่ในระดับต่ำที่ 2.2% เทียบกับประมาณการทั้งปีของเราที่ 5% เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนทั้งจากปัจจัยฤดูกาลและการส่งออกที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ที่รอคอยมานานจะเป็นตัวเปลี่ยนเกมสำหรับอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ การลงทุนภาคเอกชนจะได้รับประโยชน์จากการส่งออกที่สูงขึ้น, การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่เติบโตอย่างรวดเร็ว, และการเริ่มดำเนินโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) หลังจากประกาศใช้ พ.ร.บ.EEC (คาดภายในเดือนกุมภาพันธ์ปีหน้า) สัญญาณเริ่มแรกที่บ่งชี้ว่าการลงทุนภาคเอกชนมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นพบได้จากการนำเข้าสินค้าทุนของประเทศไทยเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา บ่งชี้ถึงความต้องการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวสู่ระดับ 8% ในปี 2561

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

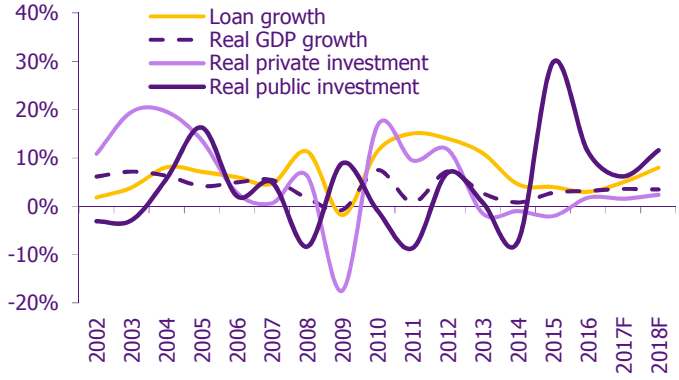
Valuation Summary

	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	38.75	43.0	13.8	13.3	12.2	10.6	15	9	15	1.4	1.3	1.2	11	11	11	2.3	2.5	2.8
BBL	Buy	197.50	245.0	27.3	11.8	11.5	9.6	(7)	3	19	1.0	0.9	0.9	9	8	9	3.3	3.3	3.3
KBANK	Buy	222.00	240.0	10.4	13.2	14.8	12.7	2	(11)	17	1.7	1.5	1.4	13	11	11	1.8	2.0	2.3
KKP	Neutral	73.50	75.0	10.5	11.2	11.1	10.6	67	1	5	1.5	1.5	1.5	14	14	14	8.2	8.1	8.5
KTB	Buy	19.00	22.0	19.8	8.2	10.7	9.3	13	(23)	15	1.0	0.9	0.9	12	9	9	4.5	3.5	4.0
LHBANK	Sell	1.74	1.7	0.7	8.8	14.9	13.5	63	(41)	10	1.2	1.0	0.9	14	8	7	3.0	2.7	3.0
TCAP	Neutral	53.75	55.0	6.4	10.8	9.6	10.3	17	12	(7)	1.1	1.1	1.0	11	11	10	3.7	4.1	4.1
TISCO	Neutral	85.50	86.0	6.0	13.7	11.1	10.1	18	23	10	2.2	2.0	1.8	17	19	19	4.1	4.9	5.4
TMB	Buy	2.80	2.9	6.0	14.9	14.2	12.2	(12)	5	17	1.5	1.4	1.3	10	10	11	2.1	2.1	2.5
Average					**11.7**	**12.1**	**10.9**	**6**	**0**	**12**	**1.4**	**1.3**	**1.2**	**13**	**11**	**12**	**3.7**	**3.7**	**4.0**

Source: SCBS Investment Research

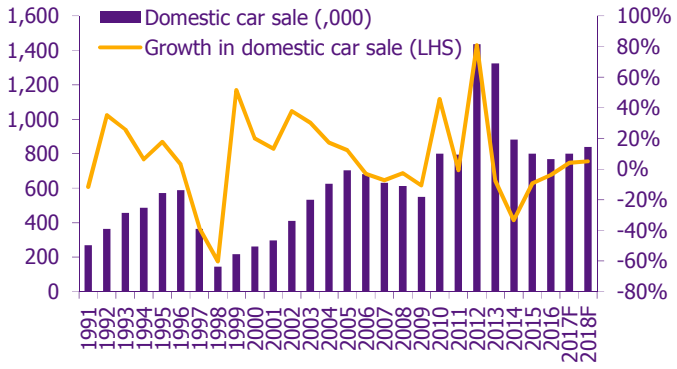
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



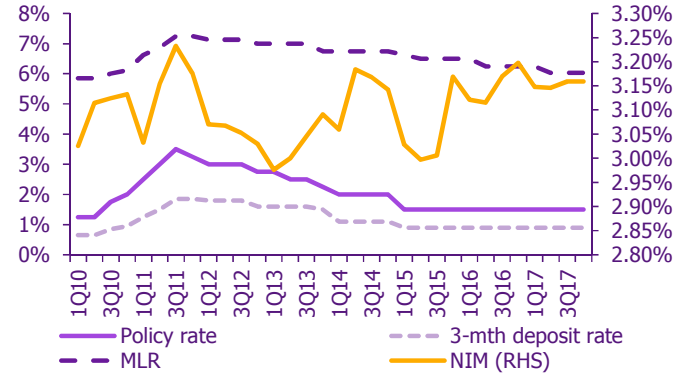
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



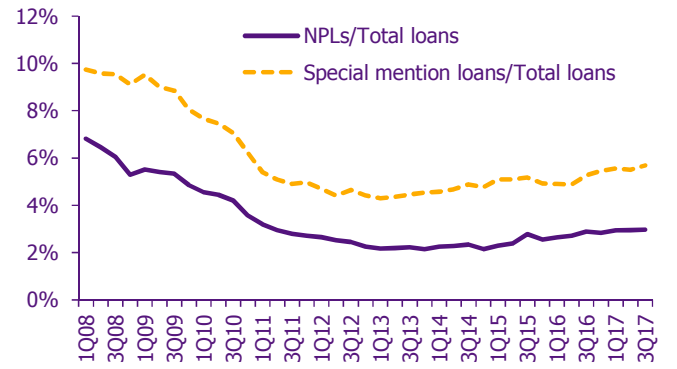
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



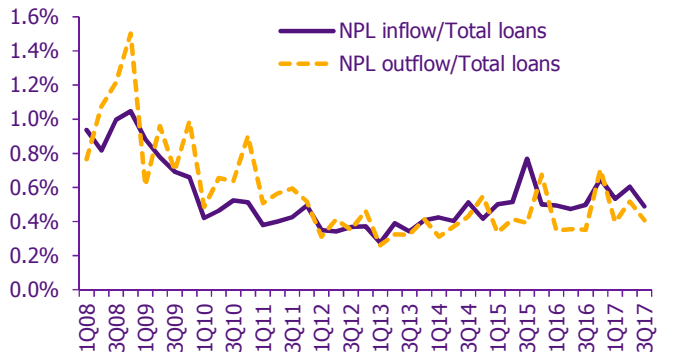
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



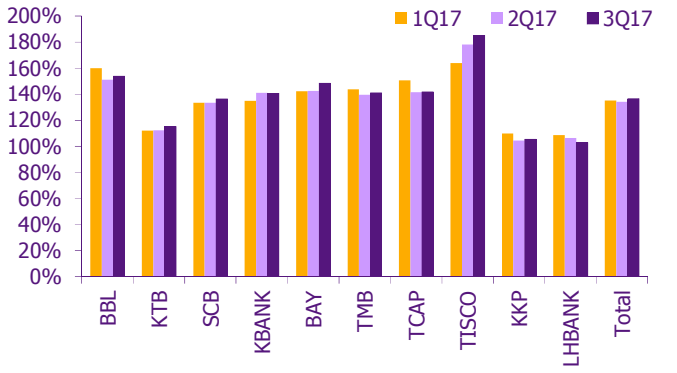
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

โมเมนตัมเป็นบวกต่อเนื่อง

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

- **หลังจากแสดงสัญญาณฟื้นตัวในไตรมาส 3/60 อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ก็มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4/60**
- **ปัจจัยสนับสนุน คือ ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น, มาตรการกระตุ้นของรัฐบาล, ฐานต่ำของไตรมาส 4/59 ซึ่งเป็นช่วงไว้อาลัย, นักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น, และรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้นในผลิตภัณฑ์กลุ่มข้าวเปลือกและมันสำปะหลัง**
- **Top picks คือ CPALL, BJC, และ GLOBAL**

ยอดขายสาขาเดิมมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์ฟื้นตัวเป็นครั้งแรกในรอบ 4 ไตรมาส สู่ระดับ +1.9% YoY ในไตรมาส 3/60 (เทียบกับ -2.0% YoY ในไตรมาส 3/59 และ -6.4% YoY ในไตรมาส 2/60) จากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตเพิ่มขึ้นสู่ +2.9% YoY ในไตรมาส 4/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น, มาตรการลดหย่อนภาษีเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศของรัฐบาล, แพ็คเกจช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย, ฐานต่ำของไตรมาส 4/59 และรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มข้าวเปลือกและมันสำปะหลัง

ความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 3 เดือน สู่ระดับ 76.7 ในเดือนตุลาคม จาก 75.0 ในเดือนกันยายน สะท้อนการคาดการณ์ของตลาดถึงเศรษฐกิจไทยที่แข็งแกร่งมากขึ้นและเสถียรภาพทางการเมืองภายหลังการประกาศจัดการเลือกตั้งทั่วไปในช่วงปลายปี 2561

มาตรการกระตุ้น การประกาศมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายและแพ็คเกจช่วยเหลือผู้มีรายได้ต่ำในไตรมาส 4/60 จะช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นและการอุปโภคบริโภค ครม.อนุมัติแพ็คเกจช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย 11.7 ล้านคน มูลค่า 4.2 หมื่นล้านบาท/ปี มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 1 ต.ค. โดยผู้มีรายได้น้อยจะได้รับเงินช่วยเหลือ 200-300 บาท/เดือนในบัตรสมาร์ทการ์ดเพื่อนำไปซื้อสินค้าที่ร้านธงฟ้า และได้รับส่วนลดค่าใช้จ่ายในการเดินทาง รวมถึงค่าน้ำและค่าไฟฟ้า นอกจากนี้ ครม.ก็อนุมัติลดหย่อนภาษีสำหรับค่าใช้จ่ายจากการซื้อสินค้าและบริการวงเงินไม่เกิน 15,000 บาท ระหว่างวันที่ 11 พ.ย.-3 ธ.ค. ด้วย มหาวิทยาลัยหอการค้าไทยคาดว่ามาตรการเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจไทยขยายตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 2.0-2.5 หมื่นล้านบาท (GDP ขยายตัวได้อีก +0.1%) ในช่วงปลายปี 2560 โดยแบ่งเป็น 1.5-2.0 หมื่นล้านบาทจากการลดหย่อนภาษีสำหรับค่าใช้จ่ายจากการซื้อสินค้าและบริการ และ 5 พันล้านบาทจากแพ็คเกจช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย

นักท่องเที่ยวต่างชาติเข้ามามากขึ้น นำโดยนักท่องเที่ยวจีน ในไตรมาส 4/59 นักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงถึง 21% YoY หลังจากรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยปรับตัวลดลง 1% YoY การปรับตัวอย่างรวดเร็วภายหลังการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบทำให้นักท่องเที่ยวจีนกลับมาเติบโต 9% YoY ในเดือนพฤษภาคม-กันยายน 2560 ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 7% YoY ในช่วงดังกล่าว ด้วยเหตุนี้และฐานที่กลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากได้รับผลกระทบจากมาตรการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ จำนวนนักท่องเที่ยวจีนจึงเพิ่มขึ้นถึง 70% YoY ในเดือนตุลาคม ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 21% YoY เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เข้ามาในประเทศไทยจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4/60 เป็นต้นไป ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในตลาดในประเทศ (20% เกิดจากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว) ปรับเพิ่มขึ้น

รายได้เกษตรกรอ่อนตัวลง ยกเว้นกลุ่มข้าวเปลือกและมันสำปะหลัง หลังจากพลิกกลับมาอ่อนตัวลง 2% YoY ในไตรมาส 3/60 ดัชนีรายได้เกษตรกรก็ลดลงอีก 4% YoY ในเดือนต.ค. โดยเกิดจากผลผลิตการเกษตรที่ลดลง 2% และราคาที่ลดลง 2% ในขณะที่เมื่อมองต่อไปถึงเดือนพ.ย.-ธ.ค. สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตรคาดว่าดัชนีรายได้เกษตรกรจะอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย YoY ราคาผลิตภัณฑ์กลุ่มยาง เมล็ดพืชน้ำมัน และสัตว์บก มีแนวโน้มปรับตัวลดลง แต่ราคาผลิตภัณฑ์กลุ่มข้าวเปลือก ข้าวโพด มันสำปะหลัง และกุ้ง มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ในขณะเดียวกัน ผลผลิตกลุ่มข้าวเปลือก อ้อย และมันสำปะหลัง จะปรับตัวเพิ่มขึ้น

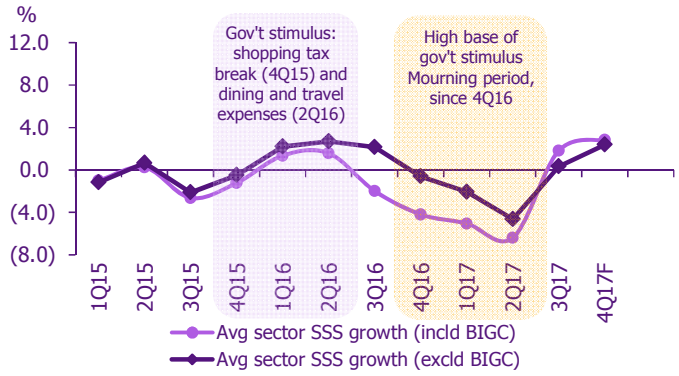
Top picks: CPALL, BJC, และ GLOBAL กำไรที่ฟื้นตัวในวงกว้างจะช่วยสนับสนุน performance ของกลุ่มพาณิชย์ top picks ของเรา คือ CPALL และ BJC เนื่องจากกำไรไตรมาส 4/60 มีแนวโน้มเติบโตสูงกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มพาณิชย์ นอกจากนี้เราก็ชอบ GLOBAL เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัว underperform ในระยะหลังนี้ และกำไรปี 2561 มีแนวโน้มฟื้นตัวจากฐานต่ำของยอดขายสาขาเดิมและอัตรากำไร

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
BJC	Buy	60.50	68.0	13.4	49.8	44.9	37.1	(28)	11	21	1.4	2.2	2.1	5	5	6	0.8	0.8	1.0	19.7	20.4	18.7
CPALL	Buy	74.00	88.0	20.7	40.1	34.9	29.8	21	15	17	11.2	8.3	7.1	33	28	27	1.4	1.5	1.8	22.2	19.7	17.5
GLOBAL	Buy	17.10	22.0	29.6	44.2	40.7	33.4	71	8	22	4.0	3.8	3.5	10	10	11	6.1	0.7	0.9	26.0	26.2	22.4
HMPRO	Buy	13.20	15.5	20.0	42.1	35.8	31.0	18	17	16	9.9	9.3	8.5	24	27	29	2.0	2.2	2.6	22.0	19.6	17.7
MAKRO	Neutral	35.00	38.0	11.0	31.0	28.1	26.1	1	11	8	10.7	9.6	8.5	36	36	35	2.4	2.4	2.5	19.0	17.3	16.0
ROBINS	Buy	75.50	90.0	21.1	33.4	30.9	26.4	17	8	17	5.2	4.8	4.3	16	16	17	1.5	1.6	1.9	17.4	17.5	15.8
Average					**40.1**	**35.9**	**30.6**	**17**	**12**	**17**	**7.1**	**6.3**	**5.7**	**21**	**20**	**21**	**2.4**	**1.6**	**1.8**	**21.0**	**20.1**	**18.0**

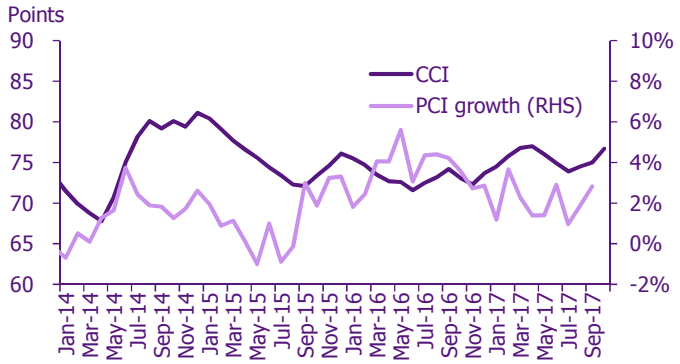
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Sector SSS growth to rise further in 4Q17F



Source: SCBS Investment Research

Figure 2: CCI moved up in Aug-Oct, a positive indicator for private consumption



Source: UTCC and SCBS Investment Research

Figure 3: Government stimulus and aid packages in 4Q17, boosting sentiment and consumption

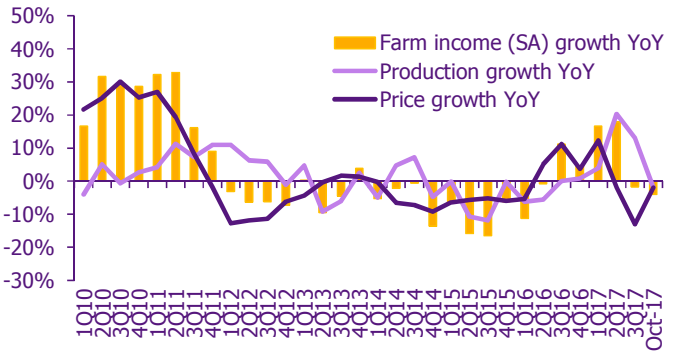
Welfare for low-income earners, effective from Oct 2017 onwards	
Government budget	Bt41.9bn a year
No. of registered	11.67mn low-income earners
Living allowances	Bt300 a month for those earning less than Bt30,000 a year Bt200 a month for those earnings between Bt30,000-100,000 a year
Travel allowances	Bt500 a month for BTS/MRT/BMTA rides Bt500 a month for inter-provincial bus rides Bt500 a month for train rides
Cooking gas subsidy	Bt45 every three months

Shopping tax break, effective in Nov-Dec 2017

Tax deduction up to Bt15,000 for purchases made from Nov 11-Dec 3

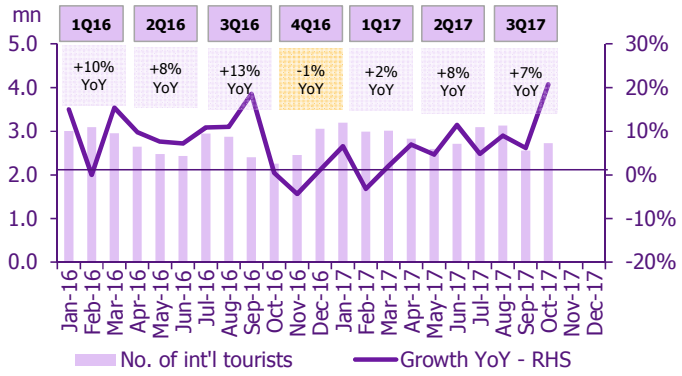
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Farm income index softened in Oct, but paddy and cassava segments improved in Nov-Dec



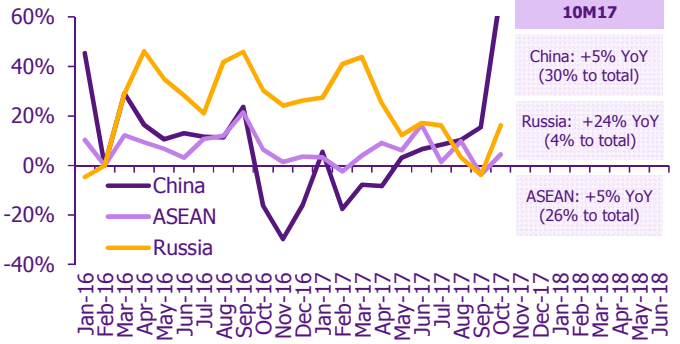
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 5: International tourists jumped 21% YoY in October, mainly supported by Chinese tourists



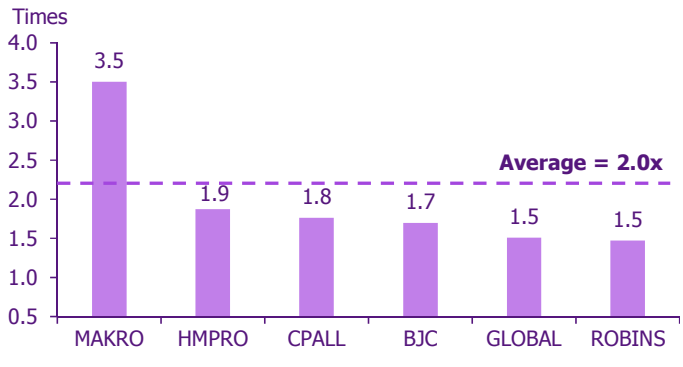
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 6: After the exit of zero-dollar tours in 4Q16, Chinese tourists surged 70% YoY in October



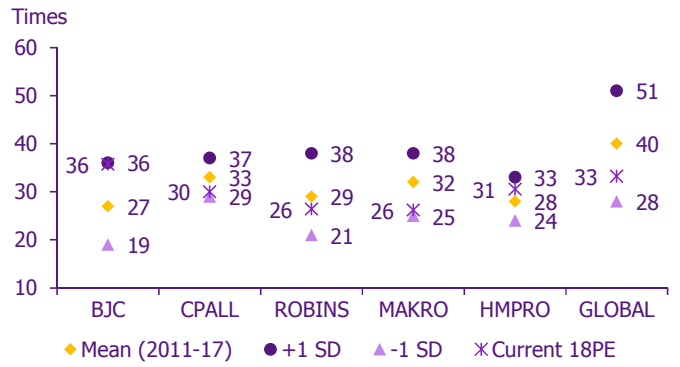
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 7: 1-year 2018PEG for all retailers



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Current 2018PE vs. 7-year historical PE



Source: SCBS Investment Research

ฟื้นตัวอย่างช้าๆ

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

- **อุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย นำโดยการลงทุนภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนที่กลับคืนมาบางส่วน**
- **ต้นทุนเชื้อเพลิงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ทำให้มีความจำเป็นต้องปรับราคาขึ้นเพื่อชดเชย**
- **Top pick ของเรา คือ SCC**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60: อ่อนแอเพราะยอดขายและอัตรากำไรต่ำ กำไรปกติของ SCCC ลดลง 12% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายปูนซีเมนต์ในประเทศและอัตรากำไรที่ลดลง บวกกับค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับโครงการปรับปรุงแผนธุรกิจจำนวน 250 ล้านบาท กำไรปกติของ SCC ลดลง 16% YoY โดยเกิดจากกำไรจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ปรับตัวลดลง (เงินบาทแข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และต้นทุนเชื้อเพลิงสูง) ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้ด้วยกำไรจากธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างที่ปรับตัวดีขึ้น (เพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตใหม่ ทั้งๆ ที่ ปริมาณขายในประเทศและราคาปรับตัวลดลง) กำไรปกติของ DCC ลดลง 24% YoY โดยเกิดจากอัตรากำไรที่ลดลงเพราะต้นทุนเชื้อเพลิงและน้ำมันดีเซลสูงขึ้น

อุปสงค์ฟื้นตัวอย่างช้า ๆ เมื่ออิงตัวเลขจากธปท. พบว่าในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 อุปสงค์ปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 3% YoY และอุปสงค์กระเบื้องเซรามิคในประเทศลดลง 8% YoY เราคาดว่าอุปสงค์ในประเทศจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น เพราะการลงทุนภาคเอกชนจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่การลงทุนภาครัฐจะเร่งตัวขึ้น

- **โครงการภาคเอกชน** พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (เครื่องชี้นำอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง) ปรับตัวลดลงตั้งแต่ปลายปี 2558 และยังคงลดลงที่ -6% YoY ในเดือนสิงหาคม โดย 64% เป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างนอกเขตเทศบาล (-9% YoY) และที่เหลือเป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างในเขตเทศบาล (+1% YoY) โดยพบการเติบโตในกลุ่มที่อยู่อาศัย (+2% YoY) และอุตสาหกรรม (+1% YoY) แต่กลุ่มพาณิชยกรรมปรับตัวลดลง (-4% YoY)
- **โครงการภาครัฐ** ในปีงบประมาณ 2560 (ต.ค. 2559-ก.ย. 2560) รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนรวม 3.8 แสนล้านบาท (+4% YoY) คิดเป็นอัตราการเบิกจ่ายระดับต่ำที่ 70% (เทียบกับ 74% ในปีงบประมาณ 2558-59) การประกาศใช้พ.ร.บ.การจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐ พ.ศ. 2560 เป็นปัจจัยอย่างหนึ่งที่ส่งผลทำให้หน่วยงานภาครัฐบางแห่งที่อยู่ภายใต้บังคับของพ.ร.บ.ใหม่นี้เบิกจ่ายงบประมาณล่าช้าในช่วงที่ประกาศใช้ระยะแรก สำหรับปีงบประมาณ 2561 รัฐบาลจัดสรรงบประมาณลงทุนเพิ่มขึ้นสู่ 6.22 แสนล้านบาท (+15% YoY) คิดเป็นสัดส่วน 21% ของงบประมาณทั้งหมด (เทียบกับ 19% ในปีงบประมาณ 2560) ซึ่งเมื่อรวมกับการปรับตัวให้เข้ากับพ.ร.บ.ใหม่ดังกล่าวได้ดีขึ้นแล้ว จะส่งผลทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนปรับตัวดีขึ้น สำหรับโครงการขนาดใหญ่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงคมนาคม SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นในปี 2560-63 โดยเฉพาะอย่างยิ่งโครงการระบบรางและมอเตอร์เวย์ การอนุมัติและการก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะลดลง 3% YoY ในปี 2560 แต่จะกลับมาเพิ่มขึ้น 3% YoY ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่แข็งแกร่ง (+11.6% YoY) และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+2.4% YoY) อ้างอิงคาดการณ์ของ SCB EIC

จับตาอัตรากำไร เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น ต้นทุนถ่านหินเริ่มปรับขึ้นในช่วงครึ่งหลังปี 59 โดยต้นทุนถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้น 34% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2560 ถึงปัจจุบัน ในขณะเดียวกัน ราคาน้ำมันก็ปรับขึ้นมาแล้ว 21% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะล็อคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซมักจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวขึ้นอีกในช่วงปลายปี 2560-ต้นปี 2561

ราคาปูนซีเมนต์ในประเทศปรับตัวลดลงอีก 5% YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 แต่ลดลงในอัตราที่ชะลอตัวลงที่ -3% YoY ในไตรมาส 3/60 และ -2% YoY ในเดือนตุลาคม ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ ราคาปรับขึ้น 3% QoQ ในไตรมาส 3/60 และทรงตัวจากไตรมาสก่อนในเดือนตุลาคม ราคากระเบื้องเซรามิคในประเทศอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 เรามองว่าต้นทุนที่สูงขึ้นน่าจะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นอีก แต่อุปสงค์ที่ฟื้นตัวอย่างเปราะบางอาจจะทำให้การปรับราคาขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นทำได้จำกัดในระยะสั้น

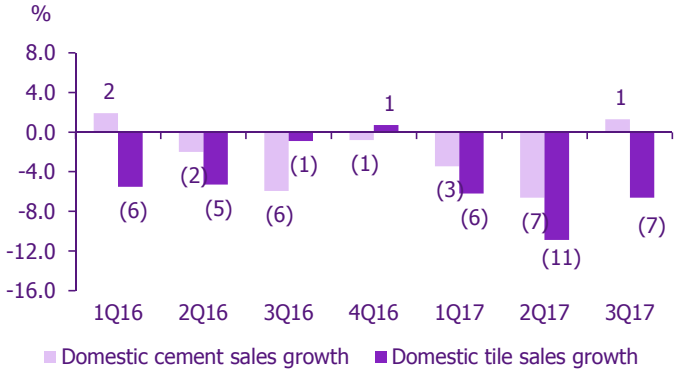
Top pick คือ SCC เนื่องจากอุปสงค์และอัตรากำไรจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงชอบ SCC มากกว่าบริษัทอื่นๆ ที่ทำธุรกิจวัสดุก่อสร้างเพียงอย่างเดียว นอกจากนี้ SCC ยังให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีประมาณ 4% ต่อปี

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	3.72	4.0	11.5	17.1	20.5	19.0	4	(16)	8	7.2	6.8	6.1	44	34	34	4.4	3.7	4.0	12.0	14.5	12.8
SCC	Buy	486.00	600.0	27.4	10.7	11.4	10.8	25	(6)	6	2.1	1.9	1.7	21	17	16	3.9	3.9	3.9	7.1	7.1	6.7
SCCC	Sell	287.00	260.0	(6.4)	18.2	28.8	26.5	(21)	(37)	9	3.1	2.0	2.1	17	9	8	5.2	2.2	3.0	12.8	13.3	12.9
Average					**15.3**	**20.2**	**18.8**	**3**	**(20)**	**8**	**4.1**	**3.6**	**3.3**	**27**	**20**	**20**	**4.5**	**3.3**	**3.6**	**10.6**	**11.6**	**10.8**

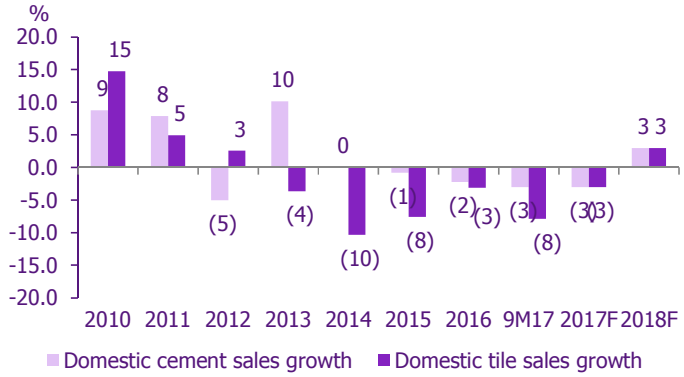
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Weak local sales volume growth in 2017TD



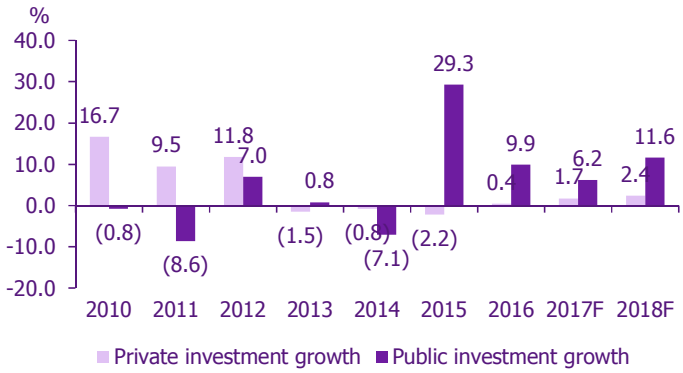
Source: BOT and SCBS Investment Research

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



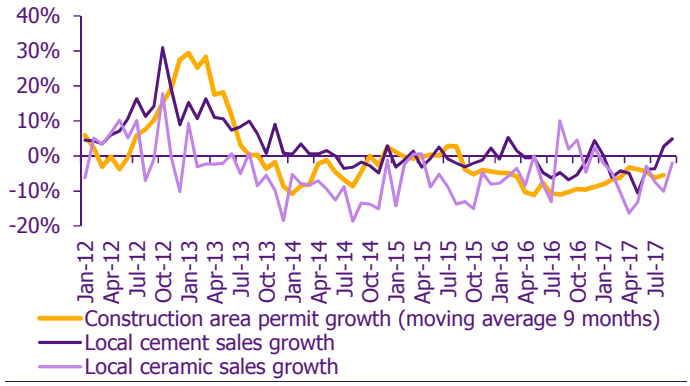
Source: BOT and SCBS Investment Research

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



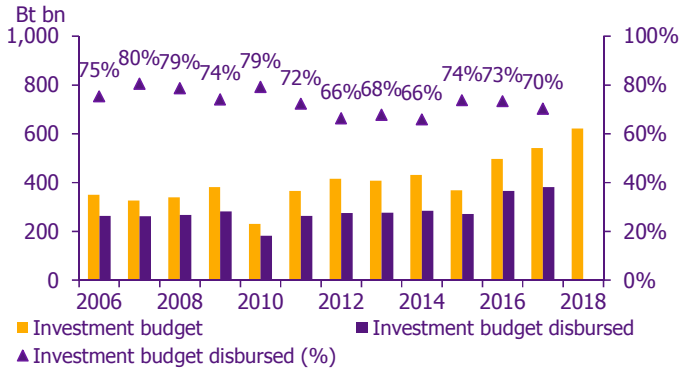
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Construction area permits (9-month moving average) remained inactive



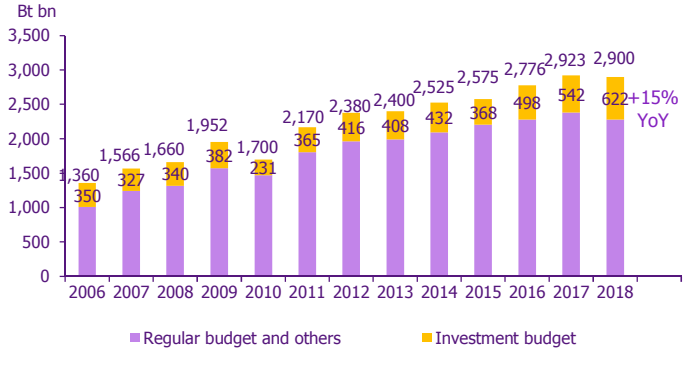
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Slow gov't investment budget disbursement in FY2017, partly from a new Act



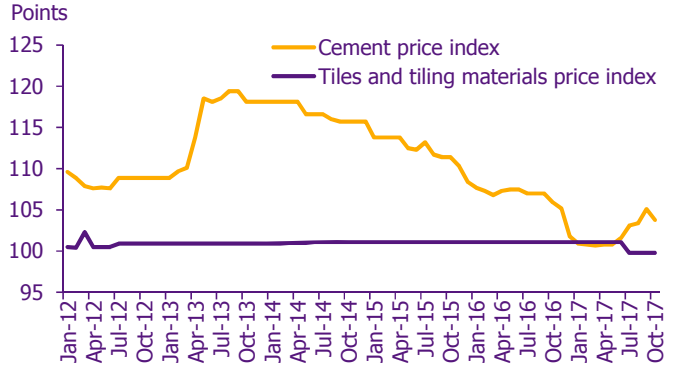
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: Government investment budget raised to Bt622bn (+15% YoY) in FY2018



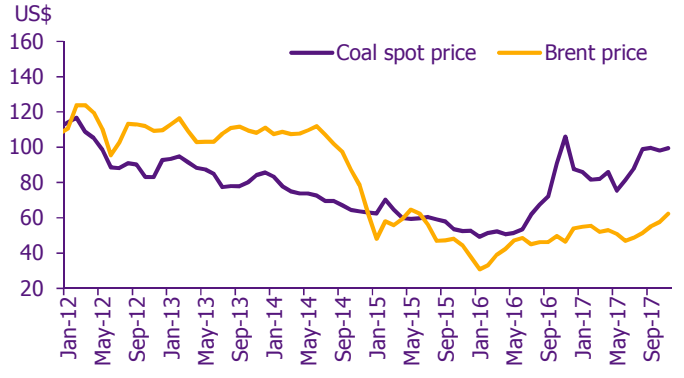
Source: SCB EIC based on MOT and SCBS Investment Research

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

อุตสาหกรรมเติบโต แต่อัตรากำไรอยู่ภายใต้แรงกดดัน

- **คาดอุปสงค์แข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 2/61**
- **...แต่อัตรากำไรขั้นต้นถูกกดดันโดยเงินบาทแข็งค่าและสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบ**
- **แนวโน้มกลุ่มโทรศัพท์, IoT, และยานยนต์ สดใส**
- **HANA เป็น top pick ของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เพราะแนวโน้มกำไรระยะสั้นแข็งแกร่งที่สุด, ได้รับผลกระทบจากประเด็นวัตถุดิบน้อยกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน, และผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 4.1%**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60 กำไรปกติทั้งหมดของบริษัทในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 4 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา ลดลง 5% YoY และ 1% QoQ สู่ 2.7 พันล้านบาท กำไรปกติที่ลดลงส่วนใหญ่เกิดจาก SVI (-62% YoY จากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ) และ KCE (-27% YoY จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น และอัตราของเสียที่สูงขึ้นในระยะเริ่มแรกของการเปลี่ยนแปลงสัดส่วนผลิตภัณฑ์) HANA เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการดีที่สุด โดยกำไรปกติเติบโต 30% YoY และ 13% QoQ ในขณะเดียวกันกำไรปกติของ DELTA ก็เพิ่มขึ้น 4% YoY และ 1% QoQ

คาดอุปสงค์แข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 2/61 Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลก (ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้มอุตสาหกรรมโดยรวม) เติบโตอย่างโดดเด่นที่ 21% YoY สู่ 2.92 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 และเติบโต 22% YoY สู่ 3.60 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนกันยายน ทำสถิติใหม่อีกครั้ง อเมริกาเป็นผู้นำด้วยอัตราการเติบโต 41% YoY ในเดือนกันยายน ในขณะที่ภูมิภาคอื่นๆ ก็มีอัตราการเติบโตที่น่าประทับใจที่ 12-20% YoY นอกจากนี้ SEMI.org ก็รายงานยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกของผู้ผลิตในอเมริกาเหนือที่ 2.03 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนกันยายน เพิ่มขึ้น 36% YoY และยังคงอยู่ในระดับสูง ทั้งๆ ที่ลดลงจากจุดสูงสุดที่ 2.30 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนมิถุนายน 2560 สะท้อนถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องในห่วงโซ่อุปทานการผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เราคาดว่าโมเมนตัมการเติบโตจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 ดีกว่าปกติที่มักปรับตัวแย่ลงตามฤดูกาล

...แต่อัตรากำไรขั้นต้นตกอยู่ภายใต้แรงกดดันจากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบและผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยน ในขณะที่อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์เติบโตเร็วมาก แต่การขยายกำลังการผลิตชิ้นส่วนบางอย่างไม่สามารถไล่ตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นได้ทัน ส่งผลทำให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบ ทั้งนี้เมื่ออิงกับบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา SVI และ KCE ได้รับผลกระทบด้านลบจากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ (passive component บางอย่างสำหรับ SVI และแผ่นทองแดงบางสำหรับ KCE) เพราะต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้นมาก และการสั่งซื้อวัตถุดิบต้องใช้เวลารอคอยนาน อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 3/60 ของ SVI และ KCE ลดลง 3.66% และ 5.90% ตามลำดับ หลักๆ เกิดจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น และส่วนหนึ่งเกิดจากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ในทางกลับกัน อัตรากำไรขั้นต้นของ HANA เพิ่มขึ้น 0.36% YoY โดยเกิดจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทุกบริษัท (ในฐานะผู้ส่งออก) ได้รับผลกระทบจากเงินบาทเทียบดอลลาร์สหรัฐ ที่แข็งค่า 4.2% YoY และ 2.7% QoQ ในไตรมาส 3/60

แนวโน้มกลุ่มโทรศัพท์, IoT, และยานยนต์ สดใส สมาร์ทโฟนมีบทบาทสำคัญสำหรับอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ แม้ Gartner คาดว่ายอดจัดส่งสมาร์ทโฟนทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเพียง 2.3% ในปี 2561 แต่เราเชื่อว่ามูลค่าชิ้นส่วนภายในจะเติบโตในอัตราที่สูงกว่านั้น เนื่องจาก IDC คาดการณ์ว่าราคาขายเฉลี่ยของโทรศัพท์เคลื่อนที่จะเติบโต 8.2% ในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกลุ่ม ultra-high end ที่เติบโตเพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ถึงแนวโน้มที่สดใสของกลุ่ม internet of things (IoT) และกลุ่มยานยนต์ด้วย

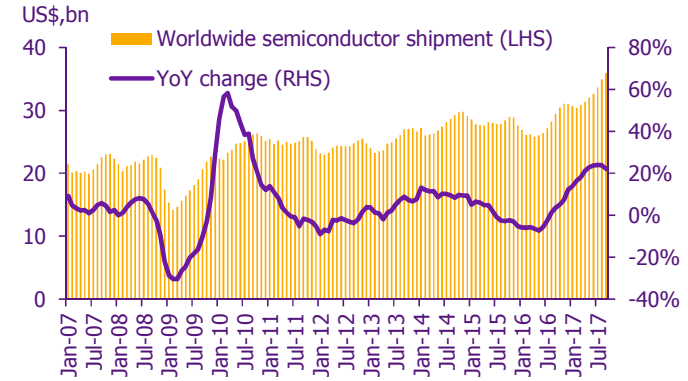
HANA เป็น top pick ของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เราชอบ HANA มากที่สุดในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดจัดส่งเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกที่เติบโตดี, 2) แนวโน้มกำไรระยะสั้นสดใสที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน โดยคาดว่าอุปสงค์จะยังอยู่ในระดับที่แข็งแกร่ง และได้รับผลกระทบจำกัดจากประเด็นวัตถุดิบ, 3) ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจที่ 4.1%, และ 4) สถานะการเงินแข็งแกร่ง โดยมีสถานะปลอดหนี้ และมีเงินสดในมือ 6.2 พันล้านบาท (ณ ไตรมาส 3/60) หรือเท่ากับ 15% ของ market cap เราให้ราคาเป้าหมายปลายปี 2562 ที่ 55 บาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
DELTA	Sell	86.50	76.0	(8.6)	20.2	18.1	16.6	(17)	12	9	3.4	3.2	3.0	17	18	19	3.5	3.6	3.6	13.9	12.3	11.1
HANA	Buy	48.75	55.0	16.9	19.4	15.6	13.4	(13)	24	16	2.0	1.9	1.7	10	12	13	4.1	4.1	4.1	8.9	7.6	6.4
KCE	Neutral	83.75	92.0	12.5	16.7	20.7	16.4	31	(19)	26	4.9	4.4	3.8	32	22	25	2.5	2.6	2.6	13.0	15.0	12.4
SVI	Neutral	4.34	5.4	26.3	17.0	20.9	13.6	(17)	(19)	54	1.4	1.3	1.2	9	6	9	1.8	1.8	1.8	7.3	7.8	5.6
Average					**18.3**	**18.8**	**15.0**	**(4)**	**(1)**	**26**	**2.9**	**2.7**	**2.4**	**17**	**15**	**17**	**3.0**	**3.0**	**3.0**	**10.8**	**10.7**	**8.9**

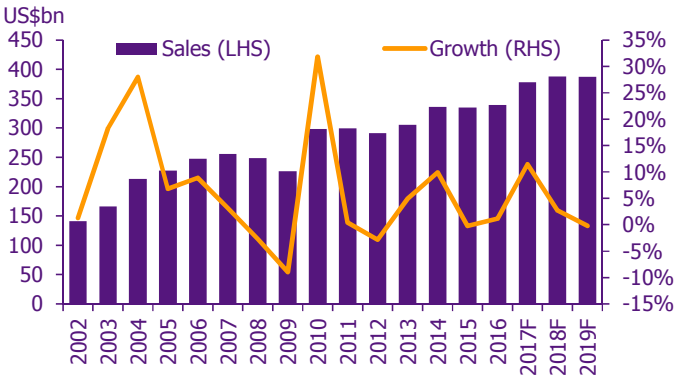
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Worldwide semiconductor monthly sales



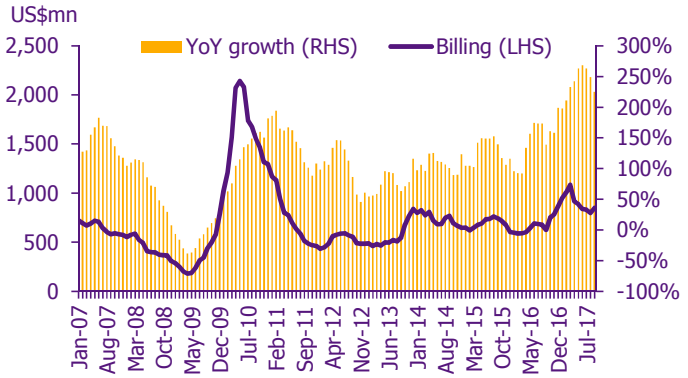
Source: WSTS, SIA

Figure 2: Worldwide semiconductor market



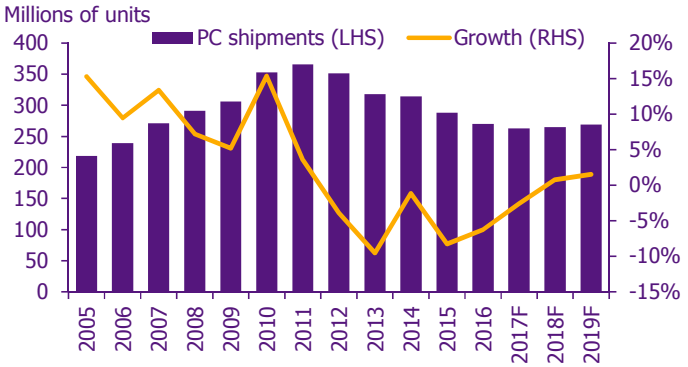
Source: WSTS, SIA

Figure 3: N. American semi. equipment billing



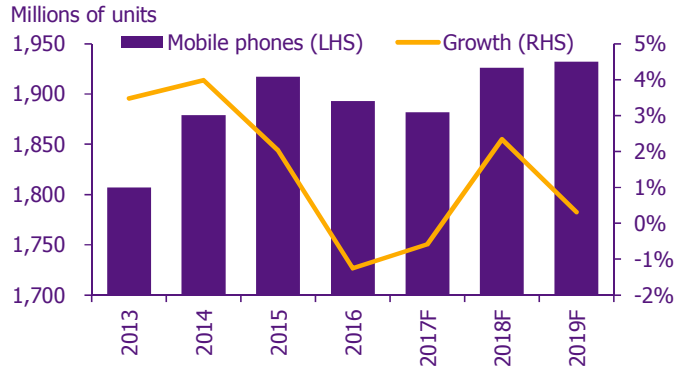
Source: SEMI.org, Note: 3 month average

Figure 4: Worldwide PC shipments



Source: Gartner (October 2017)

Figure 5: Worldwide mobile phone shipments



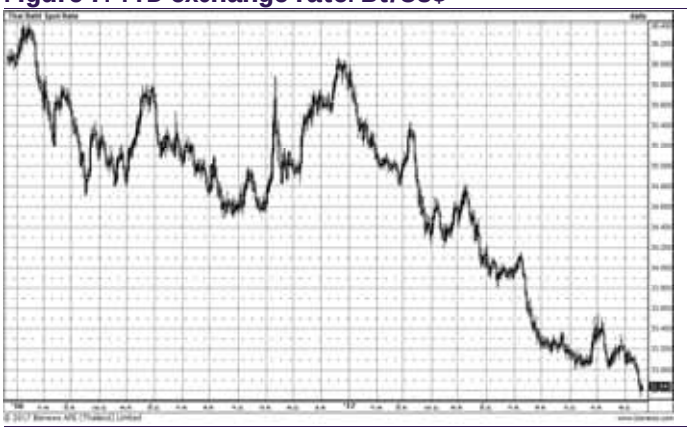
Source: Gartner (October 2017)

Figure 6: Worldwide Smartphone Platform Shipments

Plat-form	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%

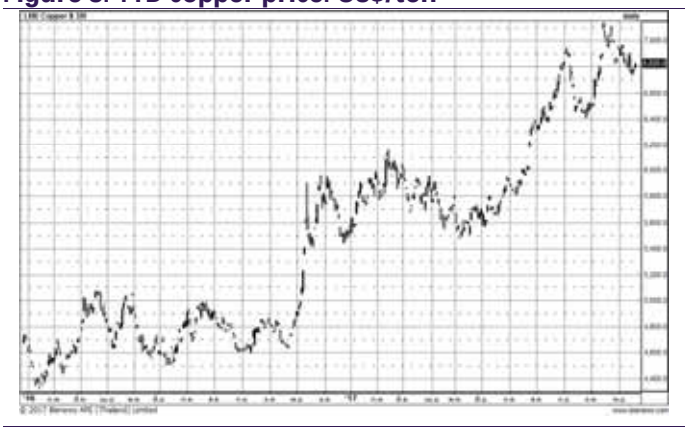
Source: IDC Worldwide Quarterly Mobile Phone Tracker, August 29, 2017

Figure 7: YTD exchange rate: Bt/US$



Source: Biznews

Figure 8: YTD copper price: US$/ton



Source: Biznews

ราคาน้ำมันจะยังคงแข็งแกร่ง แม้ลดลงในระยะสั้น

ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

- **ราคาน้ำมันน่าจะยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในปี 2561 โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะปรับขึ้นสู่ระดับเฉลี่ย 58 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล แม้จะลดลงในระยะสั้นหลังการประชุมโอเปก**
- **ค่าการกลั่นจะยังอยู่ในระดับที่ดี แม้ลดลงเล็กน้อยจากระดับสูงผิดปกติในไตรมาส 3/60**
- **Top picks: PTT และ IRPC**

ปัจจัยกระตุ้นดัชนีกลุ่มพลังงานเปลี่ยนมือในไตรมาส 4/60 ดัชนีกลุ่มพลังงานยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% QTD หลังจากขึ้นมาแล้ว 10% ในไตรมาส 3/60 และ outperform SET ซึ่งปรับขึ้นมาเพียง 2% QTD ปัจจัยกระตุ้นเปลี่ยนจากผู้ประกอบธุรกิจปลายน้ำอย่างโรงกลั่นน้ำมัน มาเป็นผู้ประกอบธุรกิจต้นน้ำ (PTTEP) และผู้ประกอบธุรกิจน้ำมันครบวงจร (PTT) เพราะราคาน้ำมันสูงขึ้น (+11% QTD สำหรับราคาน้ำมันดิบเบรนท์) ราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งมากขึ้นจะช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นสองตัวนี้มากขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2561 นอกเหนือจาก sentiment เชิงบวกมากขึ้นจากการประมูลสัมปทานปิโตรเลียมที่กำลังจะมาถึง

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60 และแนวโน้มไตรมาส 4/60 หุ้นพลังงานส่วนใหญ่ในการวิเคราะห์ของ SCBS รายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งในไตรมาส 3/60 เพราะราคาน้ำมันและค่าการกลั่นแข็งแกร่ง โดยกำไรปกติเพิ่มขึ้นถึง 92% YoY และ 63% QoQ อย่างไรก็ตาม การรับรู้ขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์มากขึ้นของ PTTEP และ BCP ฉุดรั้งให้กำไรสุทธิโดยรวมในไตรมาส 3/60 ลดลง 18% YoY และ 29% QoQ เรายังคงคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มพลังงานจะปรับตัวดีขึ้น YoY เพราะราคาน้ำมันสูงขึ้น (+15% QTD) แต่กำไรสุทธิจะชะลอตัวลง QoQ เนื่องจากค่าการกลั่นลดลง (-12% QTD)

คาดราคาน้ำมันปรับตัวดีขึ้นในปี 2561 ราคาน้ำมันในตลาดโลกปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 30% นับตั้งแต่วันที่ 30 มิ.ย. สู่ระดับสูงที่สุดในรอบ 2 ปีที่ 64 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในช่วงต้นเดือนพฤศจิกายน ก่อนปรับตัวลดลงเล็กน้อย โดยเกิดจากการคาดการณ์ว่าโอเปกจะขยายระยะเวลาลดอุปทานน้ำมันที่ปัจจุบันมีกำหนดสิ้นสุดลงในเดือนมี.ค. 2561 ออกไปเป็นเดือนก.ย. หรือ ธ.ค. 2561 ในการประชุมประจำปีวันที่ 30 พ.ย. นี้ แนวโน้วดังกล่าวส่งผลทำให้เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยจะปรับขึ้นสู่ 58 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จาก 53.2 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ในปี 2560 ถึงปัจจุบัน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้กำไรจากธุรกิจ E&P จนถึงธุรกิจปลายน้ำปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาน้ำมันอาจจะลดลงในระยะสั้นหลังการประชุมโอเปกไม่ว่าผลการประชุมจะออกมาอย่างไร เนื่องจากราคาน้ำมันปรับขึ้นมามากแล้วก่อนการประชุม ในขณะที่ในระยะกลาง อุปทานที่มีจำกัดและอุปสงค์ที่เติบโตอย่างต่อเนื่องจะช่วยสนับสนุนราคาน้ำมันอย่างต่อเนื่อง เรามองว่าสมมติฐานราคาน้ำมันของเราน่าจะมี upside อยู่บ้าง

ค่าการกลั่นจะยังคงแข็งแกร่งท่ามกลางแนวโน้มอุปสงค์-อุปทานที่ปรับตัวดีขึ้น ค่าการกลั่นเฉลี่ยในตลาดสิงคโปร์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 29% QoQ สู่ 8.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3/60 เพราะอุปทานหยุดชะงักโดยมีสาเหตุมาจากเฮอริเคนฮาร์วีย์ หากตัดผลกระทบของเฮอริเคนดังกล่าวออกไป ค่าการกลั่นยังคงเพิ่มขึ้น 19% QoQ สู่ 7.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพราะอุปสงค์ในตลาดภูมิภาคปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุปสงค์น้ำมันเบนซิน crack spread สำหรับผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน) ก็ปรับตัวดีขึ้น ซึ่งส่วนหนึ่งสะท้อนถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาคอุตสาหกรรม เรามองว่าสถานการณ์เช่นนี้น่าจะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นในปี 2561 เนื่องจากอุปทานเพิ่มเติมสุทธิยังต่ำกว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น สำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย เราคาดว่าอัตรากำไรจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/61 ซึ่งเป็นช่วงที่โรงกลั่นในประเทศบางส่วนหยุดซ่อมบำรุง ซึ่งหมายความว่าปริมาณขายในตลาดในประเทศจะเพิ่มขึ้นพร้อมกับอัตรากำไรที่ดีขึ้น

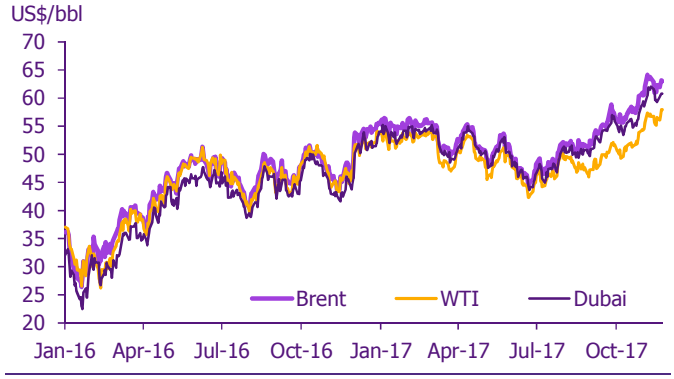
ยังคงชอบ PTT มากที่สุด เรายังคงชอบ PTT ท่ามกลางความผันผวนของราคาน้ำมันในระยะสั้นหลังการประชุมโอเปก ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ของบริษัทพิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าโมเดลธุรกิจแบบครบวงจรของบริษัทช่วยให้บริษัทมีกำไรและทำลายสถิติที่ทำไว้ได้อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้เราก็เลือกหุ้นพลังงานปลายน้ำ โดยครั้งนี้เราเปลี่ยนมาเลือก IRPC แทน BCP เนื่องจาก IRPC น่าจะประโยชน์จากโครงการ UHV และโพลีโพรพิลีนปลายน้ำ มากขึ้นหลังจากสะดุดลงในปี 2560

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BCP	Buy	38.50	50.0	35.6	12.8	8.2	8.8	(10)	56	(6)	1.3	1.3	1.2	11	16	14	5.2	5.5	5.7	6.3	5.7	5.7
ESSO	Neutral	16.40	14.5	(7.3)	8.5	9.8	9.2	291	(13)	6	2.7	2.1	1.9	39	25	22	0.0	4.3	4.3	7.7	7.6	6.7
IRPC	Buy	6.20	7.7	28.5	9.9	12.2	9.3	82	(19)	31	1.6	1.5	1.3	16	12	15	3.1	3.2	4.4	9.1	8.9	6.7
PTT	Buy	414.00	530.0	32.9	12.1	9.0	8.8	(1)	35	2	1.5	1.4	1.3	9	11	10	3.9	4.3	4.8	4.5	3.5	3.1
PTTEP	Buy	93.50	110.0	21.3	20.8	12.3	13.2	15	70	(7)	0.9	0.9	0.9	4	7	7	3.5	4.3	3.6	3.0	3.0	2.7
SPRC	Neutral	16.20	19.2	24.1	8.6	8.8	9.2	0	(2)	(4)	1.7	1.5	1.4	21	18	16	7.3	6.2	5.6	5.7	5.1	5.0
TOP	Buy	93.00	116.0	29.9	9.0	8.9	9.8	56	1	(9)	1.8	1.6	1.5	21	19	15	4.8	5.2	5.2	6.0	5.2	5.4
Average					**11.7**	**9.9**	**9.8**	**10**	**29.1**	**(1)**	**1.7**	**1.5**	**1.3**	**17**	**15**	**14**	**4.0**	**4.7**	**4.8**	**6.1**	**5.6**	**5.1**

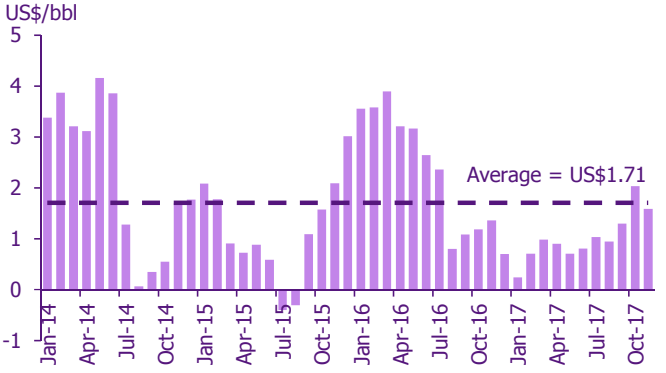
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price



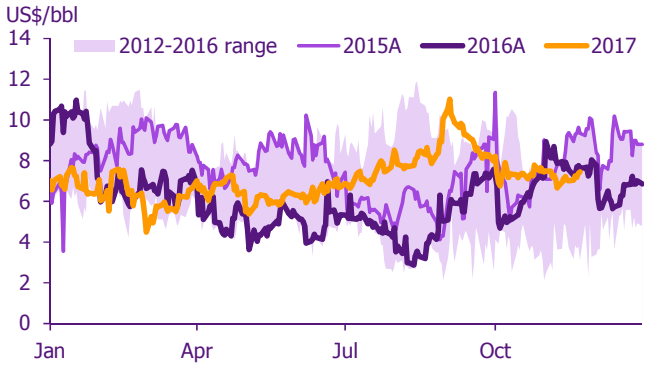
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Light–heavy crude premium*



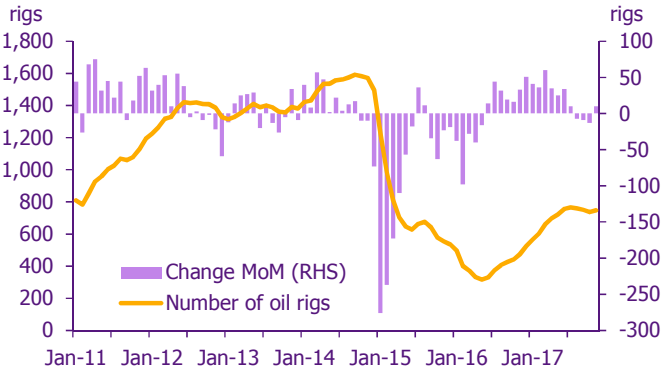
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research
Note: * Brent-Dubai crude oil price differential

Figure 3: Singapore GRM



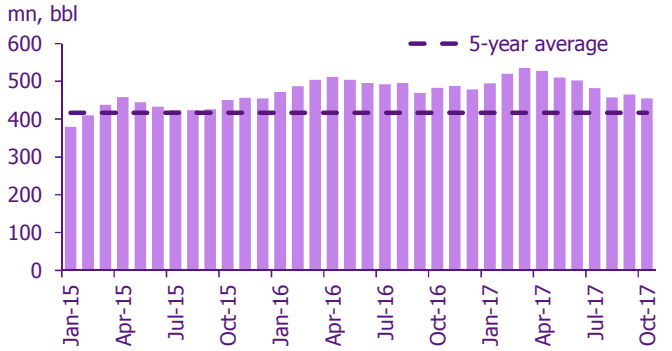
Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 4: US rig count (oil)



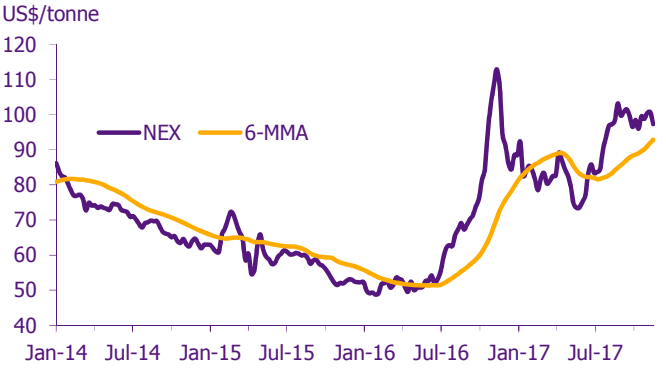
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

Figure 5: US crude oil stock



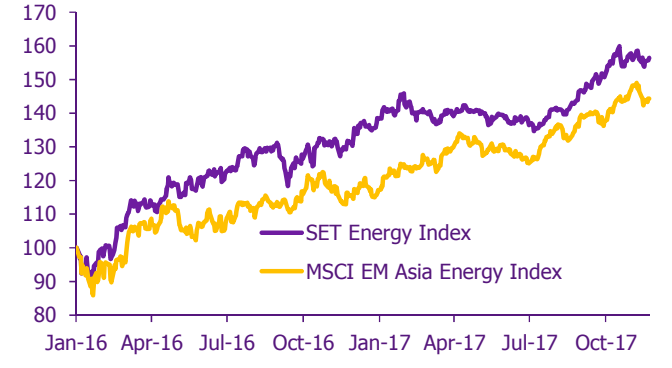
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional thermal coal price index



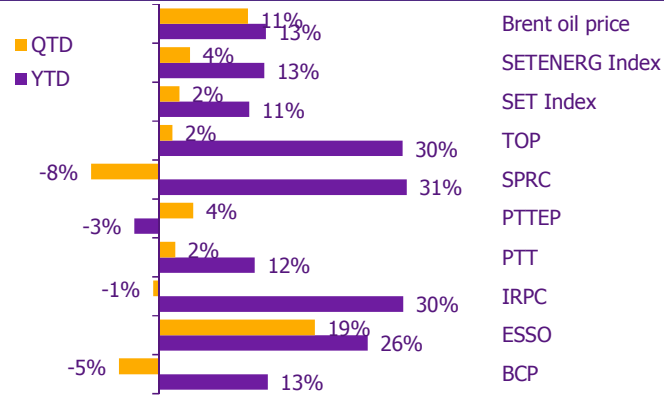
Source: NEX, SCBS Investment Research

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

หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทั้งหมด

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

- **เราคาดว่าหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคลจะส่งผลกระทบต่อ NIM ของ KTC และ AEONTS อย่างหนัก และจะส่งผลทำให้บริษัทเหล่านี้มีแนวโน้มเติบโตจำกัดตั้งแต่ไตรมาส 4/60 เป็นต้นไป**
- **แนะนำ "ขาย" ทั้ง KTC และ AEONTS เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น**

ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการลดอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิต ผลกระทบจากการลดอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตทำให้เราคาดว่ากำไรของ KTC และ AEONTS จะปรับตัวลดลง 4% ในปี 2561 การประกาศปรับลดเพดานอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตลงจาก 20% สู่ 18% ตั้งแต่วันที่ 1 กันยายน 2560 จะส่งผลกระทบอย่างหนักต่อ NIM ของทั้ง KTC และ AEONTS สินเชื่อบัตรเครดิตคิดเป็นสัดส่วน 66% ของพอร์ตสินเชื่อของ KTC และ 44% ของพอร์ตสินเชื่อของ AEONTS เราคำนวณได้ว่าการลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบัตรเครดิตลง 2% จะส่งผลกระทบทำให้กำไรทั้งปีของ KTC ลดลงประมาณ 20% และกำไรทั้งปีของ AEONTS ลดลงประมาณ 15%

โอกาสขยายสินเชื่อถูกควบคุมโดยหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น 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 8% ในปี 2560 สู่ 7% ในปี 2561 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ AEONTS จะปรับลดลงจาก 10% ในปีบัญชี 2560 สู่ 7% ในปีบัญชี 2561

กลยุทธ์ของ AEONTS ในการลดผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น AEONTS สร้างเซอร์ไพรส์ด้วยการขยายสินเชื่อได้สูงถึง 7% QoQ และ 7% YTD ซึ่งเกิดจากความร่วมมือกับ BIGC และการเร่งเพิ่มวงเงินสินเชื่อสำหรับลูกค้าชั้นดีเพื่อรับมือหลักเกณฑ์ใหม่ที่เข้มงวดมากขึ้นซึ่งมีผลบังคับใช้วันที่ 1 กันยายน บริษัทตั้งเป้าขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง สินเชื่อบัตรเครดิตขยายตัว 11% QoQ และ YTD และสินเชื่อส่วนบุคคลขยายตัว 5% QoQ และ YTD นอกจากนี้บริษัทยังวางแผนขยายธุรกิจสู่สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองในเดือนพ.ย. 2560 ด้วย

คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นจะส่งผลดีต่อคุณภาพสินทรัพย์ และเราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์ทั้งของ KTC และ AEONTS จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง AEONTS ติดตามหนี้ได้ดีขึ้นหลังจากบริษัทขยายทีมติดตามหนี้ในภาคใต้ในปีที่ผ่านมา ในขณะเดียวกัน KTC ก็เปลี่ยนแปลงกระบวนการติดตามหนี้เพื่อปรับปรุงคุณภาพสินทรัพย์ในไตรมาส 3/60

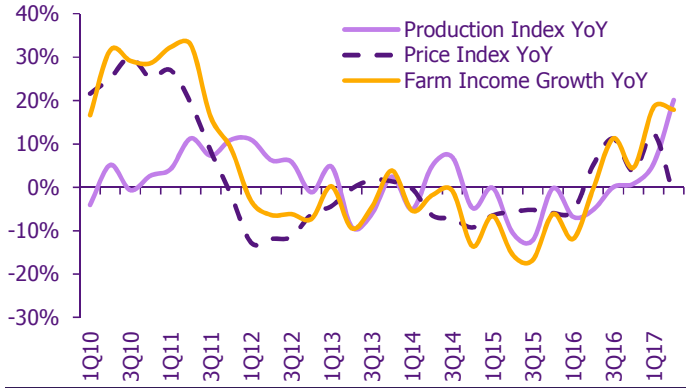
แนะนำ "ขาย" ทั้ง AEONTS และ KTC ผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นทำให้เราไม่คิดว่าสองบริษัทนี้จะสามารถรักษากำไรเอาไว้ไม่ให้ลดลงได้ในไตรมาส 4/60 และปี 2561

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	105.00	100.0	(1.5)	10.9	10.3	10.7	(2)	7	(4)	1.9	1.7	1.6	19	18	15	3.3	3.4	3.3
KTC	Sell	168.50	110.0	(32.1)	17.4	14.6	15.2	20	19	(4)	4.2	3.5	3.1	26	26	22	2.4	2.7	2.6
Average					**14.2**	**12.4**	**13.0**	**9**	**13**	**(4)**	**3.1**	**2.6**	**2.3**	**22**	**22**	**18**	**2.8**	**3.1**	**2.9**

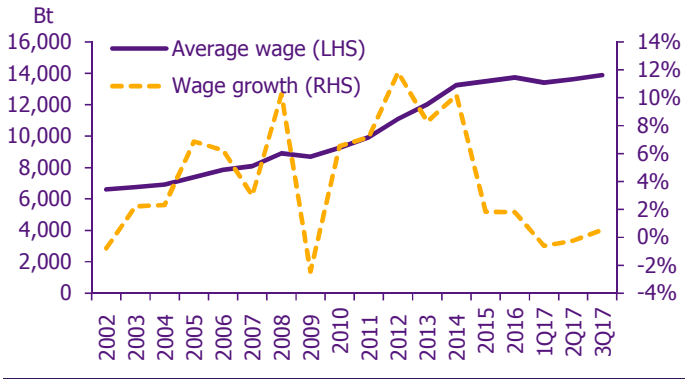
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Farm income



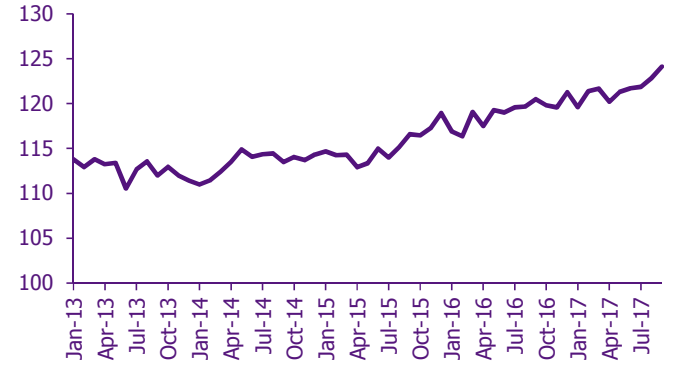
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wages



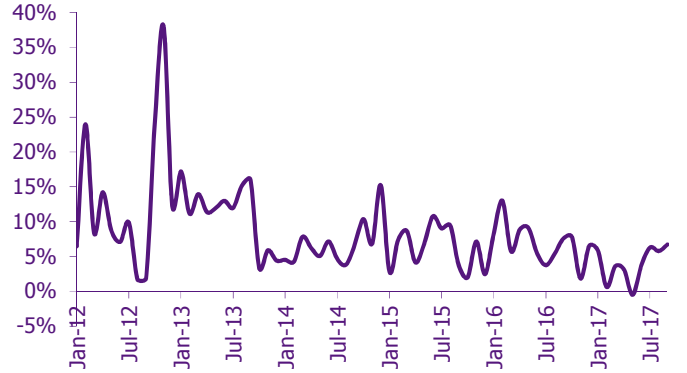
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



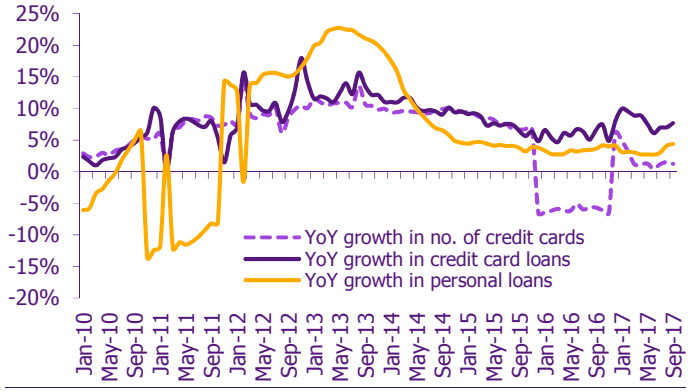
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: YoY growth in monthly credit card spending



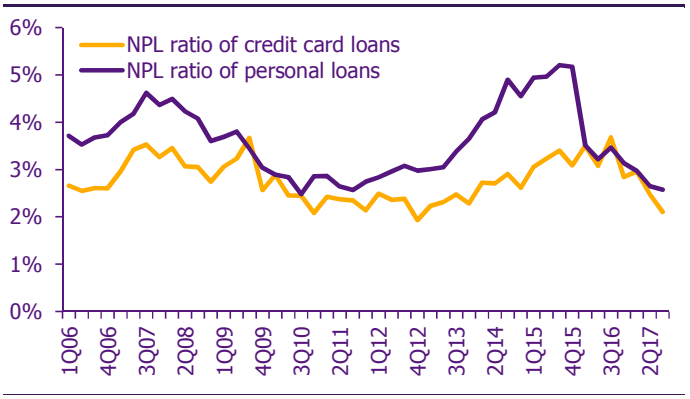
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ชะลอตัวในช่วงโลว์ซีซั่น

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

- **ราคาเนื้อสัตว์จะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำในช่วงโลว์ซีซั่น และจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากตลาดส่งออกในธุรกิจไก่ และการปรับอุปทานในธุรกิจหมู**
- **ปริมาณผลผลิตกุ้งมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2561 พร้อมกับสัญญาณเชิงบวกมากขึ้นจากธุรกิจแซลมอนและธุรกิจทูน่า เพราะต้นทุนวัตถุดิบลดลง**
- **Top picks ของเรา คือ CPF และ TU**

ธุรกิจไก่: ปานกลางในระยะสั้น, แข็งแกร่งในปี 2561 ในเดือนตุลาคม ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์อยู่ในระดับทรงตัว YoY โดยเกิดจากราคาไก่ในประเทศที่ปรับตัวลดลง (33 บาท/กก., -3% YoY) ในระดับเดียวกับต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงส่วนหนึ่งเกิดจากเทศกาลกินเจ และฝนที่ตกหนักในปีนี้ ทั้งนี้ในระยะสั้น ราคาผลิตภัณฑ์อาจจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ หลักๆ เกิดจากช่วงโลว์ซีซั่นของการส่งออก ในขณะที่เกาหลีใต้รายงานการแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดนกเป็นครั้งแรกในฤดูหนาวนี้เมื่อวันที่ 20 พฤศจิกายน ถ้าการแพร่ระบาดรุนแรงเหมือนกับที่เคยเกิดขึ้นในเกาหลีใต้และญี่ปุ่นในช่วงปลายปี 2559-ต้นปี 2560 ก็จะส่งผลดีต่อการส่งออกและราคาไก่ไทย ราคาผลิตภัณฑ์ในปี 2561 จะได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ส่งออกที่แข็งแกร่ง ซึ่งเป็นผลมาจากคุณภาพผลิตภัณฑ์ที่ดีจากประเทศไทย และประเด็นความปลอดภัยด้านอาหารในประเทศอื่นๆ ต้นทุนอาหารสัตว์มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปโดยเกิดจากสภาวะผลผลิตที่ดี

ธุรกิจหมู: อ่อนแอในระยะสั้น, ดีขึ้นในปี 2561 สถานการณ์อุปทานล้นตลาดส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์ในเดือนตุลาคมปรับตัวลดลง 34% YoY เพราะราคาหมูในประเทศ (50 บาท/กก., -20% YoY) ลดลงในอัตราที่เร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ ราคาที่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนของ CPF ที่ 52 บาท/กก. น่าจะส่งผลทำให้ธุรกิจหมูในประเทศของ CPF รายงานขาดทุนเล็กน้อย ราคาหมูในเวียดนามทำจุดต่ำสุดที่ 22,800 ดองเวียดนาม/กก. ในไตรมาส 2/60 แล้วฟื้นตัวสู่ 30,700 ดองเวียดนาม/กก. (+34% QoQ) ในไตรมาส 3/60 แต่ลดลงเล็กน้อยสู่ 28,000 ดองเวียดนาม/กก. (-9% QoQ) ในเดือนตุลาคม ในด้านต้นทุน จุดคุ้มทุนของ CPF อยู่ที่ 33,000 ดองเวียดนาม/กก. (50 บาท/กก.) ในขณะที่ผู้เลี้ยงหมูรายย่อยมีต้นทุนสูงกว่าบริษัทประมาณ 10-15% สืบเนื่องจากตลาดหมูประสบกับภาวะขาดทุนจากราคาหมูตกต่ำมานานเกือบ 1 ปีแล้ว, จำนวนพ่อแม่พันธุ์ที่ลดลงในระยะหลังนี้, รวมถึงวัฏจักรการเลี้ยงหมูนาน 10 เดือน CPF จึงคาดว่าราคาหมูในเวียดนามจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งแรกปี 61 จากการลดอุปทานลงอีกในระยะสั้น และการรวมตัวกันในตลาด ราคาหมูในเวียดนามฟื้นตัวดีขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนราคาหมูในประเทศไทยและกัมพูชาในปี 2561

ธุรกิจกุ้ง: ทรงตัวในระยะสั้น, ฟื้นตัวในปี 2561 ในเดือนตุลาคม ราคากุ้งในประเทศลดลงเล็กน้อยที่ 6% YoY สู่ 165 บาท/กก. สถานการณ์น้ำท่วมในภาคใต้, ฝนที่ตกหนัก, รวมถึงโรคระบาดอย่าง EHP ส่งผลกระทบต่อการผลิตกุ้งในประเทศในปีนี้ ดังนั้นปริมาณผลผลิตกุ้งไทยจะอยู่ในระดับทรงตัวที่ 300,000 ตันในปี 2560 อย่างไรก็ดี ปริมาณผลผลิตกุ้งไทยมีแนวโน้มที่จะกลับมาเติบโต 10-15% ในปี 2561

ธุรกิจแซลมอน: ปรับตัวดีขึ้น ในเดือนตุลาคม ราคาแซลมอนลดลงอีกสู่ระดับ 53 โครนนอร์เวย์/กก., -23% YoY อันเป็นผลมาจากการปรับอุปทานทั่วโลก ทั้งนี้เมื่ออิงกับสัญญาล่วงหน้า พบว่าราคาแซลมอนในระยะ 12 เดือนข้างหน้าเปลี่ยนแปลงน้อยมากจากราคาเดือนตุลาคม ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงและการทำสัญญาซื้อวัตถุดิบล่วงหน้าในสัดส่วน 50% ของปริมาณวัตถุดิบที่ใช้ทั้งหมด น่าจะช่วยสนับสนุนให้ธุรกิจแซลมอนของ TU ฟื้นตัวจากขาดทุน 500 ล้านบาทในปี 2559 สู่ระดับใกล้จุดคุ้มทุนในปี 2560 และดีขึ้นในปี 2561

ธุรกิจทูน่า: ส่งสัญญาณที่ดีขึ้น การจับปลาทูน่าได้น้อยและประเด็นความยั่งยืนในการจับปลา ส่งผลทำให้ราคาทูน่าปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 2,300 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+53% YoY) ในเดือนตุลาคม และ 1,852 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+32% YoY) ในช่วง 10 เดือนแรกปี 60 อย่างไรก็ดี รายงานข่าวระบุว่า ราคาทูน่ามีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับต่ำกว่า 2,000 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในเดือนพฤศจิกายน ต่อจากนั้นก็จะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำต่อไปอีกในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า เนื่องจากสถานการณ์จับปลาปรับตัวดีขึ้นจากการสิ้นสุดคำสั่งห้ามจับปลาโดยใช้อุปกรณ์ช่วยทำการประมงประเภทซั้ง (FAD) ในมหาสมุทรแปซิฟิกกลางและตะวันตก (WCPO) ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค.-1 พ.ย. TU เริ่มเจรจาราคาผลิตภัณฑ์ทูน่าปี 2561 ในฝรั่งเศสแล้ว ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือนก.พ. 2561 และคาดว่าจะได้ราคาที่ดีขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยต้นทุนวัตถุดิบระดับสูง เราคาดว่าผลของต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง (ถ้าเกิดขึ้นเป็นเวลานาน) จะมีให้เห็นในช่วงครึ่งแรกปี 61 สำหรับ TU

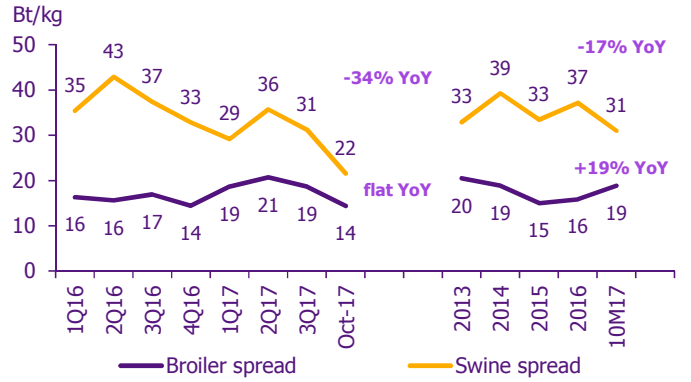
Top picks: CPF และ TU เราชอบ CPF และ TU ซึ่งเป็นหุ้น laggard ในกลุ่มอาหารที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวในปี 2561 นำโดยการฟื้นตัวของธุรกิจหมูสำหรับ CPF และการฟื้นตัวของธุรกิจทูน่าสำหรับ TU

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	24.70	35.0	44.2	12.4	22.3	19.1	479	(45)	17	0.9	0.8	0.8	8	4	4	3.8	3.7	2.5	9.9	13.5	12.0
GFPT	Neutral	14.40	18.5	31.0	11.3	9.6	9.2	34	18	5	1.7	1.5	1.3	16	16	15	2.1	2.4	2.5	8.1	6.7	6.2
TU	Buy	18.50	24.0	32.8	17.1	19.0	16.3	(14)	(10)	16	1.9	1.8	1.7	11	10	11	3.4	3.0	3.1	13.9	15.0	13.3
Average					**13.6**	**17.0**	**14.9**	**166**	**(12)**	**13**	**1.5**	**1.3**	**1.3**	**12**	**10**	**10**	**3.1**	**3.0**	**2.7**	**10.6**	**11.7**	**10.5**

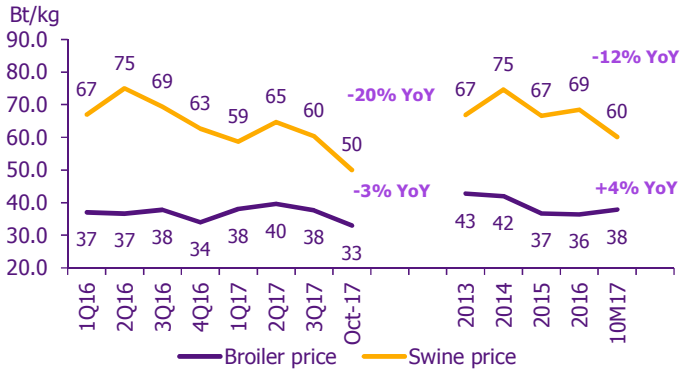
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: In Oct, broiler spreads were stable, but swine spreads declined



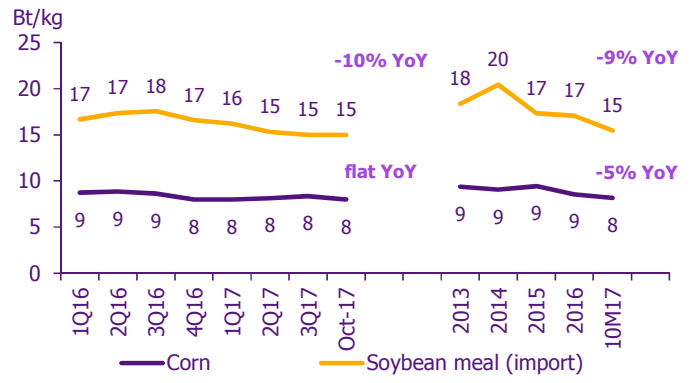
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In Oct, broiler and swine prices dropped YoY



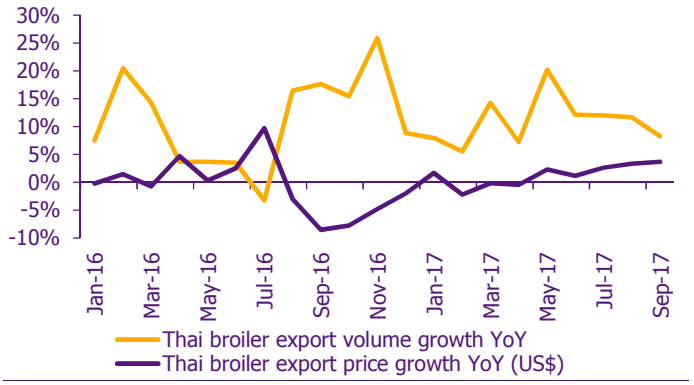
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In Oct, feed costs stayed low



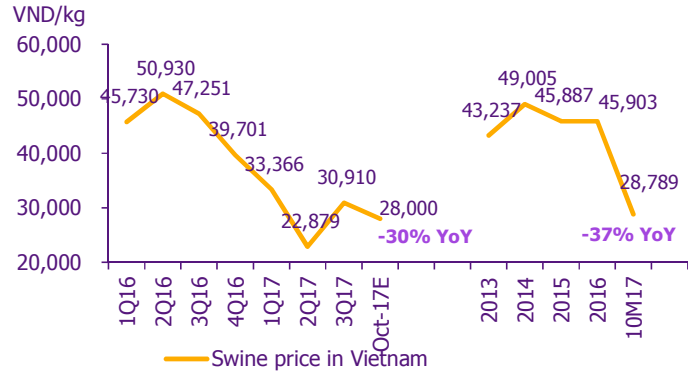
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2017TD, Thai broiler export volume was still robust, with a slight rise in price in USD terms



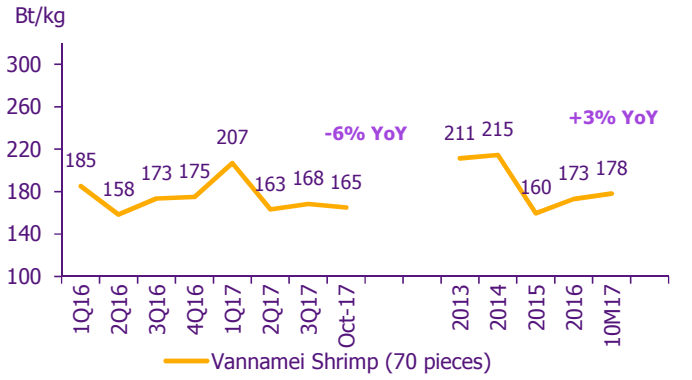
Source: OAE, MOC and SCBS Investment Research

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



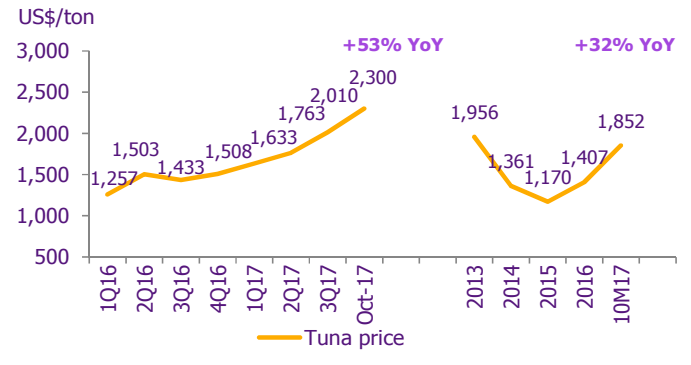
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: Oct shrimp price was relatively unchanged



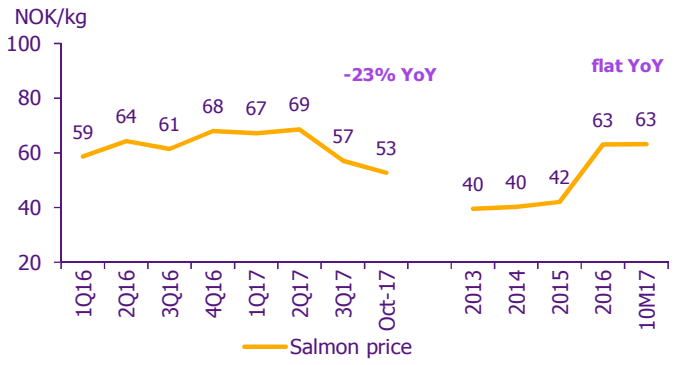
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: In Oct, tuna price surged to a 4-year high, but price is softening in Nov, based on news reports



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 8: In Oct, salmon price declined further, on global supply adjustment



Source: Fishpool and SCBS Investment Research

แข็งแกร่งมากขึ้นและมั่งคั่งมากขึ้น

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

- **โมเมนตัมกำไรที่ดีขึ้นในไตรมาส 3/60 ช่วยยืนยันว่าผลการดำเนินงานฟื้นกลับมาแข็งแกร่งและเราคาดว่าหุ้นกลุ่มการแพทย์จะรายงานกำไรเติบโตแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2561**
- **Top picks ของเราคือ BDMS (ราคาเป้าหมาย 27.5 บาท/หุ้น) และ CHG (ราคาเป้าหมาย 3.5 บาท/หุ้น) เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และราคาหุ้นยังล้าหลังหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกันและ SET**

ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 3/60 หุ้นกลุ่มการแพทย์รายงานผลประกอบการที่ดีขึ้นในไตรมาส 2/60 และยังคงรายงานผลประกอบการที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3/60 หลังจากมีผลประกอบการอ่อนแอในไตรมาส 4/59-ไตรมาส 1/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและ EBITA margin ที่กว้างขึ้น BCH เป็นบริษัทที่รายงานผลประกอบการโดดเด่นสุด เพราะกำไรปกติเติบโตแข็งแกร่งที่สุดที่ 24% YoY และ 76% QoQ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้จากการให้บริการผู้ป่วยประกันสังคม ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับอัตราเหมาจ่ายรายหัวเพิ่มขึ้น มีผลบังคับใช้วันที่ 1 กรกฎาคม 2560 BDMS ก็น่าสนใจ เนื่องจากกำไรปกติไตรมาส 3/60 ของบริษัทกลับมามีอัตราการเติบโต YoY เป็นบวกครั้งแรกนับตั้งแต่ไตรมาส 4/59 โดยเกิดจากรายได้ที่สูงขึ้นและการควบคุมต้นทุน

ปี 2561 จะเป็นปีที่ดีขึ้น กำไรของหุ้นกลุ่มการแพทย์จะสะดุดลงชั่วคราวในปี 2560 (หลักๆ เกิดขึ้นในไตรมาส 1/60) และเราเชื่อว่ากำไรจะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นในปี 2561 เมื่อผลกระทบของฐานเกี่ยวกับจำนวนผู้ป่วยโรคระบาดกลับสู่ระดับปกติ และการเติบโตจะได้รับปัจจัยหนุนจากภาพรวมที่เป็นบวกของความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

- **BDMS:** เราคาดว่ากำไรปกติจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นในปี 2561 ด้วยอัตราเติบโต 16% YoY จากระดับทรงตัวในปี 2560 เพราะการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เติบโตและ EBITDA margin ที่กว้างขึ้น โรงพยาบาลเปิดใหม่ในปี 2557-58 มีการดำเนินงานที่ดีขึ้น ทั้งนี้ในไตรมาส 3/60 BDMS มีโรงพยาบาล 5 แห่งที่มีขาดทุนในระดับ EBITDA ดีขึ้นจาก 7 แห่งในไตรมาส 3/59 และ 6 แห่งในไตรมาส 2/60 BDMS มองบวกเกี่ยวกับ *BDMS Wellness Clinic* โดยคาดว่า EBITDA จะพลิกมาเป็นบวกในปีที่ 2 ของการดำเนินงาน เร็วกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ก่อนหน้านี้อยู่ 1 ปี การดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นเร็วกว่าคาดจะเป็น upside ต่อประมาณการของเรา
- **CHG:** เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 31% YoY ในปี 2561 หลักๆ เกิดจากบริการผู้ป่วยเงินสดที่เติบโตเพิ่มขึ้น เนื่องจากบริษัทขยายความสามารถในการรองรับผู้ป่วยที่โรงพยาบาลหลัก 3 แห่งเสร็จแล้ว และโรงพยาบาลเหล่านี้ก็พร้อมให้บริการตอบสนองความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต CHG มีโครงการลงทุน 2 โครงการ คือ โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์เนชั่นแนล ในปราจีนบุรี (คาดเปิดในช่วงครึ่งแรกปี 61) และโรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา (คาดเปิดในปี 2562) เราคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ใน 2 จังหวัดนี้จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะจะได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจและกิจกรรมทางธุรกิจไทยที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น ในภาคตะวันออกของประเทศ เมื่อโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ของรัฐบาลบรรลุผล
- **BCH:** เราคาดว่าปี 2561 จะเป็นปีที่ดีที่สุดนับตั้งแต่ปี 2555 ก่อนกำไรถูกฉุดลงโดยโรงพยาบาลใหม่ คือ World Medical Hospital โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 21% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นจากบริการผู้ป่วยเงินสด, บริการผู้ป่วยประกันสังคมที่เติบโตเพิ่มขึ้น, และการรายงานกำไรได้เป็นครั้งแรกของ World Medical Hospital หลังจากขาดทุนมาตั้งแต่ปี 2556
- **BH:** เรามองว่าการดำเนินงานของ BH และแนวโน้มการเติบโตของกำไรดูน่าสนใจน้อยลง เราคาดว่ากำไรปกติของ BH จะเติบโต 13% YoY ในปี 2561 หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขึ้นราคาในขณะที่ปริมาณผู้ป่วยจะเติบโตต่ำ หลักๆ เกิดจากตลาดตะวันออกกลาง ซึ่งเป็นตลาดหลักและให้ผลตอบแทนสูง BH รับมือกับสถานการณ์นี้ด้วยการสำรวจตลาดใหม่ๆ ที่มีศักยภาพ ซึ่งรวมถึง CLMV

Top picks คือ BDMS และ CHG เราชอบ BDMS และ CHG เพราะกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และราคาหุ้นยังล้าหลังหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันและ SET: performance ของราคาหุ้น YTD อยู่ที่ -20% สำหรับ CHG, -7% สำหรับ BDMS, +5% สำหรับ BCH, +15% สำหรับ BH เทียบกับ +11% สำหรับ SET

Valuation Summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BCH	Buy	15.60	21.0	35.6	51.7	44.6	36.8	43	16	21	7.3	6.7	6.0	15	16	17	1.1	0.8	1.0	23.4	21.8	18.4
BDMS	Buy	21.60	27.5	28.7	40.9	41.3	35.7	5	(1)	16	5.7	5.6	5.2	14	14	15	1.3	1.5	1.4	24.4	23.9	21.0
BH	Sell	208.00	210.0	2.4	42.1	40.1	35.7	6	5	13	10.2	9.3	8.1	26	24	24	1.2	1.3	1.4	26.2	24.6	21.9
CHG	Buy	2.30	3.5	54.6	44.8	42.1	32.1	5	7	31	7.8	7.4	6.7	18	18	22	1.6	1.9	2.4	28.2	24.7	19.6
Average					**44.9**	**42.0**	**35.1**	**15**	**7**	**20**	**7.8**	**7.3**	**6.5**	**18**	**18**	**20**	**1.3**	**1.4**	**1.5**	**25.6**	**23.8**	**20.2**

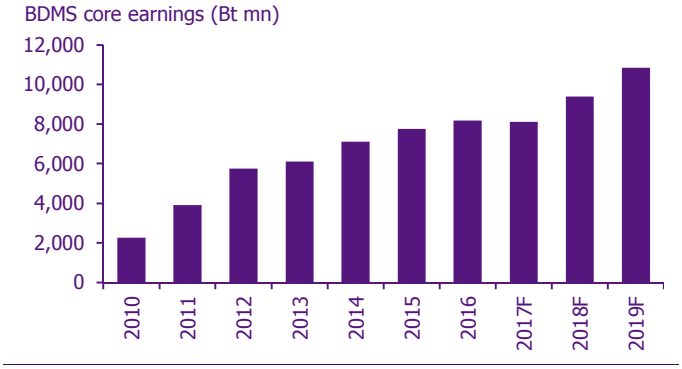
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings improved in 3Q17

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
Revenue											
BCH	1,330	1,354	1,476	1,606	1,541	1,531	1,747	1,693	1,622	1,676	2,004
BDMS	14,845	14,117	15,343	15,934	16,406	14,863	17,299	16,669	16,535	16,216	18,577
BH	4,366	4,374	4,315	4,545	4,618	4,337	4,579	4,317	4,436	4,416	4,829
CHG	732	765	805	853	886	876	963	912	937	890	1,032
Sector	21,273	20,611	21,939	22,938	23,452	21,606	24,586	23,591	23,530	23,199	26,442
Core earnings											
BCH	95	98	144	191	156	156	243	198	165	172	303
BDMS	2,289	1,491	1,879	2,096	2,406	1,619	2,187	1,965	1,974	1,596	2,417
BH	962	836	831	760	972	848	964	819	1,004	961	1,059
CHG	133	142	121	142	157	116	160	131	153	119	168
Sector	3,479	2,567	2,975	3,189	3,691	2,740	3,555	3,114	3,295	2,848	3,946
YoY growth											
Revenue											
BCH	2%	7%	7%	19%	16%	13%	18%	5%	5%	10%	15%
BDMS	10%	12%	11%	10%	11%	5%	13%	5%	1%	9%	7%
BH	22%	16%	6%	9%	6%	-1%	6%	-5%	-4%	2%	5%
CHG	15%	19%	17%	22%	21%	14%	20%	7%	6%	2%	7%
Sector	12%	13%	10%	11%	10%	5%	12%	3%	0%	7%	8%
Core earnings											
BCH	-32%	-11%	12%	32%	64%	59%	69%	4%	6%	10%	24%
BDMS	10%	-1%	2%	24%	5%	9%	16%	-6%	-18%	-1%	11%
BH	53%	35%	9%	13%	1%	1%	16%	8%	3%	13%	10%
CHG	8%	20%	-5%	27%	18%	-18%	32%	-8%	-2%	2%	5%
Sector	17%	9%	4%	22%	6%	7%	19%	-2%	-11%	4%	11%

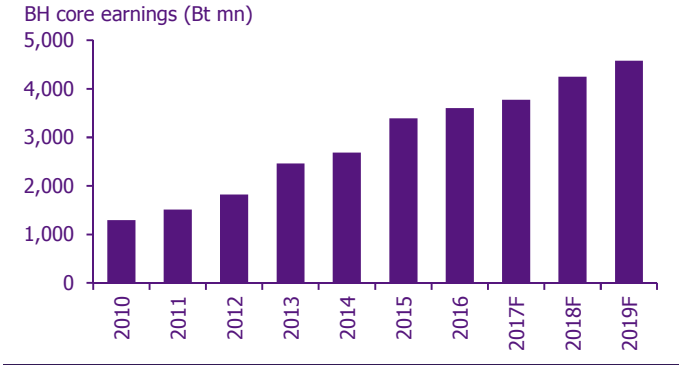
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: BDMS core earnings forecast



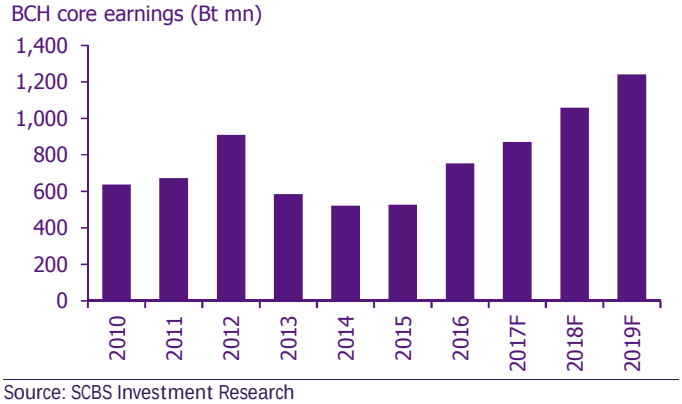
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BH core earnings forecast



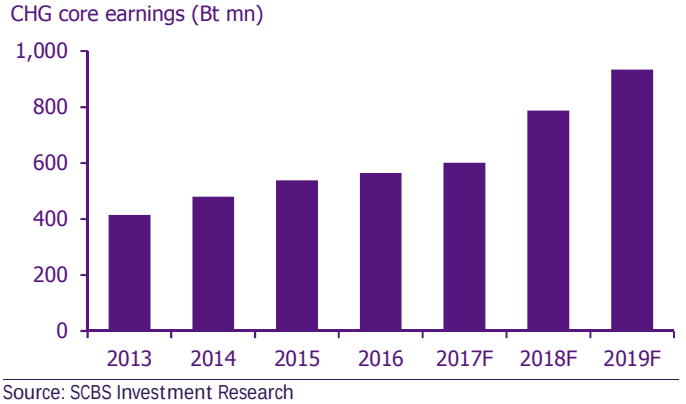
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BCH core earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: CHG core earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

วัฏจักการลงทุนรอบใหม่กำลังจะเริ่มต้น

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

- **กำไรโดยรวมของหุ้นกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราฟื้นตัวในไตรมาส 3/60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์มากขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น, การเปิดดำเนินงานของโรงไฟฟ้า SPP, และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมเพิ่มขึ้น แนวโน้มในไตรมาส 4/60 จะดียิ่งขึ้น จากการขายสินทรัพย์และการโอนที่ดินเพิ่มขึ้น**
- **ยอดขายที่ดินชะลอตัวในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 เนื่องจากนักลงทุนรอพ.ร.บ. EEC ที่คาดว่าจะมีผลบังคับใช้ในไตรมาส 1/61 เราคาดการณ์ยอดขายที่ดินเฉลี่ย 4,000 ไร่/ปี ในระหว่างปี 2560-2564 เพิ่มขึ้น 26% จากค่าเฉลี่ยในอดีต**
- **ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC ถึงเป้าที่ BoI วางไว้ทั้งปีแล้ว สะท้อนถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง**
- **Top picks: AMATA และ WHA ผู้นำกลุ่มที่มีที่ดินจำนวนมากในพื้นที่ EEC**

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/60 ฟื้นตัว; ไตรมาส 4/60 จะดียิ่งขึ้น กำไรโดยรวมของ AMATA, AMATAV, ROJNA, และ WHA เพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ 1.3 พันล้านบาทในไตรมาส 3/60 จาก 315 ล้านบาทในไตรมาส 3/59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมเพิ่มมากขึ้น, อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น, การเปิดดำเนินงานของโรงไฟฟ้า SPP, และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้น กำไรที่เติบโต YoY ของ AMATA และ AMATAV ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น กำไรของ ROJNA ลดลง YoY เพราะไม่มีการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและมีส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วม กำไรของ WHA เติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY จากการลดลงของดอกเบี้ยและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด หลักๆ เกิดจากธุรกิจโรงไฟฟ้า เมื่อมองต่อไปข้างหน้าในไตรมาส 4/60 เราคาดว่า WHA จะมีกำไรที่แข็งแกร่ง โดยเกิดจากการรับรู้กำไรจากการขายสินทรัพย์อีกครั้ง กำไรของ AMATA, AMATAV, และ ROJNA จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรม

ยอดขายที่ดินชะลอตัวในช่วง 9 เดือนแรกปี 60; จะเพิ่มขึ้นหลังพ.ร.บ. EEC มีผลบังคับใช้ ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยอยู่ที่ 922 ไร่ ลดลง 8% YoY เนื่องจากนักลงทุนชะลอการเข้าซื้อเพื่อรอ พ.ร.บ.เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) เมื่อพ.ร.บ.นี้มีผลบังคับใช้ ความเชื่อมั่นของนักลงทุนน่าจะกลับคืนมา และจะสนับสนุนให้เกิดวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ซึ่งจะไม่ได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล ปัจจุบันพ.ร.บ.ฉบับนี้กำลังอยู่ในการพิจารณาของสภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) และคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ไม่เกินไตรมาส 1/61 ดังนั้นยอดขายที่ดินอาจจะเลื่อนออกไปเป็นปีหน้า เราคาดว่าจะมี FDI จำนวนมากซึ่งจะกระตุ้นให้อุปสงค์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมมีจำนวนสูงถึง 20,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า หรือคิดเป็นยอดขายที่ดินเฉลี่ย 4,000 ไร่/ปีเพิ่มขึ้นถึง 26% จากค่าเฉลี่ยในอดีต อุปสงค์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจะเปิดทางให้ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมขึ้นราคาอสังหาริมทรัพย์ และมูลค่าสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 เกินเป้า สะท้อนถึงอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง BoI รายงานว่ายอดขอรับส่งเสริมการลงทุนเพิ่มขึ้น 8% YoY สู่ 3.77 แสนล้านบาทในไตรมาส 3/60 คิดเป็น 63% ของเป้าทั้งปี BoI คาดว่าจะได้ตามเป้าที่วางไว้ เนื่องจากมีโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการรออยู่ การลงทุนในพื้นที่ EEC 3 จังหวัด (ฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง) มีจำนวน 1.04 แสนล้านบาท มากกว่าเป้าที่ BoI วางไว้ที่ 1.00 แสนล้านบาทแล้ว โดยการลงทุนใน 10 อุตสาหกรรมเป้าหมายมีจำนวน 6.78 หมื่นล้านบาท สะท้อนอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง BoI อนุมัติขยายระยะเวลาสิทธิประโยชน์การลงทุนในพื้นที่ EEC ออกไปอีก 2 ปี มีผลวันที่ 1 มกราคม 2561 -31 ธันวาคม 2562 (ดูรายละเอียดใน Figure 5) เพื่ออุดช่องว่างของกฎหมาย

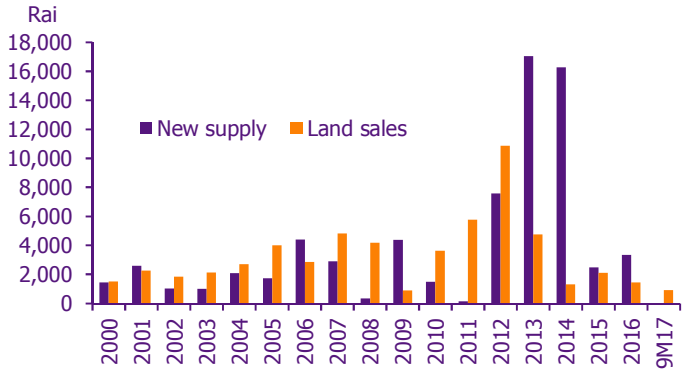
AMATA และ WHA ยังคงเป็นหุ้นที่เราชอบ เรายังคงชอบหุ้นสองตัวนี้ซึ่งจะได้รับประโยชน์จาก EEC มากที่สุด เพราะมีที่ดินรอการพัฒนาจำนวนมากรองรับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นได้อีกหลายปี นอกจากนี้สองบริษัทนี้ยังจะได้รับประโยชน์จากราคาอสังหาริมทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจะเปิดโอกาสให้ขึ้นราคาอสังหาริมทรัพย์ เราแนะนำ “ซื้อ” AMATA และ WHA

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
AMATA	Buy	25.50	32.0	28.8	19.4	16.0	11.7	62	21	37	1.9	1.8	1.6	10	11	14	1.7	2.3	3.3	14.9	14.0	10.8
AMATAV	Buy	9.15	11.5	27.7	29.5	17.8	11.8	105	66	51	2.9	2.7	2.3	10	16	21	1.8	1.8	2.0	18.1	13.3	8.5
ROJNA	Neutral	7.50	6.0	(17.6)	130.0	42.9	22.9	(84)	203	88	1.3	1.2	1.2	1	3	5	1.3	4.2	2.4	20.4	22.3	16.7
WHA	Buy	3.96	4.5	16.2	19.6	18.5	15.7	58	6	18	2.6	1.9	1.8	13	12	12	3.9	2.2	2.5	15.7	23.1	20.5
Average					**49.6**	**23.8**	**15.5**	**35**	**74**	**48**	**2.2**	**1.9**	**1.7**	**9**	**10**	**13**	**2.2**	**2.6**	**2.6**	**17.3**	**18.2**	**14.1**

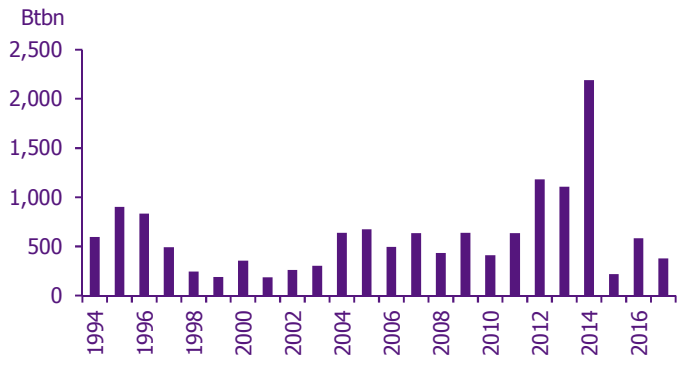
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New supply and IE land sales



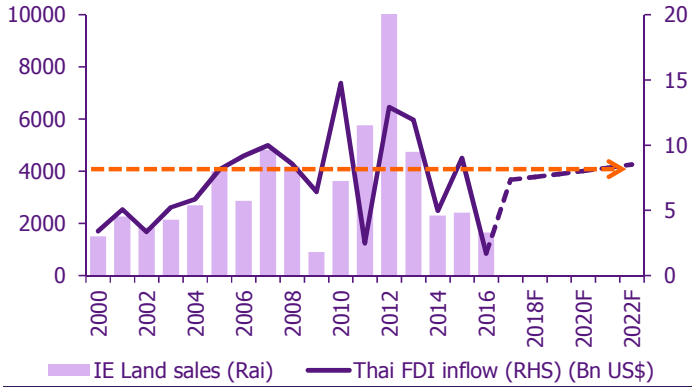
Source: CBRE, AMATA,WHA

Figure 2: BoI applications



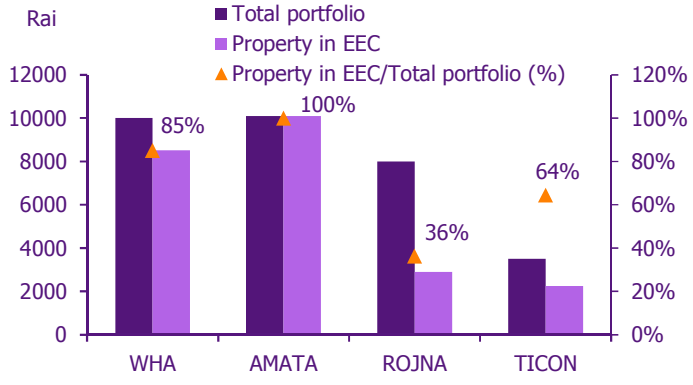
Source: BoI, CEIC

Figure 3: FDI inflow versus IE land sales



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

Figure 4: Land bank inventory in EEC



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: New BoI packages (Effective January 1, 2018-December 31, 2019)

- Corporate income tax (CIT) exemption for 10 years. 50% cut in CIT for an additional five years after tax holiday is awarded for investment in the aviation promotion zone, the EEC of Innovation or Digital Park Thailand. Applicants are required to provide training in science and technology for at least 10% of employees or a minimum 50 people a year.
- Investment in the 10 targeted industries announced for the EEC is eligible for an exemption from CIT for eight years and a 50% cut in CIT for an additional five years. Applicants are required to provide training in science and technology for at least 10% of employees or a minimum 50 people a year.
- Investment in general projects in industrial estates in the EEC will be allowed an exemption from CIT for eight years and a 50% cut in CIT for an additional three years. Applicants are required to provide training in science and technology and innovation for at least 5% of employees or a minimum 25 people a year.

Source: BoI, Bangkok Post

BLA มี valuation น่าสนใจที่สุด

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

- **BLA: ซื้อขายที่มูลค่าเมื่อเลิกกิจการ, ตอบรับกรณีที่ BBL จับมือกับ AIA มากเกินไป**
- **THREL: คาดกำไรดีต่อเนื่องในไตรมาส 4/60**
- **THRE: อ่อนแอทุกด้าน พร้อมกับผลประกอบการที่น่าผิดหวังอีกครั้ง**
- **ชอบ BLA เพราะ valuation น่าสนใจมากที่สุด**

BLA: ซื้อขายที่มูลค่าเมื่อเลิกกิจการ, ตอบรับกรณีที่ BBL จับมือกับ AIA มากเกินไป หลังจาก BBL ประกาศทำสัญญาขายประกันชีวิตผ่านธนาคารกับ AIA เพิ่มเติมจาก BLA ราคาหุ้น BLA ก็ปรับตัวลดลงอย่างมากสู่ระดับใกล้เคียง EV ซึ่งสะท้อนถึงมูลค่าเมื่อเลิกกิจการ เราเชื่อว่า BLA ถูกลงโทษมากเกินไปจากข่าวนี้ และราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก ผลิตภัณฑ์ที่ AIA จะเสนอขายผ่านช่องทางของ BBL จะแตกต่างจากผลิตภัณฑ์ของ BLA โดย BLA จะยังคงขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อผ่านช่องทางของ BBL ต่อไป ในขณะที่ AIA จะขายผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ระยะยาว (>15 ปี) และผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบคุ้มครองตลอดชีพผ่านช่องทางของ BBL โดย BLA คาดว่าเหตุการณ์นี้จะเริ่มมีผลกระทบในปี 2561 BLA เปิดเผยว่าผลิตภัณฑ์ที่จะไม่ขายผ่านช่องทางของ BBL อีกต่อไป คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 7% ของเบี้ยประกันรับรายใหม่ปี 2559 ที่ขายผ่านช่องทาง bancassurance โดยในปี 2559 เบี้ยประกันรับรายใหม่ประมาณ 73% ของบริษัทขายผ่าน bancassurance ซึ่งหมายความว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลงประมาณ 5% ถ้าบริษัทไม่สามารถขายผลิตภัณฑ์เหล่านี้ผ่าน BBL เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่ของ BLA ลดลง 10% และเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 1% ในปี 2561 เพื่อสะท้อนข่าวนี้

THREL: คาดกำไรดีต่อเนื่องในไตรมาส 4/60 ผลประกอบการไตรมาส 3/60 ของ THREL เพราะเบี้ยประกันรับและ combined ratio ดีกว่าคาด กำไรสุทธิไตรมาส 3/60 เพิ่มขึ้น 104% YoY และ 10% QoQ สู่ 131 ล้านบาท เบี้ยประกันรับสุทธิเติบโต 15% YoY และ 20% QoQ ส่งผลทำให้เบี้ยประกันรับสุทธิในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 เติบโต 10% YoY ดีกว่าคาดที่ 8% combined ratio ดีกว่าคาด โดยลดลง 15.73% YoY สู่ 73.63% เพราะ loss ratio กลับสู่ระดับปกติ และลดลง 1.2% QoQ เนื่องจาก commission ratio และ expense ratio ปรับตัวลดลง QoQ ในอัตราที่สูงกว่า loss ratio ที่เพิ่มขึ้น QoQ commission ratio ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/60 จะออกมาดีต่อเนื่อง เนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาส 4 เป็นช่วงไฮซีซั่นสำหรับเบี้ยประกัน นอกจากนี้ THREL ก็จะบันทึกกำไรพิเศษจากการขายหุ้นที่บริษัทถืออยู่ทั้งหมด 20% (1.2 ล้านหุ้น) ใน EMCS Thai Co., Ltd. (EMCS) ที่ราคา 50 บาท/หุ้น ให้แก่ THRE ด้วย ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา THREL จะรับรู้กำไร 37 ล้านบาทผ่านวิธีส่วนได้เสีย เราคาดว่า combined ratio จะเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/60 โดยเกิดจากระยะเวลาเหลื่อมล้ำระหว่างการบันทึกค่าใช้จ่าย และปัจจัยฤดูกาล

THRE: อ่อนแอทุกด้าน พร้อมกับผลประกอบการที่น่าผิดหวังอีกครั้ง THRE รายงานผลประกอบการที่สร้างเซอร์ไพรส์เชิงลบอย่างมากอีกครั้งด้วยขาดทุนสุทธิ 266 ล้านบาทในไตรมาส 3/60 โดยมีสาเหตุมาจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ของผลขาดทุนสะสมส่วนที่ไม่สามารถใช้ประโยชน์ได้ จำนวน 340 ล้านบาท และขาดทุนจากเงินลงทุนใน THREL จำนวน 42 ล้านบาท ที่เกิดจากการโอนเงินลงทุนใน THREL ซึ่งเดิมถูกจัดประเภทเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เผื่อขายไปเป็นเงินลงทุนในหลักทรัพย์เพื่อค้า รายได้จากการรับประกันภัยต่อสุทธิก็น่าผิดหวัง เพราะลดลง 9% YoY และ 3% QoQ และ combined ratio ก็เพิ่มขึ้น 1.89% QoQ หลักๆ เกิดจาก loss ratio ที่เพิ่มขึ้น 4.59% QoQ เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวในปี 2561 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการอนุญาตให้นำเบี้ยประกันชีวิตมาลดหย่อนภาษีได้และการขยายธุรกิจในต่างประเทศ

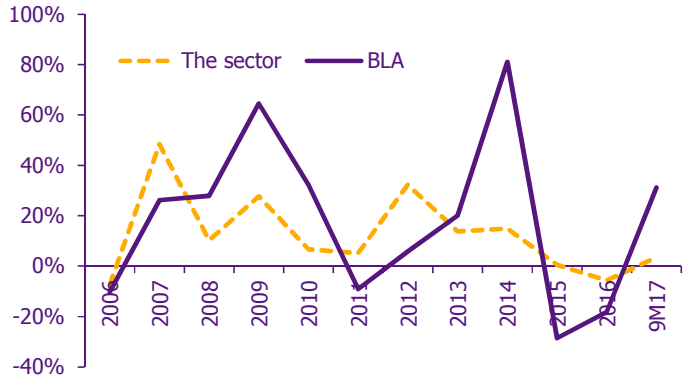
ชอบ BLA เพราะ valuation น่าสนใจมากที่สุด BLA มี valuation น่าสนใจมากที่สุดในจำนวนหุ้นประกัน 3 ตัวภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นตอบรับมากเกินไปต่อกรณีที่ BBL ประกาศจับมือกับ AIA ขายประกันชีวิตผ่านธนาคาร ราคาหุ้น THREL ปรับตัวขึ้นมาอย่างมากหลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/60 ที่ดี ส่งผลทำให้ valuation ไม่น่าสนใจ หุ้น THRE ซื้อขายที่ valuation แพง แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในปี 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
BLA	Buy	37.75	50.0	34.5	12.6	22.0	12.2	24	(43)	80	1.9	1.7	1.5	17	8	13	1.6	1.1	2.1
THRE	Sell	1.81	1.5	(15.2)	27.5	n.m.	25.4	(53)	n.m.	n.m.	1.4	1.7	1.5	5	(4)	6	8.3	(1.7)	2.0
THREL	Neutral	11.60	12.0	8.9	21.6	13.9	13.1	(17)	56	6	5.3	4.4	4.0	25	35	32	3.4	5.2	5.5
Average					**20.6**	**17.9**	**16.9**	**(15)**	**7**	**43**	**2.9**	**2.6**	**2.4**	**16**	**13**	**17**	**4.4**	**1.5**	**3.2**

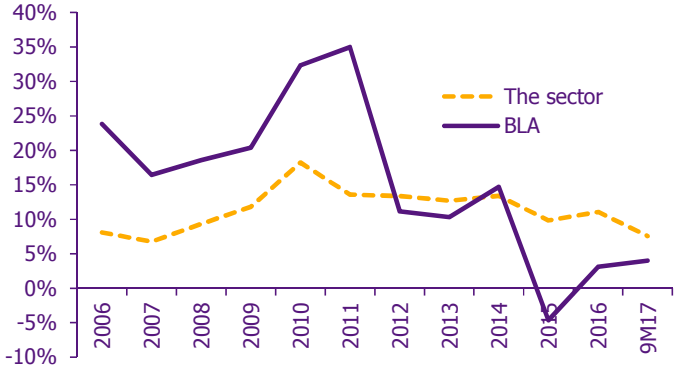
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business premium growth



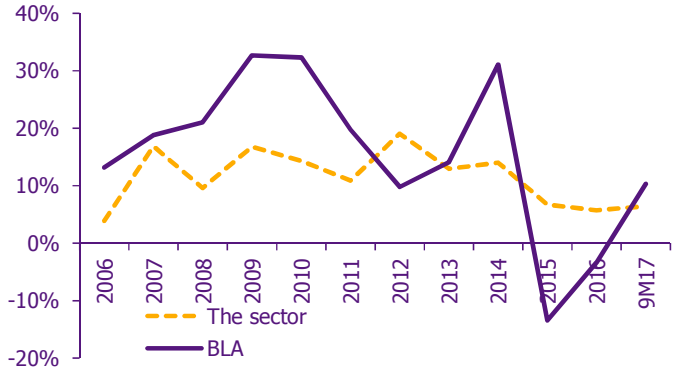
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



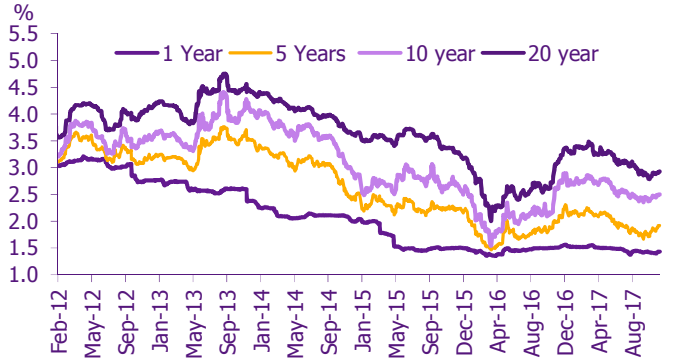
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



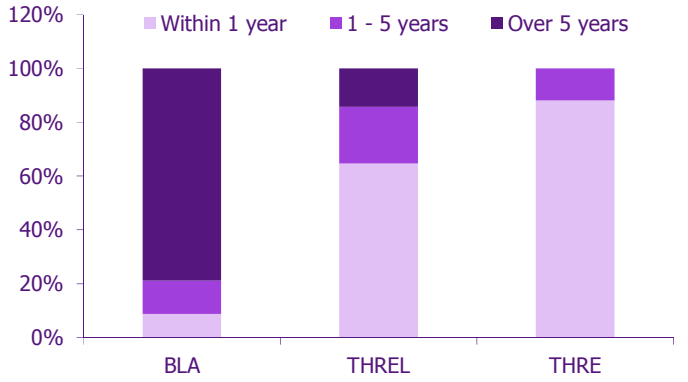
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



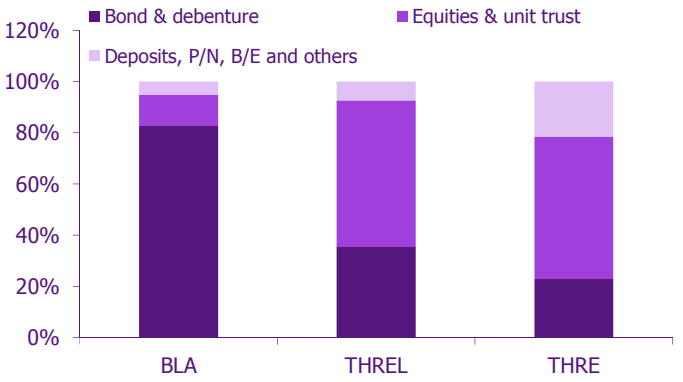
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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

สัญญาณแปรปรวน

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

- **ตัวเลขเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมในเดือนตุลาคมปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดสำหรับปีนี้ที่ 4.97 พันล้านบาท ลดลง 12% YoY และ 44% MoM เราคาดว่าจะเริ่มเห็นเม็ดเงินโฆษณาฟื้นตัวในเดือนพฤศจิกายน เนื่องจากผู้โฆษณาจะต้องการใช้จ่ายโฆษณาเพื่อกระตุ้นยอดขายก่อนสิ้นปี**
- **ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตรายปีสำหรับผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลมีแนวโน้มที่จะปรับลดลงในปีหน้า ซึ่งเราคาดว่าจะส่งผลทำให้ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลทุกรายประหยัดค่าใช้จ่ายได้ประมาณ 3-6% ของกำไรปี 2561**
- **WORK เป็นหุ้น top pick ของเราในกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจากช่อง DTTV สามารถดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาได้มากขึ้น และบริษัทยังมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้อีกมาก**

การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดสำหรับปีนี้ เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก Nielsen พบว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือนตุลาคม 2560 ลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดสำหรับปีนี้ที่ 4.97 พันล้านบาท ลดลง 12% YoY และ 44% MoM ซึ่งไม่ใช่เรื่องที่สร้างเซอร์ไพรส์แต่อย่างใด เนื่องจากมีพระราชพิธีถวายพระเพลิงพระบรมศพ ร.9 ในเดือนตุลาคม รายการบันเทิงรวมถึงอีเว้นท์แทบไม่มีให้เห็น และเป็นสาเหตุทำให้การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาลดลงในเดือนตุลาคม เราเชื่อว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาในเดือนพฤศจิกายนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับเดือนตุลาคม แต่เรายังคงคาดว่าการใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาโดยรวมจะลดลงต่อเนื่อง YoY เนื่องจากผู้ใช้จ่ายโฆษณารายหลักๆ อย่าง Unilever ยังคงลดงบโฆษณาเพื่อสะท้อยยอดขายผลิตภัณฑ์ที่ลดลง ทั้งนี้บทวิจัยฉบับล่าสุดจาก Nielsen ระบุว่ามูลค่าขายสินค้าอุปโภคบริโภคที่มีการเคลื่อนไหวอย่างรวดเร็ว (FMCG) ซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นในชีวิตประจำวัน ปรับตัวลดลง 1.8% YoY ในเดือนตุลาคม Nielsen เปิดเผยว่าตลาด FMCG มีผลการดำเนินงานแย่ที่สุดในรอบ 4 ทศวรรษ ตลาด FMCG ไม่เคยเติบโตต่ำกว่า 5-8% ในทศวรรษหลังๆ นี้ ทั้งนี้มูลค่าขายสินค้า FMCG หดตัวลงตั้งแต่เดือนมิถุนายน 2559 โดยลดลงมากที่สุดในเดือนพฤศจิกายน 2560 ที่ 7.6% YoY Nielsen กล่าวว่ามูลค่าขายที่ลดลงเกิดจากหลายปัจจัย ได้แก่ หนี้ครัวเรือนสูง, เศรษฐกิจชะลอตัว, และยอดขายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์และบุหรี่ปรับตัวลดลงหลังปรับโครงสร้างภาษีใหม่

ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลจะได้รับประโยชน์จากการลดค่าธรรมเนียมใบอนุญาตทีวีดิจิทัล คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) มีมติเห็นชอบแนวทางการปรับลดค่าธรรมเนียมใบอนุญาตสำหรับผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลลงจากอัตราสูงสุดที่ 2% สู่ 1.5% ทั้งนี้เรื่องนี้ยังไม่ได้ข้อสรุป เนื่องจากจะต้องทำประชาพิจารณ์และขอความเห็นชอบครั้งสุดท้ายจาก กสทช.เพื่อบังคับใช้ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตตามอัตราใหม่ แต่ กสทช.พยายามที่จะบังคับใช้ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตใหม่นี้ภายในวันที่ 1 มกราคม 2561 แนวโน้มที่จะมีการปรับลดค่าธรรมเนียมใบอนุญาตลงเป็นข่าวดีสำหรับผู้ประกอบการทีวีดิจิทัล รวมถึง BEC, WORK, RS, และ MCOT เนื่องจากค่าธรรมเนียมใบอนุญาตอัตราใหม่นี้ยังไม่ได้ข้อสรุปที่แน่นอน เราจึงทำการวิเคราะห์เพื่อประเมินผลกระทบด้านบวก และดูว่าใครจะได้รับประโยชน์มากที่สุด ทั้งนี้ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตที่จ่ายให้กับ กสทช. คำนวณจากเปอร์เซ็นต์ของรายได้จากทีวีดิจิทัล การคำนวณอย่างคร่าวๆ พบว่าประโยชน์จากแนวโน้มที่จะมีการปรับลดค่าธรรมเนียมใบอนุญาตลงมีไม่มากนัก โดยค่าใช้จ่ายที่ประหยัดได้จะคิดเป็นสัดส่วน 3-6% ของกำไรปี 2561 BEC จะได้ประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มที่จะประหยัดค่าใช้จ่ายได้คิดเป็น 6% ของกำไรปี 2561 WORK และ RS จะได้รับประโยชน์เท่าๆ กันที่ประมาณ 4% ของกำไรปี 2561 MCOT ก็จะได้รับประโยชน์เช่นกัน แต่ไม่มากนัก

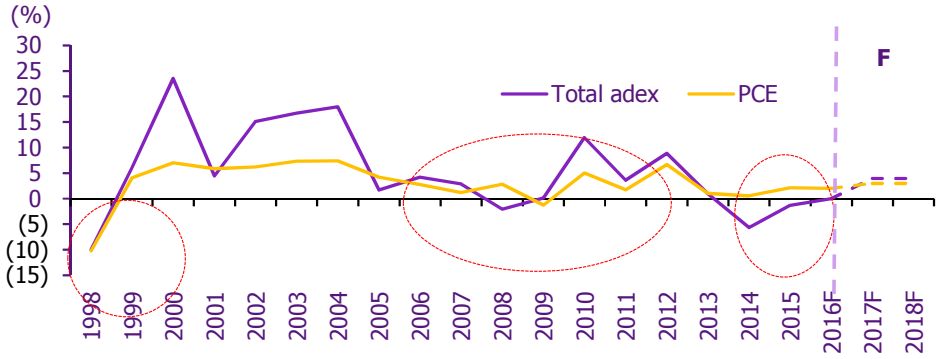
WORK เป็น top pick ของเรา แม้เรายังชอบ WORK แต่เรามีมุมมอง bullish ต่อ WORK ลดน้อยลง ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามากในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา โดยปรับขึ้นกว่า 100% และ outperform SET อย่างมาก กำไรไตรมาส 4/60 ของผู้ประกอบการสื่อทุกรายรวมถึง WORK จะลดลง QoQ จากการงดออกอากาศรายการปกติเป็นเวลา 2 สัปดาห์ ความคิดเห็นเชิงลบจาก Nielsen เกี่ยวกับตลาด FMCG อาจจะส่งผลทำให้เกิดความกังวลต่อตลาดสื่อโฆษณาในปีหน้า เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” WORK ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 115 บาท

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BEC	Sell	15.30	14.0	(7.6)	24.7	100.7	100.4	(59)	(75)	0	4.3	4.9	4.9	16	5	5	3.6	0.9	0.9	8.8	8.7	9.3
GRAMMY	Neutral	11.70	8.0	(29.6)	n.m.	n.m.	39.5	80	24	n.m.	5.4	5.9	4.8	(11)	(10)	13	0.0	0.0	2.0	14.7	24.8	14.3
MAJOR	Neutral	30.50	32.5	10.7	31.2	26.2	21.6	(12)	19	21	4.2	4.1	3.9	13	16	19	2.9	3.4	4.1	17.1	13.1	11.4
MCOT	Sell	11.30	6.0	(46.9)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	29	(36)	1.2	1.2	1.2	(10)	(8)	(11)	0.0	0.0	0.0	369.5	(55.5)	(26.0)
PLANB	Buy	6.65	9.0	37.1	67.0	44.1	27.9	(14)	52	58	8.1	7.1	6.3	12	17	24	0.8	1.1	1.8	28.4	19.8	13.9
RS	Neutral	25.25	14.0	(43.5)	n.m.	113.6	60.2	n.m.	n.m.	89	15.2	14.4	13.2	(6)	13	23	0.0	0.5	1.0	29.6	18.0	18.6
VGI	Neutral	6.20	6.2	1.8	65.0	52.5	46.4	(21)	24	13	22.8	22.7	21.5	36	43	47	1.7	1.6	1.8	29.5	24.9	20.3
WORK	Buy	89.75	115.0	30.1	199.0	32.3	25.8	17	516	25	12.8	7.8	6.3	7	31	27	0.3	1.5	2.0	45.1	18.9	16.1
Average					**77.4**	**61.6**	**46.0**	**(2)**	**84**	**24**	**9.3**	**8.5**	**7.8**	**7**	**13**	**18**	**1.2**	**1.1**	**1.7**	**67.8**	**9.1**	**9.7**

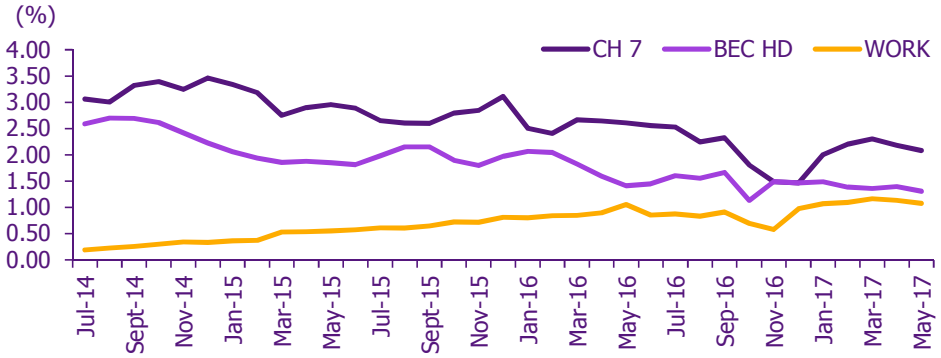
Source: SCBS Investment Research

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



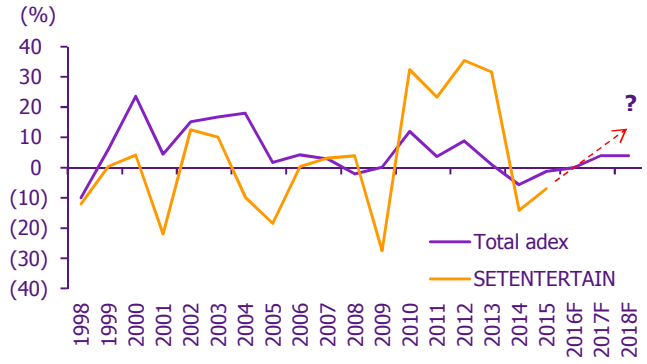
Source: Company and SCBS Investment Research

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



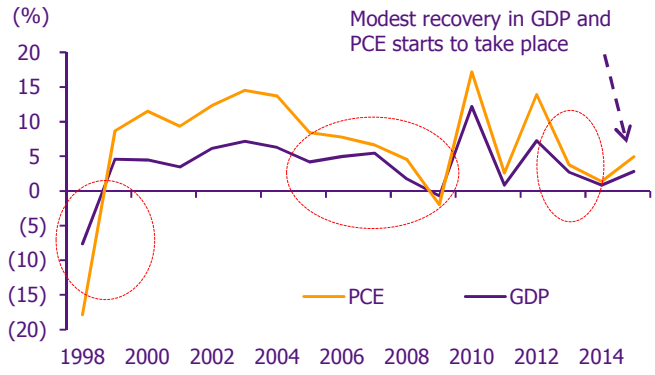
Source: Company and SCBS Investment Research

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

IVL ยังคงเป็น top BUY

ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

- **ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE จะแคบลงเล็กน้อยในปี 2561 โดยเกิดจากอุปทานใหม่ซึ่งส่วนใหญ่จะถูกดูดซับโดยอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น**
- **กำลังการผลิตเพิ่มเติมจะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์**
- **คาดส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET แข็งแกร่งในปี 2561 โดยเกิดจากการควบรวมในอุตสาหกรรม**
- **ปี 2561 น่าจะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งสำหรับ IVL; top BUY ของกลุ่มปิโตรเคมี**

IVL อยู่เบื้องหลังการปรับตัว outperform ของกลุ่มปิโตรเคมี ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว outperform ตลาดอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 4/60 โดยปรับตัวขึ้น 6% QTD นำโดย sentiment เชิงบวกต่อ IVL (+17%) ซึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในตลาด PET ในภูมิภาคตะวันตก, อเมริกาเหนือ, และยุโรป เนื่องจากผู้ผลิตชั้นนำบางรายต้องหยุดผลิตในช่วงที่ดำเนินการชำระบัญชีสินทรัพย์ ซึ่งเปิดโอกาสให้ IVL เข้าซื้อสินทรัพย์ที่มีปัญหาและควบรวมในกลุ่มอุตสาหกรรม

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60 และแนวโน้มไตรมาส 4/60 กำไรปกติของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS ปรับตัวดีขึ้นอย่างมากในไตรมาส 3/60 (+68% YoY และ +60% QoQ) นำโดย IVL และ PTTGC เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น, ปริมาณขายสูงขึ้น, และมีกำไรจากสินค้าคงคลัง มีเพียง GGC ที่ผลประกอบการสร้างความผิดหวังอยู่บ้าง โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากสินค้าคงคลังของธุรกิจแฟตตี้แอลกอฮอล์ และอัตรากำไรที่แคบลงของธุรกิจเมทิลเอสเทอร์ เราคาดว่ากำไรปกติของบริษัทเหล่านี้จะลดลง QoQ จากผลกระทบฤดูกาล แต่น่าจะยังคงแข็งแกร่ง โดยเฉพาะ IVL ซึ่งผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงจะช่วยสนับสนุนให้ความสามารถในการทำกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

อุปทาน PE ใหม่จะถูกดูดซับโดยอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากจีน ส่วนต่างราคา HDPE-แนฟทา อยู่ในระดับทรงตัวในปี 2560 ที่ 680± ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่จะมีอุปทานใหม่จากสหรัฐฯ เข้าสู่ตลาด อย่างไรก็ดี ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระดับทรงตัวบ่งชี้ว่าผลกระทบของการมีอุปทานโพลีเอทิลีนจากสหรัฐฯ เข้าสู่ตลาดมากขึ้นอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากอุปทานใหม่จะถูกดูดซับไปโดยอุปสงค์ที่เติบโตอย่างต่อเนื่องในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะจีนและอินเดีย นอกจากนี้นโยบายของรัฐบาลจีนที่สั่งห้ามใช้เม็ดพลาสติกรีไซเคิลยังทำให้เกิดอุปสงค์ผลิตภัณฑ์บริสุทธิ์ประมาณ 500,000 ตัน/ปี เพิ่มเติมจากอุปสงค์ที่เติบโต 4 ล้านตัน/ปี ในปี 2561 เทียบกับอุปทานที่เติบโต 5-6 ล้านตัน/ปีซึ่งถูกควบคุมโดยข้อจำกัดด้านวัตถุดิบและความล่าช้าในการเพิ่มอัตราการผลิต โดยเฉพาะโรงงานรูปแบบใหม่ เราคาดว่าส่วนต่างราคา HDPE-แนฟทา จะอ่อนตัวลงเล็กน้อยจาก 680 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2560 สู่ 650 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2561

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์น่าจะอ่อนตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานใหม่ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดในไตรมาส 1/60 อย่างต่อเนื่อง ส่วนต่างราคา PX-แนฟทา ลดลงสู่ระดับเฉลี่ย 255 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 4/60 เทียบกับ 338 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 1/60 ส่วนต่างราคา BZ-แนฟทา ลดลงแรงยิ่งกว่าจาก 415 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 1/60 สู่ระดับเพียง 243 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน แนวโน้มส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์ในปี 2561 จะดูแย่กว่าสายโอเลฟินส์ โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานใหม่ซึ่งเลื่อนมาจากปี 2560 ทั้งนี้ PCI คาดการณ์ว่า กำลังการผลิต PX เพิ่มเติมในปี 2561 จะอยู่ที่ 2.8 ล้านตัน/ปี เทียบกับ 1.8 ล้านตัน/ปีในปี 2560 นอกจากนี้เรายังคาดว่าอุปสงค์จากผู้ผลิต PET และ PTA จะชะลอตัวลง เนื่องจากผู้ผลิตบางส่วนกำลังประสบปัญหาทางการเงิน และต้องหยุดการผลิต

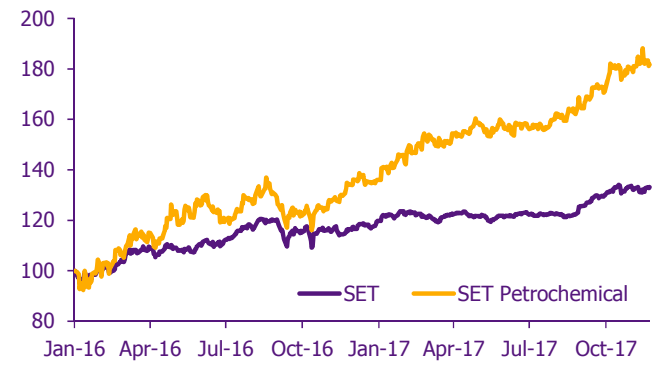
Top pick คือ IVL ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET ที่แข็งแกร่ง เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ PET โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานในสหรัฐฯ และยุโรปสืบเนื่องมาจากการหยุดผลิตของผู้ผลิตรายหลักๆ ในภูมิภาคซึ่งกำลังประสบปัญหาทางการเงิน ผู้นำตลาดอย่าง IVL น่าจะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่ในปี 2561 เมื่อตกลงราคาใหม่ได้ ในขณะที่ในช่วงครึ่งหลังปี 60 จะสามารถรับรู้ประโยชน์ได้เฉพาะ spot market ซึ่งโดยปกติแล้วคิดเป็นสัดส่วน 10% ในสหรัฐฯ และ 30% ในยุโรป เราเชื่อว่าตลาด PET ในสหรัฐฯ และยุโรป กำลังมีการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง โดยจะมีการควบรวมกันในอุตสาหกรรมมากขึ้น สถานการณ์เช่นนี้จะเปิดโอกาสลงทุนให้กับ IVL ซึ่งยังมีเงิน 4-4.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐสำหรับเข้าซื้อสินทรัพย์ใหม่ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” IVL ซึ่งเป็น top pick ของกลุ่มปิโตรเคมี

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	Sell	16.10	15.4	(1.3)	13.3	16.5	16.1	24	(20)	3	1.5	1.4	1.3	11	10	9	3.4	2.5	3.1	9.6	9.5	9.5
IVL	Buy	49.50	62.0	27.7	24.9	15.8	14.1	226	58	12	2.7	2.2	2.0	11	15	15	1.3	2.2	2.5	12.1	8.9	7.9
PTTGC	Buy	78.50	110.0	45.1	13.3	9.9	9.0	17	35	10	1.4	1.3	1.2	11	14	14	3.6	5.0	5.0	7.9	6.6	5.9
Average					**17.2**	**14.1**	**13.1**	**89**	**24**	**8**	**1.9**	**1.7**	**1.5**	**11**	**13**	**12**	**2.8**	**3.2**	**3.5**	**9.9**	**8.3**	**7.7**

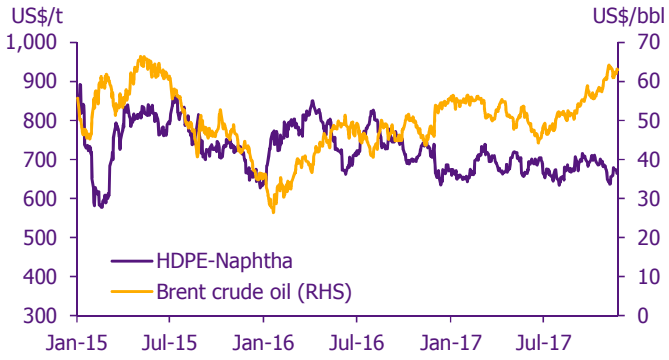
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: SET Index vs. SET Petrochemical Index



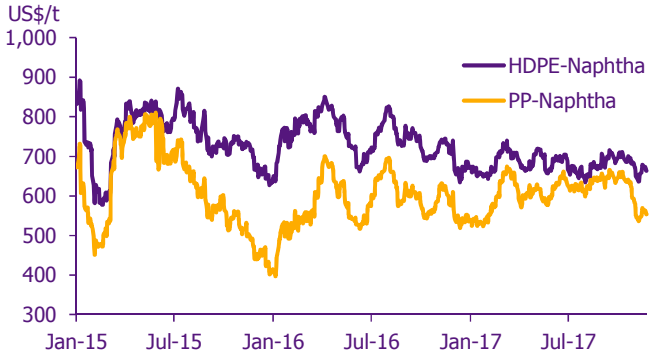
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE vs. Brent crude oil price



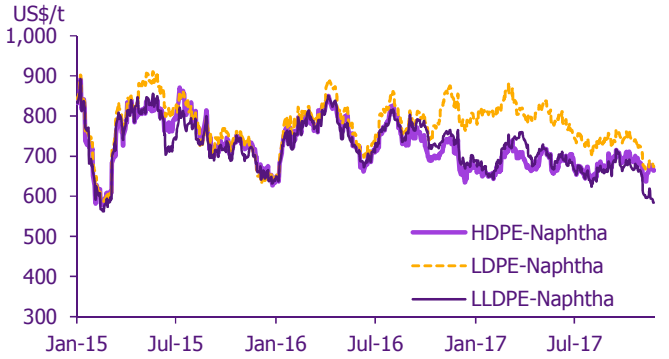
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



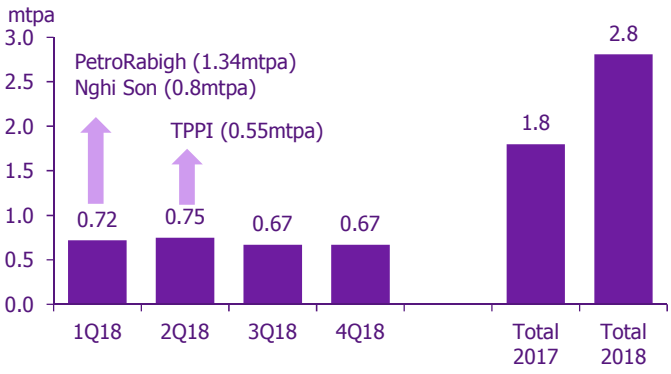
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: PE-naphtha spread



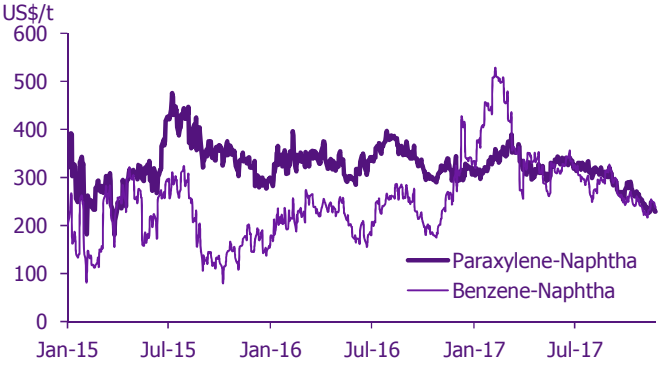
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Global PX capacity additions in 2018



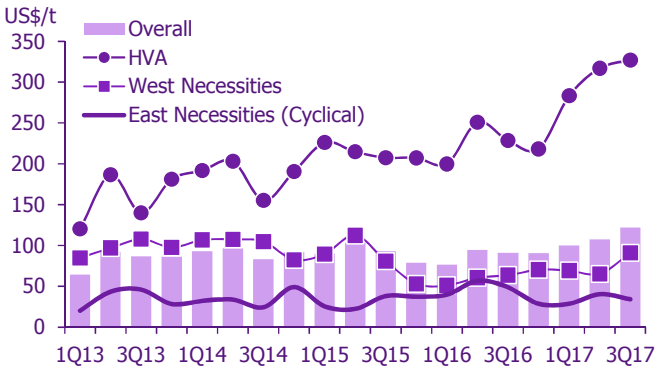
Source: PCI, TOP, SCBS Investment Research

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



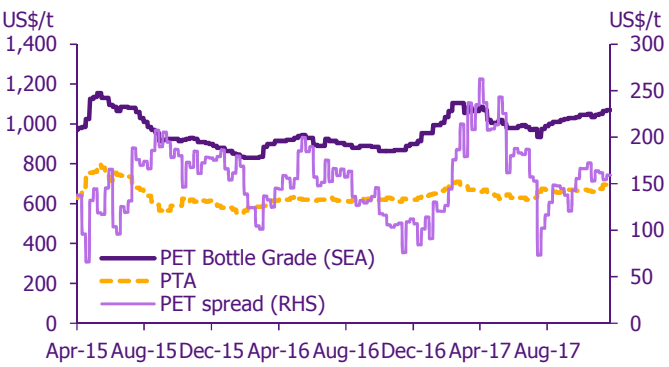
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: IVL's core EBITDA/ton



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 8: PET/PTA spread



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ได้เวลาเข้าซื้อบริษัทที่มีแนวโน้มฟื้นตัว

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

- **มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ผ่อนคลายลงในระยะหลังนี้จะหนุนให้ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยในตลาดระดับกลาง-บนปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ยังเข้มงวดสำหรับตลาดระดับล่าง**
- **สต็อกที่ยังขายไม่ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น: เป็นกังวลกับคอนโดระดับล่าง**
- **คาดยอดขายเติบโต 29% ในปี 2560 และ 10% ในปี 2561**
- **เราชอบบริษัทที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวและ valuation ต่ำ โดยในจำนวนหุ้น 7 ตัวภายใต้การวิเคราะห์ของเรา LPN และ QH มีคุณสมบัติตรงตามเกณฑ์ดังกล่าว**

มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อผ่อนคลายลง หนุนความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้น การเข้มงวดของธนาคารในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้เป็นกังวลมาสักระยะหนึ่งแล้ว อย่างไรก็ดี ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อที่จัดทำโดย ธปท. ล่าสุดบ่งชี้ว่าธนาคารเริ่มผ่อนคลายความเข้มงวดของมาตรฐานปล่อยสินเชื่อลง โดยดัชนีมาตรฐานการการพิจารณาสินเชื่อผ่อนคลายลงจากระดับ -23.0 ในไตรมาส 4/58 สู่ระดับเพียง -2.6 ในไตรมาส 3/60 เมื่อประกอบกับสัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ที่ลดลงสู่ 78.4% ในไตรมาส 2/60 จากจุดสูงสุดที่ 80.7% ในไตรมาส 1/59 ธปท.จึงไม่น่าจะนำนโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้นกว่านี้ แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้ความสามารถในการใช้จ่ายของผู้ซื้อบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้น สะท้อนถึงความต้องการซื้อบ้านเพิ่มมากขึ้น เราเชื่อว่าธนาคารจะยังคงความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อให้กับผู้มีรายได้น้อย ซึ่งฐานะการเงินอ่อนแอ แต่จะผ่อนคลายความเข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อให้กับกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-สูง ทั้งนี้ในจำนวนหุ้น 7 ตัวภายใต้การวิเคราะห์ของเรา บริษัทที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้มากที่สุด คือ AP, LH, LPN, QH, SIRI, และ SPALI ในขณะที่ PSH จะได้รับประโยชน์น้อยที่สุด เนื่องจากที่อยู่อาศัย 40% ของบริษัทอยู่ในตลาดระดับล่าง

ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่อยู่ที่ตลาดระดับกลาง-บน เราคาดว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจะอยู่ที่ตลาดระดับกลาง-บน เป็นส่วนใหญ่ สอดคล้องกับนโยบายปล่อยสินเชื่อของธนาคาร ตลาดที่อยู่อาศัยระดับล่าง (ทาวน์เฮ้าส์ และคอนโด ราคา <1 ล้านบาท/ยูนิต) อ่อนตัวลง เนื่องจากความเสี่ยงในการปฏิเสธสินเชื่อที่สูงกว่าตลาดระดับกลาง-บน และต้นทุนที่สูงขึ้น (โดยเฉพาะอย่างยิ่งต้นทุนที่ดิน ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 30-40% ของต้นทุนสินค้าขาย) ส่งผลทำให้อุปทานลดลง และเมื่อไม่มีอุปทาน อุปสงค์จึงปรับตัวลดลง: อุปสงค์ที่อยู่อาศัยระดับล่างหดตัวลงจากระดับมากกว่า 50% ของทั้งหมดในปี 2540-2546 เหลือเพียง 3% ในช่วงครึ่งแรกปี 60 บริษัทที่เน้นตลาดระดับล่างและได้รับผลกระทบจากทางลบได้แก่ PSH (ทาวน์เฮ้าส์) และ LPN (คอนโด) เราสังเกตเห็นการเคลื่อนไหวของอุปสงค์ในผลิตภัณฑ์ทดแทน: บ้านเดี่ยวราคา <3 ล้านบาท/ยูนิต จะถูกแทนที่โดยทาวน์เฮ้าส์ บริษัทที่เสียประโยชน์ คือ PSH แต่บริษัทที่ได้ประโยชน์ คือ QH และ SPALI

สต็อกรอการขายปรับตัวเพิ่มขึ้น: เป็นกังวลสำหรับคอนโดระดับล่าง ข้อมูลจาก AREA ระบุว่าสต็อกรอการขายปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% จากสิ้นปี 2559 สู่ 187,581 ยูนิต ณ สิ้นงวดครึ่งแรกปี 60 เนื่องจากการก่อสร้างบ้านแนวราบเป็นการก่อสร้างทีละเฟสตามอัตราการขาย ดังนั้นสต็อกรอการขายส่วนใหญ่จึงเป็นที่ดิน (ไม่ใช่บ้านสร้างเสร็จ) ซึ่งไม่เป็นกังวลสำหรับเรา แต่สต็อกรอการขายของคอนโดยังเป็นกังวล ถึงแม้ว่าจะเกิดขึ้นในเพียงบางทำเลและกลุ่มลูกค้า (ไม่ได้เกิดขึ้นทั้งตลาด) ยกตัวอย่างเช่น คอนโดระดับล่างตามแนวรถไฟฟ้าสายสีม่วง ย่านรังสิต และย่านงามวงศ์วาน

ยอดขายโดยรวมเติบโตในระดับที่น่าพอใจ เราคาดว่ายอดขายโดยรวมของบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ (AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, และ SPALI) จะเติบโต 29% สู่ 2.23 แสนล้านบาทในปี 2560 และ 10% สู่ 2.45 แสนล้านบาทในปี 2561 งบซื้อที่ดินที่เพิ่มขึ้น 23% ในปีนี้จะช่วยสนับสนุนให้โครงการเปิดใหม่และยอดขายเติบโตในปีหน้า

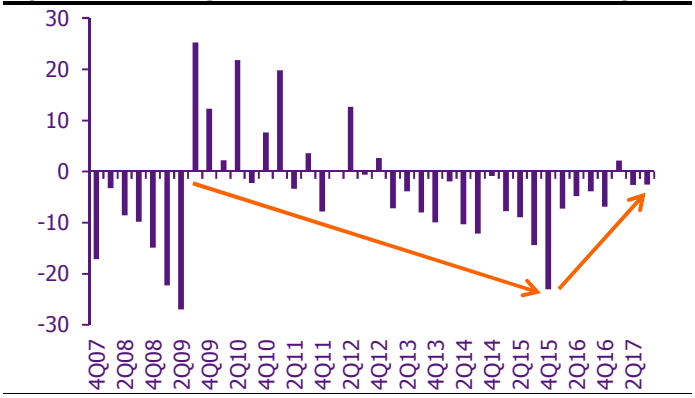
Top picks: LPN และ QH เราชอบบริษัทที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัว โดยกำไรมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง แต่ valuation ต่ำ ทั้งนี้ในจำนวนหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของเรา LPN มีแนวโน้มที่จะรายงานยอดขายเพิ่มขึ้น 20% และกำไรเติบโตสูงถึง 43% ในปีหน้า แต่หุ้นซื้อขายในระดับที่ไม่สมเหตุสมผลที่ -0.5SD PB ในขณะเดียวกันเราก็คาดว่า QH จะรายงานยอดขายและรายได้เติบโต 15% แต่หุ้นซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนถึง 19% ดังนั้นเราจึงเลือก LPN และ QH เป็น top picks ของกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

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	8.95	11.0	27.5	10.8	9.0	7.6	5	19	19	1.4	1.3	1.2	14	15	16	3.4	3.9	4.6	12.1	10.8	9.5
LH	Buy	10.30	13.0	32.8	15.0	13.5	13.6	21	11	(0)	2.6	2.5	2.5	18	19	18	6.3	8.4	6.6	15.1	12.8	15.2
LPN	Buy	13.50	16.0	23.6	9.2	17.0	11.9	(11)	(46)	43	1.6	1.6	1.5	18	9	13	6.7	3.6	5.1	8.5	16.6	12.3
PSH	Neutral	23.50	25.0	13.1	8.6	8.3	7.6	(21)	4	10	1.5	1.3	1.2	17	17	17	6.0	6.1	6.7	9.9	9.9	9.4
QH	Buy	3.08	4.1	39.3	10.0	9.0	7.8	7	11	15	1.4	1.3	1.2	15	15	16	4.9	5.4	6.2	13.3	12.0	10.1
SIRI	Buy	2.30	2.5	14.6	9.9	9.3	8.6	16	6	8	1.2	1.1	1.0	12	12	12	5.2	5.2	5.9	14.0	13.1	12.2
SPALI	Buy	23.80	33.0	43.8	8.4	8.8	7.3	12	(5)	21	1.8	1.8	1.4	23	22	22	4.4	0.0	5.1	10.6	10.1	8.4
Average					**10.3**	**10.7**	**9.2**	**4**	**(0)**	**17**	**1.6**	**1.6**	**1.4**	**17**	**16**	**16**	**5.3**	**4.7**	**5.7**	**11.9**	**12.2**	**11.0**

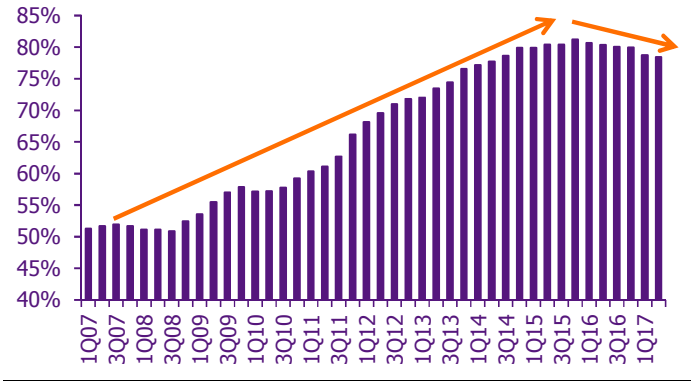
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Housing loan standards have been easing



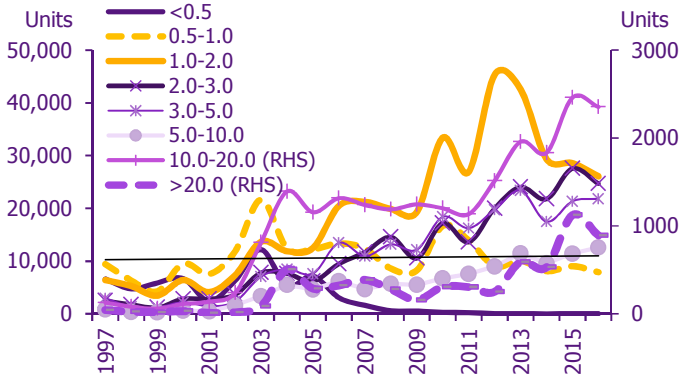
Source: BoT

Figure 2: Household debt/GDP diminishing



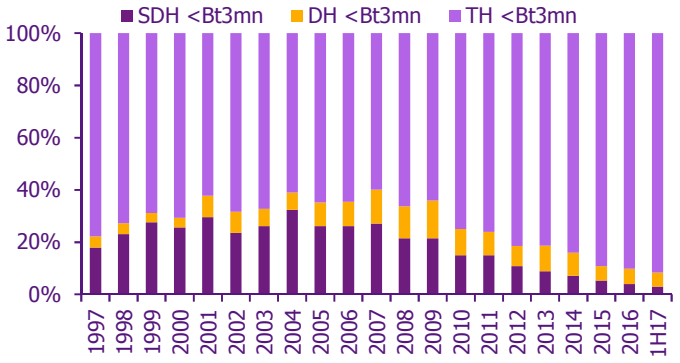
Source: BoT

Figure 3: Demand focused on mid- to high-end segment; no more <Bt1mn/unit



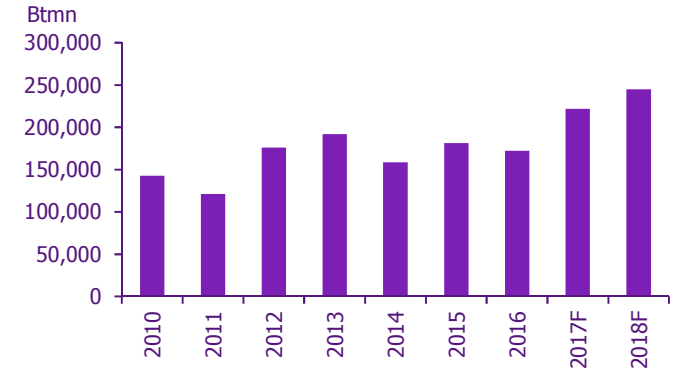
Source: AREA

Figure 4: Product substitution SDH <Bt3mn is replaced by TH <Bt3mn



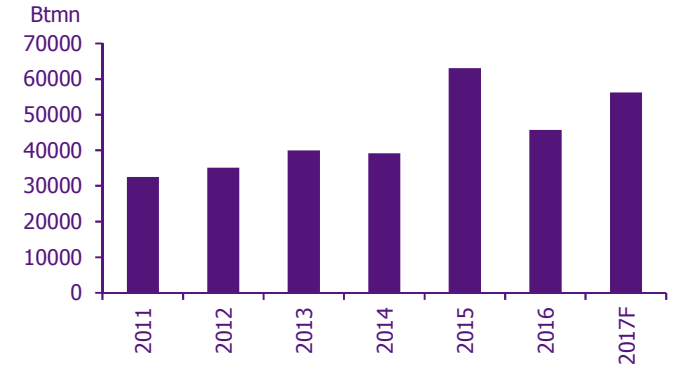
Source: AREA

Figure 5: Aggregate presales forecast growth of 29% in 2017 and 10% in 2018



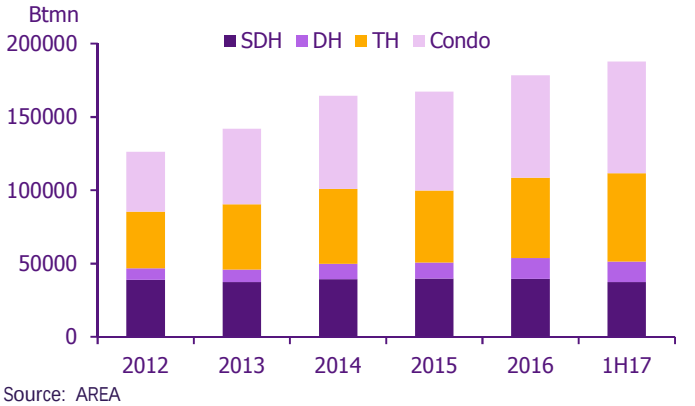
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 6: A recovery of land acquisition capex in 2017 will grow new launches and presales in 2018



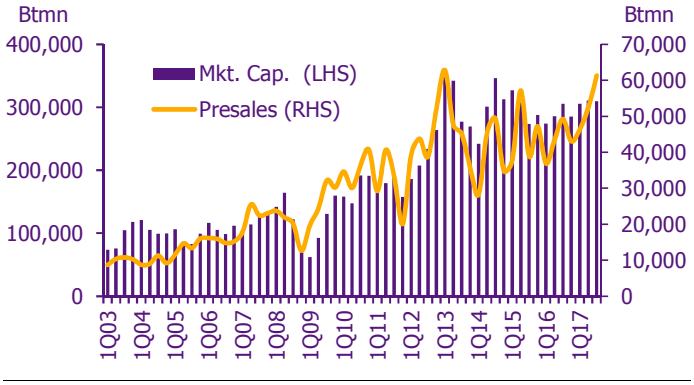
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 7: Growing unsold stock



Source: AREA

Figure 8: 90% correlation of share price to presales



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

ASP กับ MBKET มี valuation ที่ห่างกันมาก

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

- **เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4/60 ของกลุ่มหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่านายหน้าที่สูงขึ้น เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันแข็งแกร่งมากขึ้น และกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นเพราะ SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง**
- **คงคำแนะนำ "ซื้อ" ASP เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ และ "ขาย" MBKET เพราะ valuation แพง**

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ แข็งแกร่ง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) แข็งแกร่งต่อเนื่องที่ 5.7 หมื่นล้านบาทในเดือนตุลาคม และ 5.3 หมื่นล้านบาทในเดือนพฤศจิกายน มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 4/60 (ณ เดือนพฤศจิกายน) อยู่ที่ 5.6 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 26% QoQ และ 13% YoY มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.5 หมื่นล้านบาท เท่ากับประมาณการทั้งปีของเราที่ 4.5 หมื่นล้านบาท (เทียบกับ 4.7 หมื่นล้านบาทในปี 2559)

ส่วนแบ่งการตลาดในไตรมาส 4/60 เพิ่มขึ้น QoQ หลังจากส่วนแบ่งตลาดลดลงอย่างมากในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ทั้ง MBKET และ ASP ก็สามารถจัดการให้ส่วนแบ่งการตลาดของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนตุลาคมและพฤศจิกายน ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นจาก 5.83% ในไตรมาส 3/60 สู่ 6.19% ในเดือนตุลาคม และ 6.72% ในเดือนพฤศจิกายน ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP เพิ่มขึ้นจาก 2.64% ในไตรมาส 3/60 สู่ 2.85% ในเดือนตุลาคม และ 2.7% ในเดือนพฤศจิกายน

รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่นายหน้าดีต่อเนื่อง เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าจะดีต่อเนื่องในไตรมาส 4/60 MBKET เปิดเผยว่าบริษัทมีดีลงานวาณิชธนกิจรออยู่อีก 25 ดีล ซึ่งประกอบด้วย M&A 3-4 ดีล, REIT 3-4 ดีล, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 1-2 ดีล, IPO 14-15 ดีล, การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัด (private placement) 3-4 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 1-2 ดีล MBKET ทำดีล IPO แล้ว 2 ดีล คือ สหไทย เทอร์มินอล (PORT) มูลค่า IPO 540 ล้านบาท และกรังด์ปรีซ์ อินเตอร์เนชั่นแนล (GPI) มูลค่า IPO 350 ล้านบาท ในไตรมาส 4/60 ในขณะที่ ASP มีงานวาณิชธนกิจ (IB) 58 ดีลอยู่ในมือ โดยในจำนวนนี้เป็นดีล IPO 27 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 31 ดีล รายได้ค่าธรรมเนียมการบริหารสินทรัพย์ของ ASP ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้า เติบโต 34% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 และน่าจะเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 4/60 อันเป็นมาจากการ rally ของ SET

กำไรจากเงินลงทุนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการ rally ของ SET เราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนจะเพิ่มขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/60 หลังจาก SET ปรับขึ้นถึง 11% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ASP น่าจะได้รับประโยชน์จากการ rally ของ SET ในระยะหลังนี้มากกว่า MBKET เนื่องจาก ASP มีพอร์ตการลงทุนใหญ่กว่า MBKET ทั้งนี้ ณ ไตรมาส 2/60 ASP มีเงินลงทุนในหุ้นจำนวน 2.7 พันล้านบาท (ทั้งตลาดในประเทศและตลาดต่างประเทศ) และ MBKET มีเงินลงทุนในหุ้นจำนวน 1.3 พันล้านบาท

คาดการณ์กำไรไตรมาส 4/60: เพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY สำหรับ MBKET เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 4/60 ในเบื้องต้นที่ 232 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 123% QoQ (หลักๆ เกิดจากค่าธรรมเนียมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์) แต่ลดลง 6% YoY สำหรับ ASP เราคาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 4/60 ในเบื้องต้นที่ 207 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% QoQ (จากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์, รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้า, และกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น) แต่จะลดลง 5% YoY

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ASP และ "ขาย" MBKET ASP กับ MBKET มี valuation ที่ห่างกันมาก เนื่องจาก ASP ซื้อขายที่ PER 11 เท่า (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7%) และ MBKET ซื้อขายที่ PER 17 เท่า (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.8%) เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ASP เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับที่น่าสนใจที่ 7% ในปี 2560 ASP จะได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ระดับสูงในไตรมาส 4/60 ดีลงาน IB ที่มีอยู่ในมือจำนวนมากจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในปี 2561 ผ่านรายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้า เรายังคงคำแนะนำ "ขาย" MBKET เนื่องจาก valuation ปัจจุบันยังไม่สะท้อนกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2561 โดยมีสาเหตุมาส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลงมาก

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	3.96	4.2	13.0	11.0	11.1	11.6	35	(0)	(4)	1.8	1.7	1.7	16	16	15	7.6	7.2	6.9
MBKET	Sell	21.60	20.0	(1.9)	12.7	17.3	18.3	(4)	(27)	(5)	2.5	2.7	2.7	20	15	15	7.9	5.8	5.5
Average					**11.8**	**14.2**	**14.9**	**15**	**(14)**	**(5)**	**2.1**	**2.2**	**2.2**	**18**	**15**	**15**	**7.7**	**6.5**	**6.2**

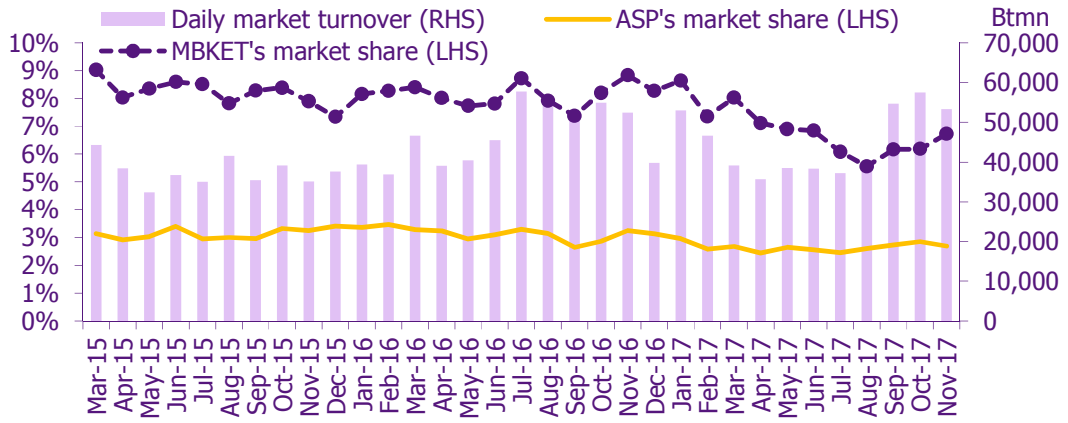
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	3.9	18
Bt45bn — base case	4.2	20
Bt50bn	4.6	22
2017F EPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.33	1.15
Bt45bn — base case	0.36	1.25
Bt50bn	0.39	1.34
2017F DPS (Bt) at 2017F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.26	1.15
Bt45bn — base case	0.29	1.25
Bt50bn	0.31	1.34
Dividend payout	80%	100%
Target PE (x)	**11.9**	**16.0**

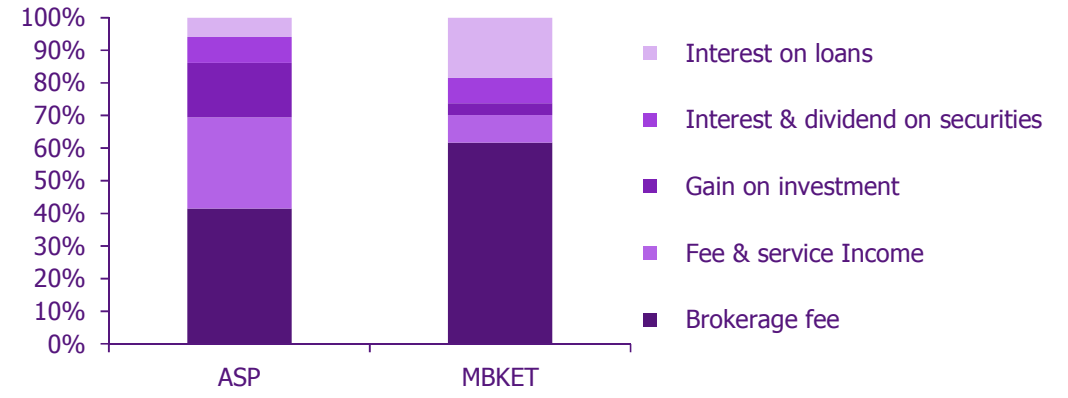
Source: SCBS Investment Research

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

ถูกครอบงำด้วยการประมูลที่ใกล้เข้ามา

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

- **การประมูลคลื่น 900MHz และ 1800MHz มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในเดือนพฤษภาคม 2561 แต่เราเชื่อว่ากรอบเวลาและเงื่อนไขยังไม่มีความชัดเจน**
- **เราคาดการณ์ตามหลักความระมัดระวังว่า ADVANC กับ TRUE จะชนะประมูลใบอนุญาตคลื่น 1800MHz รายละ 2x15MHz เราปรับราคาเป้าหมายของ ADVANC ลดลงสู่ 215 บาท (จาก 230 บาท และปรับราคาเป้าหมายของ TRUE ลดลงสู่ 6.6 บาท (จาก 8 บาท)**
- **ADVANC เป็น top pick ของเรา เนื่องจากบริษัทยังคงเปลี่ยนลูกค้าเติมเงินเป็นรายเดือนได้ช้ากว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายอื่น ๆ และผลตอบแทนจากเงินปันผลยังอยู่ในระดับสูงที่ 4%**

กสทช.ชุดรักษาการจะทำหน้าที่จัดประมูลคลื่น 900MHz และ 1800MHz ภายในเดือนพ.ค.ปีหน้า คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ชุดรักษาการพยายามที่จะเปิดประมูลใบอนุญาตใหม่ จำนวน 4 ใบ ภายในเดือนพ.ค. โดยแบ่งเป็นใบอนุญาตคลื่น 900MHz ขนาดคลื่นความถี่ 5MHz จำนวน 1 ใบ และใบอนุญาตคลื่น 1800MHz ขนาดคลื่นความถี่ 15MHz จำนวน 3 ใบ ราคาขั้นต่ำของการประมูลคลื่น 900MHz ชุดละ 2x5MHz จะอยู่ที่ 37,450 ล้านบาท และราคาขั้นต่ำของการประมูลคลื่น 1800MHz ชุดละ 2x15MHz จะอยู่ที่ 37,988 ล้านบาท ใบอนุญาต 4 ใบนี้มีอายุเท่ากันที่ 15 ปี นอกจากนี้ กสทช.ชุดรักษาการยังอนุญาตให้ JAS เข้าร่วมการประมูลที่กำลังจะมีขึ้น และนำเกณฑ์ N-1 มาใช้ในการประมูลครั้งนี้ด้วย กระบวนการถัดไปที่กสทช.ชุดรักษาการจะทำ คือ จัดประชุมรับฟังความคิดเห็นสาธารณะ (ประชาพิจารณ์) ภายในกลางเดือนธ.ค. 2560 ต่อจากนั้น กสทช.รักษาการก็จะนำสรุปข้อสนเทศ (IM) ประกาศลงในราชกิจจานุเบกษาประมาณเดือนม.ค. 2561 จากนั้นก็จะเริ่มกระบวนการคัดเลือกคุณสมบัติเพื่อหาผู้มีสิทธิเสนอราคาในเดือนก.พ. และจัดประมูลภายในเดือนพ.ค. 2561

กสทช.กำหนดกรอบเวลาจัดประมูลที่ท้าทาย แม้ กสทช.กำหนดกรอบเวลาไว้หมดแล้ว แต่เราเชื่อว่ายังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการประมูลที่จะมีขึ้นในเดือนพ.ค. 2561 ทั้งนี้เป็นเพราะเราเชื่อว่า กสทช.ชุดใหม่ที่ยังไม่ได้จัดตั้งจะเป็นผู้มีอำนาจเต็มในการจัดประมูลดังกล่าว ปัจจุบันกระบวนการสรรหา กสทช.ชุดใหม่เริ่มต้นแล้ว และเราคาดว่ากสทช.ชุดใหม่จะสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้ประมาณเดือนมี.ค. 2561 เราคาดว่ากสทช.ชุดใหม่จะทบทวนสรุปข้อสนเทศ (IM) เดิมที่จัดทำโดยกสทช.ชุดรักษาการ โดยกสทช.ชุดใหม่จะใช้เวลาประมาณ 2-3 เดือนในการทบทวนสรุปข้อสนเทศ (IM) ก่อนที่จะเริ่มกระบวนการประมูลอีกครั้ง ดังนั้นเราเชื่อว่าสรุปข้อสนเทศ (IM) ฉบับปัจจุบัน โดยเฉพาะประเด็นเกี่ยวกับ JAS และเกณฑ์ N-1 ยังมีโอกาสที่จะปรับเปลี่ยนได้

ปรับประมาณการเพื่อสะท้อนการประมูลที่ใกล้เข้ามา ทั้งนี้เพื่อยึดหลักความระมัดระวัง เราจึงใช้สมมติฐานว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้ง 3 รายจะชนะการประมูลใบอนุญาตคลื่น 1800MHz รายละ 1 ใบ ที่ราคาสุดท้ายสูงกว่าราคาขั้นต่ำอยู่ 20% (หรือประมาณ 45,000 ล้านบาท) ดังนั้นเราจึงปรับราคาเป้าหมายของ ADVANC ลดลง 15 บาท/หุ้น สู่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 215 บาท, ปรับราคาเป้าหมายของ DTAC ลดลง 3 บาท/หุ้น สู่ 52 บาท, และปรับราคาเป้าหมายของ TRUE ลดลง 1.34 บาท/หุ้น สู่ 6.6 บาท ทั้งนี้เราใช้สมมติฐานว่า DTAC จะจ่ายราคาสุดท้ายในราคาที่ ADVANC และ TRUE ชนะประมูลใบอนุญาตอีก 2 ใบ ในแง่ของแนวโน้มความสามารถในการทำกำไร ค่าตัดจำหน่ายจากการได้คลื่น 1800MHz มาจะอยู่ที่ 3 พันล้านบาท/ปีในระยะ 15 ปีข้างหน้า เราใช้สมมติฐานว่าผลกระทบด้านลบต่อกำไรสุทธิจะเริ่มมีให้เห็นตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นไป โดยจะส่งผลกระทบทำให้กำไรในปี 2562 ของ ADVANC ลดลง 8%, DTAC ลดลง 10%, และ TRUE ลดลง 50%

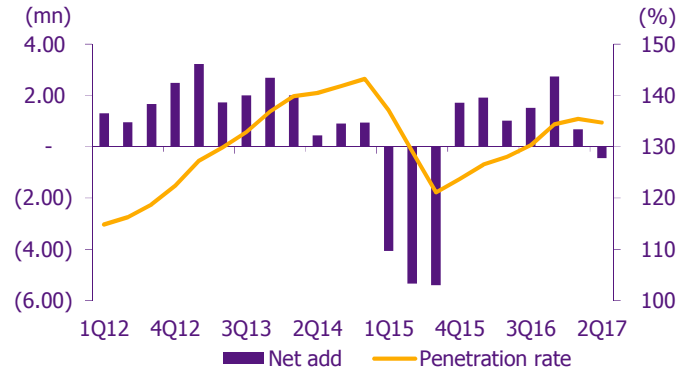
"ซื้อ" ADVANC และ TRUE ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการประมูลที่ใกล้เข้ามาอ้างอิงราคาและผู้มาใหม่จะเป็นปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อกลุ่มสื่อสาร แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ดูเหมือนจะตอบรับมากเกินไปต่อการประมูลที่กำลังจะมาถึง ในขณะที่เรารวมเอาราคาประมูลใบอนุญาตที่คาดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายจะเสนอประมูลเข้ามาไว้ในประมาณการแล้ว แต่ราคาหุ้นปัจจุบันยังคงมี upside สู่ราคาเป้าหมายใหม่ของเรา เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมาย 215 บาท และ TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย 6.6 บาท ในขณะที่แนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC ด้วยราคาเป้าหมาย 52 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	176.00	215.0	26.6	23.9	16.9	15.7	(44)	42	8	12.3	10.8	10.3	48	68	67	5.7	4.1	4.5	10.0	9.6	9.1
DTAC	Neutral	42.75	52.0	21.6	122.1	45.9	36.1	(87)	166	27	3.7	3.7	3.7	3	8	10	1.0	0.0	0.0	6.3	6.9	6.4
INTUCH	Buy	54.50	70.0	36.3	14.0	13.4	12.7	(25)	5	5	12.3	12.3	12.3	87	92	97	9.4	7.5	7.9	14.0	14.1	13.0
THCOM	Sell	13.00	16.5	29.7	9.8	11.1	15.9	(46)	(12)	(30)	0.7	0.7	0.7	8	7	5	5.0	3.9	2.8	4.4	4.3	4.2
TRUE	Buy	5.70	6.6	15.8	n.m.	n.m.	116.2	n.m.	(42)	n.m.	1.1	1.4	1.4	(2)	(3)	1	0.0	0.0	0.0	8.3	10.8	9.1
Average					**42.5**	**21.8**	**39.3**	**(50)**	**32**	**3**	**6.0**	**5.8**	**5.7**	**29**	**34**	**36**	**4.2**	**3.1**	**3.0**	**8.6**	**9.1**	**8.4**

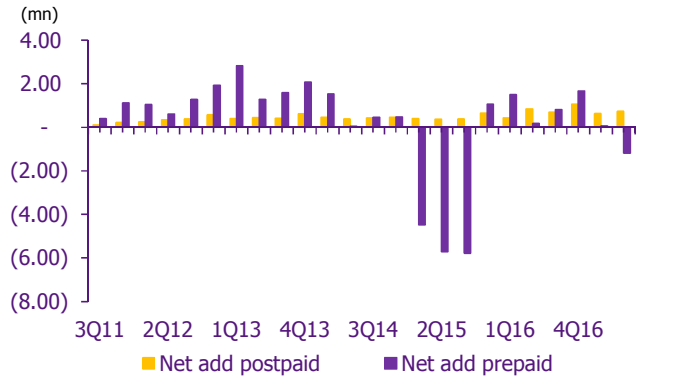
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Net adds started to come down in 2Q17



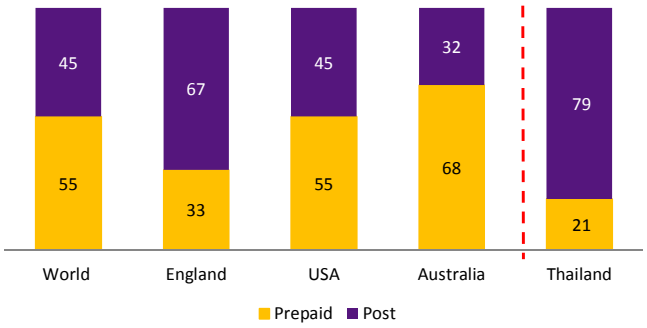
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 2: Postpaid net adds rose against the industry



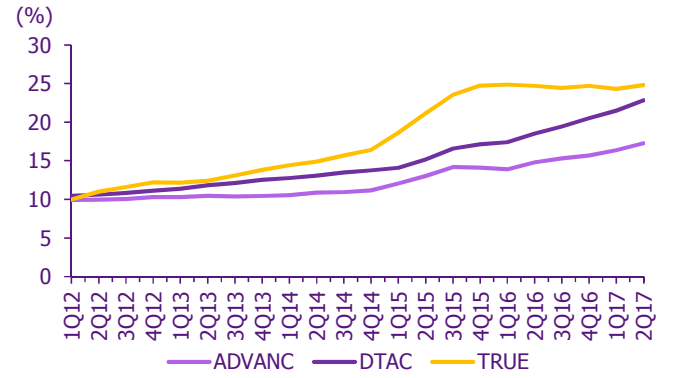
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 3: Growing postpaid subs still account for less



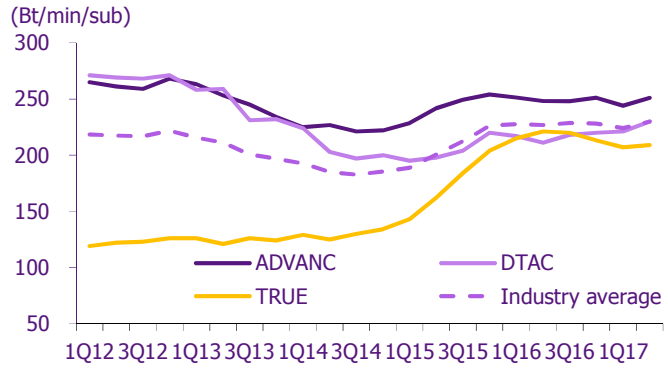
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 4: ADVANC is still lagging its peers on postpaid



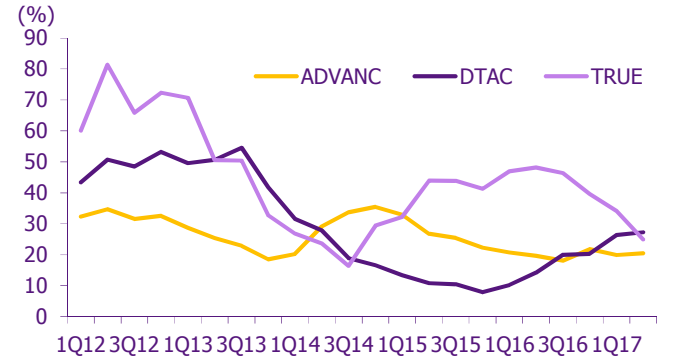
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 5: Blended ARPU is trending up



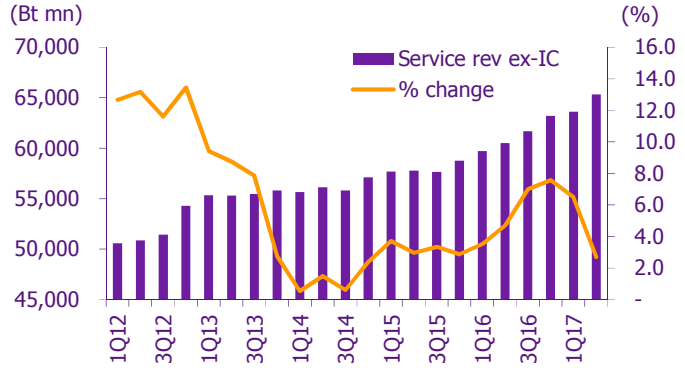
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 6: Non-voice revenue continues to grow



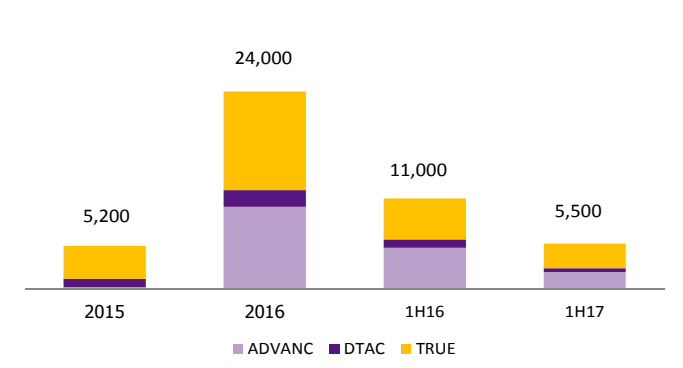
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: Revenue for sector is rising



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 8: Handset subsidy for the sector



Source: The company and SCBS Investment Research

เติบโตตามอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย

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

- **เรามองว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 มีแนวโน้มเติบโตจากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลงภายหลังการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทย และช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย**
- **แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกในปี 2561 จากการคาดการณ์ว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% YoY จะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมสูงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลทำให้ ARR และกำไรของผู้ประกอบการโรงแรมเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง**
- **Top picks คือ ERW และ CENTEL**

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้น เรามองว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยในไตรมาส 4/60-ไตรมาส 1/61 มีแนวโน้มเติบโตจากฐานต่ำที่มีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลงภายหลังการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญในประเทศไทย และช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัย ข้อมูลอย่างเป็นทางการเมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนตุลาคมปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% YoY เร่งตัวขึ้นจากที่เติบโต 5% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ปัจจัยกระตุ้นหลักๆ คือ ตลาดจีน (30% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ที่เติบโตมากถึง 70% YoY โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวันหยุดยาว golden week ของจีน และฐานต่ำของปีก่อน เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศจะเติบโต 9% YoY ในปี 2560 (35.5 ล้านคน) ซึ่งหมายความว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนพฤศจิกายน-ธันวาคม จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 21% YoY และเติบโต 7% YoY ในปี 2561 (38 ล้านคน)

อัตราการเข้าพักสูง, ARR สูงขึ้น ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ผู้ประกอบการโรงแรมสามารถรักษาอัตราการเข้าพักไว้ในระดับสูงได้: ERW รายงานอัตราการเข้าพักแข็งแกร่งที่ 85% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 ตามมาด้วย CENTEL ที่ 82% (ไม่รวมโรงแรมในมัลดีฟส์) และ MINT ที่ 76% (โรงแรมของบริษัทเองในประเทศไทย) และเปิดโอกาสให้บริษัทเหล่านี้ขึ้นอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR): ARR ปรับขึ้น 5% YoY สำหรับ CENTEL, 4% YoY สำหรับ ERW, และ 3% YoY สำหรับ MINT และเรามองว่า ARR ที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโตโดยไม่มีต้นทุนเพิ่ม ERW อยู่ในสถานะดีที่สุดที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้ เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวและมีต้นทุนคงที่สูง ซึ่งสะท้อนให้เห็นในกำไรปกติของ ERW ที่เติบโตสูงถึง 40% YoY ในช่วง 9 เดือนแรกปี 60 แข็งแกร่งกว่า MINT ที่กำไรปกติเติบโต 17% YoY (ถูกฉุดลงโดยธุรกิจอาหาร) และ CENTEL ที่กำไรปกติเติบโต 6% YoY (ถูกฉุดลงโดยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของโรงแรมในมัลดีฟส์)

กำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2561 แนวโน้มอุตสาหกรรมที่เป็นบวกจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะส่งผลทำให้ ARR และกำไรของผู้ประกอบการโรงแรมปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 2561 ปี 2560 จะเป็นปีที่กำไรปกติของ ERW ดีที่สุดนับตั้งแต่ปี 2549 และเราคาดว่าโมเมนตัมกำไรจะแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดย core EPS จะเติบโต 21% YoY ในปี 2561 แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มโรงแรม เราคาดว่า CENTEL จะรายงาน core EPS ปี 2561 เติบโต 17% YoY ตามด้วย MINT ที่ 11% YoY

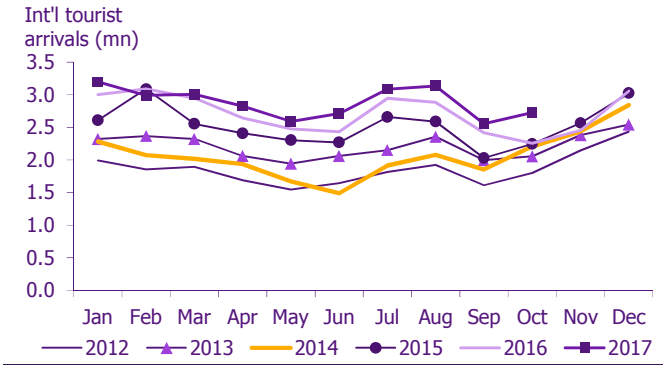
ชอบ ERW และ CENTEL ราคาหุ้นโรงแรมปรับตัวขึ้นโดดเด่น YTD นำโดย ERW ที่ +84%, CENTEL ที่ +33%, และ MINT ที่ +25% เทียบกับ SET ที่ +11% ERW (ราคาเป้าหมาย 10 บาท/หุ้น) เป็น top pick อันดับหนึ่งของเราในกลุ่มโรงแรม แม้ราคาหุ้นปรับขึ้นมามาก YTD แต่หุ้น ERW ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2561 ระดับ 16 เท่า ต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2556-58 ที่ 18-22 เท่า และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 4% และเราเชื่อว่าปัจจัยบวก คือ ผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นให้เห็นแล้ว และการเข้าสู่วัฏจักรกำไรรอบใหม่ จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ เราชอบ CENTEL (ราคาเป้าหมาย 60 บาท/หุ้น) เพราะ valuation น่าสนใจเมื่อเทียบกับ MINT ที่เป็นคู่แข่งโดยตรง: ราคาหุ้น CENTEL ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไรที่ 1.7 เท่า ต่ำกว่าระดับ 2.8 เท่าของ MINT

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	53.00	60.0	14.6	38.7	34.6	29.6	11	12	17	6.4	5.8	5.2	18	18	18	1.0	1.2	1.4	16.6	15.8	14.3
ERW	Buy	8.30	10.0	21.4	59.4	43.7	36.2	77	36	21	4.1	3.8	3.6	7	9	10	0.7	0.8	1.0	17.8	16.2	15.7
MINT	Buy	44.50	50.0	13.4	42.7	35.6	32.3	(1)	20	10	4.8	4.4	4.3	12	13	14	0.8	1.0	1.1	22.5	20.1	18.4
Average					**46.9**	**38.0**	**32.7**	**29**	**22**	**16**	**5.1**	**4.7**	**4.3**	**12**	**13**	**14**	**0.8**	**1.0**	**1.1**	**19.0**	**17.3**	**16.1**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Improving Thai tourism

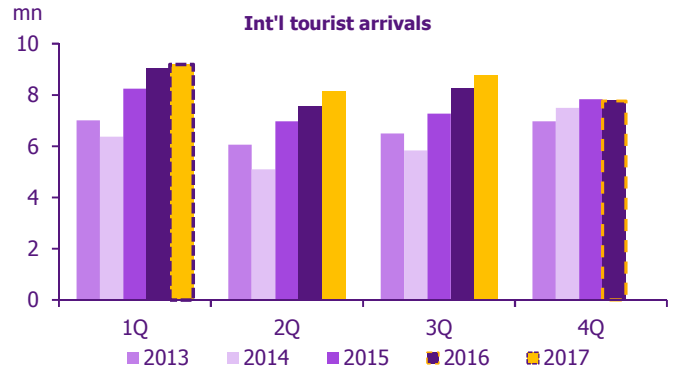


Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism to grow 7% YoY in 2018

Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Low base for Thai tourism in 4Q16-1Q17

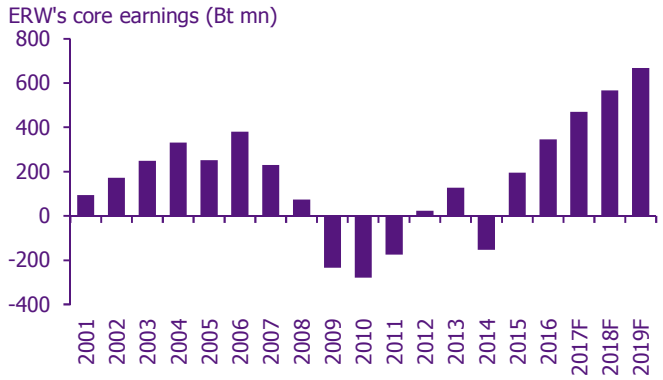


Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4: Low base for Thai tourism in 4Q16-1Q17

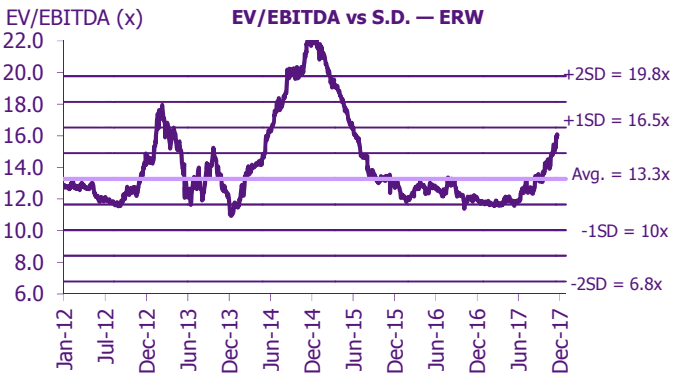
Source: Department of Tourism, Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW's earnings forecast



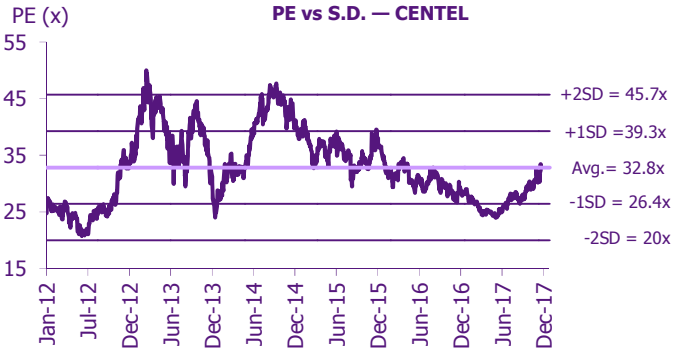
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: ERW EV/EBITDA band



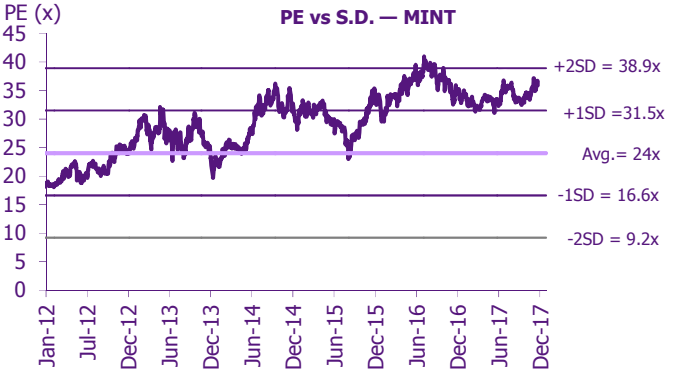
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: CENTEL PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 8: MINT PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

รถไฟฟ้ากำลังจะมาเพิ่ม!

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

- **เราคาดว่าระบบการขนส่งทางบกในประเทศไทยจะมีการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างเกิดขึ้น เนื่องจากการพัฒนาระบบขนส่งมวลชนทางรางจัดเป็นงานสำคัญอันดับต้น ๆ ของรัฐบาล ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 5 เท่า จาก 110 กม.ในปัจจุบัน สู่ 515 กม.ภายในปี 2572**
- **BTS และ BEM มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์ 2 ทาง: ทางแรก คือ ชนะประมูลสัญญาโครงการรถไฟฟ้าเพิ่ม และทางที่สอง คือ ได้ผู้โดยสารส่งต่อมาจากรถไฟฟ้าเส้นใหม่**
- **Top pick ของเรา คือ BTS เพราะมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า BEM**

ระบบขนส่งมวลชนทางรางมีแนวโน้มเติบโตสูง ในระยะ 5 ปีข้างหน้า เราคาดว่าระบบขนส่งมวลชนทางรางจะกลายเป็นรูปแบบการขนส่งสาธารณะที่สำคัญประเภทหนึ่งควบคู่ไปกับรถโดยสารประจำทางและเรือข้ามฟาก ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางราง (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นความต้องการใช้บริการ) จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับแผนแม่บทระบบขนส่งมวลชนทางราง (M-Map) ฉบับล่าสุด ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 500% จาก 110 กม. สู่ 515 กม.ภายในปี 2572 ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนประชากรที่อาศัยอยู่ในพื้นที่ที่สามารถเข้าถึงเส้นทางระบบขนส่งมวลชนทางรางได้ง่ายเพิ่มขึ้น 5 เท่าจาก 2.4 ล้านคนในปี 2559 สู่ 11.7 ล้านคนในปี 2572 จำนวนผู้โดยสารที่ใช้บริการระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้นจาก 1 ล้านคนในปัจจุบัน สู่ 4.3 ล้านคนในปี 2562 และ 7.8 ล้านคนในปี 2572 คิดเป็นอัตราการเติบโตของปริมาณผู้โดยสารทั้งระบบที่ CAGR 18% ในระหว่างปี 2560-72 จาก CAGR 12% ในปี 2542-2559

ทางพิเศษใกล้ถึงจุดอิ่มตัว เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของธุรกิจทางพิเศษน้อยกว่าธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางราง ประการแรก รัฐบาลไม่ได้ส่งเสริมให้ใช้รถยนต์ส่วนตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรุงเทพฯ ซึ่งการจราจรแออัดเป็นปัญหาใหญ่ ดังนั้นจึงมีโครงการก่อสร้างทางพิเศษน้อยกว่าระบบขนส่งมวลชนทางรางในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ประการที่สอง โครงการสร้างทางพิเศษเส้นใหม่มีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากรัฐวิสาหกิจ โดยรัฐบาลได้จัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (Thailand Future Fund) เพื่อใช้เป็นเครื่องมือระดมทุน ประการสุดท้าย เราคาดว่าจำนวนผู้ครอบครองรถยนต์ใหม่จะมีจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรุงเทพฯ ซึ่งการครอบครองรถยนต์อยู่ที่ประมาณ 527 คันต่อประชากร 1,000 คน ใกล้เคียงกับประเทศพัฒนาแล้วอย่างฮ่องกง สะท้อนถึงอัตราการเติบโตของปริมาณจราจรบนทางพิเศษในกรุงเทพฯ ที่ชะลอตัวลงในอนาคต

BTS และ BEM จะได้รับประโยชน์มากที่สุด การเติบโตของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะส่งผลดีต่อ BTS และ BEM มากที่สุด ทั้งนี้มีโครงการรถไฟฟ้า 4 สายเปิดประมูลในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และ BTS กับ BEM ชนะการประมูลทั้งหมด ซึ่งเป็นเพราะบริษัทสองแห่งนี้ไม่เพียงแต่มีความได้เปรียบด้านต้นทุนเท่านั้น แต่ยังสามารถเชื่อมต่อเส้นทางใหม่กับเส้นทางเดินรถเดิมซึ่งผู้มาใหม่ไม่มีด้วย เราคาดว่า BTS และ BEM จะชนะประมูลโครงการอย่างน้อย 1 หรือ 2 โครงการในอนาคตอันใกล้นี้ ซึ่งรวมถึงโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม มูลค่า 4.0 หมื่นล้านบาท (สำหรับงาน E&M) เรายังไม่ได้รวมโครงการใหม่ใดๆ เข้ามาในประมาณการของเรา ในกรณีเลวร้ายถ้า BTS และ BEM แพ้ประมูล บริษัทจะยังได้ผู้โดยสารส่งต่อมาจากรถไฟฟ้าเส้นใหม่ ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนผู้โดยสารในเส้นทางเดินรถปัจจุบันของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้น

ชอบ BTS มากกว่า BEM เพราะมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า เราแนะนำ “ซื้อ” BTS ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 11 บาท และเลือกเป็น top pick ของเรา เราแนะนำ “Neutral” สำหรับ BEM ด้วยราคาป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 8.3 บาท เนื่องจากธุรกิจทางพิเศษที่ให้อัตรากำไรสูงและสร้างกระแสเงินสดให้กับบริษัทจะเริ่มเข้าสู่จุดอิ่มตัว เราชอบ BTS มากกว่า BEM ด้วยเหตุผลหลายประการด้วยกัน: ประการแรก BTS มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้นในระยะ 10 ปีข้างหน้ามากกว่า BEM เพราะ BTS มีความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางเกือบสองเท่าของ BEM นอกจากนี้เส้นทางเดินรถของบริษัทก็กระจายตัวมากกว่าและครอบคลุมพื้นที่ของกรุงเทพฯ และปริมณฑลมากกว่า BEM ประการที่สอง EBITDA ของ BTS มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายเครือข่ายเส้นทางเดินรถ ในขณะที่ EBITDA ของ BEM มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากการสิ้นสุดสัญญาสัมปทานทางพิเศษ

Valuation summary

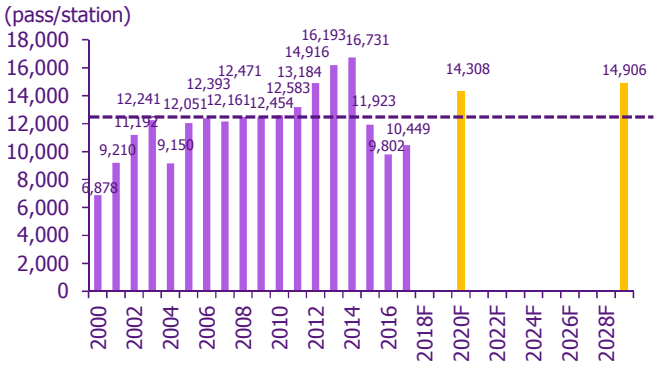
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F	16A	17F	18F
BEM	Neutral	8.00	8.3	6.1	47.5	36.5	30.0	90	30	22	4.1	3.9	3.7	9	11	13	1.5	1.9	2.3	19.0	16.6	16.9
BTS	Buy	8.35	11.0	33.3	77.1	65.2	50.1	(26)	18	30	2.2	2.2	2.2	3	3	4	2.9	1.2	1.6	40.2	36.0	31.2
Average					**62.3**	**50.8**	**40.0**	**32**	**24**	**26**	**3.1**	**3.1**	**2.9**	**6**	**7**	**9**	**2.2**	**1.6**	**2.0**	**29.6**	**26.3**	**24.0**

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: There is high correlation between track length and traffic volume

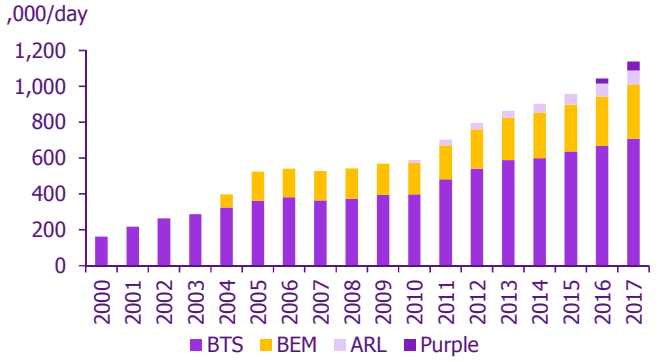
Source: The Office of Transport and Traffic Policy &Planning and SCBS Investment Research

Figure 2: Rising supply in mass transit will trigger an increase in demand



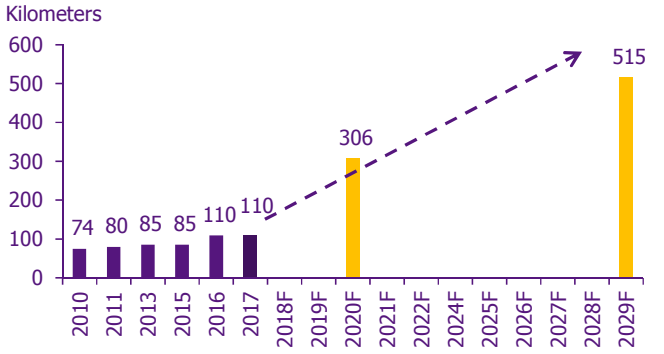
Source: The Office of Transport and Traffic Policy &Planning and SCBS Investment Research

Figure 3: More lines add more passengers



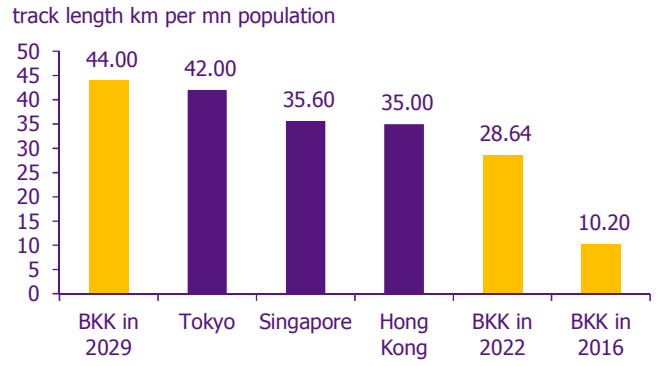
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 4: Rail mass transit expanding hugely



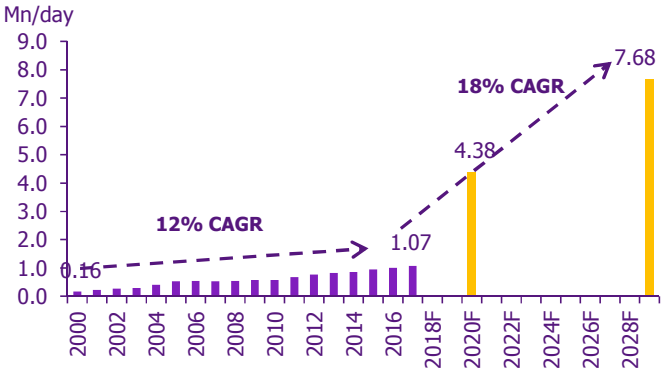
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 5: Km/population will catch up with peers



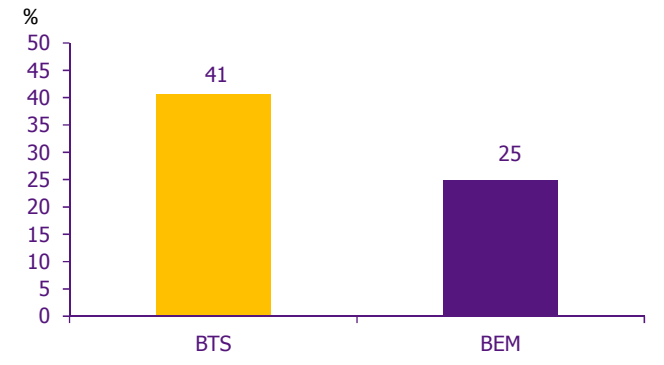
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 6: The demand for rail mass transit will accelerate over the next ten years



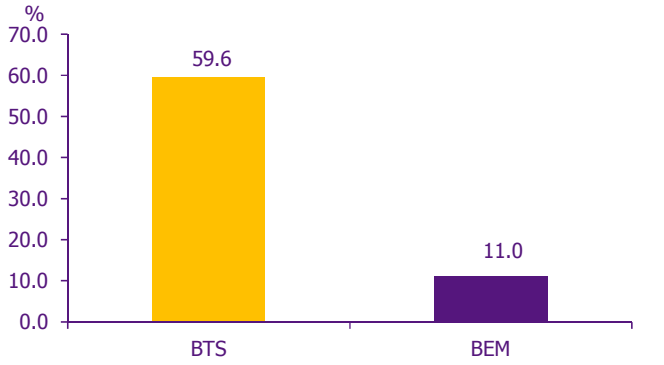
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: BTS has more exposure to mass transit in terms of revenue



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 8: BTS's EBITDA margin is also higher than BEM for the mass transit business



Source: The company and SCBS Investment Research

เลือกซื้อหุ้นที่กำไรเติบโตและ laggard

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

- **สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60: กำไรปกติโดยรวมเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 29% YoY**
- **กำลังการผลิตในปี 2561 จะเติบโตน้อยกว่าปี 2560**
- **ค่า Ft จะอยู่ในระดับทรงตัวในเดือนม.ค.-เม.ย. 2561 (จาก ก.ย.-ธ.ค. 2560) แต่เพิ่มขึ้น YoY**
- **WHAUP และ RATCH เป็น top picks ของเรา**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/60: กำไรโดยรวมเติบโต 29% YoY กำไรปกติของหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค 10 ตัวภายใต้การวิเคราะห์ของเราเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 29% YoY สู่ 1.24 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/60 จากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า, การลงทุนใหม่, การหยุดซ่อมบำรุงน้อยลง, และค่า Ft ที่เพิ่มขึ้น 11.48 สตางค์ YoY บริษัททั้งหมด 10 บริษัทรายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY นำโดย: 1) WHAUP: 143% โดยเกิดจากการ COD โรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) 4 โรง และค่าความพร้อมจ่ายที่เพิ่มขึ้นของ Gheco 1; 2) BCPG: 80% โดยเกิดจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนใต้พิภพ (การลงทุนล่าสุดของบริษัท) ตลอดทั้งไตรมาส; 3) BPP: 63% โดยเกิดจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นถึง 4 เท่า YoY จากโรงไฟฟ้าหงสาซึ่งดำเนินงานอย่างราบรื่นมาตั้งแต่ไตรมาส 2/60; 4) RATCH: 58% จากการเติบโตของโรงไฟฟ้าหงสา และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นเท่าตัว YoY จาก NNEG ซึ่งดำเนินงานมาครบ 1 ปีแล้ว ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ กำไรปกติโดยรวมลดลง 8% QoQ จากปัจจัยฤดูกาล; บริษัทที่รายงานกำไรเพิ่มขึ้น QoQ มากที่สุด คือ CKP (1043%) โดยเกิดจากผลการดำเนินงานที่ดีตามฤดูกาลของโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว และการ COD ของ BIC2

กำลังการผลิตในปี 2561 จะเติบโตน้อยกว่าปี 2560 ในปี 2560 กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของทุกบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เติบโต 6.0% สู่ 19.0 GW บริษัทที่มีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นคิดเป็นเปอร์เซ็นต์สูงที่สุด คือ: 1) BCPG (146%, หลักๆ เกิดจากการลงทุนใหม่ในอินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์) ตามด้วย 2) EA (42%, จากการ COD โรงไฟฟ้าพลังงานลม) และ 3) WHAUP (37%, จากการ COD โรงไฟฟ้า SPP 4 โรง) สำหรับปี 2561 เราคาดว่ากำลังการผลิตจะเติบโต 3.4% โดยบริษัทที่จะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างมาก คือ: 1) EA (67.7%, จากการ SCOD โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมขนาดใหญ่ที่สุดของบริษัท กำลังการผลิต 260 MW), 2) BCPG (12.6%, จากการ SCOD โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่น) และ 3) WHAUP (6.5%) สำหรับในระยะยาว บริษัทที่จะมีกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นอย่างมาก อ้างอิง CAGR ในปี 2560-2563 คือ: 1) CKP (24.0%, จากการ SCOD โรงไฟฟ้าไซยะบุรี), 2) EA (18.8%) และ 3) BPP (8.5%, จากการ SCOD โรงไฟฟ้าในจีนและญี่ปุ่น)

ค่า Ft จะทรงตัวในเดือนม.ค.-เม.ย. 2561 แต่เพิ่มขึ้น YoY คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) เปิดเผยว่า ค่า Ft จะอยู่ในระดับทรงตัวที่ -15.90 สตางค์/หน่วย สำหรับเดือนม.ค.-เม.ย. 2561 แต่เพิ่มขึ้น 21.39 สตางค์จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่เมื่อเทียบ YoY บริษัทที่ได้ประโยชน์ในแง่ของรายได้ คือ ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า SPP ที่มีลูกค้าอุตสาหกรรมจำนวนมาก (GPSC) และผู้ผลิตไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับส่วนเพิ่มราคารับซื้อไฟฟ้า (BCPG, EA)

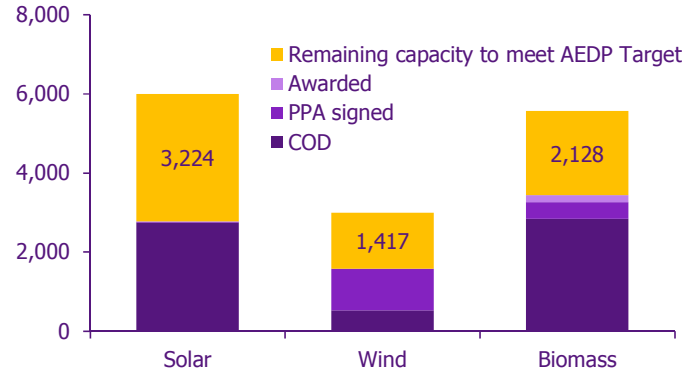
Top picks: WHAUP ในฐานะหุ้นเติบโต และ RATCH ในฐานะหุ้น laggard play WHAUP ยังคงเป็น top pick ของเราในไตรมาส 1/61 เพราะคาดว่ากำไรปี 2561 จะเติบโตสูงถึง 35% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรตลอดทั้งปีจากโรงไฟฟ้า SPP ใหม่ 4 โรงที่ COD ในเดือนพ.ค.-พ.ย. 2560 และการ SCOD ของโรงไฟฟ้า 1 โรงในไตรมาส 1/61 ในขณะที่ PE ปี 2561 อยู่ที่ระดับเพียง 13.4 เท่า ถูกกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 19.4 เท่า นอกจากนี้เราก็ชอบ RATCH ในฐานะหุ้น laggard play ที่ราคาหุ้นปรับขึ้นมาเพียง 0.5% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 19.4% แม้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดของ RATCH จะเติบโตเพียง 3% อ้างอิงโครงการที่ยืนยันแล้ว แต่สินทรัพย์เดิมของบริษัท (โรงไฟฟ้าหงสา) มีแนวโน้มเติบโตสดใสในแง่ของประสิทธิภาพและส่วนแบ่งกำไร นอกจากนี้ RATCH ยังมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนต่ำเพียง 0.1 เท่า ณ ไตรมาส 3/60 และดูเหมือนจะเร่งลงทุนใหม่มากขึ้น ดังเห็นได้จากการเข้าลงทุนในโรงไฟฟ้าถ่านหินในอินโดนีเซียเมื่อไม่นานนี้

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	Sell	22.00	19.0	(10.5)	31.2	20.8	16.0	(76)	50	30	3.2	3.1	2.8	16	15	18	3.1	3.0	3.2	19.7	23.7	18.6
BPP	Buy	28.00	32.0	17.1	20.8	15.1	12.7	(16)	38	19	2.3	2.0	1.8	17	12	15	0.9	2.1	2.9	42.7	60.3	37.8
CKP	Neutral	4.06	4.0	0.0	78.1	85.5	48.2	4	(9)	77	1.7	1.7	1.7	2	2	4	1.5	1.5	1.5	16.4	15.8	13.7
EA	Sell	46.25	27.0	(41.1)	51.4	41.4	29.9	25	24	38	15.2	11.5	8.6	34	32	33	0.3	0.4	0.5	36.3	28.2	22.5
EGCO	Buy	219.00	255.0	19.5	13.4	11.0	10.3	22	22	6	1.4	1.3	1.2	11	12	12	3.0	3.1	3.1	21.3	23.4	21.0
GLOW	Neutral	89.75	85.0	1.1	15.0	16.2	15.3	3	(8)	6	2.7	2.6	2.6	18	16	17	6.4	6.4	6.4	9.7	9.6	9.5
GPSC	Sell	56.50	52.0	(5.3)	31.4	27.0	21.1	38	16	28	2.3	2.2	2.1	7	8	10	2.0	2.2	2.7	21.5	19.7	16.0
RATCH	Buy	55.75	62.0	15.5	13.7	11.5	11.0	18	19	5	1.3	1.2	1.2	10	11	11	4.2	4.3	4.3	14.7	14.9	14.5
TTW	Buy	12.00	13.5	18.3	19.3	17.7	16.4	(8)	10	7	4.2	4.1	4.1	22	23	25	5.0	5.4	5.8	11.3	11.1	10.7
WHAUP	Buy	7.95	8.8	13.1	68.9	18.0	13.4	(53)	283	35	3.4	2.4	2.1	9	17	17	0.6	2.2	3.0	50.0	37.5	39.3
Average					**34.3**	**26.4**	**19.4**	**(4)**	**45**	**25**	**3.8**	**3.2**	**2.8**	**15**	**15**	**16**	**2.7**	**3.1**	**3.3**	**24.4**	**24.4**	**20.4**

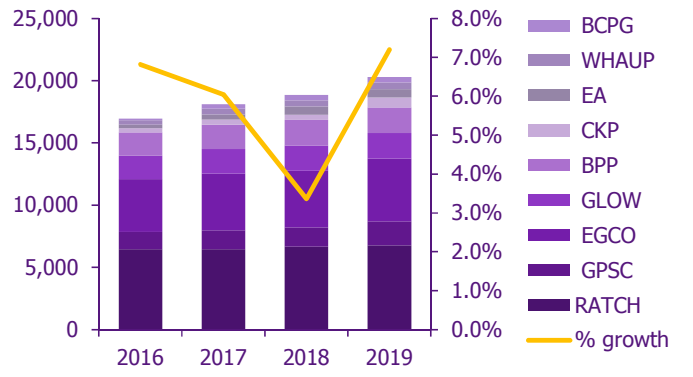
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AEDP 2015 and progress vs 2036 target



Source: ERC, EPPO

Figure 2: Total attributed capacity (MW)



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 3: Companies' overseas investment

	Laos	The Phillippines	Indonesia	Japan	China	Australia
BCPG		✓	✓	✓		
BPP				✓	✓	
CKP	✓					
EGCO	✓	✓	✓			✓
GPSC	✓			✓		
RATCH	✓		✓			✓
WHAUP	✓					

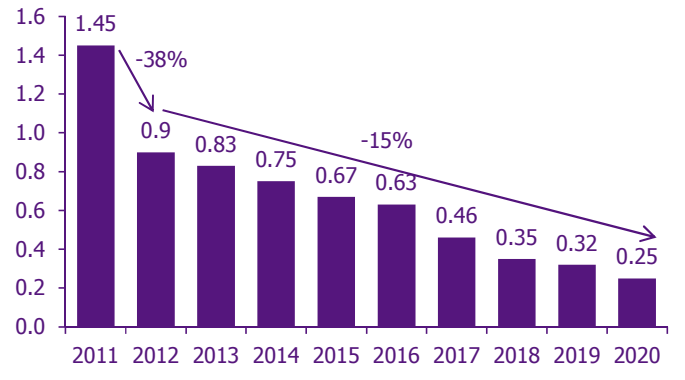
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: Portfolio in different fuel sources

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

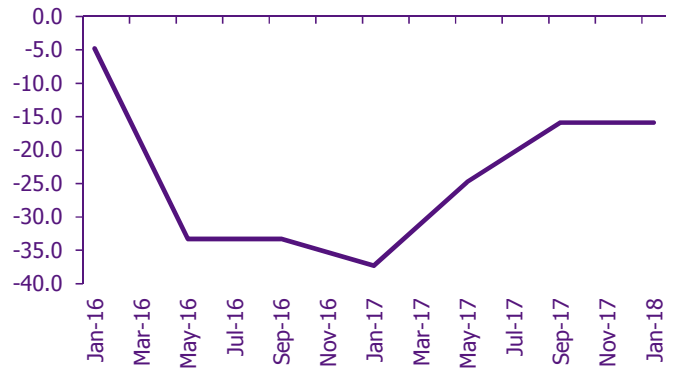
Source: ERC, EPPO

Figure 5: Average price of solar panels (US$/watt)



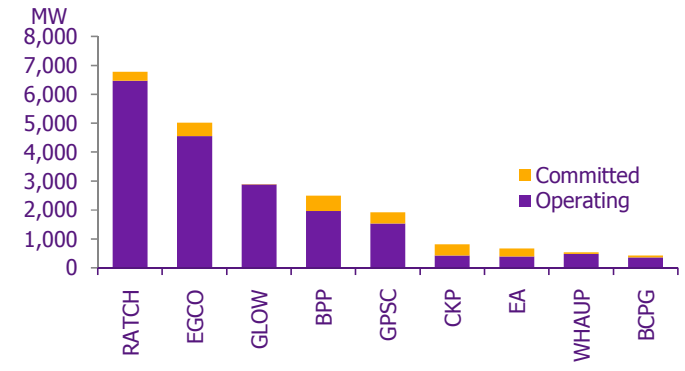
Source: SCB EIC, Solar Power Europe, PV-Tech, BNEF

Figure 6: Ft (satang/unit)



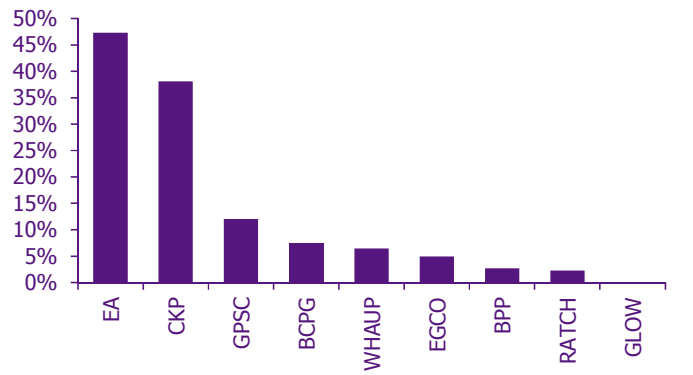
Source: ERC

Figure 7: Total electricity capacity by company



Source: Company reports

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



Source: Company reports

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.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
Agribusiness				**28.5**		**1,594**	**1,881**	**1,968**							**11.3**	**9.6**	**9.2**				**1.68**	**1.47**	**1.30**	**16%**	**16%**	**15%**
GFPT	Neutral	14.40	18.50	28.5	19.5	1,594	1,881	1,968	1.27	1.50	1.57	34	18	5	11.3	9.6	9.2	8.6	9.8	11.0	1.68	1.47	1.30	16%	16%	15%
Automotive				**7.8**		**2,779**	**3,675**	**4,208**							**21.6**	**14.9**	**12.9**				**1.89**	**1.75**	**1.61**	**9%**	**12%**	**13%**
AH	Neutral	36.00	35.00	(2.8)	37.6	543	795	877	1.68	2.47	2.72	73	46	10	21.4	14.6	13.2	19.3	22.4	26.0	1.86	1.61	1.38	9%	12%	11%
PCSGH	Buy	8.45	8.50	0.6	8.5	382	651	785	0.25	0.42	0.51	(28)	70	21	34.2	20.1	16.6	3.2	3.3	3.4	2.67	2.57	2.46	8%	13%	15%
SAT	Buy	24.20	26.00	7.4	23.0	604	780	918	1.42	1.84	2.16	(6)	29	18	17.0	13.2	11.2	13.8	14.9	16.2	1.75	1.62	1.49	11%	13%	14%
STANLY	Neutral	224.00	270.00	20.5	262.6	1,250	1,448	1,627	16.31	18.90	21.24	22	16	12	13.7	11.9	10.5	174.1	187.1	201.9	1.29	1.20	1.11	10%	10%	11%
Banking				**22.9**		**200,777**	**193,102**	**218,958**							**11.7**	**12.1**	**10.9**				**1.40**	**1.29**	**1.20**	**13%**	**11%**	**12%**
Large Banks																										
BBL	Buy	197.50	245.00	24.1	215.2	31,815	32,837	39,104	16.67	17.20	20.49	(7)	3	19	11.8	11.5	9.6	198.6	209.7	223.6	0.99	0.94	0.88	9%	8%	9%
KBANK	Buy	222.00	240.00	8.1	231.9	40,174	35,823	41,955	16.79	14.97	17.53	2	(11)	17	13.2	14.8	12.7	134.4	146.1	159.2	1.65	1.52	1.39	13%	11%	11%
KTB	Buy	19.00	22.00	15.8	20.3	32,283	24,856	28,516	2.31	1.78	2.04	13	(23)	15	8.2	10.7	9.3	19.6	20.8	22.2	0.97	0.91	0.86	12%	9%	9%
Mid/small banks																										
BAY	Buy	38.75	43.00	11.0	41.4	21,404	23,437	26,987	2.91	3.19	3.67	15	9	15	13.3	12.2	10.6	28.3	30.6	33.3	1.37	1.27	1.16	11%	11%	11%
KKP	Neutral	73.50	75.00	2.0	75.7	5,547	5,624	5,882	6.55	6.64	6.95	67	1	5	11.2	11.1	10.6	47.6	48.4	49.4	1.54	1.52	1.49	14%	14%	14%
LHBANK	Sell	1.74	1.70	(2.3)	1.9	2,696	2,474	2,733	0.20	0.12	0.13	63	(41)	10	8.8	14.9	13.5	1.5	1.8	1.9	1.17	0.97	0.93	14%	8%	7%
TCAP	Neutral	53.75	55.00	2.3	53.7	6,013	6,736	6,285	4.98	5.58	5.21	17	12	(7)	10.8	9.6	10.3	47.2	51.1	54.1	1.14	1.05	0.99	11%	11%	10%
TISCO	Neutral	85.50	86.00	0.6	89.0	5,006	6,160	6,775	6.25	7.69	8.46	18	23	10	13.7	11.1	10.1	39.0	43.4	47.6	2.19	1.97	1.80	17%	19%	19%
TMB	Buy	2.80	2.90	3.6	2.8	8,226	8,626	10,100	0.19	0.20	0.23	(12)	5	17	14.9	14.2	12.2	1.9	2.0	2.2	1.47	1.37	1.26	10%	10%	11%
Commerce				**16.8**		**33,285**	**40,190**	**46,984**							**40.1**	**35.9**	**30.6**				**7.06**	**6.33**	**5.68**	**21%**	**20%**	**21%**
BJC	Buy	60.50	68.00	12.4	55.0	3,150	5,384	6,516	1.21	1.35	1.63	(28)	11	21	49.8	44.9	37.1	43.1	28.0	28.1	1.40	2.16	2.15	5%	5%	6%
CPALL	Buy	74.00	88.00	18.9	81.1	16,599	19,650	23,274	1.84	2.12	2.48	21	15	17	40.1	34.9	29.8	6.6	8.9	10.4	11.15	8.29	7.10	33%	28%	27%
GLOBAL	Buy	17.10	22.00	28.7	17.2	1,486	1,612	1,965	0.39	0.42	0.51	71	8	22	44.2	40.7	33.4	4.2	4.5	4.9	4.04	3.81	3.51	10%	10%	11%
HMPRO	Buy	13.20	15.50	17.4	13.1	4,125	4,844	5,608	0.31	0.37	0.43	18	17	16	42.1	35.8	31.0	1.3	1.4	1.6	9.93	9.31	8.52	24%	27%	29%
MAKRO	Neutral	35.00	38.00	8.6	39.3	5,412	5,989	6,447	1.13	1.25	1.34	1	11	8	31.0	28.1	26.1	3.3	3.6	4.1	10.67	9.62	8.47	36%	36%	35%
ROBINS	Buy	75.50	90.00	19.2	74.9	2,513	2,711	3,175	2.26	2.44	2.86	17	8	17	33.4	30.9	26.4	14.6	15.8	17.4	5.18	4.79	4.33	16%	16%	17%
Construction Materials				**19.8**		**60,901**	**56,514**	**60,436**							**17.2**	**20.1**	**18.2**				**3.89**	**3.41**	**3.16**	**24%**	**19%**	**19%**
Cement																										
SCC	Buy	486.00	600.00	23.5	562.6	54,314	50,960	54,004	45.26	42.47	45.00	25	(6)	6	10.7	11.4	10.8	234.7	260.6	286.6	2.07	1.87	1.70	21%	17%	16%
SCCC	Sell	287.00	260.00	(9.4)	271.8	3,753	2,742	3,228	15.77	9.95	10.83	(21)	(37)	9	18.2	28.8	26.5	93.1	141.2	135.0	3.08	2.03	2.13	17%	9%	8%
Others																										
DCC	Neutral	3.72	4.00	7.5	4.2	1,422	1,187	1,280	0.22	0.18	0.20	4	(16)	8	17.1	20.5	19.0	0.5	0.5	0.6	7.19	6.81	6.14	44%	34%	34%
EPG	Buy	11.40	16.00	40.4	13.8	1,412	1,625	1,924	0.50	0.58	0.69	9	15	18	22.6	19.6	16.6	3.5	3.9	4.3	3.22	2.94	2.67	15%	16%	17%
Electronic Components				**(0.4)**		**10,873**	**11,317**	**13,134**							**18.3**	**18.8**	**15.0**				**2.91**	**2.70**	**2.44**	**17%**	**15%**	**17%**
DELTA	Sell	86.50	76.00	(12.1)	86.9	5,333	5,964	6,493	4.28	4.78	5.21	(17)	12	9	20.2	18.1	16.6	25.6	26.9	29.0	3.38	3.22	2.98	17%	18%	19%
HANA	Buy	48.75	55.00	12.8	52.2	2,027	2,516	2,931	2.52	3.13	3.64	(13)	24	16	19.4	15.6	13.4	24.8	26.3	27.9	1.97	1.85	1.75	10%	12%	13%
KCE	Neutral	83.75	92.00	9.9	92.9	2,935	2,366	2,986	5.01	4.04	5.09	31	(19)	26	16.7	20.7	16.4	17.0	19.0	21.9	4.91	4.40	3.82	32%	22%	25%
SVI	Neutral	4.34	5.40	24.4	5.0	578	470	724	0.26	0.21	0.32	(17)	(19)	54	17.0	20.9	13.6	3.1	3.3	3.5	1.39	1.32	1.23	9%	6%	9%
Energy & Utilities				**15.8**		**205,903**	**258,910**	**267,467**							**25.0**	**19.6**	**15.5**				**2.89**	**2.50**	**2.21**	**16%**	**15%**	**15%**
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	414.00	530.00	28.0	453.8	97,339	131,113	134,064	34.08	45.90	46.94	(1)	35	2	12.1	9.0	8.8	267.1	293.2	321.4	1.55	1.41	1.29	9%	11%	10%
PTTEP	Buy	93.50	110.00	17.6	100.0	17,873	30,298	28,151	4.50	7.63	7.09	15	70	(7)	20.8	12.3	13.2	102.8	102.2	105.9	0.91	0.92	0.88	4%	7%	7%
Refineries																										
BCP	Buy	38.50	50.00	29.9	44.1	4,126	6,444	6,040	3.00	4.68	4.39	(10)	56	(6)	12.8	8.2	8.8	28.7	30.8	33.0	1.34	1.25	1.16	11%	16%	14%
ESSO	Neutral	16.40	14.50	(11.6)	16.0	6,649	5,806	6,182	1.92	1.68	1.79	291	(13)	6	8.5	9.8	9.2	6.0	7.7	8.8	2.74	2.14	1.87	39%	25%	22%
IRPC	Buy	6.20	7.70	24.2	7.0	12,760	10,362	13,559	0.62	0.51	0.66	82	(19)	31	9.9	12.2	9.3	4.0	4.3	4.7	1.57	1.46	1.32	16%	12%	15%
SPRC	Neutral	16.20	19.20	18.5	18.7	8,140	7,942	7,599	1.88	1.83	1.75	0	(2)	(4)	8.6	8.8	9.2	9.6	10.5	11.2	1.68	1.55	1.44	21%	18%	16%
TOP	Buy	93.00	116.00	24.7	96.9	21,019	21,290	19,458	10.30	10.44	9.54	56	1	(9)	9.0	8.9	9.8	52.4	59.2	64.0	1.78	1.57	1.45	21%	19%	15%
Utilities																										
BCPG	Sell	22.00	19.00	(13.6)	19.3	1,401	2,108	2,741	0.70	1.06	1.38	(76)	50	30	31.2	20.8	16.0	6.8	7.1	7.8	3.24	3.09	2.80	16%	15%	18%
BPP	Buy	28.00	32.00	14.3	31.0	4,098	5,904	7,005	1.35	1.85	2.20	(16)	38	19	20.8	15.1	12.7	12.2	13.8	15.4	2.29	2.03	1.82	17%	15%	15%
CKP	Neutral	4.06	4.00	(1.5)	4.1	383	350	621	0.05	0.05	0.08	4	(9)	77	78.1	85.5	48.2	2.4	2.4	2.4	1.69	1.72	1.70	2%	2%	4%
EA	Sell	46.25	27.00	(41.6)	41.0	3,354	4,172	5,773	0.90	1.12	1.55	25	24	38	51.4	41.4	29.9	3.1	4.0	5.4	15.15	11.50	8.62	34%	32%	33%
EGCO	Buy	219.00	255.00	16.4	248.4	8,577	10,470	11,144	16.29	19.89	21.17	22	22	6	13.4	11.0	10.3	155.7	172.1	186.5	1.41	1.27	1.17	11%	12%	12%
GLOW	Neutral	89.75	85.00	(5.3)	89.5	8,750	8,085	8,587	5.98	5.53	5.87	3	(8)	6	15.0	16.2	15.3	33.5	34.0	34.1	2.68	2.64	2.63	18%	16%	17%
GPSC	Sell	56.50	52.00	(8.0)	53.7	2,696	3,137	4,012	1.80	2.09	2.68	38	16	28	31.4	27.0	21.1	24.8	25.7	27.1	2.28	2.20	2.08	7%	8%	10%
RATCH	Buy	55.75	62.00	11.2	58.9	5,892	7,028	7,346	4.06	4.85	5.07	18	19	5	13.7	11.5	11.0	43.0	45.5	48.1	1.30	1.23	1.16	10%	11%	11%
TTW	Buy	12.00	13.50	12.5	13.3	2,476	2,712	2,911	0.62	0.68	0.73	(8)	10	7	19.3	17.7	16.4	2.9	2.9	2.9	4.15	4.11	4.07	22%	23%	25%
WHAUP	Buy	7.95	8.75	10.1	8.2	369	1,690	2,276	0.12	0.44	0.60	(53)	283	35	68.9	18.0	13.4	2.3	3.4	3.8	3.43	2.36	2.10	9%	17%	17%

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.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				**(18.5)**		**6,628**	**6,997**	**6,700**							**13.0**	**13.3**	**14.0**				**2.60**	**2.41**	**2.26**	**20%**	**19%**	**17%**
Credit card																										
AEONTS	Sell	105.00	100.00	(4.8)	115.2	2,403	2,560	2,451	9.61	10.24	9.81	(2)	7	(4)	10.9	10.3	10.7	54.7	61.5	67.7	1.92	1.71	1.55	19%	18%	15%
KTC	Sell	168.50	110.00	(34.7)	145.8	2,495	2,973	2,855	9.68	11.53	11.07	20	19	(4)	17.4	14.6	15.2	40.0	47.6	54.0	4.21	3.54	3.12	26%	26%	22%
Securities																										
ASP	Buy	3.96	4.20	6.1	4.0	756	752	720	0.36	0.36	0.34	35	(0)	(4)	11.0	11.1	11.6	2.3	2.3	2.4	1.76	1.71	1.67	16%	16%	15%
MBKET	Sell	21.60	20.00	(7.4)	20.5	974	712	674	1.71	1.25	1.18	(4)	(27)	(5)	12.7	17.3	18.3	8.6	8.1	8.1	2.51	2.66	2.68	20%	15%	15%
Food & Beverage				**27.7**		**24,508**	**18,718**	**22,488**							**24.0**	**25.6**	**22.6**				**2.53**	**2.31**	**2.24**	**10%**	**9%**	**9%**
CPF	Buy	24.70	35.00	41.7	31.5	14,748	8,571	10,680	2.00	1.11	1.29	479	(45)	17	12.4	22.3	19.1	26.2	32.9	31.2	0.94	0.75	0.79	8%	4%	4%
MINT	Buy	44.50	50.00	12.4	47.6	4,590	5,501	6,402	1.04	1.25	1.38	(1)	20	10	42.7	35.6	32.3	9.3	10.1	10.5	4.80	4.41	4.26	12%	13%	14%
TU	Buy	18.50	24.00	29.7	22.3	5,170	4,645	5,406	1.08	0.97	1.13	(14)	(10)	16	17.1	19.0	16.3	9.9	10.5	11.1	1.86	1.76	1.67	11%	10%	11%
Health Care Services				**21.7**		**13,099**	**13,358**	**15,476**							**44.9**	**42.0**	**35.1**				**7.78**	**7.25**	**6.50**	**18%**	**18%**	**20%**
BDMS	Buy	21.60	27.50	27.3	23.2	8,178	8,110	9,383	0.53	0.52	0.61	5	(1)	16	40.9	41.3	35.7	3.8	3.8	4.2	5.74	5.62	5.20	14%	14%	15%
BH	Sell	208.00	210.00	1.0	208.4	3,604	3,775	4,248	4.95	5.18	5.83	6	5	13	42.1	40.1	35.7	20.3	22.4	25.6	10.25	9.30	8.13	26%	24%	24%
BCH	Buy	15.60	21.00	34.6	18.6	753	872	1,058	0.30	0.35	0.42	43	16	21	51.7	44.6	36.8	2.1	2.3	2.6	7.29	6.71	6.00	15%	16%	17%
CHG	Buy	2.30	3.50	52.2	2.6	564	601	787	0.05	0.05	0.07	5	7	31	44.8	42.1	32.1	0.3	0.3	0.3	7.85	7.37	6.66	18%	18%	22%
Information & Communication Technology				**22.1**		**34,449**	**44,486**	**51,998**							**42.5**	**21.8**	**39.3**				**6.01**	**5.79**	**5.68**	**29%**	**34%**	**36%**
Mobile																										
ADVANC	Buy	176.00	215.00	22.2	208.1	21,851	30,958	33,340	7.35	10.41	11.21	(44)	42	8	23.9	16.9	15.7	14.4	16.3	17.1	12.25	10.82	10.31	48%	68%	67%
DTAC	Neutral	42.75	52.00	21.6	53.2	829	2,205	2,804	0.35	0.93	1.18	(87)	166	27	122.1	45.9	36.1	11.5	11.5	11.5	3.73	3.73	3.73	3%	8%	10%
TRUE	Buy	5.70	6.60	15.8	6.7	-2,138	-3,041	1,206	-0.09	-0.12	0.05	n.m.	(42)	n.m.	n.m.	n.m.	116.2	5.4	4.1	4.2	1.06	1.38	1.36	-2%	-3%	1%
Internet																										
THCOM	Sell	13.00	16.50	26.9	17.1	1,460	1,278	896	1.33	1.17	0.82	(46)	(12)	(30)	9.8	11.1	15.9	17.4	17.7	18.0	0.75	0.73	0.72	8%	7%	5%
Other																										
INTUCH	Buy	54.50	70.00	28.4	67.4	12,447	13,086	13,753	3.88	4.08	4.29	(25)	5	5	14.0	13.4	12.7	4.4	4.4	4.4	12.27	12.27	12.27	87%	92%	97%
Insurance				**25.1**		**5,710**	**3,233**	**6,112**							**20.6**	**17.9**	**16.9**				**2.88**	**2.60**	**2.35**	**16%**	**13%**	**17%**
BLA	Buy	37.75	50.00	32.5	40.3	5,110	2,930	5,281	3.00	1.72	3.10	24	(43)	80	12.6	22.0	12.2	19.5	21.9	24.6	1.93	1.72	1.53	17%	8%	13%
THRE	Sell	1.81	1.50	(17.1)	1.7	278	-199	301	0.07	-0.05	0.07	(53)	n.m.	n.m.	27.5	n.m.	25.4	1.3	1.1	1.2	1.42	1.67	1.52	5%	-4%	6%
THREL	Neutral	11.60	12.00	3.4	14.3	322	502	530	0.54	0.84	0.88	(17)	56	6	21.6	13.9	13.1	2.2	2.6	2.9	5.30	4.42	3.99	25%	35%	32%
Media & Publishing				**0.0**		**2,255**	**3,439**	**4,798**							**77.4**	**61.6**	**46.0**				**9.25**	**8.51**	**7.77**	**7%**	**13%**	**18%**
TV broadcasting																										
BEC	Sell	15.30	14.00	(8.5)	14.0	1,237	304	305	0.62	0.15	0.15	(59)	(75)	0	24.7	100.7	100.4	3.6	3.1	3.1	4.30	4.91	4.89	16%	5%	5%
GRAMMY	Neutral	11.70	8.00	(31.6)	12.2	-216	-164	243	-0.26	-0.20	0.30	80	24	n.m.	n.m.	n.m.	39.5	2.2	2.0	2.4	5.39	5.94	4.82	-11%	-10%	13%
MCOT	Sell	11.30	6.00	(46.9)	8.8	-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	1.18	1.18	1.19	-10%	-8%	-11%
RS	Neutral	25.25	14.00	(44.6)	23.5	-102	225	424	-0.10	0.22	0.42	n.m.	n.m.	89	n.m.	113.6	60.2	1.7	1.7	1.9	15.22	14.44	13.16	-6%	13%	23%
WORK	Buy	89.75	115.00	28.1	102.5	199	1,224	1,531	0.45	2.78	3.48	17	516	25	199.0	32.3	25.8	7.0	11.5	14.1	12.84	7.77	6.35	7%	31%	27%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	30.50	32.50	6.6	35.6	867	1,032	1,251	0.98	1.16	1.41	(12)	19	21	31.2	26.2	21.6	7.3	7.5	7.7	4.19	4.08	3.94	13%	16%	19%
Other																										
PLANB	Buy	6.65	9.00	35.3	7.7	350	533	842	0.10	0.15	0.24	(14)	52	58	67.0	44.1	27.9	0.8	0.9	1.1	8.07	7.13	6.32	12%	17%	24%
VGI	Neutral	6.20	6.20	-	5.8	655	811	917	0.10	0.12	0.13	(21)	24	13	65.0	52.5	46.4	0.3	0.3	0.3	22.83	22.66	21.46	36%	43%	47%
Petrochemicals & Chemicals				**32.8**		**37,045**	**52,449**	**58,830**							**17.2**	**14.1**	**13.1**				**1.87**	**1.65**	**1.52**	**11%**	**13%**	**12%**
GGC	Sell	16.10	15.40	(4.3)	17.4	897	996	1,025	1.21	0.97	1.00	24	(20)	3	13.3	16.5	16.1	10.7	11.4	12.1	1.50	1.41	1.34	11%	10%	9%
IVL	Buy	49.50	62.00	25.3	57.7	9,563	15,635	18,370	1.99	3.13	3.50	226	58	12	24.9	15.8	14.1	18.5	22.1	24.5	2.68	2.24	2.02	11%	15%	15%
PTTGC	Buy	78.50	110.00	40.1	88.6	26,584	35,818	39,436	5.90	7.94	8.75	17	35	10	13.3	9.9	9.0	54.6	59.9	64.7	1.44	1.31	1.21	11%	14%	14%
Property Development				**20.4**		**34,819**	**38,043**	**43,630**							**24.6**	**15.5**	**11.5**				**1.83**	**1.68**	**1.54**	**14%**	**14%**	**15%**
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	25.50	32.00	25.5	25.6	1,403	1,699	2,330	1.32	1.59	2.18	62	21	37	19.4	16.0	11.7	13.3	14.4	16.0	1.91	1.77	1.59	10%	11%	14%
AMATAV	Buy	9.15	11.50	25.7	11.5	50	386	727	0.31	0.51	0.78	105	66	51	29.5	17.8	11.8	3.2	3.4	4.0	2.89	2.69	2.29	10%	16%	21%
ROJNA	Neutral	7.50	6.00	(20.0)	7.2	117	353	663	0.06	0.17	0.33	(84)	203	88	130.0	42.9	22.9	5.8	6.3	6.3	1.29	1.20	1.19	1%	3%	5%
WHA	Buy	3.96	4.50	13.6	4.2	2,898	3,061	3,602	0.20	0.21	0.25	58	6	18	19.6	18.5	15.7	1.5	2.1	2.2	2.58	1.93	1.79	13%	12%	12%
Residential																										
AP	Buy	8.95	11.00	22.9	9.6	2,619	3,113	3,695	0.83	0.99	1.17	5	19	19	10.8	9.0	7.6	6.2	6.9	7.7	1.45	1.30	1.16	14%	15%	16%
LH	Buy	10.30	13.00	26.2	12.0	8,115	9,105	9,064	0.69	0.76	0.76	21	11	(0)	15.0	13.5	13.6	4.0	4.2	4.1	2.59	2.45	2.52	18%	19%	18%
LPN	Buy	13.50	16.00	18.5	12.3	2,159	1,170	1,674	1.46	0.79	1.13	(11)	(46)	43	9.2	17.0	11.9	8.4	8.3	9.0	1.61	1.63	1.51	18%	9%	13%
PSH	Neutral	23.50	25.00	6.4	25.4	5,940	6,169	6,797	2.72	2.82	3.11	(21)	4	10	8.6	8.3	7.6	16.2	17.6	19.3	1.45	1.33	1.22	17%	17%	17%
QH	Buy	3.08	4.10	33.1	3.3	3,312	3,671	4,235	0.31	0.34	0.40	7	11	15	10.0	9.0	7.8	2.1	2.3	2.6	1.44	1.32	1.20	15%	15%	16%
SIRI	Buy	2.30	2.50	8.7	2.2	3,319	3,517	3,812	0.23	0.25	0.27	16	6	8	9.9	9.3	8.6	2.0	2.1	2.2	1.17	1.10	1.03	12%	12%	12%
SPALI	Buy	23.80	33.00	38.7	26.9	4,887	5,798	7,032	2.85	2.70	3.28	12	(5)	21	8.4	8.8	7.3	13.4	13.6	16.4	1.78	1.75	1.45	23%	22%	22%

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.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
Tourism & Leisure				**14.8**		**2,195**	**2,537**	**2,985**							**49.1**	**39.2**	**32.9**				**5.24**	**4.81**	**4.38**	**12%**	**13%**	**14%**
CENTEL	Buy	53.00	60.00	13.2	50.6	1,850	2,067	2,417	1.37	1.53	1.79	11	12	17	38.7	34.6	29.6	8.2	9.2	10.2	6.44	5.79	5.18	18%	18%	18%
ERW	Buy	8.30	10.00	20.5	7.9	346	470	567	0.14	0.19	0.23	77	36	21	59.4	43.7	36.2	2.0	2.2	2.3	4.05	3.82	3.58	7%	9%	10%
Transportation & Logistics				**1.4**		**28,636**	**30,967**	**36,190**							**39.4**	**35.7**	**29.0**				**3.21**	**3.05**	**2.84**	**10%**	**9%**	**10%**
Aviation																										
AAV	Buy	6.30	7.50	19.0	6.9	1,913	1,267	1,615	0.39	0.26	0.33	61	(34)	27	16.0	24.1	18.9	4.4	4.5	4.8	1.44	1.39	1.32	9%	6%	7%
AOT	Neutral	61.50	60.00	(2.4)	59.3	19,482	21,872	25,199	1.36	1.53	1.76	24	12	15	45.1	40.2	34.9	8.5	9.2	10.2	7.23	6.68	6.03	17%	17%	18%
THAI	Sell	17.30	15.50	(10.4)	17.8	3,385	2,962	3,324	1.55	1.36	1.52	n.m.	(12)	12	11.2	12.8	11.4	15.4	16.7	17.9	1.12	1.03	0.97	10%	8%	9%
Mass Transit																										
BEM	Neutral	8.00	8.30	3.8	8.9	2,575	3,351	4,080	0.17	0.22	0.27	90	30	22	47.5	36.5	30.0	2.0	2.0	2.2	4.09	3.91	3.70	9%	11%	13%
BTS	Buy	8.35	11.00	31.7	10.4	1,281	1,515	1,971	0.11	0.13	0.17	(26)	18	30	77.1	65.2	50.1	3.8	3.8	3.8	2.19	2.21	2.17	3%	3%	4%
SCBS Coverage		**1706.52**		**17.7**		**705,455**	**779,816**	**862,362**	**88.78**	**98.14**	**108.52**	**8**	**11**	**11**	**19.2**	**17.4**	**15.7**				**2.00**	**1.83**	**1.70**	**12%**	**12%**	**12%**

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.ย. 60

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 16A	DPS (Bt) 17F	DPS (Bt) 18F	Dividend Yield (%) 16A	Dividend Yield (%) 17F	Dividend Yield (%) 18F	EV/EBITDA (x) 16A	EV/EBITDA (x) 17F	EV/EBITDA (x) 18F	EBITDA Growth (%) 16A	EBITDA Growth (%) 17F	EBITDA Growth (%) 18F	Net Debt (Btm) 16A	Net Debt (Btm) 17F	Net Debt (Btm) 18F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Agribusiness				**28.5**					**2.08**	**2.40**	**2.51**	**8.05**	**6.72**	**6.21**	**26**	**14**	**3**	**3,496**	**2,405**	**1,461**		**18,055**	**0.11**
GFPT	Neutral	14.40	18.50	28.5	19.5	0.30	0.35	0.36	2.08	2.40	2.51	8.05	6.72	6.21	26	14	3	3,496	2,405	1,461	1,254	18,055	0.11
Automotive				**7.8**					**1.99**	**3.10**	**3.65**	**9.23**	**7.87**	**6.50**	**-5**	**17**	**11**	**-3,569**	**-3,379**	**-7,297**		**52,122**	**0.31**
AH	Neutral	36.00	35.00	(2.8)	37.6	0.66	1.20	1.43	1.83	3.32	3.97	11.47	10.72	8.41	9	24	15	2,064	4,189	2,650	323	11,613	0.07
PCSGH	Buy	8.45	8.50	0.6	8.5	0.12	0.29	0.36	1.42	3.49	4.21	12.91	10.23	8.62	-18	21	14	(1,062)	(1,516)	(1,944)	1,545	13,055	0.08
SAT	Buy	24.20	26.00	7.4	23.0	0.60	0.73	0.86	2.48	3.03	3.57	7.28	6.10	5.23	-9	14	7	352	(106)	(922)	425	10,290	0.06
STANLY	Neutral	224.00	270.00	20.5	262.6	5.00	5.70	6.40	2.23	2.54	2.86	5.27	4.45	3.71	-4	8	8	(4,923)	(5,947)	(7,081)	77	17,164	0.10
Banking				**22.9**					**3.68**	**3.70**	**3.99**											**2,313,156**	**13.67**
Large Banks																							
BBL	Buy	197.50	245.00	24.1	215.2	6.50	6.50	6.50	3.29	3.29	3.29							-	-	-	1,909	376,996	2.23
KBANK	Buy	222.00	240.00	8.1	231.9	4.00	4.50	5.00	1.80	2.03	2.25							-	-	-	2,393	531,304	3.14
KTB	Buy	19.00	22.00	15.8	20.3	0.86	0.66	0.75	4.53	3.46	3.97							-	-	-	13,976	265,545	1.57
Mid/small banks																							
BAY	Buy	38.75	43.00	11.0	41.4	0.87	0.96	1.10	2.25	2.47	2.84							-	-	-	7,356	285,036	1.68
KKP	Neutral	73.50	75.00	2.0	75.7	6.00	5.98	6.25	8.16	8.13	8.51							-	-	-	847	62,236	0.37
LHBANK	Sell	1.74	1.70	(2.3)	1.9	0.05	0.05	0.05	2.99	2.68	2.97										21,184	36,860	0.22
TCAP	Neutral	53.75	55.00	2.3	53.7	2.00	2.20	2.20	3.72	4.09	4.09							-	-	-	1,206	64,848	0.38
TISCO	Neutral	85.50	86.00	0.6	89.0	3.50	4.23	4.65	4.09	4.95	5.44							-	-	-	801	68,455	0.40
TMB	Buy	2.80	2.90	3.6	2.8	0.06	0.06	0.07	2.14	2.14	2.47							-	-	-	43,840	122,752	0.73
Commerce				**16.8**					**2.37**	**1.55**	**1.77**	**21.04**	**20.12**	**18.02**	**38**	**9**	**11**	**330,814**	**312,765**	**301,055**		**1,397,549**	**8.26**
BJC	Buy	60.50	68.00	12.4	55.0	0.50	0.51	0.62	0.83	0.85	1.03	19.66	20.38	18.69	149	23	9	149,201	148,071	147,901	3,994	241,661	1.43
CPALL	Buy	74.00	88.00	18.9	81.1	1.00	1.09	1.30	1.35	1.48	1.75	22.24	19.71	17.49	12	10	11	154,186	135,474	123,591	8,983	664,749	3.93
GLOBAL	Buy	17.10	22.00	28.7	17.2	1.04	0.13	0.15	6.10	0.74	0.90	25.99	26.23	22.35	45	1	18	7,650	8,752	9,102	3,841	65,688	0.39
HMPRO	Buy	13.20	15.50	17.4	13.1	0.27	0.29	0.34	2.05	2.23	2.58	21.96	19.61	17.75	11	11	10	13,147	11,882	11,209	13,151	173,596	1.03
MAKRO	Neutral	35.00	38.00	8.6	39.3	0.85	0.85	0.86	2.43	2.42	2.46	19.03	17.26	16.03	2	11	8	5,617	7,238	8,333	4,800	168,000	0.99
ROBINS	Buy	75.50	90.00	19.2	74.9	1.12	1.20	1.43	1.48	1.59	1.89	17.39	17.52	15.80	9	0	10	1,013	1,348	919	1,111	83,855	0.50
Construction Materials				**19.8**					**3.93**	**3.09**	**3.47**	**12.31**	**12.42**	**11.35**	**5**	**2**	**9**	**179,352**	**181,972**	**170,910**		**724,930**	**4.28**
Cement																							
SCC	Buy	486.00	600.00	23.5	562.6	19.00	19.00	19.00	3.91	3.91	3.91	7.12	7.12	6.66	18	0	6	153,191	154,210	146,081	1,200	583,200	3.45
SCCC	Sell	287.00	260.00	(9.4)	271.8	15.00	6.45	8.67	5.23	2.25	3.02	12.76	13.29	12.95	-3	10	8	23,845	26,145	24,897	298	85,526	0.51
Others																							
DCC	Neutral	3.72	4.00	7.5	4.2	0.16	0.14	0.15	4.38	3.67	3.95	12.00	14.49	12.80	4	-18	11	1,248	1,088	608	6,528	24,284	0.14
EPG	Buy	11.40	16.00	40.4	13.8	0.25	0.29	0.34	2.19	2.54	3.01	17.35	14.80	13.00	1	15	10	1,068	528	-676	2,800	31,920	0.19
Electronic Components				**(0.4)**					**2.98**	**3.04**	**3.04**	**10.78**	**10.67**	**8.91**	**2**	**2**	**20**	**-29,085**	**-30,363**	**-32,743**		**206,080**	**1.22**
DELTA	Sell	86.50	76.00	(12.1)	86.9	3.00	3.10	3.10	3.47	3.58	3.58	13.92	12.28	11.15	-16	13	9	-19,796	-20,166	-20,937	1,247	107,899	0.64
HANA	Buy	48.75	55.00	12.8	52.2	2.00	2.00	2.00	4.10	4.10	4.10	8.86	7.61	6.42	-6	14	15	-9,641	-10,141	-11,081	805	39,238	0.23
KCE	Neutral	83.75	92.00	9.9	92.9	2.10	2.20	2.20	2.51	2.63	2.63	13.00	15.00	12.44	27	-14	19	3,615	3,242	2,596	586	49,111	0.29
SVI	Neutral	4.34	5.40	24.4	5.0	0.08	0.08	0.08	1.84	1.84	1.84	7.33	7.77	5.64	4	-6	37	-3,263	-3,298	-3,322	2,266	9,833	0.06
Energy & Utilities				**15.8**					**3.22**	**3.74**	**3.93**	**16.82**	**16.66**	**14.06**	**21**	**5**	**12**	**512,087**	**334,654**	**214,957**		**2,872,112**	**16.97**
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	414.00	530.00	28.0	453.8	16.00	18.00	20.00	3.86	4.35	4.83	4.49	3.46	3.12	3	19	3	221,470	97,604	7,665	2,856	1,182,508	6.99
PTTEP	Buy	93.50	110.00	17.6	100.0	3.25	3.97	3.40	3.48	4.25	3.63	3.01	3.05	2.75	-18	-5	9	-42,637	-56,455	-61,322	3,970	371,194	2.19
Refineries																							
BCP	Buy	38.50	50.00	29.9	44.1	2.00	2.10	2.20	5.19	5.45	5.71	6.34	5.72	5.71	-5	23	3	16,581	23,977	25,980	1,377	53,012	0.31
ESSO	Neutral	16.40	14.50	(11.6)	16.0	0.00	0.70	0.70	0.00	4.27	4.27	7.68	7.56	6.67	126	-9	4	22,816	14,326	8,302	3,461	56,758	0.34
IRPC	Buy	6.20	7.70	24.2	7.0	0.19	0.20	0.27	3.06	3.23	4.35	9.15	8.94	6.73	28	-2	23	60,544	52,555	39,636	20,434	126,693	0.75
SPRC	Neutral	16.20	19.20	18.5	18.7	1.18	1.00	0.90	7.30	6.17	5.56	5.70	5.14	4.98	4	-2	-4	6,188	-2,305	-6,877	4,336	70,242	0.41
TOP	Buy	93.00	116.00	24.7	96.9	4.50	4.80	4.80	4.84	5.16	5.16	6.04	5.24	5.39	37	7	-8	15,526	516	-9,318	2,040	189,723	1.12
Utilities																							
BCPG	Sell	22.00	19.00	(13.6)	19.3	0.69	0.65	0.70	3.14	2.95	3.18	19.66	23.66	18.58	-18	12	31	2,089	17,908	19,833	1,992	43,827	0.26
BPP	Buy	28.00	32.00	14.3	31.0	0.25	0.60	0.80	0.89	2.14	2.86	42.69	60.33	37.82	-14	-27	60	1,105	405	914	3,048	85,354	0.50
CKP	Neutral	4.06	4.00	(1.5)	4.1	0.06	0.06	0.06	1.48	1.48	1.48	16.35	15.83	13.72	-2	7	16	21,340	23,039	23,404	7,370	29,922	0.18
EA	Sell	46.25	27.00	(41.6)	41.0	0.15	0.20	0.25	0.32	0.43	0.54	36.30	28.19	22.49	34	27	32	25,695	23,500	33,842	3,730	172,513	1.02
EGCO	Buy	219.00	255.00	16.4	248.4	6.50	6.75	6.75	2.97	3.08	3.08	21.35	23.37	20.96	23	-11	9	91,363	85,334	80,918	526	115,296	0.68
GLOW	Neutral	89.75	85.00	(5.3)	89.5	5.75	5.75	5.75	6.41	6.41	6.41	9.67	9.59	9.52	-4	-3	2	37,656	30,922	32,866	1,463	131,292	0.78
GPSC	Sell	56.50	52.00	(8.0)	53.7	1.15	1.25	1.50	2.04	2.21	2.65	21.49	19.69	16.05	37	10	22	8,754	9,296	8,917	1,498	84,654	0.50
RATCH	Buy	55.75	62.00	11.2	58.9	2.35	2.40	2.40	4.22	4.30	4.30	14.67	14.91	14.54	-13	-8	-2	11,100	5,359	1,873	1,450	80,838	0.48
TTW	Buy	12.00	13.50	12.5	13.3	0.60	0.65	0.70	5.00	5.44	5.84	11.35	11.08	10.72	0	2	4	2,221	2,164	2,446	3,990	47,880	0.28
WHAUP	Buy	7.95	8.75	10.1	8.2	0.05	0.18	0.24	0.58	2.22	2.99	49.97	37.52	39.32	135	38	-6	10,276	6,508	5,878	3,825	30,409	0.18

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.ย. 60

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 16A	DPS (Bt) 17F	DPS (Bt) 18F	Dividend Yield (%) 16A	Dividend Yield (%) 17F	Dividend Yield (%) 18F	EV/EBITDA (x) 16A	EV/EBITDA (x) 17F	EV/EBITDA (x) 18F	EBITDA Growth (%) 16A	EBITDA Growth (%) 17F	EBITDA Growth (%) 18F	Net Debt (Btm) 16A	Net Debt (Btm) 17F	Net Debt (Btm) 18F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Finance & Securities				**(18.5)**					**5.27**	**4.79**	**4.57**											**90,363**	**0.53**
Credit card																							
AEONTS	Sell	105.00	100.00	(4.8)	115.2	3.45	3.60	3.43	3.29	3.43	3.27										250	26,250	0.16
KTC	Sell	168.50	110.00	(34.7)	145.8	4.00	4.61	4.43	2.37	2.74	2.63										258	43,445	0.26
Securities																							
ASP	Buy	3.96	4.20	6.1	4.0	0.30	0.29	0.27	7.56	7.22	6.90										2,106	8,338	0.05
MBKET	Sell	21.60	20.00	(7.4)	20.5	1.70	1.25	1.18	7.87	5.78	5.47										571	12,330	0.07
Food & Beverage				**27.7**					**2.68**	**2.55**	**2.22**	**15.46**	**16.18**	**14.59**	**30**	**-10**	**14**	**382,149**	**326,674**	**327,703**		**506,518**	**2.99**
CPF	Buy	24.70	35.00	41.7	31.5	0.95	0.91	0.62	3.85	3.67	2.50	9.95	13.46	12.00	69	-33	17	271,871	221,823	226,586	8,611	212,698	1.26
MINT	Buy	44.50	50.00	12.4	47.6	0.35	0.44	0.48	0.79	0.98	1.09	22.54	20.06	18.44	26	11	12	45,413	41,748	39,068	4,619	205,542	1.21
TU	Buy	18.50	24.00	29.7	22.3	0.63	0.55	0.57	3.41	3.00	3.06	13.89	15.01	13.33	-5	-8	12	64,865	63,104	62,049	4,772	88,279	0.52
Health Care Services				**21.7**					**1.30**	**1.38**	**1.54**	**25.56**	**23.76**	**20.22**	**10**	**8**	**17**	**28,805**	**38,479**	**32,653**		**550,374**	**3.25**
BDMS	Buy	21.60	27.50	27.3	23.2	0.29	0.33	0.30	1.34	1.54	1.40	24.43	23.87	21.05	4	5	12	26,982	36,864	33,230	15,491	334,605	1.98
BH	Sell	208.00	210.00	1.0	208.4	2.50	2.60	2.93	1.20	1.25	1.41	26.20	24.58	21.89	5	6	11	(2,093)	(2,328)	(4,273)	729	151,567	0.90
BCH	Buy	15.60	21.00	34.6	18.6	0.17	0.12	0.15	1.09	0.78	0.95	23.38	21.84	18.37	24	7	18	3,566	3,719	3,473	2,494	38,902	0.23
CHG	Buy	2.30	3.50	52.2	2.6	0.04	0.04	0.05	1.57	1.94	2.38	28.23	24.73	19.55	9	14	26	351	224	223	11,000	25,300	0.15
Information & Communication Technology				**22.1**					**4.21**	**3.12**	**3.02**	**8.59**	**9.12**	**8.36**	**-8**	**0**	**8**	**238,103**	**319,357**	**342,708**		**1,003,686**	**5.93**
Mobile																							
ADVANC	Buy	176.00	215.00	22.2	208.1	10.08	7.29	7.85	5.73	4.14	4.46	9.99	9.60	9.09	-21	5	6	86,774	89,714	92,742	2,973	523,265	3.09
DTAC	Neutral	42.75	52.00	21.6	53.2	0.42	0.00	0.00	0.98	0.00	0.00	6.26	6.85	6.37	1	0	6	73,516	90,213	87,246	2,368	101,224	0.60
TRUE	Buy	5.70	6.60	15.8	6.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.32	10.78	9.15	13	0	29	68,532	130,622	156,730	33,368	190,199	1.12
Internet																							
THCOM	Sell	13.00	16.50	26.9	17.1	0.65	0.51	0.36	4.98	3.95	2.77	4.36	4.27	4.23	-15	-5	-7	8,320	6,796	5,106	1,096	14,249	0.08
Other																							
INTUCH	Buy	54.50	70.00	28.4	67.4	5.11	4.08	4.29	9.38	7.49	7.87	14.03	14.11	12.98	-21	0	8	961	2,013	884	3,206	174,750	1.03
Insurance				**25.1**					**4.44**	**2.11**	**3.17**											**79,050**	**0.47**
BLA	Buy	37.75	50.00	32.5	40.3	0.60	0.43	0.77	1.59	1.14	2.05										1,708	64,461	0.38
THRE	Sell	1.81	1.50	(17.1)	1.7	0.15	-0.03	0.04	8.29	0.00	1.97										4,215	7,629	0.05
THREL	Neutral	11.60	12.00	3.4	14.3	0.40	0.60	0.64	3.45	5.19	5.48										600	6,960	0.04
Media & Publishing				**0.0**					**1.16**	**1.14**	**1.71**	**67.84**	**9.09**	**9.72**	**77**	**36**	**25**	**8,401**	**10,779**	**9,030**		**204,668**	**1.21**
TV broadcasting																							
BEC	Sell	15.30	14.00	(8.5)	14.0	0.56	0.14	0.14	3.64	0.89	0.90	8.76	8.73	9.27	-38	-10	-11	1,219	-2,118	-3,782	2,000	30,600	0.18
GRAMMY	Neutral	11.70	8.00	(31.6)	12.2	0.00	0.00	0.24	0.00	0.00	2.03	14.72	24.77	14.26	788	-33	95	4,451	6,328	8,256	820	9,593	0.06
MCOT	Sell	11.30	6.00	(46.9)	8.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	369.50	-55.48	-26.03	-99	n.m.	n.m.	474	5,145	4,926	687	7,764	0.05
RS	Neutral	25.25	14.00	(44.6)	23.5	0.00	0.14	0.26	0.00	0.54	1.02	29.58	18.03	18.58	-21	60	-3	200	-440	-439	1,010	25,506	0.15
WORK	Buy	89.75	115.00	28.1	102.5	0.27	1.38	1.76	0.30	1.53	1.96	45.13	18.86	16.06	6	147	17	-139	286	-583	423	37,975	0.22
Cinema																							
MAJOR	Neutral	30.50	32.50	6.6	35.6	0.89	1.04	1.26	2.92	3.40	4.12	17.07	13.08	11.43	-22	29	13	3,722	3,462	3,102	895	27,287	0.16
Other																							
PLANB	Buy	6.65	9.00	35.3	7.7	0.05	0.08	0.12	0.75	1.14	1.79	28.43	19.85	13.92	-11	41	39	-1,473	-1,905	-2,465	3,516	23,382	0.14
VGI	Neutral	6.20	6.20	-	5.8	0.10	0.10	0.11	1.65	1.62	1.83	29.53	24.90	20.30	11	19	23	-52	20	15	6,864	42,559	0.25
Petrochemicals & Chemicals				**32.8**					**2.78**	**3.24**	**3.51**	**9.88**	**8.35**	**7.75**	**23**	**18**	**7**	**142,832**	**90,498**	**57,962**		**630,074**	**3.72**
GGC	Sell	16.10	15.40	(4.3)	17.4	0.55	0.41	0.49	3.44	2.52	3.07	9.59	9.52	9.51	10	13	-1	2,087	-708	-878	1,024	16,481	0.10
IVL	Buy	49.50	62.00	25.3	57.7	0.66	1.10	1.23	1.33	2.22	2.48	12.14	8.91	7.86	49	26	15	92,434	58,217	49,635	5,245	259,648	1.53
PTTGC	Buy	78.50	110.00	40.1	88.6	2.80	3.90	3.90	3.57	4.97	4.97	7.92	6.61	5.87	11	15	6	48,311	32,990	9,205	4,509	353,945	2.09
Property Development				**20.4**					**4.13**	**3.94**	**4.59**	**13.46**	**13.99**	**11.78**	**5**	**5**	**20**	**215,927**	**219,479**	**229,473**		**436,986**	**2.58**
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	25.50	32.00	25.5	25.6	0.44	0.60	0.85	1.72	2.35	3.34	14.87	13.99	10.79	13	18	33	4,546	7,963	8,968	1,067	27,209	0.16
AMATAV	Buy	9.15	11.50	25.7	11.5	0.16	0.17	0.18	1.75	1.84	1.98	18.08	13.31	8.47	36	54	45	884	2,121	1,301	935	8,555	0.05
ROJNA	Neutral	7.50	6.00	(20.0)	7.2	0.10	0.32	0.18	1.33	4.21	2.41	20.41	22.34	16.72	-40	-9	30	24,455	24,232	23,085	2,020	15,153	0.09
WHA	Buy	3.96	4.50	13.6	4.2	0.15	0.09	0.10	3.88	2.16	2.54	15.73	23.11	20.50	49	-33	12	37,251	35,893	35,022	14,322	56,717	0.34
Residential																							
AP	Buy	8.95	11.00	22.9	9.6	0.30	0.35	0.41	3.35	3.94	4.58	12.13	10.84	9.46	-2	16	19	13,654	15,121	16,852	3,146	28,156	0.17
LH	Buy	10.30	13.00	26.2	12.0	0.65	0.87	0.68	6.31	8.45	6.63	15.06	12.84	15.21	9	18	-12	40,887	40,126	46,973	11,950	123,082	0.73
LPN	Buy	13.50	16.00	18.5	12.3	0.90	0.48	0.69	6.67	3.58	5.13	8.50	16.63	12.29	-13	-45	42	3,675	5,415	6,621	1,476	19,922	0.12
PSH	Neutral	23.50	25.00	6.4	25.4	1.40	1.43	1.58	5.96	6.11	6.73	8.50	8.57	8.19	-19	4	10	19,066	22,246	26,179	2,187	51,390	0.30
QH	Buy	3.08	4.10	33.1	3.3	0.15	0.17	0.19	4.87	5.42	6.16	13.34	11.99	10.06	4	12	18	22,599	22,904	22,219	10,714	33,000	0.19
SIRI	Buy	2.30	2.50	8.7	2.2	0.12	0.12	0.14	5.22	5.24	5.88	12.15	11.29	10.46	4	2	5	28,579	25,077	23,778	14,326	32,949	0.19
SPALI	Buy	23.80	33.00	38.7	26.9	1.05	0.00	1.21	4.41	0.00	5.09	9.30	8.95	7.43	10	18	21	20,330	18,381	18,475	1,717	40,854	0.24

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 28 พ.ย. 60

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 16A	DPS (Bt) 17F	DPS (Bt) 18F	Dividend Yield (%) 16A	Dividend Yield (%) 17F	Dividend Yield (%) 18F	EV/EBITDA (x) 16A	EV/EBITDA (x) 17F	EV/EBITDA (x) 18F	EBITDA Growth (%) 16A	EBITDA Growth (%) 17F	EBITDA Growth (%) 18F	Net Debt (Btm) 16A	Net Debt (Btm) 17F	Net Debt (Btm) 18F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Tourism & Leisure				**14.8**					**0.88**	**0.98**	**1.16**	**17.16**	**15.98**	**14.99**	**6**	**10**	**8**	**14,187**	**16,146**	**16,084**		**92,303**	**0.55**
CENTEL	Buy	53.00	60.00	13.2	50.6	0.55	0.61	0.72	1.03	1.16	1.35	16.56	15.76	14.30	0	6	8	6,558	7,185	5,731	1,350	71,550	0.42
ERW	Buy	8.30	10.00	20.5	7.9	0.06	0.07	0.08	0.72	0.80	0.97	17.76	16.20	15.68	12	15	8	7,629	8,961	10,353	2,500	20,753	0.12
Transportation & Logistics				**1.4**					**1.57**	**1.59**	**1.88**	**19.97**	**18.45**	**16.65**	**19**	**6**	**12**	**169,356**	**156,284**	**171,009**		**1,168,870**	**6.91**
Aviation																							
AAV	Buy	6.30	7.50	19.0	6.9	0.15	0.10	0.12	2.38	1.61	1.85	7.62	9.58	7.82	28	-15	24	7,449	10,319	10,738	4,850	30,555	0.18
AOT	Neutral	61.50	60.00	(2.4)	59.3	0.68	0.77	0.88	1.11	1.24	1.43	26.45	24.38	22.00	14	8	11	-29,034	-35,323	-30,421	14,286	878,571	5.19
THAI	Sell	17.30	15.50	(10.4)	17.8	0.00	0.34	0.38	0.00	1.96	2.20	6.64	5.69	5.39	37	12	1	133,842	127,429	120,577	2,183	37,762	0.22
Mass Transit																							
BEM	Neutral	8.00	8.30	3.8	8.9	0.12	0.15	0.19	1.47	1.92	2.34	18.97	16.64	16.86	10	8	9	40,184	30,909	46,777	15,285	122,280	0.72
BTS	Buy	8.35	11.00	31.7	10.4	0.24	0.10	0.13	2.89	1.23	1.60	40.17	35.98	31.20	5	17	16	16,914	22,950	23,338	11,940	99,702	0.59
SCBS Coverage		**1706.52**		**17.7**					**2.97**	**3.00**	**3.19**	**11.66**	**10.88**	**10.07**	**6**	**7**	**7**	**2,192,855**	**1,975,749**	**1,834,965**		**12,346,897**	**72.94**

Disclaimer:

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

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

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

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

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AOT, AP, BA, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BH, BIG, BJC, BLA, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICHI, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LHBANK, LPN, MAJOR, MEGA, MINT, MTLS, PLANB, PSH, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, S, SAMART, SAWAD, SCC, SCCC, SGP, SIRI, SPALI, SPCG, SPRC, STEC, STPI, SUPER, SVI, TASCO, TCAP, THAI, THANI, THCOM, TISCO, TKN, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, TTCL, TU, TVO, UNIQ, VGI, WHA, WORK.

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

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

CG Rating 2017 Companies with CG Rating

ADVANC, AKP, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BIGC, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CNT, CPF, CPN, CSL, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EASTW, EGCO, GC, GCAP, GFPT, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LHBANK, LPN, MBK, MCOT, MINT, MONO, NCH, NKI, NYT, OTO, PHOL, PLANB, PPS, PRANDA, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT*, PTTEP*, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SE-ED, SIM, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TCAP, THANA, THCOM, THREL, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRUE, TSC, TTCL, TU, TVD, UV, VGI, WACOAL, WAVE

2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, ALT, AMANAH, AMATA, AMATAV, APCO, ARIP, ASIA, ASIMAR, ASK, ASP, AUCT, AYUD, BBL, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BJC, BJCHI, BLA, BOL, BROOK, BRR, BTW, CEN, CENTEL, CGH, CHARAN, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CKP, CM, CNS, COL, COM7, CPI, CSC, CSP, CSS, DCC, EA, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GEL, GLOBAL, GLOW, HARN, HOTPOT, HYDRO, ILINK, INET, IRC, IT, ITD, JWD, K, KGI, KKC, KOOL, KSL, KTIS, L&E, LALIN, LANNA, LH, LHK, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MAKRO, MALEE, MBKET, MC, MEGA, MFC, MFEC, MOONG, MSC, MTI, MTLS, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, OISHI, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDI, PE, PG, PJW, PLANET, PLAT, PM, PPP, PR, PREB, PRINC, PT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S & J, SABINA, SALEE, SAMCO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SEAFCO, SEAOIL, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SMK, SMPC, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, SPPT, SR, SSF, SST, STA, STPI, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCC, TEAM, TF, TFG, TGCI, THAI*, THANI, THIP, THRE, TICON, TIPCO, TIW, TK, TKN, TKS, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TOG, TPAC, TPCORP, TRT, TRU, TSE, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UAC, UMI, UP, UPF, UPOIC, UWC, VIH, VNT, WICE, WINNER, XO, YUASA, ZMICO

AEC, AEONTS, AF, AJ, AKR, ALLA, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APURE, AQUA, ARROW, AS, ASEFA, ASIAN, ASN, ATP30, AU, BA, BCH, BEAUTY, BH, BIG, BIZ, BLAND, BPP, BR, BROCK, BTC, BTNC, CBG, CCET, CCP, CGD, CITY, CMR, COLOR, COMAN, CPL, CSR, CTW, CWT, DCON, DIGI, DNA, EFORL, EKH, EPCO, ESSO, ETE, FE, FER, FOCUS, FSS, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GSTEL, GTB, GYT, HPT, HTC, HTECH, IFS, IHL, INSURE, IRCP, J, JMART, JMT, JUBILE, KASET, KBS, KCAR, KIAT, KWC, KYE, LDC, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MDX, METCO, MGT, MILL, MJD, MK, MODERN, MPG, NC, NCL, NDR, NEP, NETBAY, NPK, NPP, NUSA, OCEAN, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PRECHA, PRIN, PSTC, QLT, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, S11, SANKO, SAPPE, SCP, SE, SGP, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SRICHA, SSC, STANLY, SUPER, SVOA, T, TACC, TCCC, TCMC, TFD, TIC, TLUXE, TM, TMD, TNP, TNR, TOPP, TPA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPOLY, TPP, TRITN, TTI, TVT, TYCN, UOBKH, UPA, UREKA, UT, VIBHA, VPO, VTE, WIIK, WIN

Corporate Governance Report

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

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

BIGC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on September 28, 2017

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

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, PRANDA, PREB, PRG, PSH, PSL, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, 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, TFG, TGCI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPCORP, TRU, TSC, TSTH, TTCL, TVI, UOBKH, WACOAL

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, 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, MFEC, MIDA, MILL, ML, MTLS, 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, TVO, TVT, TWPC, U, UPA, UREKA, UWC, VGI, VIBHA, VIH, VNT, WAVE, WHA, WICE, WIIK

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, APEX, APURE, AQ, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AUCT, BA, BAT-3K, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BLISS, BM, BOL, BPP, 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, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DELTA, DIGI, DNA, DTCI, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EFORL, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, EVER, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FOCUS, FORTH, FTE, FVC, GC, GENCO, GL, GLAND, GRAMMY, GRAND, GTB, GYT, HFT, HOTPOT, HPT, HTECH, HYDRO, ICHI, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITD, ITEL, 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, PDG, PERM, PF, PICO, PJW, PLANET, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PRM, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, RP, RPC, RPH, RS, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAPPE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SELIC, SF, SFP, SGF, SHANG, SIAM, SIMAT, SKN, SKR, SKY, SLP, SMK, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SSC, SSP, STANLY, STAR, STEC, STHAI, STPI, SUC, SUTHA, SVH, SVOA, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TASCO, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TFD, TFMAMA, TGPRO, TH, THAI, THANA, THIP, THL, TIC, TIW, TK, TKS, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TNR, TOA, TOPP, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TUCC, TWP, 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, WPH, WR, XO, YCI, YNP, YUASA, ZIGA, ZMICO

Explanations

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

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร
269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซา 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 แขวงอรุณอัมรินทร์ เขตบางกอกน้อย
กรุงเทพ 10700
โทร: 0 2949 1429
โทรสาร: 0 2884 7962

เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 1
100 ชั้น 2 ห้อง 1 ถนนราชวงศ์
ตำบลช้างม่อย อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50300
โทรศัพท์: 0 5323 5933
โทรสาร: 0 5323 5944

เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 2
100 ชั้น 2 ห้อง 2 ถนนราชวงศ์
ตำบลช้างม่อย อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50300
โทรศัพท์: 0 5323 5988
โทรสาร : 0 5323 5966

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

หาดใหญ่ – สาขาถนนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)
16/4 ชั้น 2 ถนนราษฎร์ยินดี ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737