Market Strategy
2Q 2018

ถึงคิว

ดอกเบี้ยขาขึ้นแต่ไม่ถึงกับเปลี่ยนทิศทางตลาดขาขึ้น
นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจหนุนการเติบโตต่อเนื่อง
ถึงคิวมองหาหุ้นเติบโตดีที่ราคายังไม่แพง

SCBS

SCBS Market Strategy Reports

2561

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 กฤษฎีนิพัทธ์
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

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

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

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

สารบัญ

ถึงคิว 1

Top Picks

- บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL) 25
- บมจ. กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS) 29
- บมจ. เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ (BJC) 33
- บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG) 37
- บมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL) 41
- บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB) 45
- บมจ. โรบินสัน (ROBINS) 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 87
- ขนส่ง 89
- สาธารณูปโภค 91

SCBS Stock Universe 93

This page is left blank intentionally

SCBS strategy

SET index	Close: 21/3/2018	1,801.43	+1.59 / +0.09%	Bt55,270mn
SET50 index	Close: 21/3/2018	1,183.00	-0.87 / -0.07%	Bt38,150mn

ถึงคิว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มตลาดหุ้นไทย และตั้งเป้า SET index ปลายปีนี้ที่ 1,900 จุด โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น อย่างไรก็ตาม แนวโน้มที่นักลงทุนจะเปลี่ยนกลุ่มเล่น โดยย้ายออกจากกลุ่มพลังงาน หมายความว่าตลาดจะเคลื่อนไหว sideways ใน 2Q61 กลยุทธ์การลงทุน 2Q61 ของเราเปลี่ยนมาเน้น story เกี่ยวกับการเติบโตในประเทศจากหลายปัจจัยตั้งแต่สินเชื่อที่กลับมาขยายตัวเพิ่มขึ้นจนถึงการใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นตามแรงกระตุ้นจากภาครัฐฯ top picks 2Q61 ของเรา คือ BBL, KTB, BJC, GLOBAL, ROBINS, BDMS และ CHG

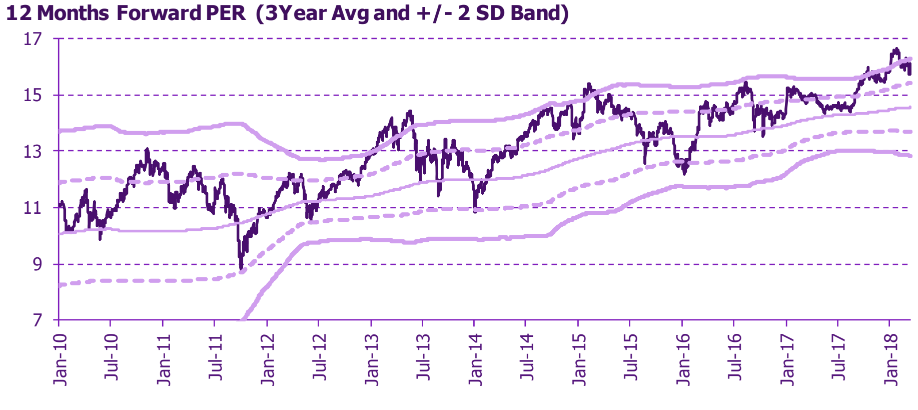
ไต่ระดับ เศรษฐกิจโลกปิดฉากปี 2560 อย่างสวยงาม โดยประเมินอัตราการขยายตัวได้ที่ 3.7% YoY และดูเหมือนว่าโมเมนตัมจะดีต่อเนื่องในปี 2561 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อบรรยากาศการลงทุน คือ สถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นเร็วกว่าคาด และแนวโน้มที่จะเกิดสงครามการค้าโลก ในขณะที่เศรษฐกิจไทยยังคงปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยขยายตัว 3.9% ในปี 2560 แต่การเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเป็นปัจจัยสำคัญที่ฉุดรั้งการเติบโตทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ดี แนวโน้มการเติบโตในปี 2561 ยังดูดี เนื่องจากเราพบสัญญาณที่ดีขึ้นจากการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัว ในขณะที่การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคยังแข็งแกร่งมาก

คงมุมมองที่ดีต่อตลาดด้วยเป้า 1,900 จุดในปีนี้ เพราะเศรษฐกิจมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วยอัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรในอีกหนึ่งปีข้างหน้า (forward PE ratio) ที่อยู่ในระดับสูงสุดในรอบหลายปี (+2SD เหนือค่าเฉลี่ย 3 ปี) จึงเป็นไปได้ยากที่จะเห็นตลาดวิ่งสูงขึ้นจากการไล่ระดับอัตราส่วน PE ที่สูงไปกว่านี้ เราจึงมองว่าไตรมาส 2 น่าจะเป็นช่วงปรับฐาน ตลาดแกว่งตัวออกด้านข้าง (sideways) ซึ่งแปลว่าเราน่าจะได้เห็นการโยกเงินลงทุนย้ายไปยังกลุ่มอุตสาหกรรมที่ยังตามหลังอยู่

ถึงคิว SET index ปรับตัวขึ้นแรงนับตั้งแต่ต้นปี 2561 หลักๆ จากการปรับตัวขึ้นของกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี เราคาดว่าจะเห็นการหมุนกลุ่มออกจากกลุ่มพลังงาน เนื่องจากราคาน้ำมันมีแนวโน้มที่จะเผชิญแรงกดดันจากอุปทานส่วนเกิน สำหรับกลยุทธ์การลงทุน 2Q61 เราชอบกลุ่มธนาคาร เพราะสินเชื่อจะกลับมาขยายตัวได้ดีขึ้น และ NPL จะชะลอตัวลง เราเลือกกลุ่มพาณิชย์ เพราะสถานการณ์หนี้ครัวเรือนปรับตัวดีขึ้นและและงบกลางปีที่กำลังจะออกเน้นกระตุ้นการใช้จ่ายรากหญ้า นอกจากนี้เราก็เลือกกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรจะฟื้นตัว และรายได้จากผู้ป่วยประกันสุขภาพมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

- **BBL:** หุ้น laggard paly ที่ดีที่สุดในกลุ่มธนาคารเพราะจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่และรายได้ค่าธรรมเนียมจะเพิ่มขึ้น
- **KTB:** ราคา laggard ซื้อขายที่ PBV 0.9 เท่า (-1SD จากค่าเฉลี่ย 15 ปี) เติบโตตามการลงทุนภาครัฐ
- **BJC:** ราคา laggard ซื้อขายที่ PEG ปี 61 ระดับ 1.0 เท่า (ค่าเฉลี่ยของกลุ่มอยู่ที่ 2.2 เท่า) คาดกำไรเติบโต 33% ในปี 61
- **GLOBAL:** หุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ กำไรปี 61 จะเติบโต 22% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก SSS ที่เติบโต 4.5% (ดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์)
- **ROBINS:** ถูกที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ PE ปี 61 ระดับ 22 เท่า (ค่าเฉลี่ยของกลุ่มอยู่ที่ 32 เท่า) และกำไรจะเติบโต 16% เพราะ SSS และอัตรากำไรจะปรับตัวดีขึ้น
- **BDMS:** ราคาหุ้นยังปรับขึ้นน้อยกว่า SET นับตั้งแต่ตลาดเริ่มปรับตัวขึ้นในเดือนก.ย. 60 EPS จะเติบโต 17% ในปี 61 และรายได้จากผู้ป่วยประกันสุขภาพมีแนวโน้มเติบโตในระยะยาว
- **CHG:** ราคาหุ้นลดลง 28% ใน 1 ปีที่ผ่านมา เพราะกังวลเรื่องการแข่งขัน ขยายกิจการสู่พื้นที่ EEC และพื้นที่ใกล้เคียงซึ่งรพ.เอกชนคิดเป็นสัดส่วนเพียง 5-15% ของจำนวนเตียงทั้งหมด

ถึงคิวต้องหมุนไปลงทุนในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ยังล้าหลัง เนื่องจาก valuation ของตลาดค่อนข้างตึง



Source: SCBS Investment Research

2Q61 Top picks

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
BBL	Buy	203.00	270.0	36.6
BDMS	Buy	22.70	27.5	22.5
BJC	Buy	58.00	73.0	27.0
CHG	Buy	1.87	2.9	57.6
GLOBAL	Buy	15.60	21.0	35.7
KTB	Buy	19.60	24.0	26.2
ROBINS	Buy	63.25	90.0	44.6

	PE (x)		EPS growth (%)	
	18F	19F	18F	19F
BBL	9.8	8.4	20	16
BDMS	37.3	32.2	17	16
BJC	34.0	28.1	33	21
CHG	28.8	24.8	20	16
GLOBAL	31.9	26.3	22	21
KTB	10.1	8.3	21	21
ROBINS	22.1	19.0	16	16

	PBV (x)		ROE (%)	
	18F	19F	18F	19F
BBL	0.9	0.8	10	10
BDMS	5.2	4.8	14	15
BJC	2.1	2.0	6	7
CHG	5.6	5.0	19	20
GLOBAL	4.3	3.8	14	15
KTB	0.9	0.8	9	10
ROBINS	3.6	3.3	17	18

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	18F	19F	18F	19F
BBL	3.6	4.2	-	-
BDMS	1.3	1.6	22.2	19.3
BJC	1.1	1.4	17.5	16.2
CHG	2.5	2.4	17.5	15.0
GLOBAL	1.1	1.1	21.9	18.7
KTB	3.8	4.6	-	-
ROBINS	2.3	2.6	12.6	11.4

นักวิเคราะห์

อิสระ อรดีดลเชษฐ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

พรเทพ ชุพันธุ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

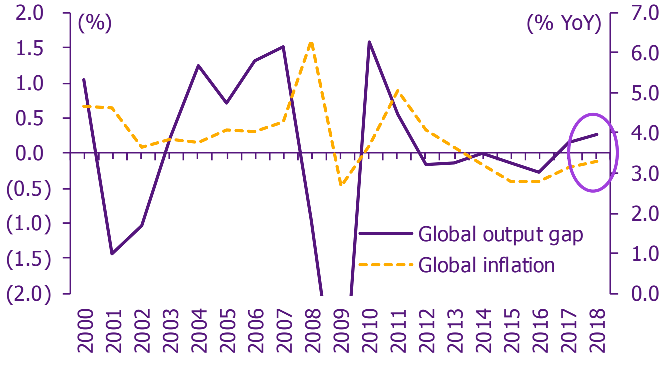
วโรฤทธิ์ จีระชน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เหมือนมาส บุญงอก
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

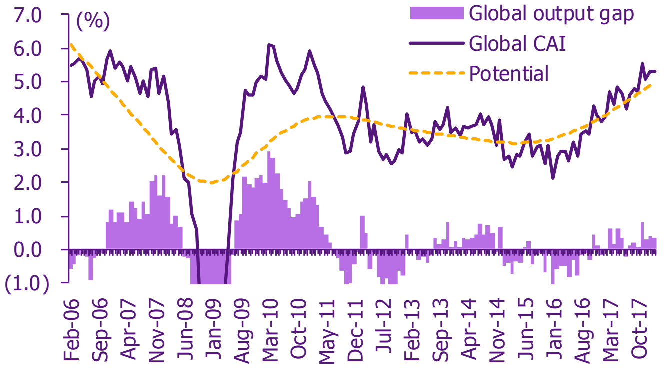
ปี 2560 เป็นปีที่ดีสำหรับเศรษฐกิจโลก... เศรษฐกิจโลกปิดฉากปี 2560 อย่างสวยงาม โดยประเมินอัตราการขยายตัวได้ที่ 3.7% YoY ในปี 2560 เทียบกับที่ขยายตัวเพียง 3.2% ในปี 2559 โดยเศรษฐกิจของประเทศพัฒนาแล้วดูเหมือนจะฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมาก เพราะอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้นสู่ 2.3% ในปีที่ผ่านมา เพิ่มขึ้นจากเพียง 1.7% ในปีก่อนหน้า ในขณะที่เศรษฐกิจของกลุ่มตลาดเกิดใหม่มีอัตราการขยายปานกลางแต่มีเสถียรภาพที่ประมาณ 4.7% การเติบโตของเศรษฐกิจทั่วโลกช่วยหนุนให้การค้าระหว่างประเทศปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก โดยการส่งออกทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.7% ในปีที่ผ่านมา (จากเพียง 2.5%) อย่างไรก็ตาม สิ่งที่สร้างความผิดหวังเล็กน้อย คือ ดัชนีราคาผู้บริโภคทั่วโลกที่ดูเหมือนจะเติบโตในอัตราต่ำเพียง 3.1% YoY อย่างไรก็ดี เราพบว่าช่องว่างการผลิต (output gap) ทั่วโลกกว้างขึ้นในปี 2560 (Figure 1) ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อข้อมูลรายเดือนของกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลก (global CAI) มีโมเมนตัมเร่งตัวขึ้นดังแสดงใน Figure 2

Figure 1: ช่องว่างการผลิต (output gap) เป็นบวกมากขึ้น...



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

Figure 2: ...ด้วยอัตราเร่งตัวขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

และคาดว่าโมเมนตัมเชิงบวกจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2561... แม้เศรษฐกิจทั่วโลกเติบโตอย่างแข็งแกร่งพร้อมกับช่องว่างการผลิต (output gap) เป็นบวกในปี 2560 แต่มีแนวโน้มสูงมากที่โมเมนตัมเชิงบวกจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2561 ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการเศรษฐกิจล่าสุดของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) เศรษฐกิจทั่วโลกน่าจะขยายตัว 3.9% YoY ในปี 2561 ดีกว่าอัตราการขยายตัว 3.7% ในปีก่อน นอกจากนี้แล้วดูเหมือนว่าปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ IMF คาดว่าเศรษฐกิจทั่วโลกจะขยายตัวเพิ่มขึ้นเกิดจากการปรับเพิ่มประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ (+0.4%), ยูโรโซน (+0.3%) และญี่ปุ่น (+0.5%) ในขณะที่ IMF ยังคงคาดว่าเศรษฐกิจของกลุ่มตลาดเกิดใหม่ในเอเชียจะมีอัตราการขยายตัวที่ดีที่ 6.5% YoY สำหรับอัตราเงินเฟ้อ IMF คาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 1.9% YoY ในปีนี้ เมื่อพิจารณาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากดังแสดงใน Figure 2 ด้านบน ตัวเลขคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อจึงมีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นได้อีก

Figure 3: ประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของ IMF

	Projections		Difference from October 2017 WEO Projections 1/	
	2018	2019	2018	2019
World Output	3.9	3.9	0.2	0.2
Advanced Economies	2.3	2.2	0.3	0.4
United States	2.7	2.5	0.4	0.6
Euro Area	2.2	2.0	0.3	0.3
Germany	2.3	2.0	0.5	0.5
France	1.9	1.9	0.1	0.0
Italy	1.4	1.1	0.3	0.2
Spain	2.4	2.1	(0.1)	0.1
Japan	1.2	0.9	0.5	0.1
United Kingdom	1.5	1.5	0.0	(0.1)
Canada	2.3	2.0	0.2	0.3
Other Advanced Economies 3/	2.6	2.6	0.1	0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.9	5.0	0.0	0.0
Commonwealth of Independent States	2.2	2.1	0.1	0.0
Russia	1.7	1.5	0.1	0.0
Excluding Russia	3.4	3.5	0.1	0.0
Emerging and Developing Asia	6.5	6.6	0.0	0.1
China	6.6	6.4	0.1	0.1
India 4/	7.4	7.8	0.0	0.0
ASEAN-5 5/	5.3	5.3	0.1	0.0
Emerging and Developing Europe	4.0	3.8	0.5	0.5
Latin America and the Caribbean	1.9	2.6	0.0	0.2
Brazil	1.9	2.1	0.4	0.1
Mexico	2.3	3.0	0.4	0.7
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.6	3.5	0.1	0.0
Saudi Arabia	1.6	2.2	0.5	0.6
Sub-Saharan Africa	3.3	3.5	(0.1)	0.1
Nigeria	2.1	1.9	0.2	0.2
South Africa	0.9	0.9	(0.2)	(0.7)
Memorandum				
Low-Income Developing Countries	5.2	5.3	0.0	0.1
World Growth Based on Market Exchange Rates	3.3	3.2	0.2	0.2
World Trade Volume (goods and services) 6/	4.6	4.4	0.6	0.5
Advanced Economies	4.3	4.2	0.6	0.7
Emerging Market and Developing Economies	5.1	4.8	0.4	0.2
Commodity Prices (U.S. dollars)				
Oil 7/	11.7	(4.3)	11.9	(5.0)
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	(0.5)	1.0	(1.0)	1.5
Consumer Prices				
Advanced Economies	1.9	2.1	0.2	0.1
Emerging Market and Developing Economies 8/	4.5	4.3	0.1	0.2
London Interbank Offered Rate (percent)				
On U.S. Dollar Deposits (six month)	2.3	3.4	0.4	0.5
On Euro Deposits (three month)	(0.3)	(0.1)	0.0	(0.1)
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.1	(0.2)	(0.1)

Source: IMF World Economic Outlook Update, January 2018

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during November 13, 2017-December 11, 2017. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

1/ Difference based on rounded figures for both the current and October 2017 World Economic Outlook forecasts. Countries whose forecasts have been updated relative to October 2017 World Economic Outlook forecasts account for 94 percent of world GDP measured at purchasing power parity.

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

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

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

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

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

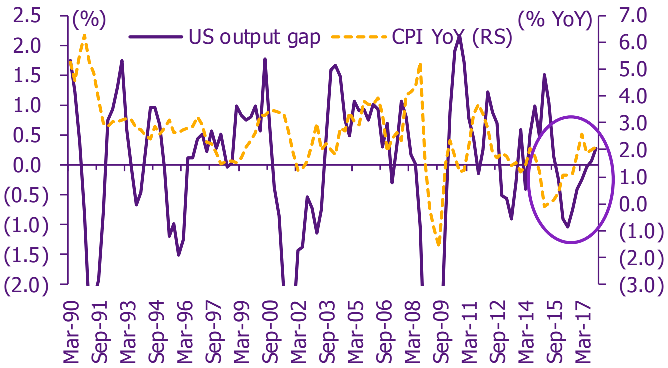
7/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was $52.7 in 2017; the assumed price based on futures markets (as of December 11, 2017) is $59.9 in 2018 and $56.4 in 2019.

8/ Excludes Argentina and Venezuela.

...แต่ไม่ใช่ว่าจะไม่มีความเสี่ยงขาลง ปัจจุบันมีปัจจัยเสี่ยงหลักๆ 2 อย่างเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกและตลาดการเงิน ทั้งนี้แม้ตลาดจะรับรู้ไปบ้างแล้ว แต่ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นยังคงฉุดรั้งความเชื่อมั่นของนักลงทุนอย่างต่อเนื่อง ในส่วนของภาวะอัตราดอกเบี้ย ปัจจัยเสี่ยงสำคัญอยู่ที่แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เนื่องจากข้อมูลทางเศรษฐกิจที่ประกาศออกมาตั้งแต่ต้นปีนี้เริ่มทำให้นักลงทุนกังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ที่อัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เราคิดว่าความกังวลดังกล่าวสมเหตุสมผล เนื่องจากเราเคยกล่าวไว้หลายครั้งในรายงานฉบับก่อนหน้านี้แล้วว่ามีโอกาสที่อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวขึ้นอีก ปัจจัยที่จะส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นอีก คือ ช่องว่างการผลิต (output gap) ที่เป็นบวกมากขึ้น (Figure 4) และตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้น (Figure 5) ในขณะเดียวกัน ข้อมูลเมื่อไม่นานนี้จาก National Federation of Independent Business (NFIB) ก็เปิดเผยว่า ธุรกิจขนาดเล็กกำลังจะเพิ่มค่าตอบแทนให้กับลูกจ้าง ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมงปรับตัวเพิ่มขึ้น (Figure 6) เมื่อพิจารณาจากฐานที่กว้างขึ้นและโมเมนตัม

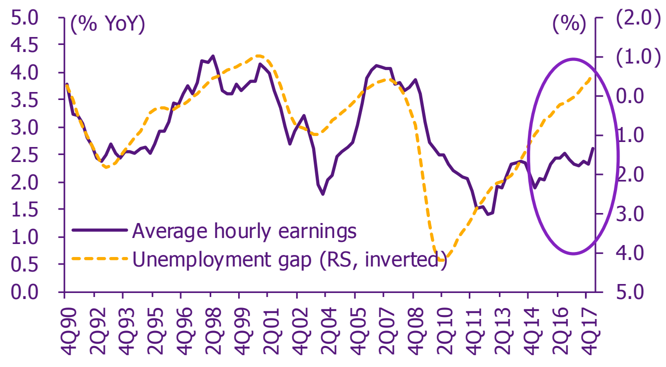
การเติบโตที่แข็งแกร่งกว่าคาดในสหรัฐฯ จึงมีความเป็นไปได้ที่เฟดจะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น 4 ครั้งในปีนี้ (จาก 3 ครั้งที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้) ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี (UST10Y) เพิ่มขึ้น ดังแสดงใน Figure 7

Figure 4: ช่องว่างการผลิต (output gap) เป็นบวกมากขึ้น พร้อมกับตัวเลขเงินเฟ้อที่สูงขึ้น



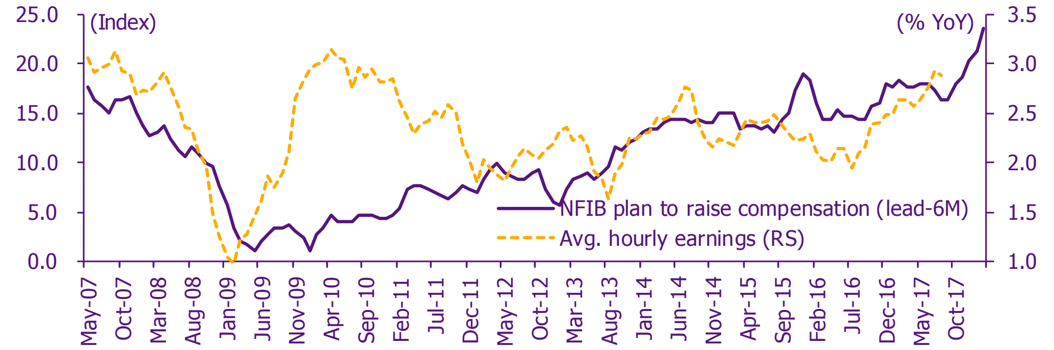
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 5: ......ในขณะที่ตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้นจะทำให้ค่าจ้างเติบโตเพิ่มขึ้น



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

Figure 6: สัญญาณอีกอย่างหนึ่งที่บ่งชี้ว่าค่าจ้างจะเติบโตเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

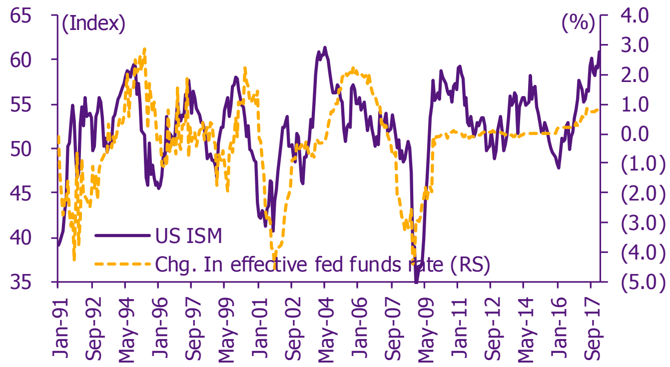
Figure 7: ประมาณการ UST10Y สิ้นปี อ้างอิง Fed funds rate และการลดขนาดงบดุล

Basis points	Fed funds rate - hikes	Impact on UST10Y (from FFR)	Impact on UST10Y (from balance sheet runoff)	Total impact on UST10Y	Estimated UST10Y
2017	25	7.5	20	27.5	2.78
2018	100	30	15	45	3.23
2019	100	30	10	40	3.83
2020	-	-	10	10	3.93
2021			10	10	4.03

Source: SCBS Investment Research

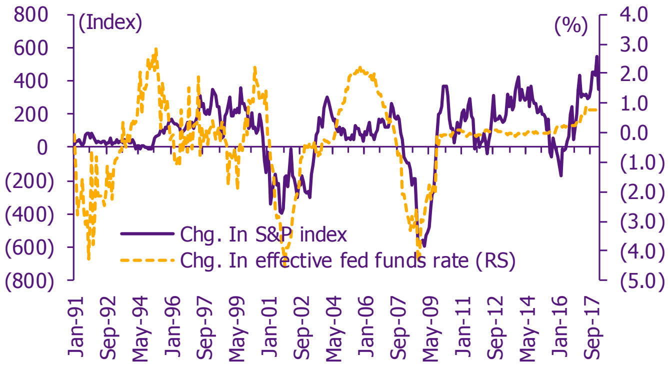
เราควรกังวลเกี่ยวกับระดับอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯ เมื่อใด ในขณะที่การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเป็นครั้งแรกและ/หรือ การเปลี่ยนแปลงในระดับการปรับขึ้น อาจจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดความสั่นคลอนในตลาดหุ้น แต่ราคาหุ้นดูเหมือนจะมีโมเมนตัมเชิงบวกตามอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นในระยะกลาง ทั้งนี้เป็นเพราะนักลงทุนมองว่าอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นสะท้อนถึงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น (รวมถึงอัตราเติบโตของกำไรภาคธุรกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น) ดังแสดงใน Figure 8 และในที่สุดแล้ว ต้นทุนทางการเงินน่าจะปรับขึ้นสูงพอที่จะฉุดรั้งอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวม และในหลายๆ ครั้งด้วยกัน ตลาดหุ้นจะเข้าสู่ช่วงของการปรับฐาน (หรือกระทั่งเข้าสู่ช่วงขาลง) เรามองว่างานที่ยากที่สุดสำหรับธนาคารกลาง คือ การบริหารจัดการให้เศรษฐกิจชะลอตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป (soft landing)

Figure 8: Fed funds rate ปรับตัวตามวัฏจักรธุรกิจ...



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

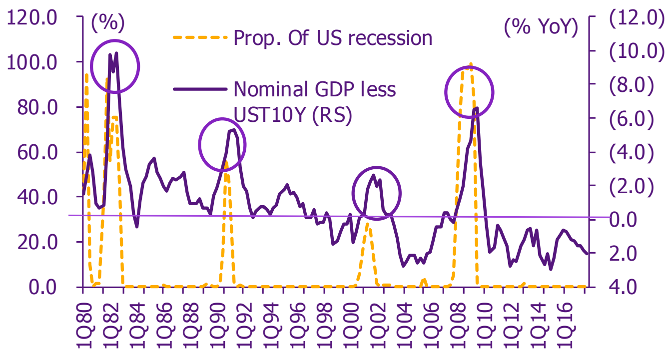
Figure 9: ...เช่นเดียวกับตลาดหุ้น



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

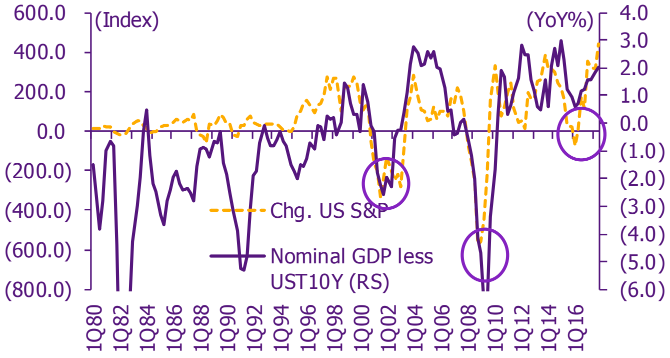
ทั้งนี้เป็นเรื่องที่ซับซ้อนมากเกินไปที่จะระบุว่าเมื่อใดที่ระดับของอัตราดอกเบี้ยจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดหุ้นอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์ทั่วไปน่าจะสามารถใช้งานได้ดีในที่นี้ เราสามารถใช้คอนเซ็ปต์ "ผลผลิตทางเศรษฐกิจสุทธิ" ซึ่งเป็นส่วนต่างระหว่าง nominal GDP กับอัตราผลตอบแทนพันธบัตร อายุ 10 ปี (ตัวชี้วัดต้นทุนทางการเงิน) Figure 10 แสดงให้เห็นว่า ความน่าจะเป็นที่จะเกิดขึ้นภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ มักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงที่ต้นทุนทางการเงินสูงกว่าผลผลิตทางเศรษฐกิจสุทธิ และตรรกะเดียวกันนี้ก็สามารถใช้ได้กับตลาดหุ้น เนื่องจากเราจะเห็นตลาดปรับฐานอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อ UST10Y ปรับขึ้นสู่ระดับ nominal GDP ปัจจุบันเราใช้ประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ จาก 1) เฟด, 2) Bloomberg, 3) IMF และ 4) Focuseconomics เป็นตัวเลขอ้างอิงหลักๆ สำหรับ nominal GDP สหรัฐฯ ซึ่งคาดว่าจะมีอัตราการขยายตัวที่ระดับประมาณ 4.4-4.6% YoY ในปีนี้ ซึ่งหมายความว่า UST10Y ที่ระดับประมาณ 4% (ในปี 2561) จะเริ่มส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริงรวมถึงตลาดหุ้น อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเสี่ยงน้อยมากที่อัตราผลตอบแทน UST10Y จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับดังกล่าว โดยอิงกับค่าจ้างที่เติบโตเล็กน้อยในสหรัฐฯ รวมถึงราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกในระดับทรงตัว

Figure 10: ผลผลิตทางเศรษฐกิจสุทธิ vs. ความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย



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

Figure 11: ผลผลิตทางเศรษฐกิจสุทธิ vs. ดัชนี S&P ของสหรัฐฯ



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

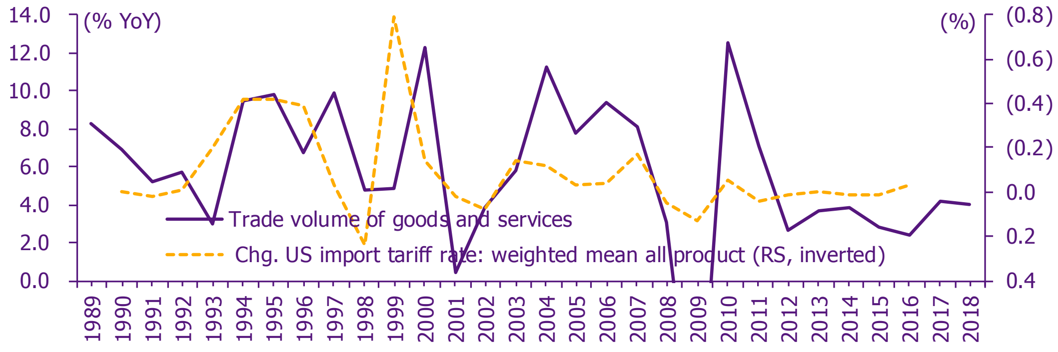
ความกังวลว่าจะเกิดสงครามการค้าทั่วโลกกลับมาอีกครั้ง ความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงว่าจะเกิดสงครามการค้าที่รุนแรงมากขึ้นเกิดขึ้นและหยุดเป็นพักๆ นับตั้งแต่ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ เข้ารับตำแหน่งเมื่อปลายปี 2559 สหรัฐฯ ประกาศเรียกเก็บภาษีนำเข้าเหล็ก (25%) และอลูมิเนียม (10%) เมื่อไม่นานนี้ โดยยกเว้นการเก็บภาษีในบางประเทศ ในขณะที่ออสเตรเลียได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้า แคนาดาและเม็กซิโกถูกถอดออกจากรายชื่อประเทศที่ถูกเก็บภาษีนำเข้าชั่วคราวเนื่องจากกำลังเจรจาข้อตกลงการค้าเสรีทวีปอเมริกาเหนือ (NAFTA) ปัจจุบันประเทศคู่ค้าบางประเทศได้ประกาศเจตนารมณ์ที่จะตอบโต้ (Figure 12) ซึ่งทำให้มีโอกาสสูงขึ้นที่จะเกิดสงครามการค้าทั่วโลกที่รุนแรงมากขึ้น ทั้งนี้ยังเป็นเรื่องค่อนข้างยากที่จะประเมินผลกระทบของข้อจำกัดทางการค้าที่สูงขึ้นต่อเศรษฐกิจทั่วโลกด้วยความแม่นยำ แต่เราสามารถเห็นได้จาก Figure 13 ว่าการเปลี่ยนแปลงในอัตราภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียวจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการค้าโลก และมีแนวโน้มสูงมากที่กิจกรรมการค้าระหว่างประเทศจะได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงในกรณีที่เกิดสงครามการค้าอย่างแท้จริง โดยประเทศคู่ค้าทุกประเทศกำหนดข้อจำกัดทางการค้าระหว่างกันเพิ่มมากขึ้น

Figure 12: ปฏิกิริยาจากประเทศคู่ค้าบางประเทศของสหรัฐฯ

Country	Recent responds
Eurozone	Clear promise of retaliation targeting specific products such as motorcycles, whisky and jeans.
Canada	Got temporary exemption due to NAFTA negotiation. Mild reaction so far.
UK	The government expressed its deep concern for possible implications.
Turkey	Likely to coordinate with the eurozone.
China	Assessing impact. Will defend the country's interests.
Mexico	Got temporary exemption due to NAFTA negotiation. Mild reaction so far.
Japan	Expressed concern but reaction muted so far.
Russia	Assessing impact.
Australia	Got exemption. No reaction.

Source: New sources, SCBS Investment Research

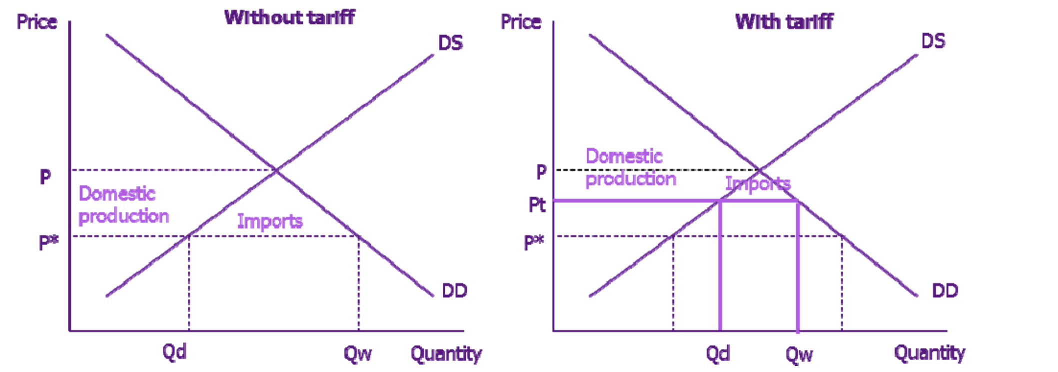
Figure 13: การเปลี่ยนแปลงในอัตราภาษีนำเข้าโดยเฉลี่ยของสหรัฐฯ vs. อัตราการขยายตัวของการค้าโลก



Source: IMF, SCBS Investment Research

ข้อจำกัดทางการค้าที่รุนแรงมากขึ้นจะส่งผลทำให้ราคาผลิตภัณฑ์โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น... แม้เราไม่สามารถประเมินผลกระทบสุทธิของข้อจำกัดทางการค้าที่เพิ่มสูงขึ้นได้อย่างแม่นยำ แต่เราสามารถประเมินผลกระทบต่อเศรษฐกิจได้อย่างคร่าวๆ วิธีที่ง่ายที่สุด คือ การนำแผนภาพเศรษฐกิจพื้นฐานมาใช้ โดยแผนภาพด้านซ้ายแสดงตลาดที่ไม่มีการเก็บภาษีนำเข้า DD คือ อุปสงค์ในประเทศ ในขณะที่ DS คือ อุปทานในประเทศของผลิตภัณฑ์อย่างหนึ่ง ราคาสินค้าในประเทศอยู่ที่ P และในกรณีที่ราคาในตลาดโลกถูกกว่า คือ P* อุปสงค์ในประเทศก็จะมีมากกว่าอุปทานในประเทศ ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดการนำเข้า (Qw-Qd) อย่างไรก็ตาม ในกรณีที่ประเทศใดประเทศหนึ่งเรียกเก็บภาษีนำเข้า (chart ด้านขวา) ราคาก็จะปรับขึ้นจากราคาที่ไม่มีภาษีนำเข้ามาเป็นราคาที่รวมภาษีนำเข้า ราคาที่สูงขึ้นจะทำให้ผู้ผลิตในประเทศต้องการผลิตเพิ่มมากขึ้นตามเส้นอุปทานในประเทศ (DS) ซึ่งจะส่งผลทำให้ความต้องการนำเข้าปรับตัวลดลงดังที่เราสามารถเห็นได้ว่า Qw-Qd บนแผนภาพด้านขวา (มีภาษีนำเข้า) น้อยกว่า Qw-Qd บนแผนภาพด้านซ้าย (ไม่มีภาษีนำเข้า) ดังนั้นเราจึงสรุปได้ว่าการเรียกเก็บภาษีนำเข้าจะส่งผลทำให้ราคาขายปรับเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความต้องการนำเข้าจะลดลง

Figure 14: การเก็บภาษีนำเข้ามีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ราคาผลิตภัณฑ์สูงขึ้น ในขณะที่ความต้องการนำเข้าจะลดลง



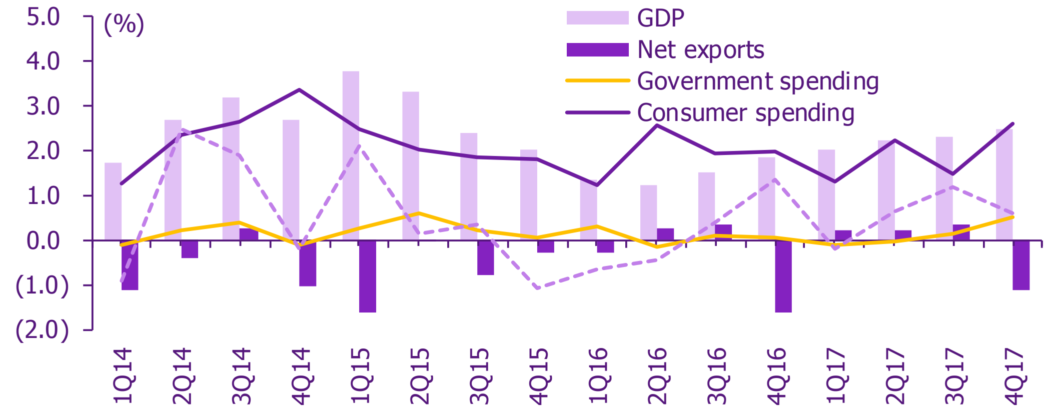
Source: SCBS Investment Research

...สร้างแรงกดดันขาขึ้นมากขึ้นต่อราคานำเข้า ปัจจุบันเราสามารถเห็นภาพที่ชัดเจนมากขึ้นว่าการเก็บภาษีนำเข้าจะส่งผลทำให้ราคาสินค้าในประเทศสูงขึ้นผ่านทางราคานำเข้าที่เพิ่มขึ้น ดังนั้นเราจึงใช้สมมติฐานว่าราคานำเข้าที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าภายในประเทศในประเทศใดประเทศหนึ่ง แนวโน้มเช่นนี้จะกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ธนาคารกลางต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากกว่าในกรณีที่ไม่มีการเก็บภาษีนำเข้า และผลกระทบที่แท้จริงจะแตกต่างกันโดยจะขึ้นอยู่กับระดับการปกป้องการค้าที่แต่ละประเทศกำหนด ในกรณีที่รุนแรงมากที่สุด คือ ทุกประเทศเรียกเก็บภาษีนำเข้ากับประเทศคู่ค้า ในกรณีนี้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ผู้บริโภคจะใช้จ่ายลดลง ธนาคารกลางจะต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อควบคุมอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น โดยสุดท้ายแล้วทุกฝ่ายจะเป็นผู้สูญเสียในกรณีนี้ สำหรับกรณีที่ไม่รุนแรงมากนัก คือ ประเทศต่างๆ พุ่งเป้าไปที่การส่งออกของสหรัฐฯ เพียงอย่างเดียว ผลกระทบต่อสหรัฐฯ จะอยู่ในรูปของการส่งออกที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลง การตอบโต้ที่มุ่งไปที่สหรัฐฯ จะลดผลกระทบสุทธิจากการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ต่อประเทศคู่ค้า แต่การเติบโตโดยรวมจะยังคงถูกฉุดรั้งโดยอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น

สหรัฐฯ

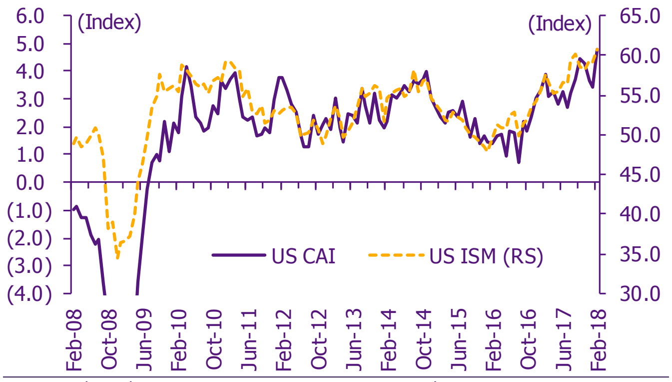
เติบโตอย่างสมดุลต่อเนื่อง... เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวเพิ่มขึ้นในลักษณะที่สมดุลมากขึ้น Figure 15 แสดงให้เห็นว่าอุปสงค์ในประเทศช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว และการเติบโตส่วนใหญ่เกิดจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่แข็งแกร่ง ในขณะที่การใช้จ่ายภาครัฐและการลงทุนอยู่ในระดับต่ำมากในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ดี เราคิดว่าเหตุการณ์นี้น่าจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว เนื่องจากอุปสงค์ทั่วโลกที่แข็งแกร่งจะช่วยกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่มาตรการกระตุ้นทางการคลังของรัฐบาลสหรัฐฯ จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในเวลาต่อมา เราจับตาดูดัชนี US ISM ควบคู่ไปกับดัชนี current activity indicator (CAI) เพื่อประเมินโมเมนตัมในปัจจุบัน และพบว่าทั้งสองดัชนีปรับตัวในทิศทางเดียวกัน ส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในอนาคต (Figure 16) สอดคล้องกับข้อมูลที่มีความถี่สูง คือ real time GDP ที่คาดการณ์โดยเฟดสาขาแอตแลนต้า (Figure 17) ที่ระบุว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเติบโต 2.5% QoQ (saar) ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจที่ดี

Figure 15: การขยายตัวทางเศรษฐกิจยังคงได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศ



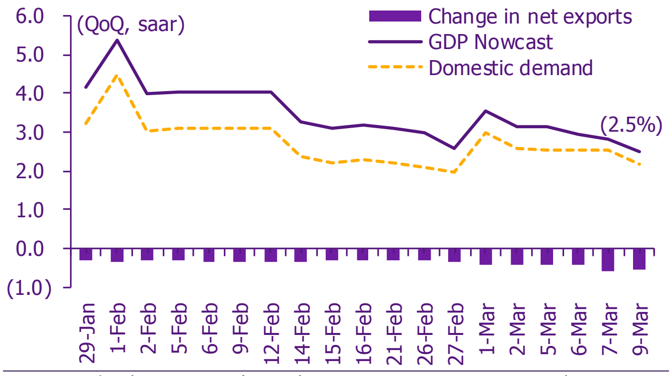
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 16: เศรษฐกิจสหรัฐฯ มีแนวโน้มขยายตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

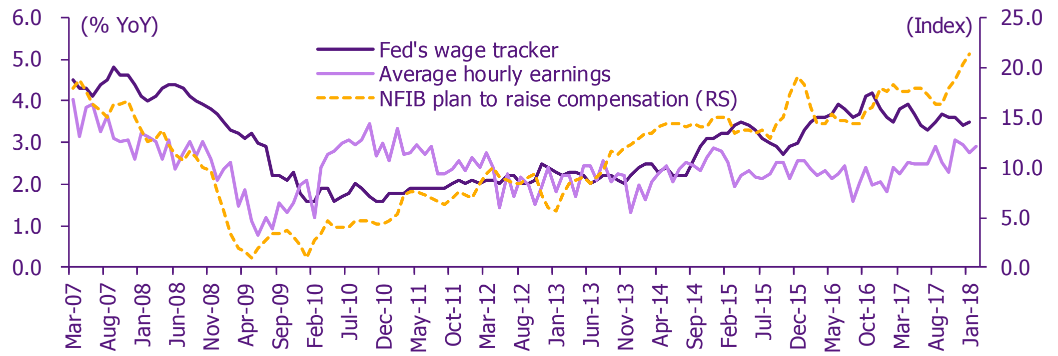
Figure 17: GDPNow สะท้อนอัตราการขยายตัว 2.5% QoQ ใน 1Q61



Source: Federal Reserve Bank at Atlanta, SCBS Investment Research

...พร้อมกับแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น... เศรษฐกิจที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งช่วยให้เฟดบรรลุเป้าหมายหลัก 1 ใน 2 ประการ (dual mandate) แล้ว ตลาดแรงงานสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะที่มีการจ้างงานเต็มที่เรียบร้อยแล้ว เนื่องจากอัตราการว่างงานอยู่ที่ 4.1% ในเดือนก.พ. ภาวการณ์จ้างงานเต็มที่ทำให้เราคาดว่าค่าจ้างจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะเวลาอันใกล้นี้ และจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง (อัตราเงินเฟ้อที่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากค่าจ้าง) Figure 18 ด้านล่างแสดงตัวชี้วัดสถานการณ์ค่าจ้าง ซึ่งทั้งหมดบ่งชี้ว่าค่าจ้างจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในกรณีที่ตัวชี้วัดเหล่านี้ยังคงมีโมเมนตัมเป็นบวกอย่างต่อเนื่องในเดือนถัดๆ ไป เราคาดว่าตลาดน่าจะเริ่มให้น้ำหนักกับนโยบายการเงินที่จะเปลี่ยนไปในทางที่เข้มงวดขึ้น (hawkish) อย่างไรก็ตาม สมมติฐานสำคัญของเรา คือ เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 4 ครั้งในปีนี้ ซึ่งจะส่งผลทำให้ UST10Y ปรับขึ้นสู่ระดับประมาณ 3.2% ภายในสิ้นปี 2561

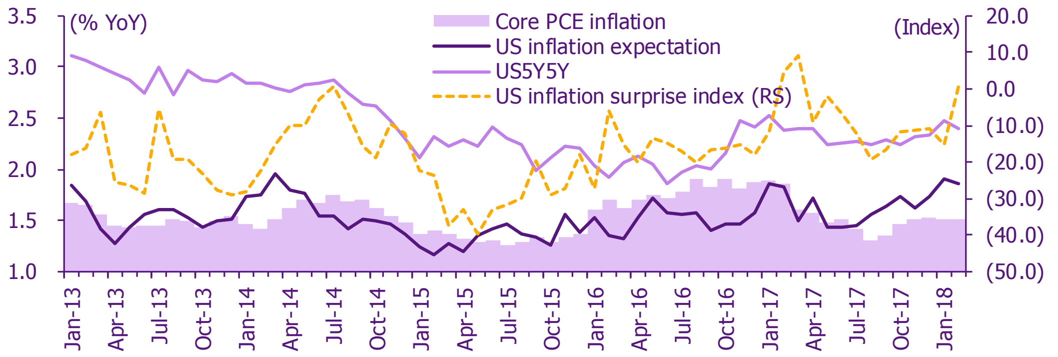
Figure 18: ค่าจ้างมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

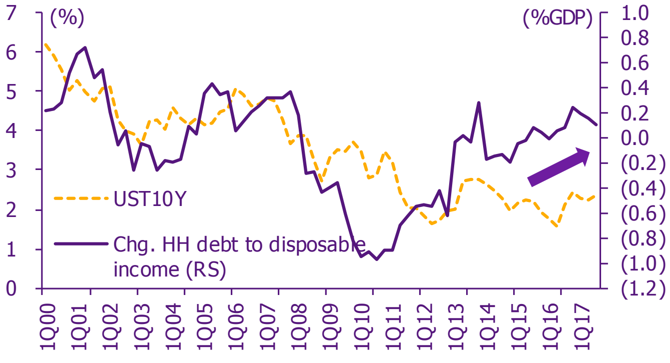
...แต่โอกาสที่จะเกิดภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรงยังมีน้อยมาก เราเคยเตือนไว้หลายครั้งตั้งแต่ปีที่ผ่านมาแล้วว่ามีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้นในปีนี้ และจะสร้างแรงกดดันขาขึ้นต่ออัตราดอกเบี้ยในระยะยาว ทั้งนี้เมื่อดูจากการปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อดังแสดงใน Figure 19 เราพบว่าตลาดรับรู้แนวโน้มที่อัตราเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไปอย่างรวดเร็ว อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าจะเกิด "ภาวะเงินเฟ้ออย่างรุนแรง" ในสหรัฐฯ ในอนาคตอันใกล้นี้ ซึ่งหมายความว่านักลงทุนน่าจะกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับความเสี่ยงที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้เราสังเกตเห็นว่า UST10Y อยู่ที่ระดับต่ำกว่า 2.95% ซึ่งเป็นประมาณการเก่าของเราสำหรับปลายปี 61 เหตุผลอย่างหนึ่งก็คือ ต้นทุนพลังงานโดยรวมน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ เพราะการผลิต shale oil ในสหรัฐฯ ช่วยควบคุมไม่ให้ราคาพลังงานสูงเกินไป ที่สำคัญกว่านั้น คือ อุปสงค์ในประเทศและหนี้ครัวเรือน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ ไม่ได้สูงจนเกินไป (Figure 21)

Figure 19: ตัวชี้วัดคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ



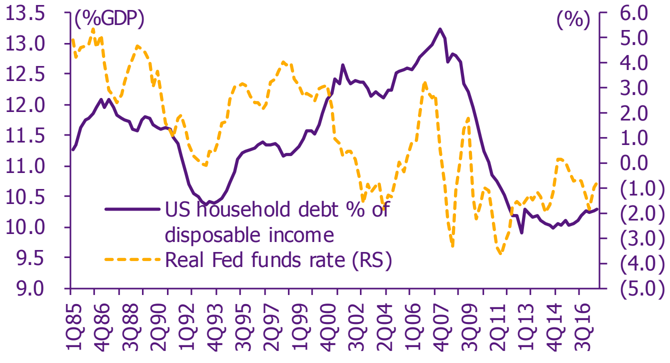
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 20: ภาระหนี้สินที่สูงขึ้นจะสร้างแรงกดดัน "ปานกลาง" ต่ออัตราดอกเบี้ยระยะสั้น...



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

Figure 21: ...แต่ยอดหนี้คงค้างยังต่ำกว่ามาตรฐานในอดีตอย่างมาก

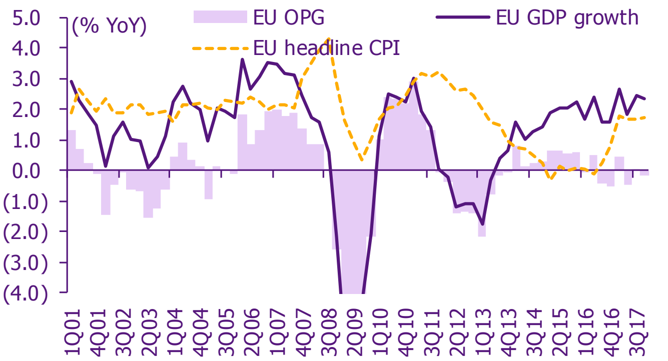


Source: Federal Reserve Bank at Atlanta, CEIC, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

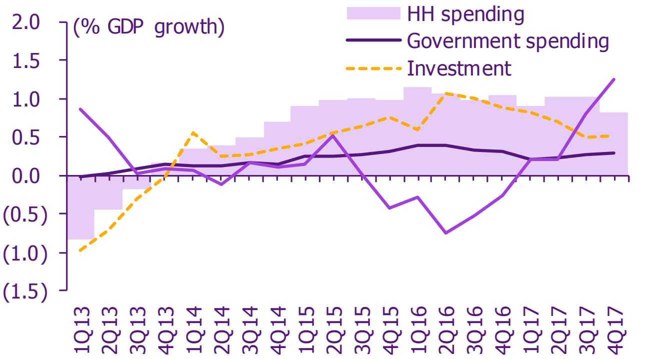
อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง... เศรษฐกิจยูโรโซนขยายตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และเศรษฐกิจก็ขยายตัวตามศักยภาพมาตั้งแต่ 4Q56 (Figure 22) แต่ต้องใช้เวลาระยะหนึ่งเพื่อให้โมเมนตัมการเติบโตผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อที่ดูเหมือนจะอยู่ในระดับทรงตัวในไตรมาสที่ผ่านๆ มา ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในกรณีที่อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ECB อาจจะต้องปรับเปลี่ยนนโยบายการเงิน ทั้งนี้เมื่อดูจากพื้นฐานทางเศรษฐกิจที่สมดุล (Figure 23) โดยองค์ประกอบเศรษฐกิจทั้งหมดมีอัตราเติบโตเป็นบวก มีโอกาสสูงที่อัตราเงินเฟ้อจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Figure 22: เศรษฐกิจแข็งแกร่งขึ้นและอัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

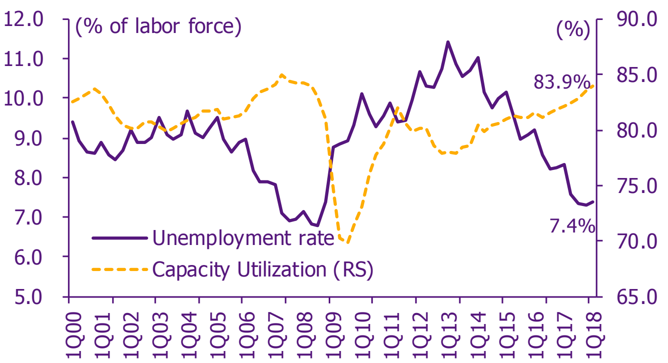
Figure 23: ...external balance เป็นองค์ประกอบที่แข็งแกร่งที่สุดสำหรับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

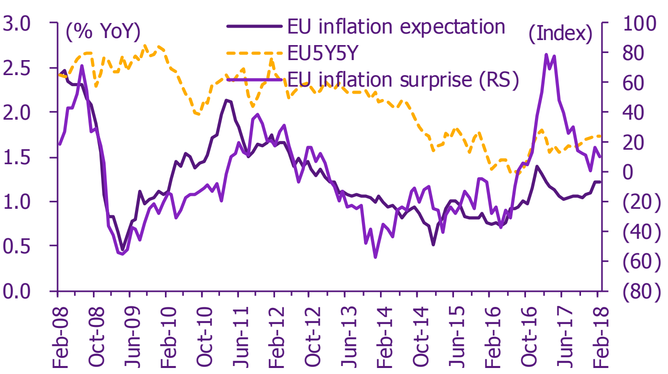
...กระตุ้นให้ ECB ลดการใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด เนื่องจากแรงกดดันต่อเศรษฐกิจในยูโรโซน (Figure 24) ลดลงอย่างมาก (อัตราการว่างงานลดลงและอัตราการใช้กำลังการผลิตของภาคอุตสาหกรรมสูงขึ้น) นักลงทุนจึงเริ่มตระหนักถึงสถานการณ์ที่อัตราเงินเฟ้อจะเพิ่มสูงขึ้นดังแสดงใน Figure 25 และในที่สุด ECB ก็ตัดสินใจลดปริมาณการซื้อสินทรัพย์ลงจาก 6.0 หมื่นล้านยูโร/เดือน สู่ 3.0 หมื่นล้านยูโร/เดือน Figure 26 แสดงให้เห็นว่าสินทรัพย์ทั้งหมดของ ECB เริ่มปรับตัวลดลงบ้างแล้วตั้งแต่เริ่มลดวงเงินเข้าซื้อสินทรัพย์ กระบวนการนี้ยังส่งผลทำให้ภาวะการเงินโดยรวมตึงตัวขึ้นปานกลางด้วย ทั้งนี้ภาวะการเงินจะได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงภายใต้สถานการณ์ที่อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้นควบคู่กับค่าเงินที่แข็งขึ้น และ/หรือ ราคาสินทรัพย์ลดลงอย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริงจะมีมากนักในตอนนี้ เนื่องจากวัฎจักรสินเชื่อยังคงแข็งแกร่งดังเห็นได้จากสินเชื่อที่ขยายตัวอย่างมากทั้งสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคและสินเชื่อภาคธุรกิจที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

Figure 24: แรงกดดันต่อเศรษฐกิจลดลงอย่างมาก...



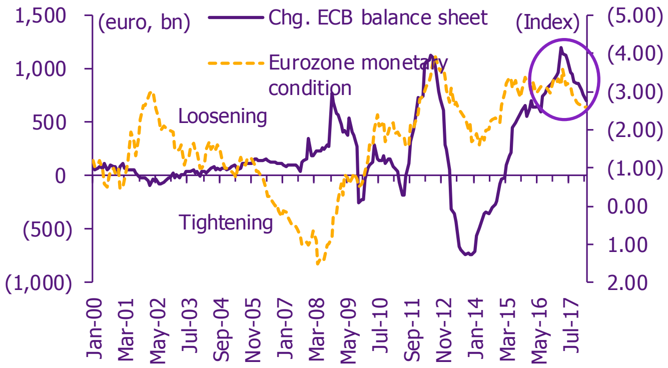
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: ...ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้น



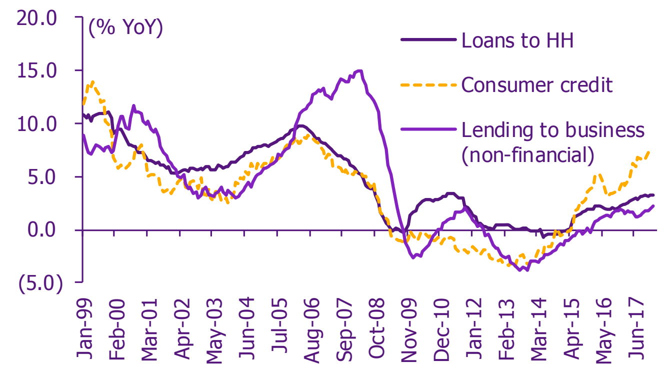
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 26: ภาวะการเงินยูโรโซนเริ่มตึงตัวมากขึ้นควบคู่กับการลดวงเงินซื้อสินทรัพย์...



Source: CEIC, European Commission, SCBS Investment Research

Figure 27: ...แต่อัตราการขยายตัวของสินเชื่อโดยรวมยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง

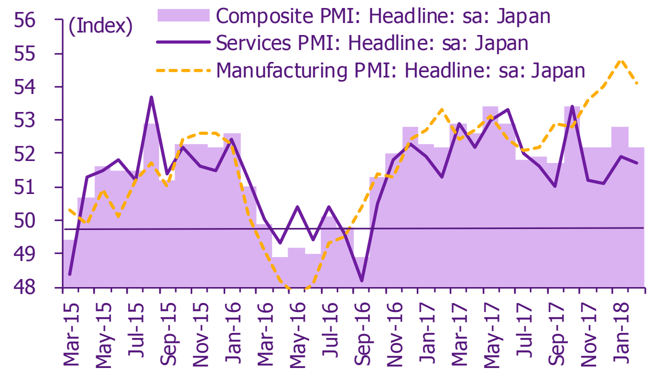


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

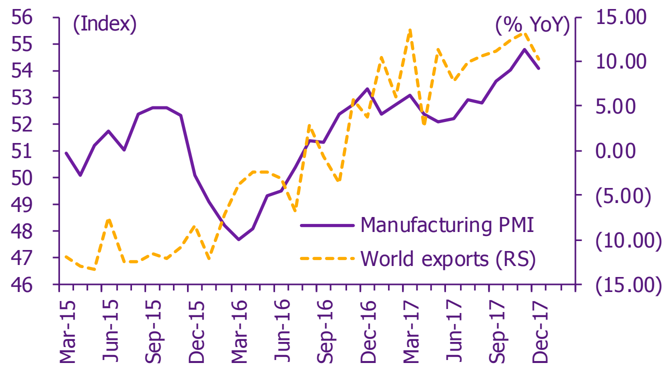
เศรษฐกิจชะลอตัวลงเล็กน้อยตอนต้นปี 61… เศรษฐกิจญี่ปุ่นดูเหมือนจะเริ่มต้นปี 2561 ด้วยการชะลอตัวลงเล็กน้อยทั้งภาคการผลิตและภาคบริการ สำหรับภาคการผลิต การชะลอตัวลงมีแนวโน้มที่จะมีสาเหตุมาจากการส่งออกทั่วโลกที่เติบโตลดลง (Figure 29) อย่างไรก็ตาม แนวโน้มเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้นของประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจอื่นๆ (สหรัฐฯ, ยูโรโซน และจีน) บ่งชี้ว่าการชะลอตัวลงน่าจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว ในขณะเดียวกัน เราเชื่อว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นจะยังคงเติบโตในปีถัดๆ ไป โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค ตามพัฒนาการตลาดแรงงานและค่าจ้างที่ปรับตัวดีขึ้นมาก Figure 30 ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าตลาดแรงงานในญี่ปุ่นแข็งแกร่งมาก โดยอัตราการว่างงานอยู่ในระดับต่ำสุดในรอบหลายทศวรรษที่ 2.4% สัญญาณบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ มีประชาชนจำนวนมากขึ้นกลับเข้าสู่ตลาดแรงงาน ดังเห็นได้จากอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานที่สูงขึ้น ในขณะเดียวกัน การใช้จ่ายภายในประเทศก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามรายได้ที่สูงขึ้นของคนญี่ปุ่น (Figure 31)

Figure 28: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของญี่ปุ่นปรับตัวลดลงเล็กน้อยตอนต้นปี 2561…



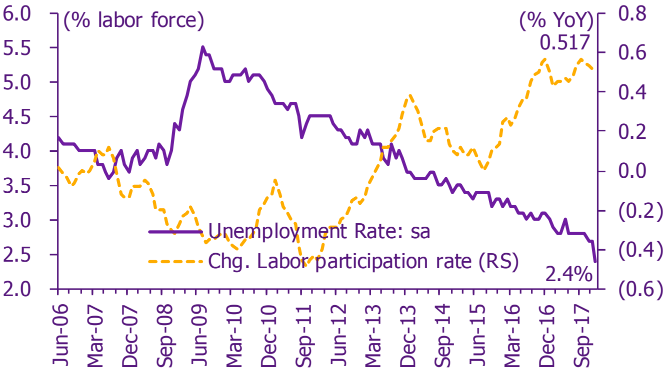
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 29: …สอดคล้องกับการส่งออกทั่วโลกที่เติบโตลดลงเล็กน้อย



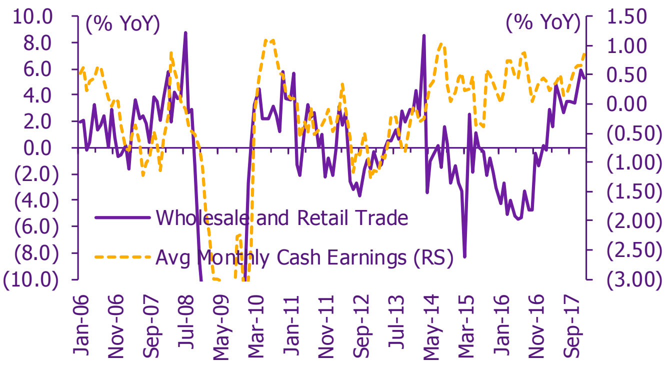
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 30: ตลาดแรงงานแข็งแกร่ง…



Source: CEIC, SCBS Investment Research

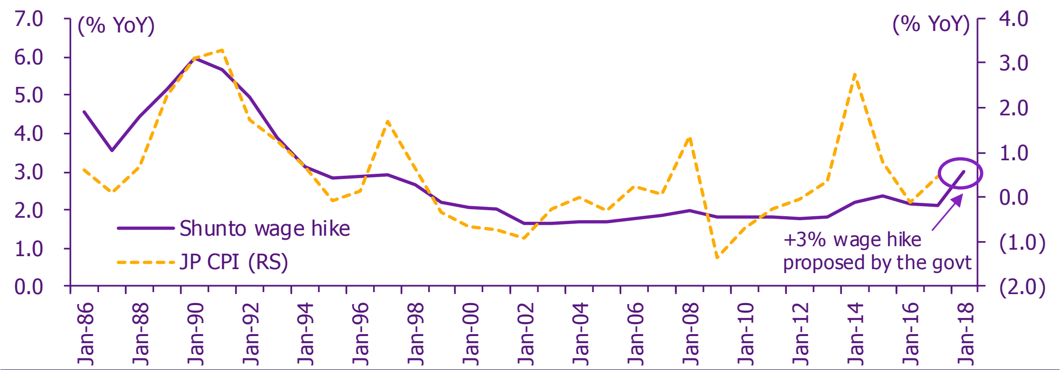
Figure 31: …ช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

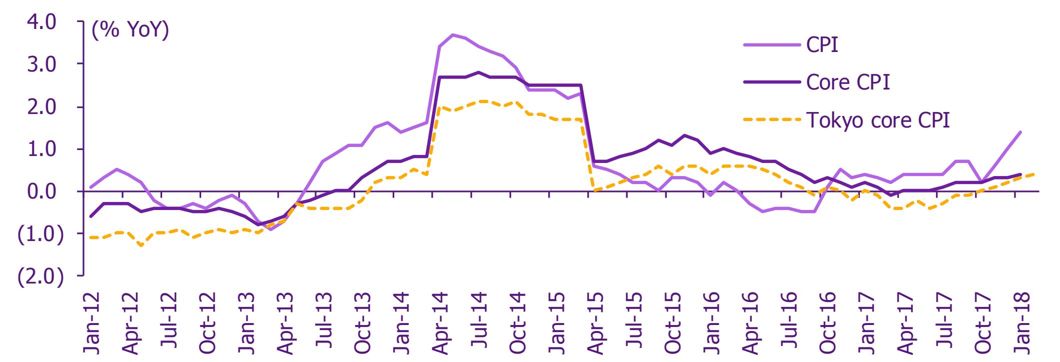
การเจรจาต่อรองค่าจ้างแรงงานในช่วงฤดูใบไม้ผลิของญี่ปุ่น (Shunto) ดูมีแนวโน้มที่ดีขึ้นในปีนี้ รัฐบาลของนายชินโซ อาเบะ ตั้งเป้าผลักดันให้ค่าจ้างปรับขึ้นประมาณ 3% YoY เพื่อผลักดันให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นหลุดพ้นจากภาวะเงินฝืดอย่างถาวร Figure 32 ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าอัตราเงินเฟ้อทั่วไปของญี่ปุ่นปรับตัวในทิศทางเดียวกันกับการปรับค่าจ้าง (Shunto) และกรอบเวลาก็ดูเหมาะสมในตอนนี้ซึ่งตลาดแรงงานตึงตัวอย่างมาก ในขณะที่บริษัทญี่ปุ่นดูเหมือนจะรายงานผลประกอบการที่แข็งแกร่ง ดังนั้นจึงมีโอกาสสูงที่บริษัทเหล่านี้จะขึ้นค่าจ้างตามข้อเสนอของรัฐบาล ในขณะที่การขึ้นค่าจ้างอย่างเป็นทางการจะยังไม่ได้ข้อสรุปจนกว่าจะถึงสิ้นเดือนมี.ค. แต่บริษัทญี่ปุ่นบางแห่งก็ตอบรับข้อเรียกร้องให้ขึ้นค่าจ้างของสหภาพแรงงานเรียบร้อยแล้ว ยกตัวอย่างเช่น Toyota จะขึ้นค่าจ้าง 3.3% ในขณะที่ Life Corp และ ANA จะขึ้นค่าจ้าง 3.86% และ 3.20% ตามลำดับ ดังนั้นจึงมีโอกาสที่อัตราการเติบโตของค่าจ้างในปีนี้จะสูงกว่าปีที่ผ่านมาที่ +2.1% และถ้าเรารวมเอาการจ่ายโบนัสเข้ามาด้วย ค่าจ้างก็จะปรับขึ้นถึง +3% เหตุผลอีกอย่างหนึ่งว่าทำไมการขึ้นค่าจ้างจึงเป็นสิ่งที่มีความสำคัญมาก คือ รัฐบาลของนายอาเบะตั้งเป้าขึ้น VAT อีก 1 ครั้งในปี 2562 และหากไม่มีเกราะป้องกันผู้บริโภคในแง่ของความสามารถในการใช้จ่ายแล้ว มีแนวโน้มสูงมากที่การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในประเทศจะปรับตัวลดลงอย่างมาก ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจญี่ปุ่นกลับคืนสู่ภาวะเงินฝืดอีกครั้ง

Figure 32: ค่าจ้างในญี่ปุ่นจำเป็นต้องปรับขึ้น...



Source: Japan Ministry of Health, labor and welfare, SCBS Investment Research

Figure 33: ...เพื่อให้หลุดพ้นจากภาวะเงินฝืด

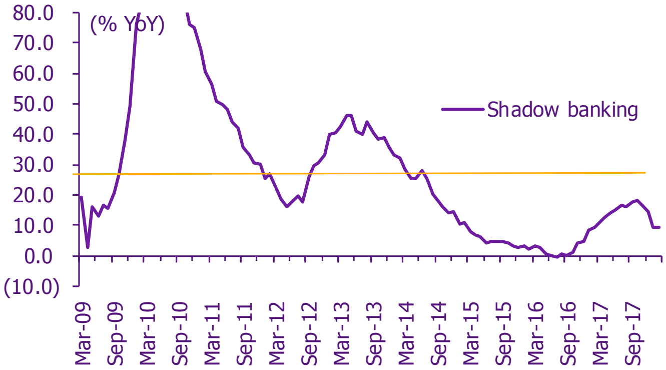


Source: CEIC, SCBS Investment Research

จีน

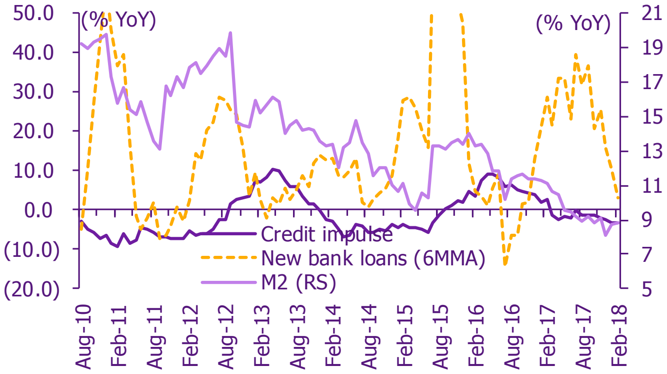
การเดินทางสู่เสถียรภาพในระยะยาว เศรษฐกิจจีนที่ขยายตัวแข็งแกร่ง (+6.9% YoY) มากกว่าเป้าที่รัฐบาลวางไว้ที่ 6.5% เปิดโอกาสให้รัฐบาลจีนดำเนินการตามเป้าในการรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจในระยะยาว โดยปราศจากความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะปรับตัวลดลงแรง นายหลี่ เค่อเฉียง นายกรัฐมนตรีของจีน ระบุว่ารัฐบาลจีนตั้งเป้าคงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจไว้ที่ประมาณ 6.5% YoY ในปี 2561 ในขณะที่จะมุ่งเน้นลดความเสี่ยงในระบบการเงินมากขึ้น ในเวลาที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ รัฐบาลจีนยังไม่ได้เปิดเผยเป้าสำหรับอัตราการขยายตัวของปริมาณเงินตามความหมายกว้าง (M2) รวมถึงการปล่อยสินเชื่อในภาคเอกชน (ยอดระดมทุนโดยรวม หรือ TSF) เป้าหมายสำหรับสองข้อมูลในปีที่ผ่านมาอยู่ที่ 12% ในขณะที่อัตราการขยายตัวของ TSF ตรงตามเป้าที่ 12% แต่อัตราการขยายตัวของปริมาณเงินต่ำกว่าเป้า โดยเติบโต 9.6% YoY ประเด็นที่น่าสนใจอย่างมาก คือ อัตราการเติบโตของการปล่อยสินเชื่อนอกระบบปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2560 (Figure 34) ซึ่งอาจจะสะท้อนในอัตราการขยายตัวของ M2 ที่ชะลอตัวลงในปี 2560 ด้วยเช่นกัน การปรับปรุงที่ชัดเจนในตอนนี้มีเป้าหมายเพื่อลดขาดดุลงบประมาณของรัฐบาลลงสู่ 2.6% (ของ GDP) จาก 3% ในปี 2561

Figure 34: กิจกรรมธนาคารเงาชะลอตัวลง...



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

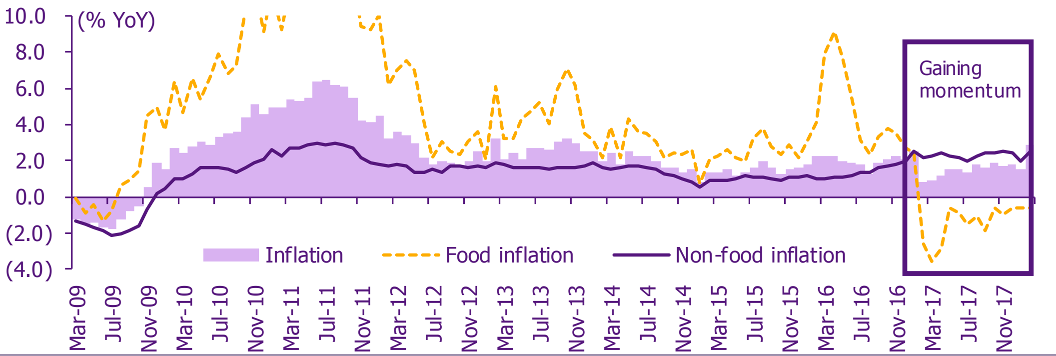
Figure 35: ...ตามอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ชะลอตัวลง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สำหรับอัตราเงินเฟ้อ รัฐบาลจีนคงเป้าไว้เท่ากับปีก่อนที่ 3% YoY อย่างไรก็ตาม จีนไม่สามารถรายงานอัตราเงินเฟ้อได้ตามเป้าที่วางไว้ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อขยายตัวเพียง 1.6% YoY ตัวฉุดรั้งที่สำคัญดูเหมือนจะมาจากราคาอาหารที่ลดลงอย่างมาก (Figure 36) ในขณะที่ราคาสินค้าที่ไม่ใช่อาหารเติบโตในอัตราที่ทรงตัวมากขึ้น ทั้งนี้ตัวเลขเงินเฟ้อในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2561 ดูดีขึ้นมาก เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวเพิ่มขึ้น 2.2% YoY ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากอัตราเงินเฟ้อที่เติบโตปานกลาง เราไม่คิดว่า PBoC จะปรับนโยบายการเงินในอนาคตอันใกล้นี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเงิน RMB แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

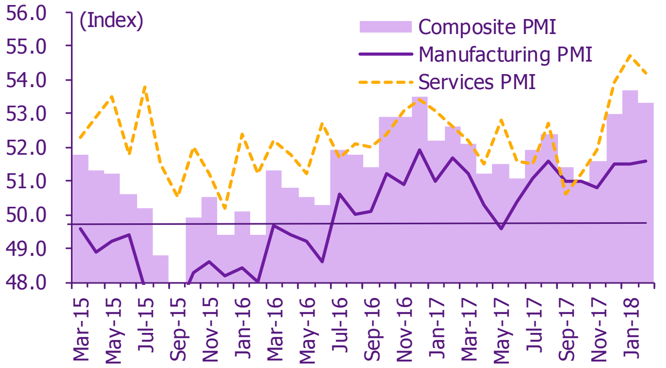
Figure 36: อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

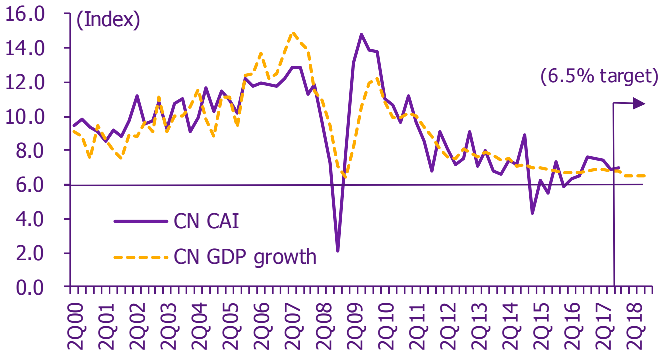
เศรษฐกิจจีนเริ่มต้นปี 2561 ด้วยตัวเลขที่แข็งแกร่ง แม้ดัชนี PMI ของจีนปรับตัวลดลงเล็กน้อยในเดือนก.พ. แต่แนวโน้มโดยรวมยังคงแข็งแกร่ง เนื่องจากดัชนีผสม (composite index) สูงกว่า 50 จุด สะท้อนถึงการขยายตัว ข้อมูล CAI ของจีนปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยข้อมูลล่าสุดส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจโดยรวมน่าจะขยายตัวสูงกว่าเป้าที่รัฐบาลวางไว้ที่ 6.5% YoY ในระยะกลาง

Figure 37: กิจกรรมด้านอุปทานของจีนยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งภาคบริการ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: ดัชนีชี้นำ (CAI) ส่งสัญญาณว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในระยะสั้นจะสูงกว่าเป้าเล็กน้อย

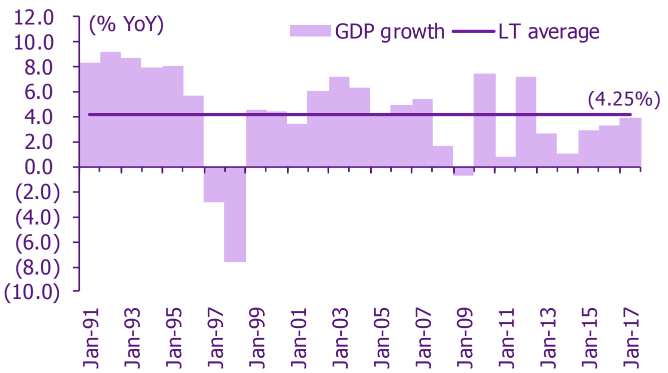


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ประเทศไทย

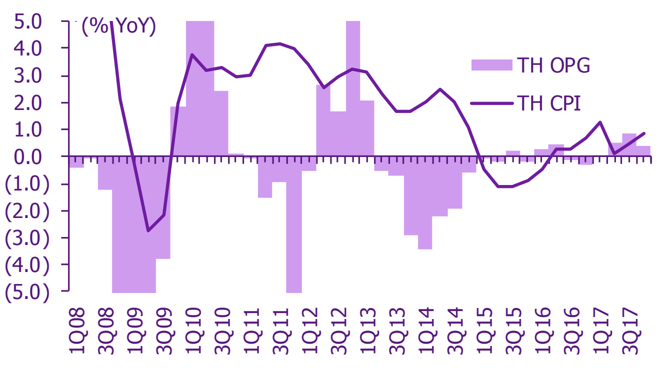
แนวโน้มเติบโตดีขึ้น เศรษฐกิจไทยขยายตัว 3.9% YoY ในปี 2560 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2555 (Figure 39) ในขณะที่อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปี 2560 ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวที่ 4.25% อยู่เล็กน้อย แต่ประเทศไทยสามารถรายงานช่องว่างการผลิต (output gap) เป็นบวกติดต่อกัน 3 ไตรมาส (Figure 40) ถ้าเศรษฐกิจไทยสามารถรักษาโมเมนตัมเชิงบวกนี้เอาไว้ได้ เราน่าจะเห็นอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะถัดๆ ไป อย่างไรก็ตาม เรามองว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจและโมเมนตัมอัตราเงินเฟ้อในปัจจุบันไม่เพียงพอที่จะกระตุ้นให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อรากฐานการเติบโตโดยรวมยังไม่กระจายตัวมากนัก ซึ่งส่วนหนึ่งสะท้อนใน Figure 41 ที่เราสามารถเห็นได้ว่าแหล่งที่มาของการขยายตัวของ GDP (contribution to GDP growth) จากการลงทุนในประเทศ (มีความอ่อนไหวต่ออัตราดอกเบี้ย) ยังอ่อนแอเกินไป ซึ่งค่อนข้างเสี่ยง เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มที่จะมีการใช้มาตรการกีดกันทางการค้าเพิ่มมากขึ้นในระยะหลังนี้

Figure 39: ประเทศไทยมีพัฒนาการที่ดีขึ้นในแง่ของการเติบโตทางเศรษฐกิจ...



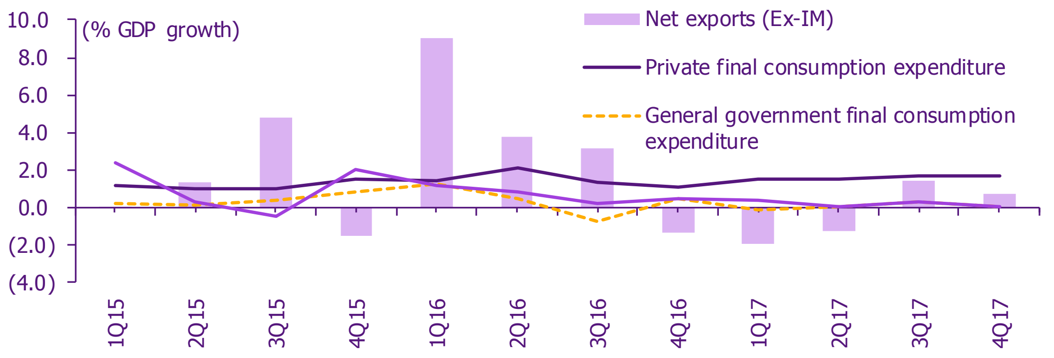
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 40: ...โดยช่องว่างการผลิต (output gap) พลิกกลับมาเป็นบวกเพิ่มขึ้นเล็กน้อย



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

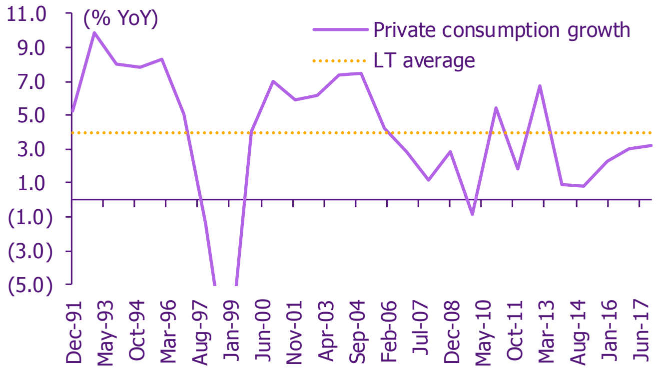
Figure 41: จำเป็นต้องมีแรงกระตุ้นเพิ่มจากการลงทุนในประเทศ



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

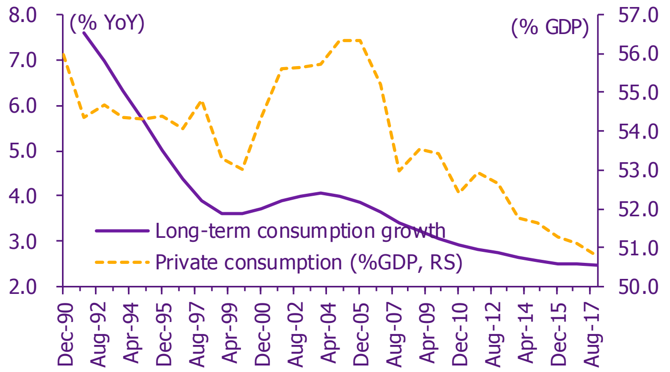
การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนฟื้นตัว แต่จำเป็นต้องมีโมเมนตัมที่แข็งแกร่งมากขึ้น องค์ประกอบที่มักจะมีบทบาทสำคัญในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจ คือ การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ซึ่งเป็นองค์ประกอบใหญ่ที่สุดในเศรษฐกิจไทย (50% ของ GDP) สศช.รายงานว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยเพิ่มขึ้นในอัตราเร็วขึ้นเล็กน้อยที่ 3.2% YoY ในปี 2560 จาก 3% ในปีก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 4% YoY (Figure 42) และที่น่าสนใจ คือ Figure 43 แสดงให้เห็นว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนมีสัดส่วนใน GDP ลดลง โดยสัดส่วนลดลงจาก 56% ของ GDP สู่ประมาณ 50% ในปัจจุบัน แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องแนวโน้มอัตราการเติบโตในระยะยาว (คำนวณโดยใช้ Hodrick-Prescott filter) ซึ่งชะลอตัวลงจาก 4% ในปี 2547 สู่เพียงประมาณ 2.5% ในปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าจะต้องมีมาตรการกระตุ้นเพิ่มเพื่อให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยกลับมาเติบโตตามระดับศักยภาพ ยกตัวอย่างเช่น เราคิดว่ามาตรการเชิงรุกมากขึ้นสำหรับผู้บริโภครากหญ้าเพื่อสร้างรายได้เพิ่มและลดการก่อหนี้ลงน่าจะเป็นมาตรการเร่งด่วนอย่างหนึ่ง

Figure 42: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยยังคงมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว...



Source: CEIC, SCBS Investment Research

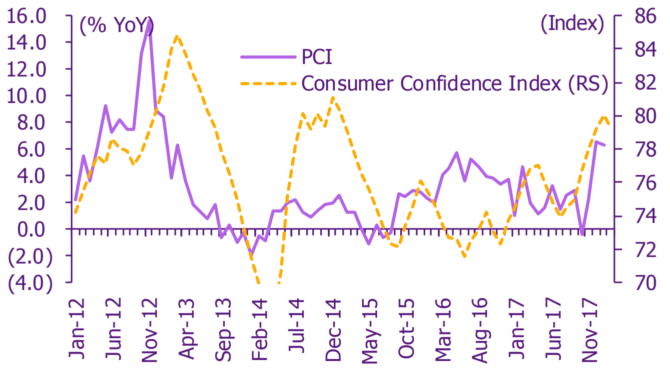
Figure 43: ...จำเป็นต้องมีมาตรการกระตุ้นเพิ่มเพื่อสนับสนุนให้การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว



Source: CEIC, SCBS Investment Research

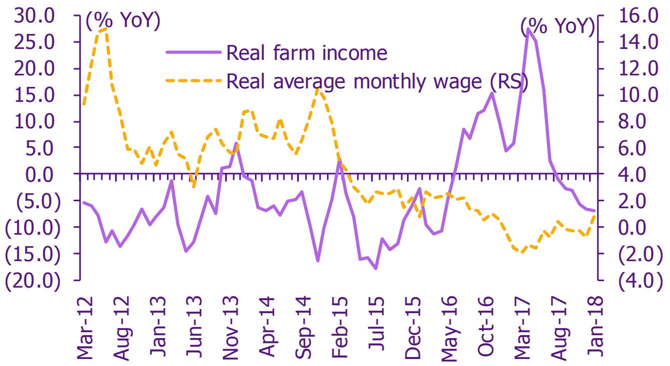
แม้แนวโน้มอัตราการเติบโตระยะยาวของการอุปโภคบริโภคในประเทศชะลอตัวลง แต่เราต้องยอมรับว่าการอุปโภคบริโภคโดยรวมยังแข็งแกร่งมาก ทั้งๆ ที่รายได้เกษตรกรและค่าจ้างที่แท้จริงเติบโตต่ำ อย่างไรก็ดี ข้อมูลโดยรวมของ ธปท.เกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (PCI) แสดงสัญญาณเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นตอนต้นปีนี้ สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมาก (Figure 44) นอกจากนี้ หนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวลดลงในปี 2560 ก็น่าจะช่วยให้กำลังซื้อของผู้บริโภคฟื้นตัวดีขึ้นระดับหนึ่ง (Figure 46)

Figure 44: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของประเทศไทยแข็งแกร่งมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น...



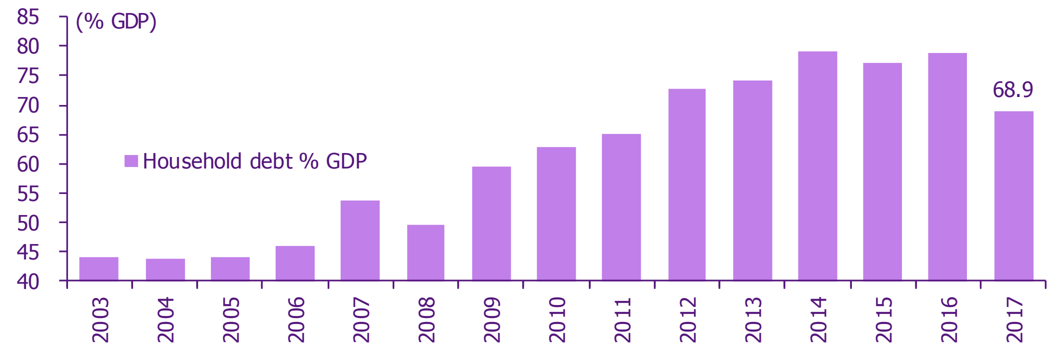
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 45: ...ทั้งๆ ที่ข้อมูลฝั่งรายได้อ่อนแออย่างมาก



Source: CEIC, SCBS Investment Research

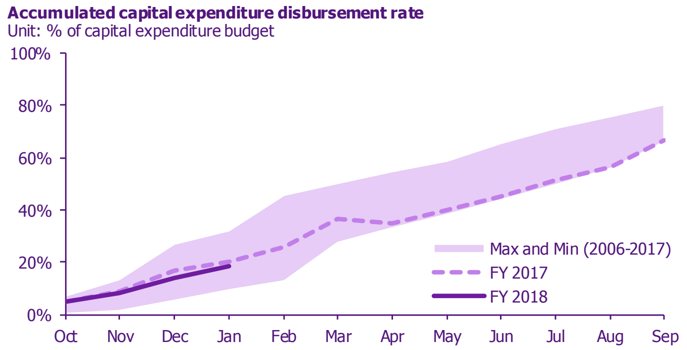
Figure 46: หนี้ครัวเรือนลดลง หมายถึงโอกาสในการกู้ยืมได้มากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

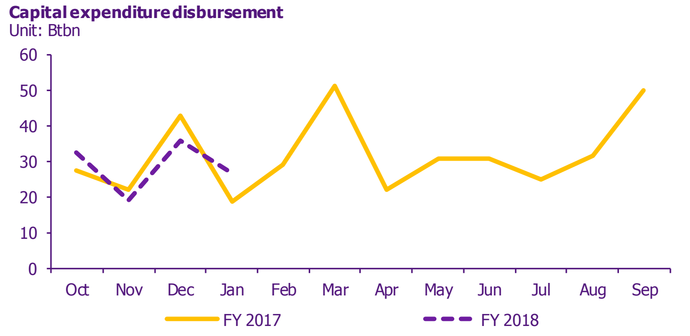
การใช้จ่ายภาครัฐอยู่ในระดับต่ำในไตรมาสที่ผ่านๆ มา เราพบว่าการลงทุนของรัฐบาลอยู่ในระดับต่ำในไตรมาสที่ผ่านๆ มา โดยมีสาเหตุหลักมาจากการประกาศใช้ พ.ร.บ.การจัดซื้อจัดจ้างฯ ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อขจัดปัญหาการคอรัปชั่น ทั้งนี้เป็นเพราะเจ้าหน้าที่ภาครัฐจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งเพื่อทำความคุ้นเคยกับระบบใหม่ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลเกี่ยวกับการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลเมื่อไม่นานนี้ (Figure 47-48) แสดงให้เห็นว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว ซึ่งหมายความว่าเราน่าจะเห็นการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาสถัดๆ ไป

Figure 47: การเบิกจ่ายงบประมาณส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น



Source: Fiscal Policy Office, SCBS Investment Research

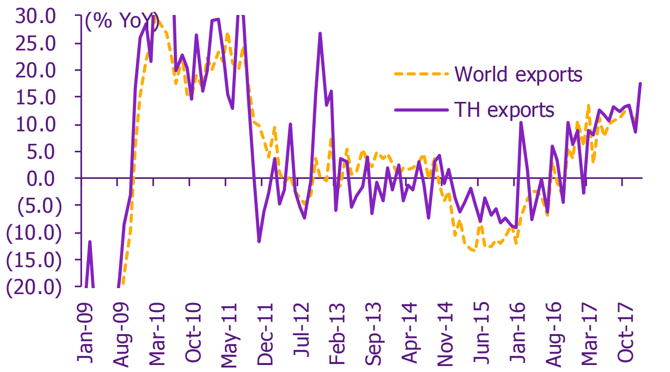
Figure 48: การเบิกจ่ายงบประมาณส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น



Source: Fiscal Policy Office, SCBS Investment Research

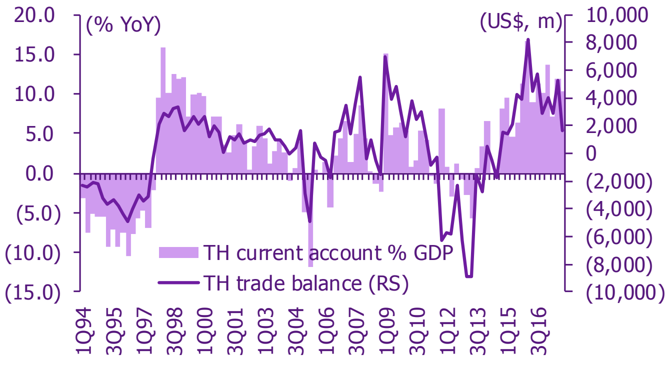
การส่งออกจะเติบโตเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง... เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนรายไตรมาสฉบับก่อนหน้านี้ว่าการส่งออกไทยน่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้นในปี 2561 เนื่องจากอุปสงค์ทั่วโลกยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง ทั้งนี้ข้อมูลจากกระทรวงพาณิชย์แสดงให้เห็นว่าการส่งออกไทยขยายตัว 10.3% YoY ในเดือนก.พ. เรามองว่าความเสี่ยงขาลงสำหรับแนวโน้มการส่งออกไทย คือ ความเป็นไปได้ที่ประเทศต่างๆ จะนำมาตรการกีดกันทางการค้ามาใช้มากขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากนโยบายการค้าระหว่างประเทศของทรัมป์และพวก อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงดังกล่าวอาจจะยังไม่เกิดขึ้น เนื่องจากแต่ละประเทศ (รวมถึงสหรัฐฯ) จะใช้เวลาระยะหนึ่งในการประเมินประโยชน์ และความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายการค้า ดุลบัญชีระหว่างประเทศของประเทศไทยยังแข็งแกร่งมาก โดยเกินดุลบัญชีเดินสะพัดปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 10.4% ของ GDP ในไตรมาสสุดท้ายของปีที่ผ่านมา แต่อุปสงค์ในประเทศที่เพิ่มขึ้นผลักดันให้มูลค่าการนำเข้าปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในเดือนหลังๆ นี้ ซึ่งเริ่มทำให้ยอดเกินดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศไทยปรับตัวลดลง (Figure 50)

Figure 49: การส่งออกไทยยังเติบโตแข็งแกร่ง...



Source: CEIC, WTO, SCBS Investment Research

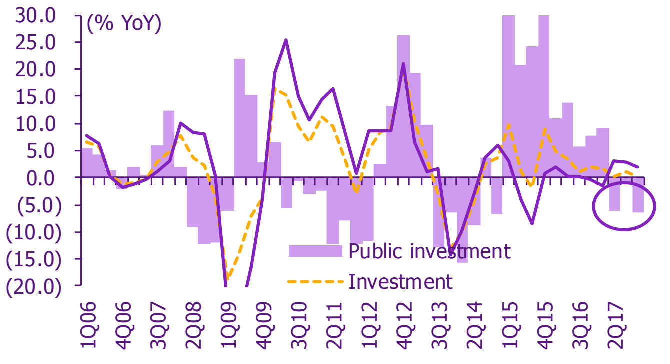
Figure 50: ...แต่มูลค่าการนำเข้าที่เพิ่มขึ้นเริ่มส่งผลทำให้ยอดเกินดุลบัญชีเดินสะพัดลดลงจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์



Source: CEIC, SCBS Investment Research

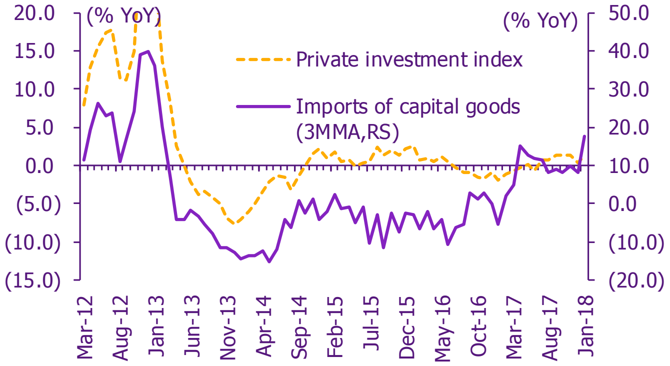
...และการลงทุนจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การลงทุนโดยรวมของประเทศไทยยังมีอัตราการขยายตัวต่ำในปีที่ผ่านมา (+0.9% YoY) ในขณะที่การใช้จ่ายลงทุนโดยภาคเอกชนดูเหมือนจะมีโมเมนตัมที่ดีขึ้น (+1.7%) แต่การใช้จ่ายภาครัฐถูกลับเป็นตัวฉุดรั้งที่สำคัญ เนื่องจากหดตัวลง -1.2% ความจริงแล้วการลงทุนภาครัฐหดตัวลงติดต่อกันนาน 3 ไตรมาสแล้ว เราคิดว่าการหดตัวลงมีสาเหตุหลักๆ มาจากการนำเอาพ.ร.บ.การจัดซื้อจัดจ้างฯ มาใช้ตามที่เราได้กล่าวไว้ก่อนหน้านี้ ซึ่งหมายความว่าสถานการณ์น่าจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาสถัดๆ ไป เมื่อมองต่อไปข้างหน้า การส่งออกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2560 เป็นปัจจัยสนับสนุนภาคการผลิตภายในประเทศ โดยช่วยผลักดันให้อัตราการใช้กำลังการผลิตของประเทศไทยปรับเพิ่มขึ้นสู่ 70% ในเดือนก.พ. ซึ่งเป็นตัวเลขที่แข็งแกร่งมากที่สุดนับตั้งแต่เดือนมี.ค. 2560 เมื่อรวมกับการนำเข้าสินค้าทุนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก จึงมีโอกาสสูงที่การลงทุนภาคเอกชนจะมีโมเมนตัมเป็นบวกมากขึ้นในระยะถัดๆ ไป

Figure 51: การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่การลงทุนโดยรวมถูกฉุดรั้งโดยการลงทุนภาครัฐ



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 52: การลงทุนภาคเอกชนเติบโตเพิ่มมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 53: ประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2016	Unit	Actual				EIC forecast			Consensus	
	Share (%)		2016	17Q1	17Q2	17Q3*	17Q4	2017	2018	2017	2018
Real GDP growth		% YOY	3.2%	3.3%	3.7%	4.3%	4.8%	4.0%	4.0%	3.8%	3.7%
Demand-side											
Private consumption	51%	% YOY	3.1%	3.2%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.0%	3.2%	3.2%
Public consumption	16%	% YOY	1.7%	0.3%	2.7%	2.8%	1.6%	1.9%	2.5%		
Private investment	18%	% YOY	0.4%	-1.1%	3.2%	2.9%	1.9%	1.7%	3.0%		
Public investment	7%	% YOY	9.9%	9.7%	-7.0%	-2.6%	7.0%	1.5%	8.7%		
Supply-side											
Agriculture	7%	% YOY	0.6%	5.7%	15.8%	9.9%	2.5%	7.5%	2.7%		
Manufacturing and Services	93%	% YOY	3.5%	3.1%	2.7%	3.8%	5.0%	3.7%	4.1%		
Of which Manufacturing	28%	% YOY	1.4%					3.4%	3.7%		
Of which Services	65%	% YOY	4.4%					3.8%	4.1%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YOY	0.1%	6.8%	7.9%	8.1%	12.9%	10.0%	5.0%	8.3%	4.9%
Import of Goods (USD)		% YOY	-5.1%	15.9%	14.1%	8.3%	13.2%	14.0%	7.5%	13.5%	7.6%
Current account		USD bn	47.7					44.7	42.0	45.4	41.4
Key rates											
Headline inflation		% YOY	0.2%	1.2%	0.1%	0.4%	1.1%	0.7%	1.1%	0.7%	1.3%
Core inflation		% YOY	0.8%	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%		
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%		
THB/USD (end period)		THB/USD	35.8	35.2	33.9	33.3	32.6	32.6	32.0-33.0		
Oil prices -Brent (period avg.)		USD/bbl	44.1	54	50	52	61	54.0	58.0	As of 15 Dec 17	

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

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 2/61: ถึงคิว

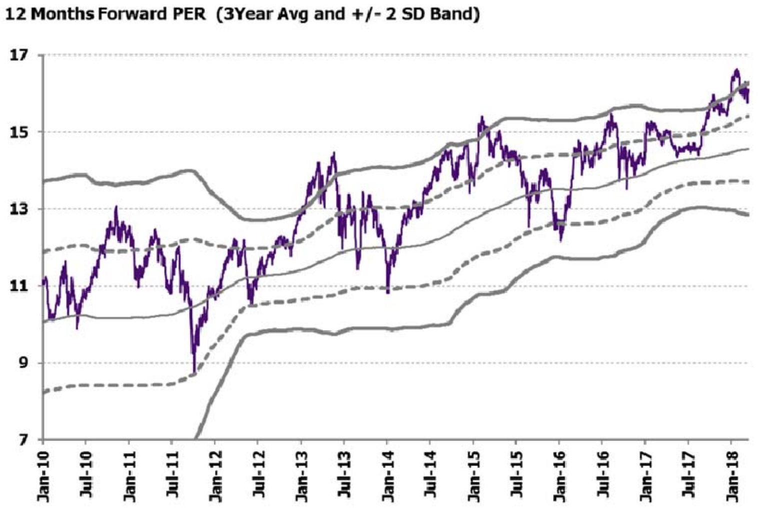
SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นประมาณ 4% นับตั้งแต่ต้นปี 2561 จนถึงกลางเดือนมี.ค. หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี เราคาดว่าจะเห็นการหมุนเงินลงทุนออกจากกลุ่มพลังงาน เนื่องจากราคาน้ำมันมีแนวโน้มที่จะเผชิญแรงกดดันจากอุปทานส่วนเกิน ด้วยเหตุนี้ ประกอบกับ forward PE ratio ของตลาดอยู่ในระดับค่อนข้างสูง เราจึงคาดว่า SET index จะเคลื่อนไหวแบบ sideways ใน 2Q61 และเกิดการเปลี่ยนกลุ่มเล่น เรายังคงเป้า SET index สิ้นปี 61 ของเราไว้ที่ 1900 จุด อ้างอิง forward PE ของตลาดที่ 15.7 เท่า (ค่าเฉลี่ยในอดีต 3 ปี +1.5 SD) และ EPS growth ประมาณ 9-10% ในปี 2561 และ 2562

สำหรับกลยุทธ์การลงทุน 2Q61 เราชอบกลุ่มธนาคาร (BBL, KTB) เพราะสินเชื่อจะกลับมาขยายตัวได้ดีขึ้น และคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น เราเลือกกลุ่มพาณิชย์ (BJC, GLOBAL, ROBINS) เพราะงบประมาณกลางปีจะเน้นกระตุ้นเศรษฐกิจรากหญ้า เราเลือกกลุ่มการแพทย์ (BDMS, CHG) เนื่องจากเป็นหุ้น laggard และกำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2561 ประกอบกับเทรนด์ใหม่ของธุรกิจประกันสุขภาพ ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายด้านสุขภาพของประเทศไทยในระยะยาว

การพุ่งขึ้นของตลาดในระยะหลังนี้ค่อนข้างกระจุกตัว การพุ่งขึ้นของตลาดในระยะหลังนี้ หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มพลังงาน (+11% ตั้งแต่ต้นปี 61 จนถึงกลางเดือนมี.ค.) และปิโตรเคมี (+11%) ตามด้วยกลุ่มอื่นๆ เพียง 4 กลุ่มที่ outperform SET index: การเงิน, พาณิชย์, การแพทย์ และไอซีที ขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ที่เหลืออีกนับสิบ ทั้งหมดให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าตลาด (underperform SET index)

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะเห็นการหมุนกลุ่มออกจากกลุ่มพลังงาน เพราะจากรายงานกระทรวงพลังงานสหรัฐฯ ล่าสุด Energy Information Administration (EIA) คาดว่าปริมาณการผลิตน้ำมันดิบโดยเฉลี่ยของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นจาก 9.3 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2560 สู่ 10.7 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2561 ซึ่งเป็นปริมาณการผลิตน้ำมันดิบเฉลี่ยต่อปีของสหรัฐฯ ที่สูงที่สุด สูงกว่าสถิติเดิมที่ทำไว้ที่ 9.6 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2513 EIA คาดว่าปริมาณการผลิตเชื้อเพลิงเหลวทั่วโลกจะมีจำนวนมากกว่าความต้องการทั่วโลกตั้งแต่ 2Q61 เป็นต้นไป หลังจากอยู่ในภาวะอุปทานต่ำกว่าอุปสงค์มานานกว่า 1 ปี การคาดการณ์ดังกล่าวสอดคล้องกับมุมมองของนักวิเคราะห์กลุ่มพลังงานของเราที่มองว่าราคาน้ำมันอาจจะไม่ปรับตัวขึ้นสูงไปกว่าระดับปัจจุบันมากนัก โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบ WTI เฉลี่ยในปี 2561 จะอยู่ที่ประมาณ US$60/bbl (เทียบกับระดับปัจจุบันที่ US$61/bbl)

Figure 54: คงเป้า SET index สำหรับปี 2561 ไว้ที่ 1900 จุด



Fwd PER (X)		-2SD 12.8	-1 SD 13.7	3Y Avg 14.6	+1 SD 15.4	+2 SD 16.3	+2.6 SD 16.8	
	Fwd EPS**	Implied SET index target						Actual (Forecast)
End of 2017	110.8	1350	1445	1541	1637	1733	1790	1754
16/03/2018	112.7	1448	1544	1641	1738	1834	1893	1816
End of 2018	121.3	1559	1663	1767	1871	1975	2038	(1900)
End of 2019	132.7	1705	1819	1933	2047	2161	2229	(2000)

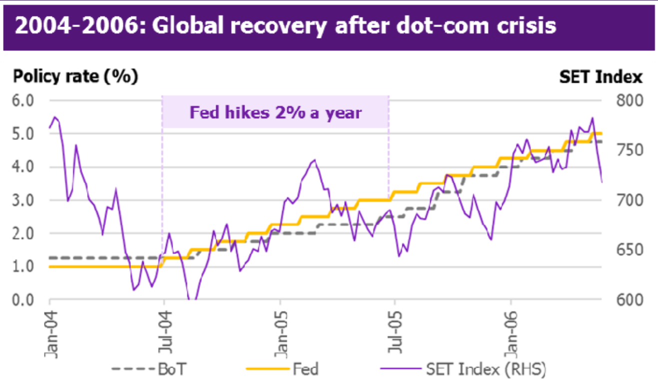
** Bloomberg Consensus Estimates

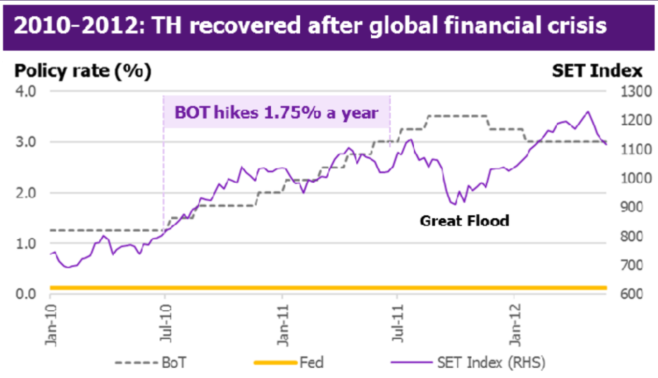
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

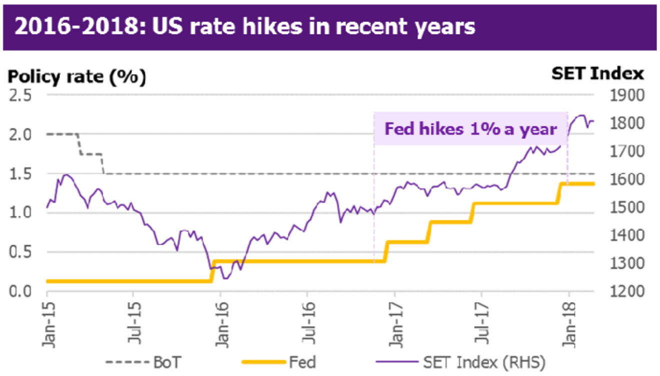
คาดว่า SET index จะเคลื่อนไหว sideways ใน 2Q61 แม้เราไม่ถึงกับรังเกียจกลุ่มพลังงานโดยสิ้นเชิง (เพราะราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างน้อยก็ส่งผลดีต่อผู้ประกอบการโรงกลั่น) แต่เราคาดว่าแรงกดดันราคาน้ำมันจะส่งผลทำให้มีความเป็นไปได้น้อยลงที่ตลาดจะ rally ต่อเนื่องใน 2Q61 ประกอบกับอัตราส่วน PE ที่อยู่ในระดับสูง โดยเรายังคงเป้า SET index สิ้นปีนี้ไว้ที่ 1900 จุด หรือมี upside เพียง 3-5% จากระดับปัจจุบัน ดังนั้นเราจึงมองว่าตลาดจะเคลื่อนไหวแบบ sideways เป้า SET index ของเราที่ 1900 จุด อิงกับสมมติฐาน EPS growth ที่ 9-10% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า (1.5-2.0 เท่าของ nominal GDP growth) และความเชื่อมั่นที่แข็งแกร่งของภาคเอกชน โดยได้รับการสนับสนุนจากการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาล (สนับสนุนให้ PE เป้าหมายสูงกว่าค่าเฉลี่ย) เราใช้สมมติฐาน forward PER ที่ 15.8 เท่า (ค่าเฉลี่ย 3 ปี +1.5 SD) กรณีพื้นฐานของเราสำหรับปัจจัยเสี่ยงทางเศรษฐกิจโลก คือ (ยัง)ไม่มีสงครามการค้าอย่างแท้จริง และธนาคารกลางทั่วโลก (เฟด และ ECB) จะค่อยๆ ใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัว

เรื่องอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น เราไม่กังวลมากนักว่าจะส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้น ไม่ว่าเฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 หรือ 4 ครั้งในปีนี้ (รวม 0.75-1.00%) ก็ยังนับว่าเป็นการปรับขึ้นดอกเบี้ยที่ไม่รุนแรงนัก (ค่อยเป็นค่อยไป) เมื่อเทียบกับการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอดีต ที่ในช่วงเศรษฐกิจฟื้นเฟดมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วถึง 2.00% ต่อปีรอบก่อนๆ นอกจากนี้การขึ้นดอกเบี้ยย่อมมาพร้อมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งก็มักจะช่วยผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นแม้อัตราดอกเบี้ยปรับตัวเพิ่มขึ้น (ใช้สมมติฐานว่าไม่มีสงครามไม่ว่าจะเป็นการเมืองหรือการค้า) โดยส่วนใหญ่แล้ว การ rally ของตลาดหุ้นแต่ละประเทศมักจะจบลงไม่ใช่เพราะอัตราดอกเบี้ยสูงขึ้น แต่เป็นเพราะมีเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มกำไร จึงควรไปจับตาดูเรื่องเศรษฐกิจมากกว่าว่าเประบางหรือไม่

Figure 55: อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นไม่ใช่เรื่องที่น่ากังวล







What brought an end to previous rounds of rally?

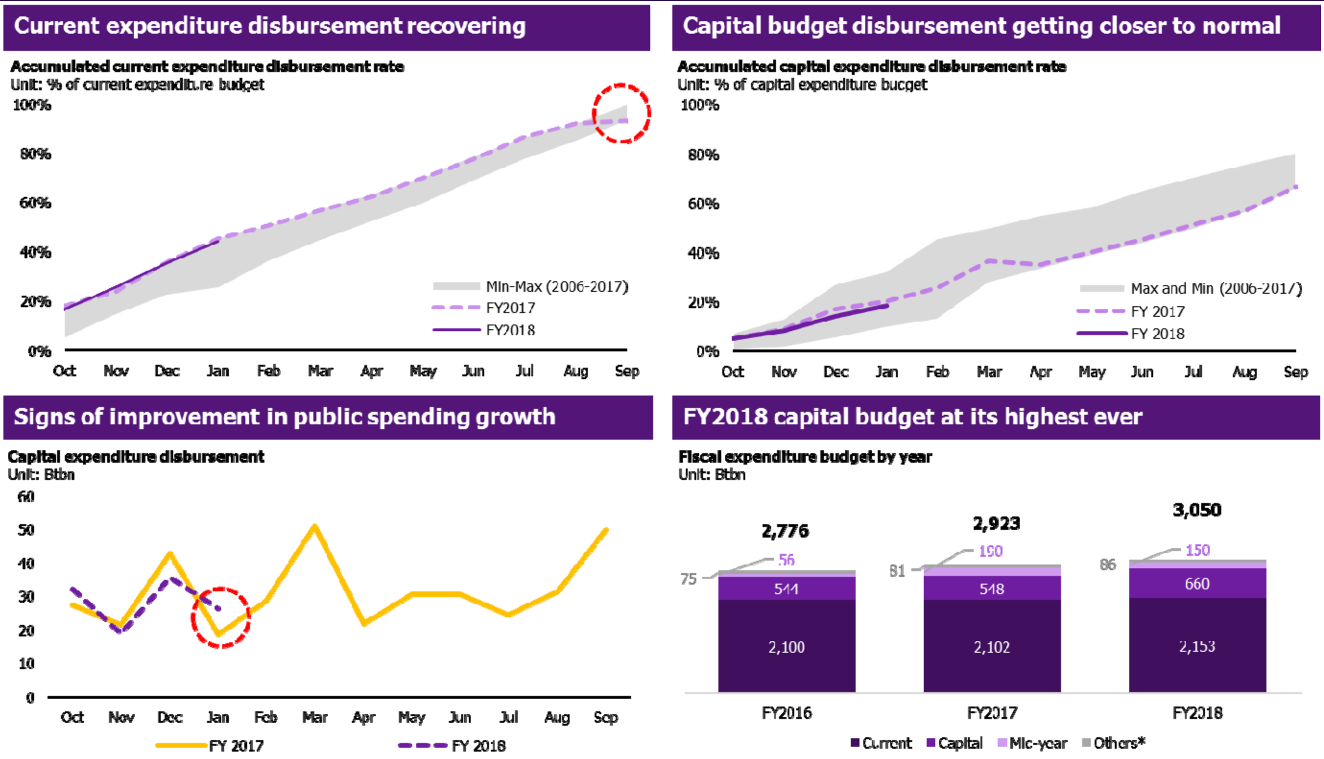
In most cases, the culprits were events that hit earnings outlook, not the interest rate.

- **2006:** Thailand political unrest/coup
- **2011:** Thailand great flood
- **2013:** Bernanke first signal of QE tapering (market actually went up once the actual taper began)
- **2015:** Oil price rout hit energy sector earnings, pull down agriculture product price and farm income

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ที่น่ากลัวกว่าดอกเบี้ย คือเรื่องการเบิกจ่ายงบประมาณล่าช้า (แต่ล่าสุดสถานการณ์เริ่มปรับตัวดีขึ้น) สมมติฐานสำคัญอย่างหนึ่งที่ในการมองว่า SET Index จะมี valuation สูงกว่าค่าเฉลี่ยได้นั้น (forward PE ยังอยู่ในระดับสูงที่ PE เฉลี่ย + 1 ถึง +2 SD) จำเป็นต้องมี sentiment ตลาดเชิงบวก โดยมากจากปัจจัยกระตุ้นการเติบโตของประเทศไทย ผ่านโครงการลงทุนของรัฐบาล ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดวัฏจักรการลงทุนภายในประเทศรอบใหม่จากภาคเอกชนตามมาด้วย อย่างไรก็ตาม การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลอยู่ในระดับต่ำมากใน 4Q60 (หรือ 1Q61 ของปีงบประมาณ) เหตุผลหลักๆ คือ พ.ร.บ.การจัดซื้อจัดจ้างฯ ฉบับใหม่ที่มีผลบังคับใช้เดือนส.ค. 2560 ซึ่งส่งผลทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณสะดุดลง โดยมีสาเหตุมาจากความกลัวเนื่องจากพ.ร.บ.ใหม่นี้กำหนดบทลงโทษอย่างรุนแรง (จำคุกไม่เกิน 10 ปี) สำหรับเจ้าหน้าที่ที่ไม่ปฏิบัติตามกฎหมายอย่างเคร่งครัด อย่างไรก็ตาม เริ่มมีพัฒนาการในระยะหลังนี้ที่ดีขึ้น เริ่มมีการเรียนรู้ที่จะทำงานร่วมกับกฎหมายใหม่ ทำให้มูลค่าการเบิกจ่ายเริ่มจะสูงกว่าปีก่อนแม้ว่าอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนจนถึงเดือน ม.ค. 61 จะยังต่ำกว่าปี 2560 อยู่บ้าง แต่กระทรวงการคลังตระหนักถึงสถานการณ์ดังกล่าว และเริ่มหารือกับรัฐวิสาหกิจและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นประมาณ 30 แห่งเพื่อหาแนวทางในการเร่งรัดการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุน

Figure 56: การเบิกจ่ายงบประมาณส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น

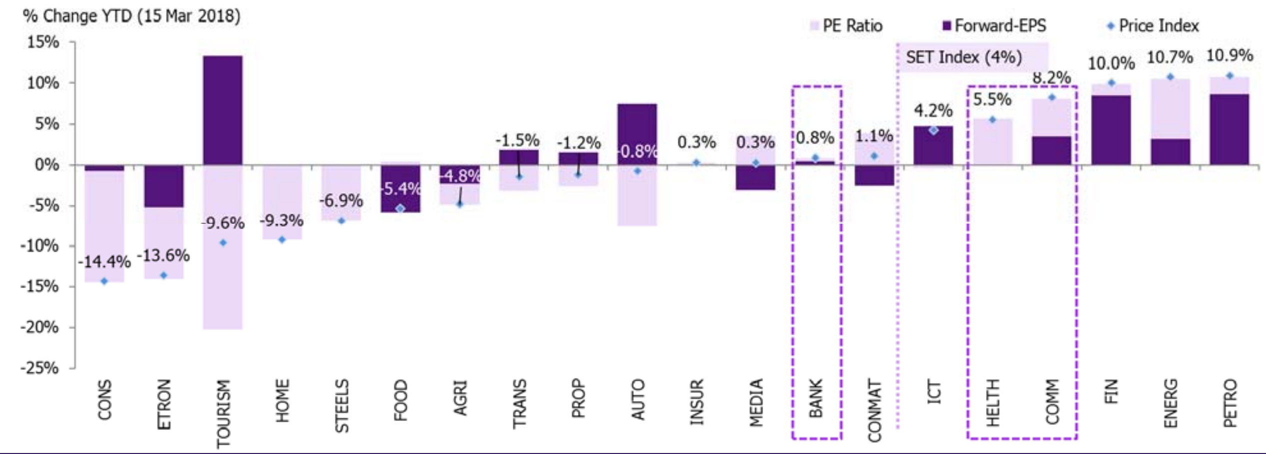


Source: Bloomberg, Fiscal Policy Office, SCBS Investment Research

Note: (*) Others include principle repayments and expenditures for replenishment of treasury account balance

ถึงคิว: กลุ่มธนาคาร, พาณิชย์ และการแพทย์ เราคาดว่านักลงทุนจะเปลี่ยนกลุ่มเล่นโดยย้ายออกจากกลุ่มพลังงาน และจะเข้าไปเล่นกลุ่มที่อยู่ในคิวถัดไปซึ่งมี story เกี่ยวกับการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง แต่ไม่ได้เป็นที่ชื่นชอบมากนัก ทั้งนี้ในจำนวนกลุ่มอุตสาหกรรมหลักๆ 5 อันดับแรก (พลังงาน, ธนาคาร, พาณิชย์, ไอซีที และขนส่ง) กลุ่มธนาคารค่อนข้าง laggard เรายังคงมุมมองที่ว่ากลุ่มธนาคาร **(BBL และ KTB)** จะเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์อันดับต้นๆ จากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ (ภาครัฐและภาคเอกชน) และแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ในขณะที่กลุ่มพาณิชย์โดยรวมไม่ได้ laggard (หลักๆ เกิดจากการปรับตัว outperform ของ HMPRO และ CPALL โดยหุ้นสองตัวนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 40% มาตั้งแต่เดือนก.ย.) อย่างไรก็ดี top picks ของเรา **(BJC, ROBINS และ GLOBAL)** เป็นหุ้นที่ถูกมองข้าม โดย BJC -8%, GLOBAL -5% และ ROBINS -13% YTD ในขณะที่ HMPRO และ CPALL ปรับตัวขึ้นมากกว่า 10% YTD ในขณะที่ยังคงมี story เกี่ยวกับการเติบโตและจะได้รับประโยชน์จากงบประมาณกลางปีที่ตั้งเป้ากระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคระดับรากหญ้า กลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นค่อนข้างดี YTD แต่การปรับตัวขึ้นส่วนใหญ่เป็นเพียงการฟื้นตัวจากที่ปรับตัวลดลงแรงใน 4Q60 เราคาดว่า top picks ของเรา **(BDMS และ CHG)** จะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2561 หลังจากสร้างความผิดหวังในผลประกอบการปีก่อน นอกจากนี้ เราก็สังเกตเห็นเทรนด์การทำประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตในระยะยาวสำหรับกลุ่มการแพทย์เห็นได้จากตัวอย่างในต่างประเทศ

Figure 57: เปรียบเทียบ performance ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (ต้นปี 61 ถึงกลางเดือนมี.ค.)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

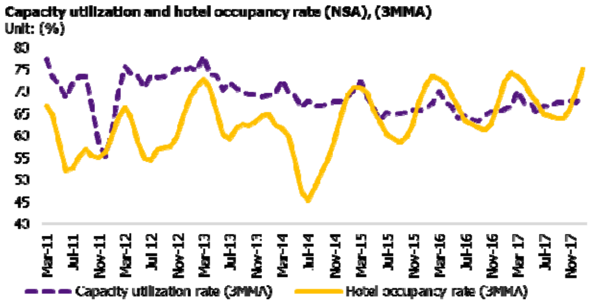
Figure 58: กลุ่มธนาคารจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่

EEC Infrastructure Update

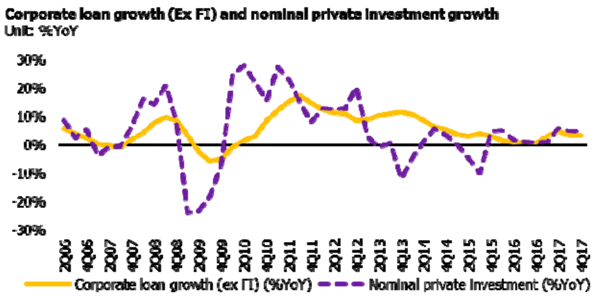
Budget (Btbn)	EEC infrastructure investment	3/18	4/18	5/18	6/18	7/18	8/18	9/18
220	High-speed rail inking 3 airports		2			3		4
200	U-Tapao airport	1				2		
150	Lamchabang port (phase 3)						2	
11	Map-ta-phut port (phase 3)					2		3
10	U-Tapao MRO		2		3	4		
591								

1	EEC committee approves reports
2	TOR announcement
3	Auction
4	EEC committee approves auction result and sign contract

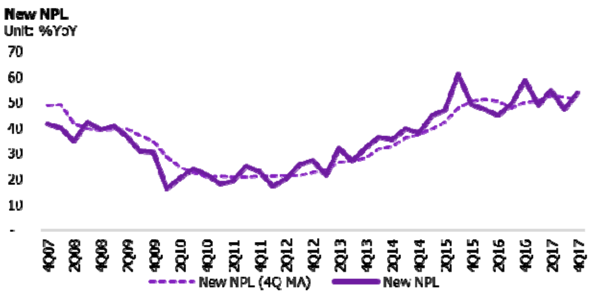
Investment will increase on higher utilization



Loan growth will improve along with private investment



New NPL inflow remain high, but stop rising

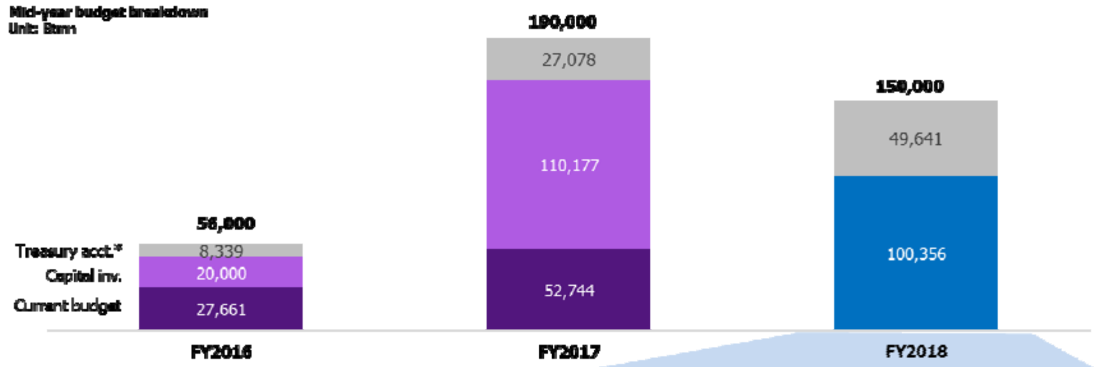


Source: Bloomberg, BOT, Eastern Economic Corridor Office (EECO), Matichon, and SCBS Investment Research

เรายังคงชอบกลุ่มธนาคารเพราะสินเชื่อมีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มขึ้น และ NPL จะปรับตัวลดลง กลุ่มธนาคารเป็น top pick ของเราจากไตรมาสก่อน ซึ่งน่าจะให้ผลตอบแทนดีกว่านี้ (relative to SET index) ถ้ากลุ่มพลังงานไม่ได้ปรับตัวขึ้นแรง และผลักดันให้ SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้น ธีมการลงทุนอ้างอิงวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทยยังไม่เปลี่ยนแปลง พ.ร.บ.EEC ได้รับความเห็นชอบจากสภานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) แล้ว และกำลังรอประกาศวันมีผลบังคับใช้ การปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ของอัตราการใช้กำลังการผลิตภาคอุตสาหกรรมและอัตราการเข้าพักโรงแรมส่งสัญญาณว่าการลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ ใน 1Q61 มีสัญญาณว่าอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาล (ซึ่งเป็นความกังวลหลักของเรา) ปรับตัวดีขึ้น เรายังคงเลือก **BBL และ KTB** เป็น top picks ของเราใน 2Q61

Figure 59: กลุ่มพาณิชย์ (โดยเฉพาะอย่างยิ่งตลาดต่างจังหวัด) จะได้รับประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นที่กำลังจะออกมา

FY2018 mid-year budget is smaller than the one in FY2017, but aimed more at grassroot spending



2018 mid-year budget excl. treasury acct. replenishment

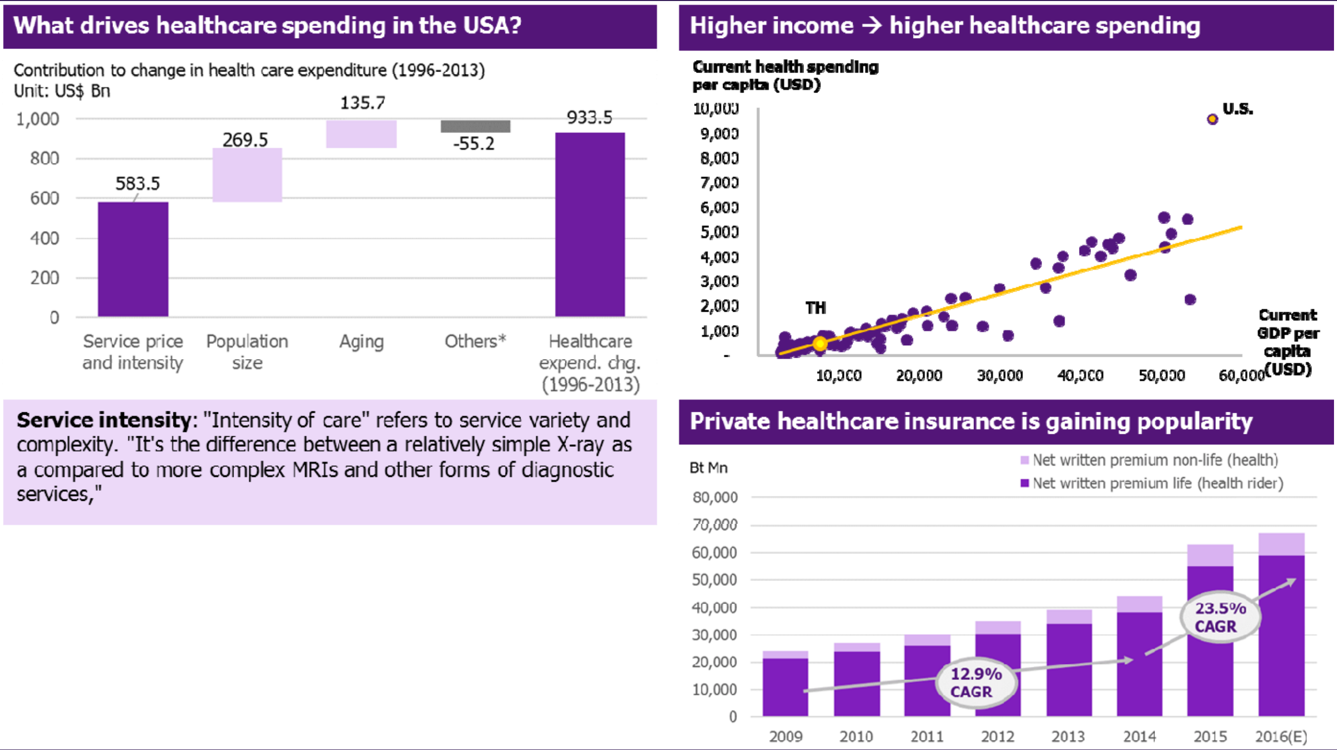
Projects	Budget (Btmn)
Agricultural reform	24,300
Improvement in quality of living	21,078
Community development	54,978
Total	**100,356**

Source: Bloomberg, FPO, Thairath, OAE, and SCBS Investment Research

Note: (*) The treasury means expenditures for replenishment of treasury account balance

เราชอบกลุ่มพาณิชย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งบริษัทที่ยอดขายมีความสัมพันธ์กับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในต่างจังหวัด กลุ่มพาณิชย์ปรับตัว outperform SET ในช่วง 3 และ 6 เดือนที่ผ่านมา โดยให้ผลตอบแทน 8% และ 32% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ผลตอบแทนที่แข็งแกร่งค่อนข้างกระจุกตัวอยู่ในหุ้นใหญ่ๆ เช่น CPALL และ HMPRO เราเชื่อว่าธีมการใช้จ่ายในต่างจังหวัดเพิ่งจะเกิดขึ้น เพราะรัฐบาลเพิ่งประกาศแผนงบประมาณกลางปี มูลค่า 1.5 แสนลบ. โดยงบประมาณราว 1.0 แสนลบ. (0.7% ของ GDP) จะมุ่งเน้นการกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคระดับรากหญ้า เช่น กองทุนหมู่บ้าน, การพัฒนาชุมชน และการปฏิรูปภาคการเกษตร top pick 2Q61 ของเราสำหรับกลุ่มนี้ คือ **BJC, GLOBAL และ ROBINS**

Figure 60: ประกันสุขภาพจะเป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโตในระยะยาวสำหรับการใช้จ่ายด้านสุขภาพ



* Others: such as lower disease incidence

Source: Bloomberg, The Journal of the American Medical Association (JAMA), Office of Insurance Commission (OIC), WHO (2015), and SCBS Investment Research

กลุ่มการแพทย์ถูกลงโทษมากเกินไป ในขณะที่ยังคงมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะยาว กลุ่มการแพทย์ปรับตัว underperform ตลาดในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา โดยปรับตัวขึ้นเพียงเล็กน้อย (+1.2%) นับตั้งแต่เดือนก.ย. 2560 เทียบกับ SET index ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 12% ในช่วงเดียวกัน เหตุผลหลัก คือ กำไรปี 2560 เติบโตต่ำ (+3%) เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 17% ในปี 2561 ซึ่งจะทำให้นักลงทุนกลับมาให้ความสนใจอีกครั้ง top pick 2Q61 ของเราสำหรับกลุ่มนี้ คือ **BDMS และ CHG**

เทรนด์ใหม่จะกระตุ้นการใช้จ่ายด้านสุขภาพให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต ธุรกิจประกันสุขภาพในประเทศไทยเติบโตในอัตราเร่ง เบี้ยประกันสุขภาพ (จากกรมธรรม์ประกันชีวิตและประกันวินาศภัย) เพิ่มขึ้นจากประมาณ 4.4 หมื่นลบในปี 2557 สู่ 6.3 หมื่นลบ.ในปี 2558 และปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกสู่ 6.7 หมื่นลบ.ในปี 2559 (คิดเป็น CAGR ระยะ 7 ปีที่ 15.8%) และเป็นหนึ่งในปัจจัยที่มีความสำคัญมากเพียงไม่กี่อย่างที่ส่งผลทำให้ค่าใช้จ่ายด้านสุขภาพในสหรัฐฯสูง ข้อมูลจาก Journal of the American Medical Association (JAMA) ซึ่งเปิดเผยผลการศึกษาเกี่ยวกับการใช้จ่ายด้านสุขภาพระหว่างปี 2539 ถึงปี 2556 พบว่าการใช้จ่ายด้านสุขภาพที่เพิ่มขึ้นนั้นมากกว่าครึ่งหนึ่งเกิดจากการเข้ารับการรักษาโรครุนแรงและซับซ้อนเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้ป่วยส่วนใหญ่มีกรมธรรม์ประกันคุ้มครอง ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่แพทย์จะสั่งให้เข้ารับการตรวจวินิจฉัยที่มีความสลับซับซ้อนมากขึ้น (ใช้ MRI แทนการ X-ray ธรรมดา) ทั้งนี้ในประเทศไทย ผู้ป่วยที่มีกรมธรรม์ประกันครอบคลุมค่าใช้จ่ายสูง มีแนวโน้มที่จะเลือกใช้บริการจากโรงพยาบาลระดับบนแทนโรงพยาบาลระดับล่าง นอกจากนี้แล้วผู้ป่วยกลุ่มดังกล่าวยังมีแนวโน้มที่จะขอใช้บริการตรวจวินิจฉัยด้วยเครื่องมือที่สลับซับซ้อนด้วย

ธนาคารกรุงเทพ

BBL

ธนาคารกรุงเทพ
จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	BBL TB
Reuters	BBL.BK

SCBS

หุ้น laggard และได้ประโยชน์จากแรงส่งเศรษฐกิจ

ซื้อ

เรามองว่า BBL เป็นหุ้น laggard play ที่ดีที่สุดและจะได้รับประโยชน์จากแรงส่งเศรษฐกิจที่แข็งกร่งมากขึ้นมากที่สุดในกลุ่มธนาคาร บวกกับมีแนวโน้มที่รายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance กับ AIA เรายืนยันเลือก BBL เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร โดยราคาหุ้นมี upside 29% สู่ราคาเป้าหมายของเราที่ 270 บาท

หุ้น laggard play ที่ดีที่สุดในกลุ่มธนาคาร เรามองว่า BBL เป็นหุ้น laggard play ที่ดีที่สุดในกลุ่มธนาคาร เพราะเหตุผล 2 ข้อ 1) BBL ซื้อขายที่ PBV ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 46-60 อยู่ 1SD ล้าหลังกลุ่มธนาคารซึ่งกลับมาซื้อขายที่ค่าเฉลี่ยในอดีตแล้ว และ 2) เราคาดว่า BBL จะเป็นธนาคารเพียงแห่งเดียวในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ 4 แห่งที่จะสามารถทำให้ ROE กลับคืนสู่ระดับก่อนวัฏจักร NPL รอบนี้ (ปี 49-56) ได้ภายใน 4-5 ปี เนื่องจาก BBL มีส่วนต่างน้อยที่สุดที่ 3.5% (เทียบกับ 5-6% สำหรับธนาคารขนาดใหญ่อีก 3 แห่ง) ระหว่าง ROE เฉลี่ยในปี 49-56 ที่ 12% กับ ROE ที่ทำจุดต่ำสุดในปี 60 ที่ 8.5% ซึ่งช่วยพิสูจน์ว่า LLR coverage ระดับสูงที่สุดของธนาคารช่วยให้ความสามารถในการทำกำไรได้รับผลกระทบจากวัฏจักร NPL รอบนี้น้อยที่สุด และมีโอกาสสูงที่สุดที่ความสามารถในการทำกำไรจะกลับคืนสู่ระดับที่ดีเหมือนในอดีต

สินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้น เพราะจะได้รับประโยชน์จากแรงส่งเศรษฐกิจมากที่สุด เราคาดว่าสินเชื่อของ BBL จะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 3% ในปี 60 สู่ 8% ในปี 61, 9% ในปี 62 และ 10% ในปี 63 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนภาคเอกชนท่ามกลางการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น และการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น โดยมีโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ พอร์ตสินเชื่อของ BBL มีสินเชื่อภาคธุรกิจสัดส่วนสูงที่สุดที่ 86% ทำให้ธนาคารมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นและวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทย

รายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร การจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance กับ AIA Company Limited (AIA) เพิ่มเติมจาก BLA จะช่วยสนับสนุนให้รายได้ค่าธรรมเนียมของ BBL เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารในระยะ 3 ปีข้างหน้า BBL คาดว่าจะเริ่มมีรายได้จากการจับมือเป็นพันธมิตรกับ AIA เข้ามาใน 2Q61 เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโต 8% ในปี 61 และ 10% ในปี 62 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 5-6%

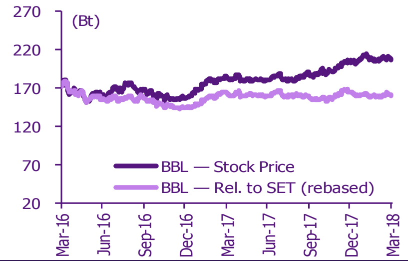
ตั้งสำรองลดลง บวกกับกลับรายการตั้งสำรองค้ำประกันไทยทีวี การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นทำให้ BBL คาดว่า NPL เกิดใหม่จะปรับตัวลดลงในปี 61 BBL คาดว่าจะตั้งสำรองลดลงประมาณ 10% สู่ประมาณ 2.0 หมื่นลบ.ในปี 61 นอกจากนี้เรายังคาดว่า BBL จะกลับรายการตั้งสำรอง 1.5 พันลบ. จากการค้ำประกันให้ไทยทีวี ใน 2Q61 เนื่องจากศาลปกครองกลางตัดสินว่าคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ต้องคืนเงินค้ำประกันธนาคารให้กับไทยทีวี

ยืนยันเลือก BBL เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร เรายืนยันเลือก BBL เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 270 บาท (1.2 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 61) เนื่องจาก BBL เป็นหุ้น laggard play ที่ดีที่สุดในกลุ่มธนาคาร และจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแรงส่งเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น บวกกับมีแนวโน้มที่รายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance กับ AIA เพิ่มเติม

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	203.00
12-m target price (Bt)	270.00
Upside (Downside) to TP (%)	33.00
Mkt cap (Btbn)	387.50
Mkt cap (US$mn)	12,412
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.15
Sector % SET	13.27
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	217 / 176.5
Avg. daily 6m (US$mn)	22.45
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	(1.5)	(1.0)	11.2
Relative to SET	(2.2)	(4.2)	(3.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	270
12-month dividend	(Bt)	7.27
Capital gain	(%)	33.00
Dividend yield	(%)	3.58
Total return	(%)	36.59

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	47,543	55,379	60,504	67,549	77,724
Net profit	(Bt mn)	31,815	33,009	39,663	46,062	55,430
PPP/Sh	(Bt)	24.91	29.01	31.70	35.39	40.72
EPS	(Bt)	16.67	17.29	20.78	24.13	29.04
BVPS	(Bt)	198.56	210.45	224.73	241.59	262.18
DPS	(Bt)	6.50	6.50	7.27	8.45	10.16
P/PPP	(x)	8.15	7.00	6.40	5.74	4.99
PPP growth	(%)	(2.64)	16.48	9.26	11.64	15.06
P/E	(x)	12.18	11.74	9.77	8.41	6.99
EPS growth	(%)	(6.92)	3.75	20.16	16.13	20.34
P/BV	(x)	1.02	0.96	0.90	0.84	0.77
ROE	(%)	8.59	8.46	9.55	10.35	11.53
Dividend yield	(%)	3.20	3.20	3.58	4.16	5.01

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Interest & dividend income	(Btmn)	100,405	103,470	103,814	102,443	105,476	111,433	129,304	150,162
Interest expense	(Btmn)	44,526	44,483	46,304	38,445	38,851	39,750	49,249	59,571
Net interest income	(Btmn)	**55,879**	**58,987**	**57,510**	**63,998**	**66,625**	**71,683**	**80,054**	**90,591**
Non-interest income	(Btmn)	35,417	37,678	45,026	41,763	45,638	47,763	51,311	55,189
Non-interest expenses	(Btmn)	37,947	43,087	45,045	50,505	48,948	49,357	52,707	54,713
Pre-provision profit	(Btmn)	53,349	53,579	57,492	55,256	63,315	70,089	78,659	91,067
Provision	(Btmn)	8,593	8,687	14,654	15,728	22,370	20,841	21,486	22,293
Pre-tax profit	(Btmn)	44,755	44,892	42,838	39,528	40,946	49,248	57,173	68,774
Tax	(Btmn)	8,882	8,593	8,630	7,556	7,832	9,480	11,006	13,239
Equities & minority interest	(Btmn)	(32)	(23)	28	157	105	105	105	105
Core net profit	(Btmn)	35,906	36,322	34,181	31,815	33,009	39,663	46,062	55,430
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	35,906	36,322	34,181	31,815	33,009	39,663	46,062	55,430
EPS	(Bt)	18.81	19.03	17.91	16.67	17.29	20.78	24.13	29.04
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	7.27	8.45	10.16

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Cash	(Btmn)	53,550	59,899	61,432	66,338	65,473	66,353	67,240	68,151
Interbank assets	(Btmn)	407,632	532,205	372,007	394,612	437,738	473,217	513,535	551,537
Investments	(Btmn)	378,323	383,210	520,805	547,941	593,180	593,180	593,180	593,180
Gross loans	(Btmn)	**1,752,667**	**1,782,233**	**1,868,903**	**1,941,093**	**2,003,989**	**2,164,308**	**2,359,096**	**2,595,005**
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,571	4,233	4,279	4,653	5,061	5,061	5,061	5,061
Loan loss reserve	(Btmn)	92,583	91,925	104,187	119,518	140,021	156,534	173,302	190,405
Net loans	(Btmn)	**1,664,656**	**1,694,541**	**1,768,995**	**1,826,227**	**1,869,029**	**2,012,835**	**2,190,855**	**2,409,661**
Total assets	(Btmn)	**2,596,507**	**2,759,890**	**2,835,852**	**2,944,230**	**3,076,310**	**3,260,275**	**3,483,469**	**3,745,326**
Deposits	(Btmn)	1,935,272	2,058,779	2,090,965	2,178,141	2,310,743	2,467,874	2,658,887	2,881,436
Interbank liabilities	(Btmn)	124,296	140,048	128,681	130,928	133,584	133,584	133,584	133,584
Borrowings	(Btmn)	140,147	140,845	138,403	137,815	107,190	107,190	107,190	107,190
Total liabilities	(Btmn)	**2,300,456**	**2,436,247**	**2,473,821**	**2,564,985**	**2,674,303**	**2,831,012**	**3,022,026**	**3,244,575**
Minority interest	(Btmn)	116	152	199	229	283	283	283	283
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	**295,936**	**323,491**	**361,832**	**379,016**	**401,724**	**428,979**	**461,159**	**500,468**
BVPS	(Bt)	**155.03**	**169.47**	**189.56**	**198.56**	**210.45**	**224.73**	**241.59**	**262.18**

Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Growth									
YoY loan growth	(%)	9.24	1.69	4.86	3.86	3.24	8.00	9.00	10.00
YoY non-NII growth	(%)	16.60	6.39	19.50	(7.25)	9.28	4.65	7.43	7.56
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.09	3.95	3.80	3.63	3.56	3.56	3.86	4.17
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.09	1.96	1.97	1.60	1.55	1.51	1.76	1.98
Spread	(%)	2.00	1.99	1.83	2.03	2.01	2.05	2.11	2.19
Net interest margin	(%)	2.28	2.25	2.11	2.27	2.25	2.29	2.39	2.51
ROE	(%)	12.61	11.73	9.98	8.59	8.46	9.55	10.35	11.53
ROA	(%)	1.43	1.36	1.22	1.10	1.10	1.25	1.37	1.53
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.47	2.53	3.01	3.55	4.36	3.96	3.82	3.65
LLR/NPLs	(%)	214.17	204.07	185.30	173.61	160.17	182.64	192.49	200.95
Provision expense/Total loans	(%)	0.49	0.49	0.78	0.81	1.12	0.96	0.91	0.86
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.45	81.02	83.83	83.81	82.88	84.05	85.29	86.83
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	43.90	47.56	48.08	50.26	46.78	43.89	42.38	39.42
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	16.92	17.41	17.86	18.32	18.16	17.04	16.74	16.44
Tier-1	(%)	14.40	15.11	15.78	16.40	16.62	15.59	15.39	15.20
Tier-2	(%)	2.52	2.30	2.08	1.92	1.54	1.45	1.35	1.24

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Interest & dividend income	(Btmn)	25,843	25,578	25,501	25,521	25,649	26,214	26,753	26,860
Interest expense	(Btmn)	9,810	9,982	9,436	9,218	9,372	9,646	9,928	9,906
Net interest income	(Btmn)	**16,033**	**15,596**	**16,066**	**16,303**	**16,277**	**16,568**	**16,825**	**16,955**
Non-interest income	(Btmn)	10,612	9,306	10,837	11,009	10,856	11,419	11,599	11,764
Non-interest expenses	(Btmn)	12,856	12,599	12,095	12,955	11,082	12,846	11,938	13,081
Earnings before tax & provision	(Btmn)	13,789	12,302	14,808	14,357	16,052	15,141	16,485	15,637
Provision	(Btmn)	3,644	3,542	4,946	3,596	5,806	5,688	6,259	4,617
Pre-tax profit	(Btmn)	10,145	8,761	9,862	10,760	10,246	9,453	10,226	11,020
Tax	(Btmn)	1,828	1,473	1,785	2,469	1,951	1,388	2,036	2,457
Equities & minority interest	(Btmn)	(1)	118	16	24	(10)	18	29	68
Core net profit	(Btmn)	8,317	7,169	8,061	8,267	8,305	8,047	8,161	8,496
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	8,317	7,169	8,061	8,267	8,305	8,047	8,161	8,496
EPS	(Bt)	4.36	3.76	4.22	4.33	4.35	4.22	4.28	4.45

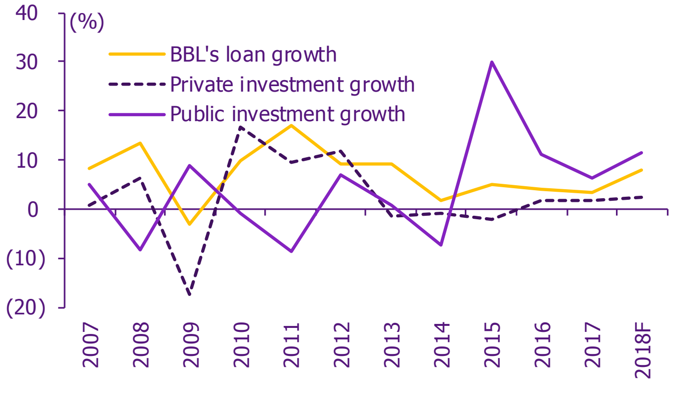
Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Cash	(Btmn)	53,785	54,871	49,933	66,338	55,536	51,782	54,985	65,473
Interbank assets	(Btmn)	455,144	475,968	421,451	394,612	504,369	514,488	607,775	437,738
Investments	(Btmn)	542,391	480,471	498,931	547,941	527,049	516,188	495,351	593,180
Gross loans	(Btmn)	**1,874,924**	**1,906,936**	**1,901,900**	**1,941,093**	**1,923,953**	**1,978,391**	**1,938,619**	**2,003,989**
Accrued interest receivable	(Btmn)	3,630	3,483	3,711	4,653	3,856	3,888	4,761	5,061
Loan loss reserve	(Btmn)	107,861	111,863	116,757	119,518	124,446	129,918	135,840	140,021
Net loans	(Btmn)	**1,770,693**	**1,798,556**	**1,788,854**	**1,826,227**	**1,803,363**	**1,852,361**	**1,807,540**	**1,869,029**
Total assets	(Btmn)	**2,940,726**	**2,932,207**	**2,875,539**	**2,944,230**	**2,995,623**	**3,041,132**	**3,073,691**	**3,076,310**
Deposits	(Btmn)	2,149,333	2,154,256	2,106,870	2,178,141	2,244,032	2,297,918	2,300,958	2,310,743
Interbank liabilities	(Btmn)	162,867	150,394	144,797	130,928	117,580	114,538	133,365	133,584
Borrowings	(Btmn)	135,513	135,372	133,678	137,815	133,236	131,595	129,518	107,190
Total liabilities	(Btmn)	**2,570,054**	**2,562,894**	**2,504,482**	**2,564,985**	**2,609,526**	**2,656,343**	**2,680,473**	**2,674,303**
Minority interest	(Btmn)	154	217	170	229	187	257	199	283
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	**370,518**	**369,097**	**370,887**	**379,016**	**385,910**	**384,532**	**393,019**	**401,724**
BVPS	(Bt)	**194.11**	**193.36**	**194.30**	**198.56**	**202.17**	**201.45**	**205.89**	**210.45**

Financial Ratios

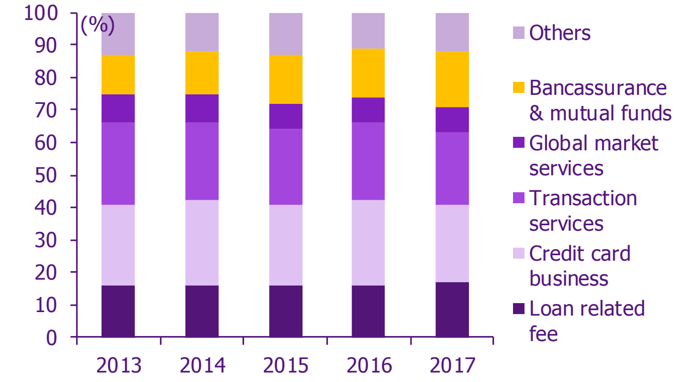
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Growth									
YoY loan growth	(%)	5.67	6.56	5.08	3.86	2.61	3.75	1.93	3.24
YoY non-NII growth	(%)	(1.31)	(17.48)	(11.58)	2.50	2.31	22.71	7.03	6.86
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.67	3.57	3.59	3.58	3.51	3.52	3.54	3.54
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.63	1.63	1.56	1.53	1.52	1.53	1.55	1.55
Spread	(%)	2.04	1.93	2.02	2.05	2.00	1.98	1.98	1.99
Net interest margin	(%)	2.28	2.18	2.26	2.29	2.23	2.22	2.22	2.23
ROE	(%)	9.09	7.75	8.71	8.82	8.69	8.36	8.40	8.55
ROA	(%)	1.13	0.98	1.12	1.12	1.11	1.06	1.06	1.10
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	3.30	3.57	3.85	3.55	4.04	4.34	4.55	4.36
LLR/NPLs	(%)	174.42	164.52	159.53	173.61	160.01	151.16	153.96	160.17
Provision expense/Total loans	(%)	0.78	0.74	1.04	0.74	1.21	1.15	1.29	0.92
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	82.06	83.29	84.89	83.81	80.93	81.43	79.76	82.88
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	51.40	51.15	47.81	50.71	43.29	49.85	46.41	47.49
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	17.69	18.04	18.83	18.32	18.25	18.15	18.73	18.10
Tier-1	(%)	15.74	16.10	16.87	16.40	16.45	16.36	16.96	16.35
Tier-2	(%)	1.94	1.94	1.96	1.92	1.80	1.78	1.77	1.76

Figure 1: BBL's loans growth



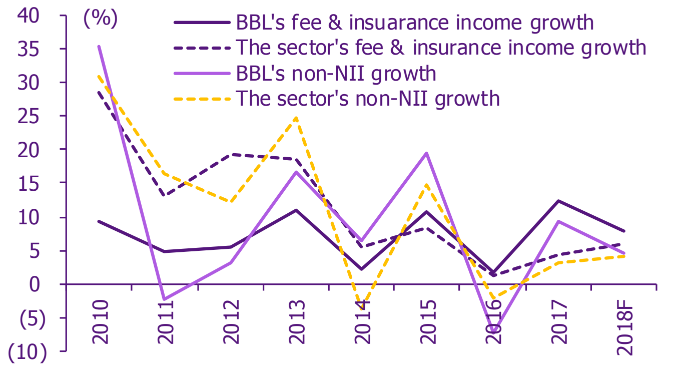
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's fee income breakdown



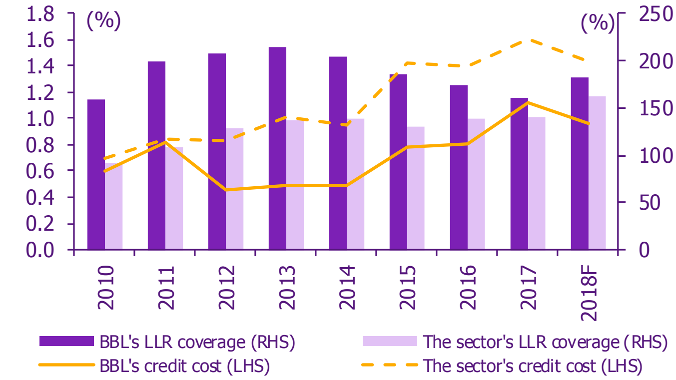
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 3: Fee income and non-NII growth



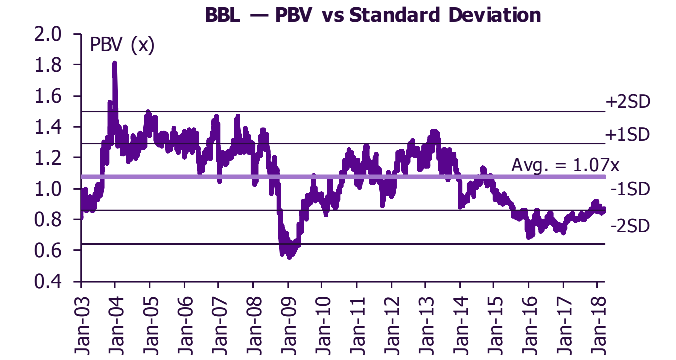
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 4: BBL's LLR coverage and credit cost



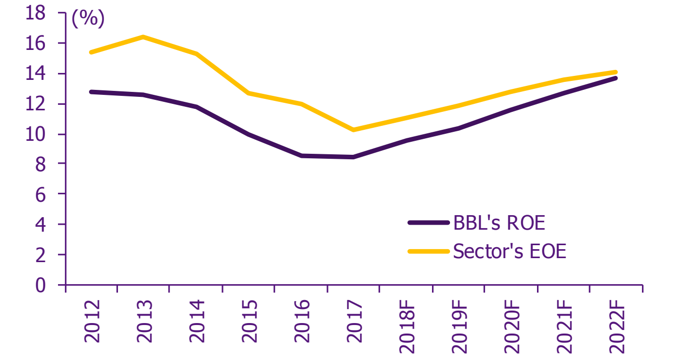
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: BBL's PBV



Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: BBL's ROE vs Banking sector's ROE



Source: BBL and SCBS Investment Research

กรุงเทพดุสิตเวชการ

BDMS

บริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	BDMS TB
Reuters	BDMS.BK

SCBS

หุ้นที่มีการเติบโตดี

ซื้อ

BDMS เป็นหุ้นที่ราคายังขึ้นน้อยในจำนวนหุ้น big-cap 20 อันดับแรก ในช่วงที่ SET ปรับตัวขึ้นแรงนับตั้งแต่เดือนก.ย.ปีที่ผ่านมา เพราะถูกฉุดรั้งโดยกำไรที่ลดลงในปี 60 เรามองว่าปี 61 จะเป็นปีที่ดีขึ้นสำหรับ BDMS เพราะกำไรจะกลับมาเติบโต 17% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและอัตรากำไรที่กว้างขึ้น เราเล็งเห็นโอกาสเติบโตในระยะยาวสำหรับกลุ่มลูกค้าประกันสุขภาพ และ ROA จะปรับตัวดีขึ้น เราเลือก BDMS เป็น top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มการแพทย์ ด้วยราคาเป้าหมาย 27.5 บาท/หุ้น

กำไรจะฟื้นตัวในปี 61 เรามองว่าปี 61 จะเป็นปีที่ดีขึ้นสำหรับ BDMS เพราะกำไรปกติจะเติบโต 17% (ฟื้นตัวจาก -2% YoY ในปี 60) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและ EBITDA margin ที่กว้างขึ้น เราคาดว่ารายได้ในปี 61 จะเติบโต 10% YoY (เร่งตัวขึ้นจาก +6% YoY ในปี 60) โดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น, จำนวนผู้ป่วยโรคระบาดในประเทศไทยที่กลับคืนสู่ระดับปกติจากฐานต่ำใน 1Q60 และการฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติจากฐานต่ำใน 4Q59-1Q60 เราคาดการณ์ EBITDA margin ที่ 21.6% ในปี 61 (เพิ่มขึ้นจาก 21.3% ในปี 60) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการครองเตียงที่เพิ่มขึ้นสู่ 69% (จาก 65% ในปี 60), การควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง และการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ ทั้งนี้ในปี 60 โรงพยาบาล 6 แห่งของ BDMS ยังมี EBITDA ที่ติดลบ และบริษัทคาดว่าโรงพยาบาล 1 หรือ 2 แห่งในนี้จะกลับมารายงาน EBITDA เป็นบวกในปีนี้

กลุ่มลูกค้าประกันสุขภาพมีแนวโน้มเติบโตดี ลูกค้าที่จ่ายค่ารักษาเองเป็นกลุ่มที่สร้างรายได้ส่วนใหญ่ให้กับ BDMS ที่ 58% ในปี 60 แต่ลดลงจาก 63% ในปี 58 ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทมีรายได้จากกลุ่มลูกค้าประกันสุขภาพเพิ่มขึ้น โดยสัดส่วนรายได้จากลูกค้ากลุ่มนี้ปรับเพิ่มขึ้นจาก 22% ในปี 58 สู่ 26% ในปี 60 BDMS เล็งเห็นแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวในกลุ่มลูกค้าประกันสุขภาพ เนื่องจากสังคมผู้สูงอายุในประเทศไทยจะส่งผลทำให้มีความต้องการทำประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้น เพื่อรองรับค่าใช้จ่ายด้านบริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น ด้วยเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ 46 แห่ง BDMS จึงร่วมกับบริษัทประกันออกผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพแบบเอ็กซ์คลูซิฟสำหรับใช้บริการทางการแพทย์ภายในเครือข่ายของ BDMS

ROA จะเพิ่มขึ้น พร้อมแนวโน้ม upside อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของ BDMS ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 56 โดยมีสาเหตุมาจากการขยายกิจการเชิงรุกในอดีตที่ผ่านมา และเราคาดว่า ROA จะเพิ่มขึ้นในปี 61 เพราะกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น จากการที่เครือข่ายโรงพยาบาล BDMS มีขนาดใหญ่แล้ว เราจึงเชื่อว่า BDMS จะมุ่งเน้นการใช้งานสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้น และส่วนต่าง ROA ค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับ BH (BDMS 7.0% เทียบกับ BH ที่ 17.6% ในปี 60) สะท้อนให้เห็นว่ากำไรของ BDMS มี upside ในระยะยาว จากการศึกษาของเราเมื่อใช้ BH เป็นบรรทัดฐาน เนื่องจากการดำเนินงานของ BH อยู่ในระดับที่เหมาะสม (optimal) ในฐานะโรงพยาบาลแบบ standalone ที่มีการดำเนินงานมายาวนาน เราพบว่ากำไรของ BDMS จะมี upside ~57% ในระยะ 5 ปีข้างหน้า ถ้าอัตราการใช้งานสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนทำให้ ROA ขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับ BH

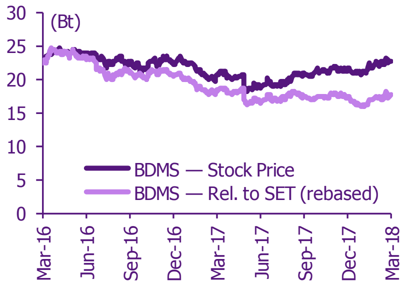
เป็นหุ้น big-cap ที่ราคายังขึ้นน้อย ในช่วงที่ SET ปรับตัวขึ้นแรงมาตั้งแต่เดือนก.ย. 60 เราพบว่า BDMS เป็นหุ้นที่ราคายังขึ้นน้อย เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้น 9% เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 12% และหุ้น big-cap ตัวอื่นๆ ที่เป็นปรับตัวขึ้นมากกว่าตลาดและปรับขึ้นเฉลี่ยราว 30% เราเชื่อว่ากำไรที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในปี 61 โดยจะปรับตัวดีขึ้นมากใน 1Q61 จากฐานต่ำ จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้น เราเลือก BDMS เป็น top pick อันดับหนึ่งของเราในกลุ่มการแพทย์ ด้วยราคาเป้าหมาย 27.5 บาท/หุ้น

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	22.70
12-m target price (Bt)	27.50
Upside (Downside) to TP (%)	21.15
Mkt cap (Btbn)	351.64
Mkt cap (US$mn)	11,263

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.95
Sector % SET	4.23
Shares issued (mn)	15,491
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	23.2 / 18.1
Avg. daily 6m (US$mn)	18.84
Foreign limit / actual (%)	25 / 15
Free float (%)	52.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	3.7	6.1	9.7
Relative to SET	2.9	2.6	(4.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	27.50
12-month dividend	(Bt)	0.30
Capital gain	(%)	21.15
Dividend yield	(%)	1.34
Total return	(%)	22.48

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	65,237	69,123	76,099	84,321	92,932
EBITDA	(Btmn)	14,800	15,544	17,233	19,562	22,461
Core profit	(Btmn)	8,178	8,021	9,420	10,906	13,038
Reported profit	(Btmn)	8,386	10,216	9,420	10,906	13,038
Core EPS	(Bt)	0.53	0.52	0.61	0.70	0.84
DPS	(Bt)	0.29	0.36	0.30	0.35	0.42
P/E, core	(x)	43.0	43.8	37.3	32.2	27.0
EPS growth, core	(%)	5.5	(1.9)	17.4	15.8	19.6
P/BV, core	(x)	6.3	5.6	5.2	4.8	4.4
ROE	(%)	14.4	12.9	13.8	14.8	16.3
Dividend yield	(%)	1.3	1.6	1.3	1.6	1.9
FCF yield	(x)	0.8	(1.1)	2.1	2.6	3.1
EV/EBIT	(x)	37.1	34.8	32.1	27.4	22.8
EBIT growth, core	(%)	1.0	8.4	7.8	16.0	18.3
EV/CE	(x)	6.1	4.9	4.8	4.7	4.5
ROCE	(%)	8.0	6.2	8.1	9.4	11.1
EV/EBITDA	(x)	25.6	24.8	22.2	19.3	16.6
EBITDA growth	(%)	3.6	5.0	10.9	13.5	14.8

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	49,170	54,341	60,240	65,237	69,123	76,099	84,321	92,932
Cost of goods sold	(Btmn)	32,977	36,473	41,151	45,277	47,975	52,313	57,954	63,148
Gross profit	**(Btmn)**	**16,193**	**17,868**	**19,088**	**19,960**	**21,148**	**23,786**	**26,366**	**29,784**
SG&A	(Btmn)	10,549	11,268	12,649	13,644	14,488	15,664	16,749	18,070
Other income	(Btmn)	2,237	2,368	3,401	3,681	4,402	3,805	4,216	4,647
Interest expense	(Btmn)	957	976	1,136	881	1,535	1,387	1,509	1,442
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**6,924**	**7,991**	**8,705**	**9,116**	**9,526**	**10,540**	**12,324**	**14,919**
Corporate tax	(Btmn)	1,392	1,671	1,895	1,922	2,564	2,213	2,588	3,133
Equity a/c profits	(Btmn)	988	1,066	1,259	1,370	1,417	1,488	1,592	1,704
Minority interests	(Btmn)	(259)	(278)	(314)	(385)	(359)	(395)	(422)	(452)
Core profit	**(Btmn)**	**6,113**	**7,109**	**7,755**	**8,178**	**8,021**	**9,420**	**10,906**	**13,038**
Extra-ordinary items	(Btmn)	148	285	266	209	2,195	-	-	-
Net Profit	**(Btmn)**	**6,261**	**7,394**	**8,021**	**8,386**	**10,216**	**9,420**	**10,906**	**13,038**
EBITDA	(Btmn)	10,977	12,668	14,285	14,800	15,544	17,233	19,562	22,461
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.40**	**0.46**	**0.50**	**0.53**	**0.52**	**0.61**	**0.70**	**0.84**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.40	0.48	0.52	0.54	0.66	0.61	0.70	0.84
DPS (Bt)	(Bt)	0.20	0.23	0.26	0.29	0.36	0.30	0.35	0.42

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	10,229	12,698	13,582	12,595	14,359	17,484	20,946	16,399
Total fixed assets	(Btmn)	38,875	46,935	52,950	56,461	71,559	72,507	73,713	75,198
Total assets	**(Btmn)**	**76,399**	**93,370**	**102,335**	**106,939**	**122,627**	**126,699**	**131,367**	**128,305**
Total loans	(Btmn)	22,642	22,167	20,211	21,873	30,456	30,575	29,075	27,575
Total current liabilities	(Btmn)	11,373	12,894	15,295	17,877	13,417	12,505	13,010	18,479
Total long-term liabilities	(Btmn)	18,653	27,309	27,013	25,916	37,694	37,773	36,273	20,999
Total liabilities	**(Btmn)**	**33,755**	**44,372**	**47,338**	**48,635**	**56,756**	**55,922**	**54,927**	**45,122**
Paid-up capital	(Btmn)	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Total equity	**(Btmn)**	**42,644**	**48,998**	**54,997**	**58,305**	**65,871**	**70,777**	**76,440**	**83,183**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**2.63**	**3.02**	**3.39**	**3.60**	**4.07**	**4.38**	**4.73**	**5.15**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	6,113	7,109	7,755	8,178	8,021	9,420	10,906	13,038
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,244	3,701	4,387	4,803	5,168	5,306	5,729	6,100
Operating cash flow	(Btmn)	8,527	10,376	12,866	12,447	15,071	13,781	16,171	18,612
Investing cash flow	(Btmn)	(7,619)	(16,156)	(5,183)	(9,492)	(19,016)	(6,253)	(6,936)	(7,585)
Financing cash flow	(Btmn)	(436)	5,313	(5,763)	(4,266)	1,998	(4,640)	(6,743)	(16,569)
Net cash flow	**(Btmn)**	**472**	**(467)**	**1,920**	**(1,312)**	**(1,947)**	**2,888**	**2,492**	**(5,541)**

Key Financial Ratios

FY December 31		2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	32.9	32.9	31.7	30.6	30.6	31.3	31.3	32.0
Operating margin	(%)	11.5	12.1	10.7	9.7	9.6	10.7	11.4	12.6
EBITDA margin	(%)	21.4	22.2	22.4	21.5	21.3	21.6	22.1	23.0
EBIT margin	(%)	15.7	17.0	16.8	15.6	19.2	15.7	16.4	17.6
Net profit margin	(%)	12.7	13.6	13.3	12.9	14.8	12.4	12.9	14.0
ROE	(%)	15.1	15.5	14.9	14.4	12.9	13.8	14.8	16.3
ROA	(%)	8.4	8.4	7.9	7.8	7.0	7.6	8.5	10.0
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
Interest coverage	(x)	11.6	13.0	12.5	16.8	10.6	12.4	13.0	15.6
Debt service coverage	(x)	2.2	2.4	3.5	2.2	5.3	5.8	6.3	2.8
Payout Ratio	(%)	49.4	48.2	50.2	53.6	54.6	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Volume growth									
OPD	(%)	5.9	9.5	5.8	6.6	2.0	4.3	2.8	2.7
IPD	(%)	5.1	14.4	7.7	3.5	(2.0)	6.4	3.6	3.4
Billing per visit									
OPD	(%)	4.8	0.9	4.8	3.9	6.1	3.7	6.6	6.6
IPD	(%)	5.6	(3.4)	2.9	2.7	6.1	4.4	6.3	6.3

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	(Btmn)	16,406	14,863	17,299	16,669	16,535	16,216	18,577	17,795
Cost of goods sold	(Btmn)	11,061	10,558	11,926	11,732	11,431	11,503	12,584	12,457
Gross profit	**(Btmn)**	**5,346**	**4,305**	**5,372**	**4,937**	**5,104**	**4,713**	**5,992**	**5,338**
SG&A	(Btmn)	3,311	3,216	3,592	3,525	3,426	3,559	3,800	3,702
Other income	(Btmn)	900	861	921	998	866	963	933	954
Interest expense	(Btmn)	213	180	241	246	363	409	433	330
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**2,722**	**1,770**	**2,460**	**2,165**	**2,182**	**1,708**	**2,692**	**2,259**
Corporate tax	(Btmn)	563	393	563	403	462	406	564	447
Equity a/c profits	(Btmn)	337	331	396	307	324	368	416	309
Minority interests	(Btmn)	(89)	(87)	(107)	(102)	(70)	(75)	(128)	(86)
Core profit	**(Btmn)**	**2,406**	**1,619**	**2,187**	**1,965**	**1,974**	**1,596**	**2,417**	**2,035**
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	50	147	12	0	2,195	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**2,406**	**1,669**	**2,334**	**1,977**	**1,974**	**3,791**	**2,417**	**2,035**
EBITDA	(Btmn)	4,087	3,103	3,943	3,666	3,797	3,401	4,434	3,913
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.16**	**0.10**	**0.14**	**0.13**	**0.13**	**0.10**	**0.16**	**0.13**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.16	0.11	0.15	0.13	0.13	0.24	0.16	0.13

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total current assets	(Btmn)	13,326	11,819	12,759	12,595	14,222	13,713	13,880	14,359
Total fixed assets	(Btmn)	53,645	53,841	54,504	56,461	67,960	67,989	68,465	71,559
Total assets	**(Btmn)**	**103,498**	**102,142**	**105,111**	**107,015**	**120,263**	**118,088**	**118,716**	**122,627**
Total loans	(Btmn)	19,835	21,331	22,748	21,873	26,965	30,997	31,855	30,456
Total current liabilities	(Btmn)	12,980	11,357	16,251	17,877	22,287	18,616	16,082	13,417
Total long-term liabilities	(Btmn)	26,663	29,208	26,349	25,916	32,663	33,401	36,015	37,694
Total liabilities	**(Btmn)**	**44,797**	**45,746**	**47,807**	**48,710**	**60,017**	**57,045**	**57,153**	**56,756**
Paid-up capital	(Btmn)	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549	1,549
Total equity	**(Btmn)**	**58,701**	**56,396**	**57,304**	**58,305**	**60,246**	**61,043**	**61,563**	**65,871**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**3.63**	**3.48**	**3.53**	**3.60**	**3.72**	**3.77**	**3.80**	**4.07**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Core Profit	(Btmn)	2,406	1,619	2,187	1,965	1,974	1,596	2,417	2,035
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,152	1,154	1,242	1,255	1,252	1,284	1,308	1,324
Operating cash flow	(Btmn)	2,639	3,741	2,332	3,734	1,234	4,335	2,103	3,262
Investing cash flow	(Btmn)	(2,443)	(1,095)	(2,983)	(2,971)	(4,650)	(4,288)	(1,192)	(1,740)
Financing cash flow	(Btmn)	(490)	(2,737)	(51)	(988)	5,089	(11,123)	9,243	(1,398)
Net cash flow	**(Btmn)**	**(294)**	**(91)**	**(702)**	**(225)**	**1,674**	**(11,076)**	**10,153**	**124**

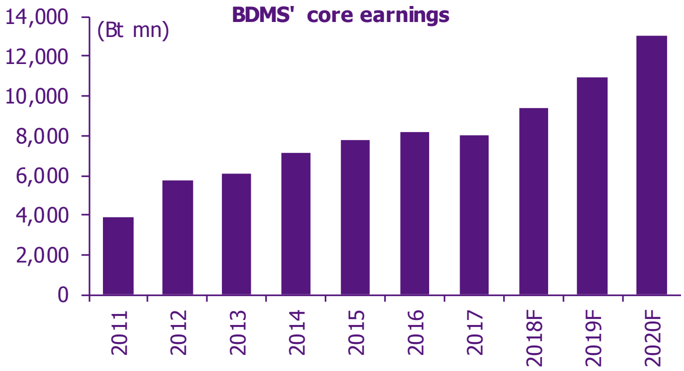
Key Financial Ratios

FY December 31		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Gross margin	(%)	32.6	29.0	31.1	29.6	30.9	29.1	32.3	30.0
Operating margin	(%)	12.4	7.3	10.3	8.5	10.2	7.1	11.8	9.2
EBITDA margin	(%)	23.6	19.7	21.5	20.7	21.8	19.8	22.7	20.9
EBIT margin	(%)	17.9	13.5	16.5	14.5	15.4	30.8	16.8	14.6
Net profit margin	(%)	14.7	11.2	13.5	11.9	11.9	23.4	13.0	11.4
ROE	(%)	17.5	15.2	15.2	14.4	13.3	12.2	13.4	12.9
ROA	(%)	9.8	8.2	8.2	7.8	7.1	6.5	7.1	7.0
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5
Interest coverage	(x)	19.1	17.3	16.3	14.9	10.5	8.3	10.2	11.8
Debt service coverage	(x)	4.4	4.7	2.2	2.2	2.6	1.4	2.8	5.5

Main Assumptions

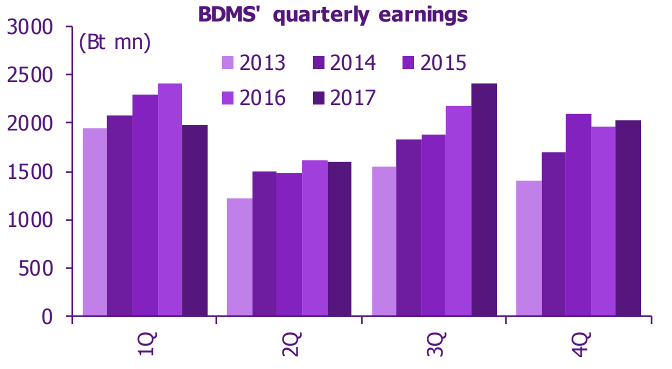
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Volume growth									
OPD	(%)	9.6	4.2	8.0	4.5	(1.5)	1.9	3.8	1.7
IPD	(%)	11.0	0.6	21.5	0.3	(11.0)	0.6	3.8	(2.3)
Billing per visit									
OPD	(%)	0.9	3.3	13.7	9.0	9.3	9.4	(0.8)	0.7
IPD	(%)	(0.4)	2.8	(14.0)	(3.3)	7.1	6.5	7.5	13.6

Figure 1: BDMS earnings turning around in 2018



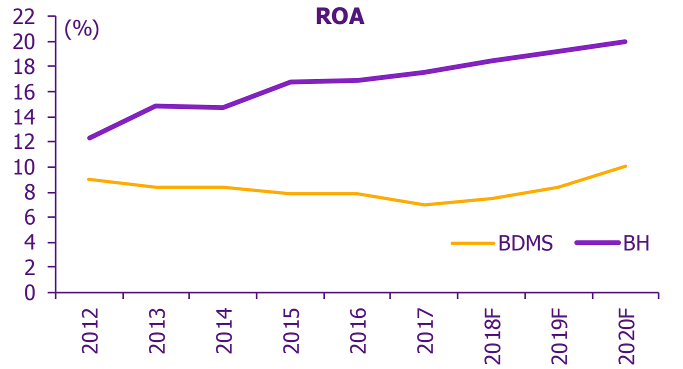
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Low earnings base in 1Q17



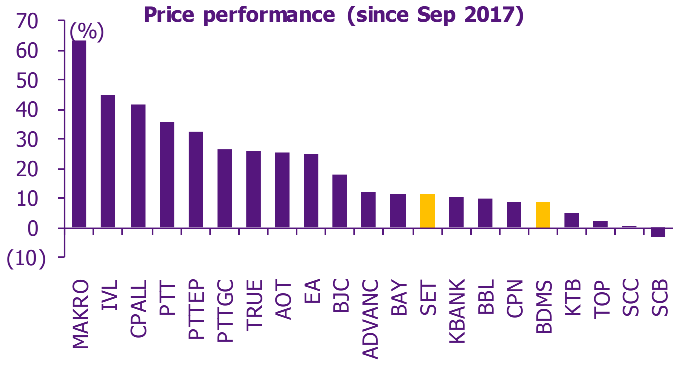
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Huge ROA gap between BDMS and BH



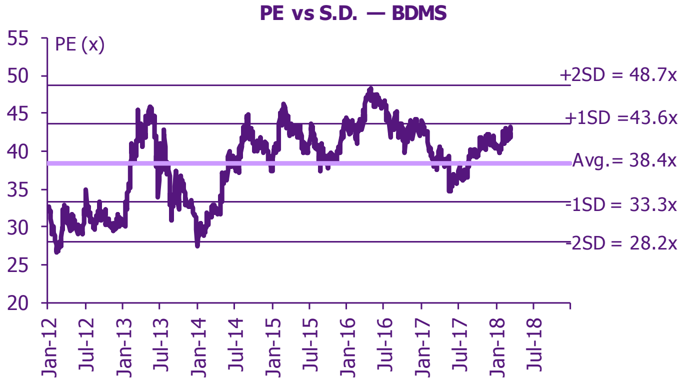
Source: : Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Price performance



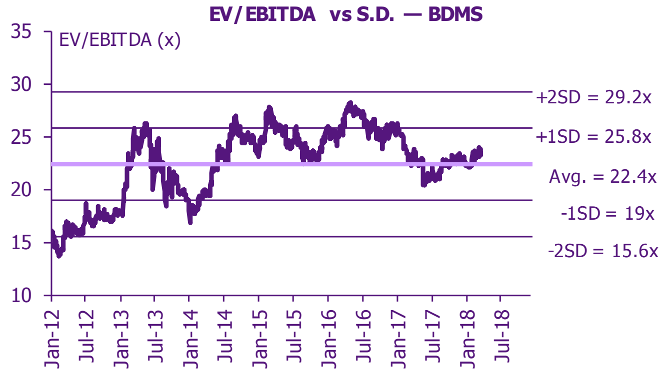
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BDMS PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: BDMS EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

เบอร์ลี่ ยุคเกอร์

BJC

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	BJC TB
Reuters	BJC.BK

SCBS

กำไรจะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ แต่ราคา laggard

ซื้อ

หลังจากราคาหุ้นลดลงเมื่อไม่นานนี้ ทำให้ปัจจุบัน BJC ซื้อขายที่ PE ปี 61 ระดับ 34 เท่า (PE เฉลี่ย 7 ปี +0.25 S.D.) และ PEG ปี 61 ที่ระดับ 1.0 เท่า ก็ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.2 เท่าอย่างมาก เราคาดว่า BJC รายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 33% ในปี 61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายและอัตรากำไรที่ดีขึ้นในทุกกลุ่มธุรกิจ และภาษีที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างภาษีของกลุ่มเสร็จ ซึ่งเราเชื่อว่าจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต 9% ในปีนี้ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BJC ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 61 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 73 บาท

ยอดขายจะสูงขึ้นในทุกกลุ่มธุรกิจ กลุ่ม MSC เราคาดว่ายอดขายในกลุ่มสินค้าและบริการทางการค้าปลีกสมัยใหม่ (MSC จากการถือหุ้น 99.85% ใน BIGC และคิดเป็น 70% ของยอดขาย) จะเติบโต 6% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS ที่มีอัตราเติบโตเป็นบวก และการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ายอดขายจะเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวด้านต่ำใน 1Q61 (เทียบกับ -20% YoY ใน 1Q60 และ +3.8% ใน 4Q60) เนื่องจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้นจะมากเกินพอชดเชยผลกระทบด้านลบจากราคาอาหารที่ลดลง YTD ความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและราคาอาหารที่จะกลับคืนสู่ระดับปกติในช่วงที่เหลือของปีนี้ทำให้เราคาดว่า SSS จะเติบโต 3.0% YoY ในปี 61 (เทียบกับ -5.6% YoY ในปี 60) บริษัทจะขยายสาขาในปี 61 จำนวนใกล้เคียงกับปี 60 โดยจะเปิด hypermarket store 8 สาขา และ mini Big C store 200 สาขา กลุ่มอื่นๆ เราคาดว่ายอดขายในกลุ่มอื่นๆ จะเติบโต 6% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเริ่มดำเนินงานเตาหลอมแก้วใหม่ 2 แห่ง (กำลังการผลิต +25%) ใน 4Q60 และ 3Q61, ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น และออเดอร์ล่วงหน้า

อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นโดยรวมจะเพิ่มขึ้น 0.1% YoY สู่ 19.2% ในปี 61 กลุ่ม MSC เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่มนี้จะเพิ่มขึ้น 0.1% YoY สู่ 16.8% โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยบวกต่อเนื่องจากปี 60 (ประสิทธิภาพที่เพิ่มขึ้นผ่านทางอัตราสูญเสียของสินค้าที่ลดลง, การบริหารระบบโลจิสติกส์และศูนย์กระจายสินค้าได้ดีขึ้น) บวกกับศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ของ Mini Big C ที่เปิดในเดือนมี.ค. 61 กลุ่มอื่นๆ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นในกลุ่มอื่นๆ จะปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.3% สู่ 24.8% เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากเงินบาทแข็งค่าผ่านทางต้นทุนวัตถุดิบนำเข้า คือ แผ่นอลูมิเนียมสำหรับกลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์ (PSC) และเครื่องจักรสำหรับกลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์และทางเทคนิค (H&TSC) และต้นทุนน้ำมันปาล์มดิบกับน้ำมันมะพร้าวที่ลดลงจะช่วยชดเชยผลกระทบจากต้นทุนเยื่อกระดาษที่สูงขึ้นของกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค (CSC)

EBIT margin จะแข็งแกร่งมากขึ้น เราคาดว่า EBIT margin ปี 61 จะเพิ่มขึ้น 0.4% YoY สู่ 8.9% โดยเกิดจาก: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น, 2) ประโยชน์จากการผนึกพลังร่วมกับ BIGC โดยบริษัทคาดว่าการควบรวมกิจการ BIGC จะช่วยเพิ่ม EBITDA ได้ 600 ลบ.ในปี 61 (เทียบกับ 699 ลบ.ในปี 60), 3) รายได้อื่นที่สูงขึ้น (+7% YoY) จากพื้นที่ให้เช่าที่เพิ่มขึ้น, การขึ้นอัตราค่าเช่า, รายได้โฆษณาในโบรชัวร์ที่เพิ่มขึ้น และค่าสื่อโฆษณาประชาสัมพันธ์ในสาขาของกลุ่ม MSC

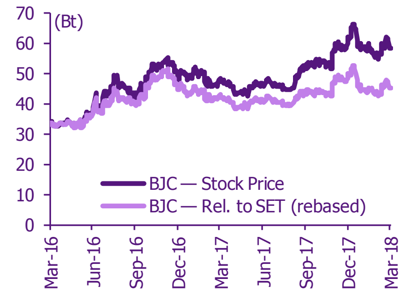
อัตราภาษีจะลดลง เราคาดว่า BJC จะปรับโครงสร้างภาษีของกลุ่มบริษัท (หลังจากเข้าซื้อกิจการของ BIGC) เสร็จใน 2H61 ซึ่งจะทำให้อัตราภาษีของบริษัทปรับลดลงสู่ระดับประมาณ 18% ดังนั้นเราจึงคาดว่าอัตราภาษีที่แท้จริงจะลดลงจาก 28% ในปี 60 สู่ 23% ในปี 61 และ 18% ในปี 62 เราคาดว่าภาษีที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต 9% ในปี 61 และ 8% ในปี 62

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	58.00
12-m target price (Bt)	73.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.86
Mkt cap (Btbn)	231.85
Mkt cap (US$mn)	7,426

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.28
Sector % SET	10.26
Shares issued (mn)	3,997
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	66 / 41.8
Avg. daily 6m (US$mn)	16.59
Foreign limit / actual (%)	49 / 13
Free float (%)	25.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	6.4	(5.3)	22.8
Relative to SET	5.7	(8.4)	6.8

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	73.00
12-month dividend	(Bt)	0.65
Capital gain	(%)	25.86
Dividend yield	(%)	1.12
Total return	(%)	26.98

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	125,330	149,158	157,878	165,066	172,332
EBITDA	(Btmn)	15,570	20,040	21,890	23,449	25,056
Core profit	(Btmn)	2,455	5,122	6,816	8,252	9,617
Reported profit	(Btmn)	3,307	5,211	6,816	8,252	9,617
Core EPS	(Bt)	0.95	1.28	1.71	2.07	2.41
DPS	(Bt)	0.50	0.57	0.65	0.79	0.92
P/E, core	(x)	61.2	45.2	34.0	28.1	24.1
EPS growth, core	(%)	(43.6)	35.5	33.1	21.1	16.5
P/BV, core	(x)	1.4	2.1	2.1	2.0	2.0
ROE	(%)	3.7	4.6	6.1	7.3	8.3
Dividend yield	(%)	0.9	1.0	1.1	1.4	1.6
FCF yield	(x)	(126.7)	1.1	3.2	3.9	4.6
EV/EBIT	(x)	31.6	30.4	27.3	25.0	22.8
EBIT growth, core	(%)	128.7	33.5	10.6	8.4	8.9
EV/CE	(x)	1.1	1.4	1.4	1.4	1.4
ROCE	(%)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.3)
EV/EBITDA	(x)	19.2	19.2	17.5	16.2	15.0
EBITDA growth	(%)	148.6	28.7	9.2	7.1	6.9

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	42,226	41,695	42,893	125,330	149,158	157,878	165,066	172,332
Cost of goods sold	(Btmn)	(32,131)	(32,363)	(33,071)	(102,735)	(120,706)	(127,545)	(133,121)	(138,909)
Gross profit	**(Btmn)**	**10,095**	**9,333**	**9,822**	**22,595**	**28,452**	**30,333**	**31,945**	**33,423**
SG&A	(Btmn)	(7,017)	(7,011)	(7,179)	(24,324)	(30,686)	(32,291)	(33,552)	(34,501)
Other income	(Btmn)	511	693	1,500	11,204	14,885	15,948	16,767	17,595
Interest expense	(Btmn)	(575)	(556)	(493)	(5,203)	(4,528)	(4,535)	(4,502)	(4,176)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**3,015**	**2,459**	**3,650**	**4,272**	**8,122**	**9,455**	**10,658**	**12,340**
Corporate tax	(Btmn)	(567)	(398)	(400)	(983)	(2,260)	(2,165)	(1,918)	(2,221)
Equity a/c profits	(Btmn)	65	(26)	87	181	24	32	33	34
Minority interests	(Btmn)	(189)	(367)	(661)	(1,015)	(764)	(505)	(520)	(537)
Core profit	**(Btmn)**	**2,324**	**1,668**	**2,676**	**2,455**	**5,122**	**6,816**	**8,252**	**9,617**
Extra-ordinary items	(Btmn)	102	12	116	851	88	0	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**2,426**	**1,679**	**2,792**	**3,307**	**5,211**	**6,816**	**8,252**	**9,617**
EBITDA	(Btmn)	5,612	4,996	6,263	15,570	20,040	21,890	23,449	25,056
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**1.46**	**1.05**	**1.68**	**0.95**	**1.28**	**1.71**	**2.07**	**2.41**
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.53	1.05	1.75	1.28	1.31	1.71	2.07	2.41
DPS (Bt)	(Bt)	0.84	0.60	0.84	0.50	0.57	0.65	0.79	0.92

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	19,315	17,763	18,380	35,993	38,542	40,482	42,061	44,055
Total fixed assets	(Btmn)	25,188	25,665	26,320	272,708	276,517	277,699	277,490	277,030
Total assets	**(Btmn)**	**44,503**	**43,428**	**44,701**	**308,701**	**315,059**	**318,181**	**319,551**	**321,085**
Total loans	(Btmn)	15,078	14,332	14,975	152,476	157,180	155,009	152,309	148,889
Total current liabilities	(Btmn)	14,835	18,204	15,313	51,851	50,254	88,835	82,131	66,195
Total long-term liabilities	(Btmn)	11,969	7,208	8,637	145,701	153,631	116,632	122,871	137,688
Total liabilities	**(Btmn)**	**26,804**	**25,411**	**23,950**	**197,553**	**203,886**	**205,467**	**205,002**	**203,882**
Paid-up capital	(Btmn)	1,590	1,592	1,592	3,990	3,996	4,570	4,570	4,570
Total equity	**(Btmn)**	**17,699**	**18,017**	**20,750**	**111,148**	**111,173**	**112,714**	**114,549**	**117,203**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**11.14**	**11.31**	**13.03**	**42.87**	**27.85**	**28.24**	**28.70**	**29.36**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	2,324	1,668	2,676	2,455	5,122	6,816	8,252	9,617
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,022	1,982	2,121	6,095	7,389	7,900	8,289	8,540
Operating cash flow	(Btmn)	3,908	4,396	4,693	17,938	17,380	16,441	17,168	18,807
Investing cash flow	(Btmn)	(4,867)	(3,284)	(1,611)	(208,512)	(14,846)	(9,082)	(8,079)	(8,080)
Financing cash flow	(Btmn)	651	(1,352)	(3,151)	192,912	(1,390)	(7,382)	(9,117)	(10,383)
Net cash flow	**(Btmn)**	**(307)**	**(240)**	**(69)**	**2,338**	**1,145**	**(23)**	**(29)**	**343**

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	23.9	22.4	22.9	18.0	19.1	19.2	19.4	19.4
Operating margin	(%)	7.3	5.6	6.2	(1.4)	(1.5)	(1.2)	(1.0)	(0.6)
EBITDA margin	(%)	13.3	12.0	14.6	12.4	13.4	13.9	14.2	14.5
EBIT margin	(%)	8.5	7.2	9.7	7.6	8.5	8.9	9.2	9.6
Net profit margin	(%)	5.7	4.0	6.5	2.6	3.5	4.3	5.0	5.6
ROE	(%)	13.7	9.3	13.8	3.7	4.6	6.1	7.3	8.3
ROA	(%)	5.6	3.8	6.1	1.4	1.6	2.2	2.6	3.0
Net D/E	(x)	0.8	0.7	0.7	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2
Interest coverage	(x)	9.8	9.0	12.7	3.0	4.4	4.8	5.2	6.0
Debt service coverage	(x)	1.1	0.6	0.8	0.6	0.9	0.4	0.5	0.8
Payout Ratio	(%)	55.0	56.9	47.9	39.2	43.7	38.0	38.0	38.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
SSS growth (MSC)	(%)	0.0	(1.5)	(3.0)	(12.8)	(5.6)	3.0	2.0	2.0
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	211	77	98	63	180	208	158	158
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	559	636	734	797	977	1,185	1,343	1,501
New stores, hypermarket (MSC)	(Stores)	6	4	2	6	9	8	6	6
Ending stores, hypermarket (MSC)	(Stores)	119	123	125	131	140	148	154	160
Gross profit margin (MSC)	(%)	15.0	15.0	13.7	14.7	16.7	16.8	16.9	17.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	(Btmn)	14,717	40,487	33,481	36,645	35,677	37,107	37,067	39,307
Cost of goods sold	(Btmn)	(11,631)	(33,825)	(26,857)	(30,423)	(29,075)	(30,328)	(29,799)	(31,505)
Gross profit	**(Btmn)**	**3,086**	**6,662**	**6,624**	**6,222**	**6,602**	**6,779**	**7,268**	**7,802**
SG&A	(Btmn)	(2,497)	(7,084)	(7,232)	(7,510)	(7,358)	(7,497)	(7,662)	(8,169)
Other income	(Btmn)	525	3,746	3,300	3,633	3,555	3,651	3,661	4,018
Interest expense	(Btmn)	(273)	(2,003)	(1,750)	(1,176)	(1,125)	(1,113)	(1,116)	(1,174)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**840**	**1,321**	**942**	**1,169**	**1,674**	**1,820**	**2,151**	**2,477**
Corporate tax	(Btmn)	(197)	(479)	(306)	(0)	(531)	(595)	(576)	(558)
Equity a/c profits	(Btmn)	59	58	36	27	24	(7)	7	0
Minority interests	(Btmn)	(178)	(500)	(149)	(188)	(151)	(222)	(203)	(188)
Core profit	**(Btmn)**	**524**	**400**	**523**	**1,008**	**1,016**	**997**	**1,378**	**1,731**
Extra-ordinary items	(Btmn)	(22)	(240)	1,083	29	(51)	(1)	9	132
Net Profit	**(Btmn)**	**502**	**161**	**1,606**	**1,037**	**965**	**996**	**1,387**	**1,863**
EBITDA	(Btmn)	1,814	5,092	4,499	4,166	4,580	4,733	5,156	5,571
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.33**	**0.25**	**0.16**	**0.25**	**0.25**	**0.25**	**0.35**	**0.43**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.32	0.10	0.51	0.26	0.24	0.25	0.35	0.47

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total current assets	(Btmn)	42,518	36,679	34,918	35,993	35,614	33,949	35,789	38,542
Total fixed assets	(Btmn)	198,358	265,136	264,998	272,708	273,095	273,817	276,767	276,517
Total assets	**(Btmn)**	**240,876**	**301,815**	**299,917**	**308,701**	**308,708**	**307,766**	**312,556**	**315,059**
Total loans	(Btmn)	162,229	237,788	155,203	152,476	153,293	152,197	158,278	157,180
Total current liabilities	(Btmn)	180,872	255,041	50,898	51,851	50,397	47,881	53,030	50,254
Total long-term liabilities	(Btmn)	19,731	19,407	138,810	145,701	146,343	148,169	150,483	153,631
Total liabilities	**(Btmn)**	**200,603**	**274,448**	**189,708**	**197,553**	**196,740**	**196,050**	**203,513**	**203,886**
Paid-up capital	(Btmn)	1,592	1,592	3,985	3,990	3,991	3,992	3,993	3,996
Total equity	**(Btmn)**	**40,273**	**27,366**	**110,209**	**111,148**	**111,968**	**111,716**	**109,043**	**111,173**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**25.29**	**17.19**	**34.68**	**27.86**	**28.06**	**27.99**	**27.31**	**27.84**
Total current assets	(Btmn)	42,518	36,679	34,918	35,993	35,614	33,949	35,789	38,542

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Core Profit	(Btmn)	502	161	1,606	1,037	965	996	1,387	1,863
Depreciation and amortization	(Btmn)	701	1,768	1,807	1,820	1,781	1,800	1,889	1,920
Operating cash flow	(Btmn)	1,277	5,888	3,634	7,139	1,166	4,685	4,738	6,792
Investing cash flow	(Btmn)	(124,305)	(80,636)	(1,635)	(1,936)	(1,676)	(2,067)	(7,650)	(3,453)
Financing cash flow	(Btmn)	124,990	75,617	(3,925)	(3,769)	(698)	(2,514)	3,490	(1,668)
Net cash flow	**(Btmn)**	**1,962**	**869**	**(1,927)**	**1,433**	**(1,209)**	**105**	**577**	**1,671**

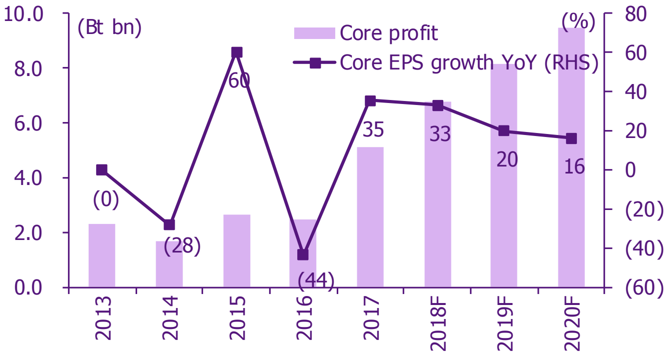
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Gross margin	(%)	21.0	16.5	19.8	17.0	18.5	18.3	19.6	19.8
Operating margin	(%)	4.0	(1.0)	(1.8)	(3.5)	(2.1)	(1.9)	(1.1)	(0.9)
EBITDA margin	(%)	12.3	12.6	13.4	11.4	12.8	12.8	13.9	14.2
EBIT margin	(%)	7.6	8.2	8.0	6.4	7.8	7.9	8.8	9.3
Net profit margin	(%)	3.4	0.4	4.8	2.8	2.7	2.7	3.7	4.7
ROE	(%)	6.9	4.7	3.0	3.6	3.6	3.6	5.0	6.3
ROA	(%)	1.5	0.6	0.7	1.3	1.3	1.3	1.8	2.2
Net D/E	(x)	3.9	8.6	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
Interest coverage	(x)	6.6	2.5	2.6	3.5	4.1	4.3	4.6	4.7
Debt service coverage	(x)	0.0	0.1	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	1.0

Main Assumptions

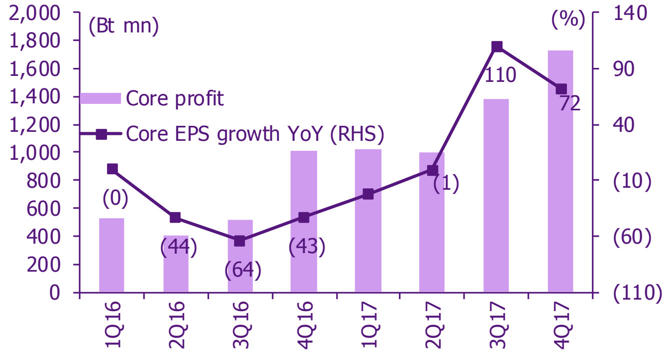
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
SSS growth (MSC)	(%)	(2.9)	(4.0)	(22.6)	(22.0)	(20.0)	(15.2)	9.2	3.8
New stores, all formats (MSC)	(Stores)	(10)	16	20	37	10	38	59	73
Ending stores, all formats (MSC)	(Stores)	724	740	760	797	807	845	904	977
New stores, hypermarket (MSC)	(Stores)	0	1	2	3	0	1	3	5
Ending stores, hypermarket (MSC)	(Stores)	125	126	128	131	131	132	135	140
Gross profit margin (MSC)	(%)	13.2	14.4	17.8	14.1	16.1	15.6	17.7	17.3

Figure 1: BJC's yearly core earnings growth



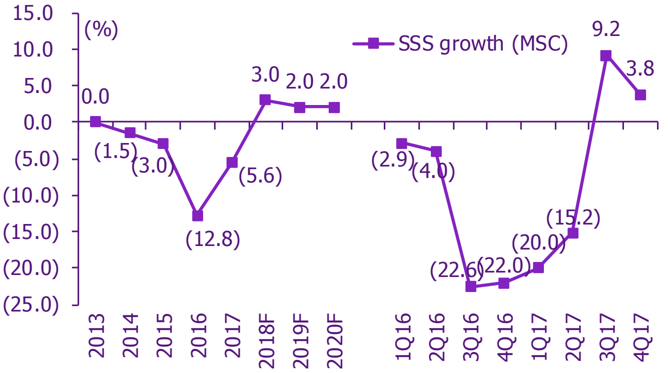
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: BJC's quarterly core earnings growth



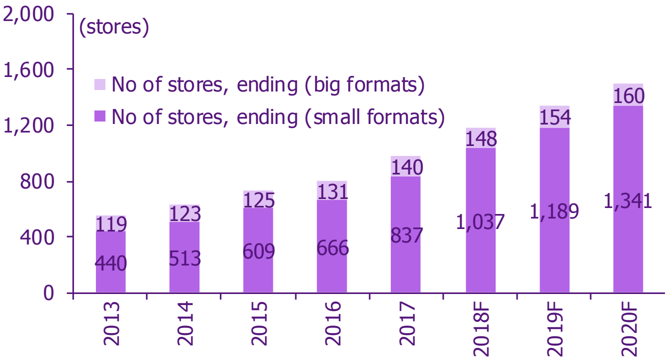
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BJC's SSS growth in MSC unit



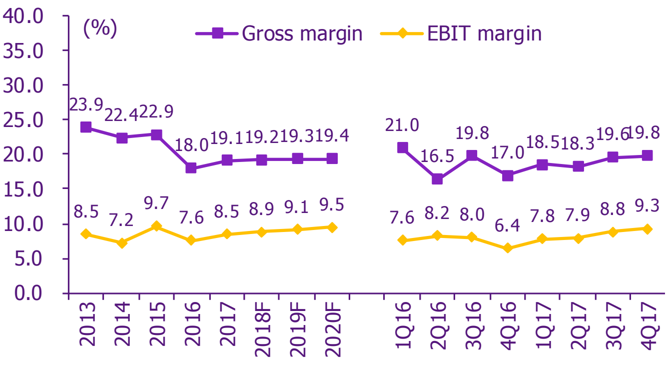
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BJC's store expansion in MSC unit



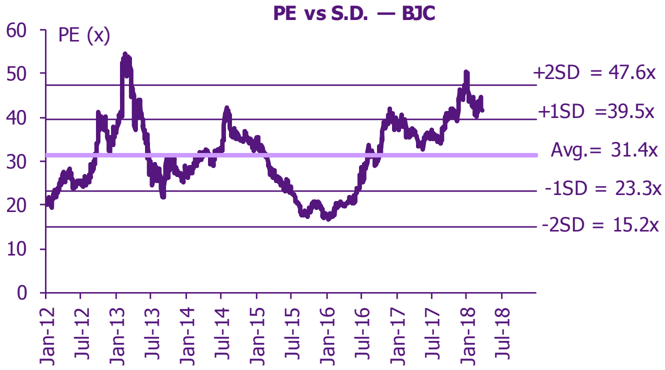
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: BJC's consolidated margin outlook



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: BJC's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

โรงพยาบาลจุฬารัตน์

CHG

บริษัท โรงพยาบาลจุฬารัตน์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	CHG TB
Reuters	CHG.BK

SCBS

ราคาหุ้นมี discount มาก แต่กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

ซื้อ

ในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ทุกตัวภายใต้การวิเคราะห์ของเรา ราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลงแรงที่สุดที่ 28% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา เพราะถูกกดดันจากผลประกอบการปี 60 ที่อ่อนแอ และความกังวลเกี่ยวกับการเปิดโรงพยาบาลของรัฐแห่งใหม่ใกล้กับโรงพยาบาลหลักของบริษัท เรามองว่าราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลงมากเกินไป เนื่องจากผลกระทบจากโรงพยาบาลใหม่มีจำกัด และเราคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น โดยกำไรปกติจะเติบโต 20% ในปี 61 หุ้น CHG ซื้อขายที่อัตราส่วน PEG ปี 61 ระดับ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 32% แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 2.9 บาท/หุ้น, มี upside ที่ 55%

ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป ราคาหุ้น CHG ร่วงลงแรงถึง 28% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา สู่ระดับต่ำที่สุดในรอบ 2 ปี เพราะถูกฉุดรั้งโดยผลประกอบการปี 60 ที่น่าผิดหวัง ซึ่งหลักๆ เกิดจากการดำเนินงานที่อ่อนแอลงของบริการผู้ป่วยประกันสังคม (SC) หุ้น CHG ซื้อขายที่อัตราส่วน PE ต่ออัตราเติบโตของกำไร (PEG) ปี 61 ระดับ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.9 เท่า อยู่ถึง 32% ชี้ให้เห็นว่าตลาดกังวลต่อ CHG มากเกินไป ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับขึ้น โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 20% ในปี 61 (เร่งตัวขึ้นจาก 5% ในปี 60) หลักๆ เกิดจากบริการผู้ป่วยเงินสด (62% ของรายได้ปี 61) ที่แข็งแกร่งมากขึ้น อันเป็นผลมาจากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งมากขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยการเติบโตที่ชะลอตัวในบริการผู้ป่วยประกันสังคม

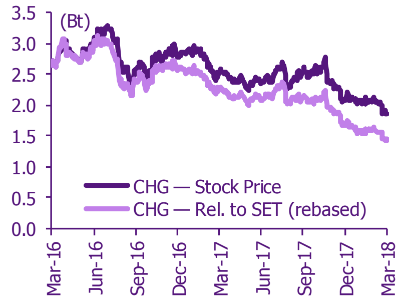
ตลาดกังวลเกี่ยวกับโรงพยาบาลใหม่มากเกินไป ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับการเปิดสถาบันการแพทย์จักรีนฤบดินทร์ (CNMI) โดยโรงพยาบาลรามาธิบดี ในเดือนธ.ค. 60 ว่าอาจจะมีผลกระทบต่อบริการผู้ป่วยเงินสดของ CHG ทั้งนี้ CNMI มีจำนวนเตียง 550 เตียง ทำให้เป็นโรงพยาบาลขนาดใหญ่ที่สุดในสมุทรปราการ และตั้งอยู่ใกล้กับโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 3 และโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 9 ซึ่งเป็นโรงพยาบาลหลักของ CHG จากการสำรวจของของเราพบว่า CNMI ยังไม่ได้ให้บริการอย่างสมบูรณ์ ผู้ป่วยจาก CHG ส่วนหนึ่งอาจจะย้ายไปใช้บริการของ CNMI เนื่องจากเป็นโรงพยาบาลแพทย์ชั้นนำ อย่างไรก็ดี เมื่อพิจารณาจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่อุปทาน (จำนวนเตียง) ตึงตัวแล้ว เราไม่คิดว่าผู้ป่วยจาก CHG จะย้ายไปใช้บริการของ CNMI อย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ ในจำนวน 5 จังหวัดปริมณฑล สมุทรปราการมีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุด แต่มีจำนวนเตียงโรงพยาบาล (โรงพยาบาลรัฐและเอกชน) ต่อประชากร 1,000 คน น้อยเพียง 2.7 เท่า ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 2.5 เท่าเพียงเล็กน้อย แต่คิดเป็นเพียงครึ่งหนึ่งของกรุงเทพฯ ที่ 5.6 เท่า และต่ำกว่าพื้นที่อื่นๆ ที่อยู่ใกล้เคียงกัน (4.7 เท่าในนนทบุรี และ 3.6 เท่าในสมุทรสาคร) เราเชื่อว่าผู้ป่วยที่ใช้บริการของ CNMI ส่วนใหญ่จะมาจากโรงพยาบาลรัฐที่มีผู้ป่วยเข้ารับบริการอย่างแออัด เนื่องจากมีโรงพยาบาลรัฐไม่กี่แห่งในสมุทรปราการ โดยคิดเป็นสัดส่วนเพียง ~40% ของจำนวนเตียงทั้งหมด เทียบกับ ~60% ในกรุงเทพฯ และ ~80% ในประเทศไทย

การขยายกิจการไม่เป็นตัวดึง CHG มีโครงการลงทุนในอนาคต 2 โครงการ: 1) การอัพเกรดโรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเตอร์เนชั่นแนล ในปราจีนบุรี (กลางปี 61) และ 2) โครงการพัฒนาโรงพยาบาลแห่งใหม่ คือ โรงพยาบาลรวมแพทย์ ฉะเชิงเทรา ในจังหวัดฉะเชิงเทรา (ปี 62) เราชอบการลงทุนดังกล่าว เนื่องจากโรงพยาบาลเอกชนคิดเป็นสัดส่วนเพียง 5% ของจำนวนเตียงโรงพยาบาลทั้งหมดในปราจีนบุรี และ 15% ในฉะเชิงเทรา ซึ่งสองจังหวัดนี้เราคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับอานิสงส์จากเศรษฐกิจและกิจกรรมทางธุรกิจในภาคตะวันออกของประเทศไทยที่มีแนวโน้มเติบโตเพิ่มขึ้นจากการดำเนินโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ของรัฐบาล

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	1.87
12-m target price (Bt)	2.90
Upside (Downside) to TP (%)	55.08
Mkt cap (Btbn)	20.57
Mkt cap (US$mn)	659
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.11
Sector % SET	4.23
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	2.8 / 1.8
Avg. daily 6m (US$mn)	3.48
Foreign limit / actual (%)	49 / 5
Free float (%)	40.5
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(8.3)	(15.0)	(27.5)
Relative to SET	(9.0)	(17.8)	(37.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	2.90
12-month dividend	(Bt)	0.05
Capital gain	(%)	55.08
Dividend yield	(%)	2.51
Total return	(%)	57.59

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	3,637	3,876	4,491	5,295	6,103
EBITDA	(Btmn)	909	968	1,192	1,390	1,534
Core profit	(Btmn)	564	592	713	830	981
Reported profit	(Btmn)	564	565	713	830	981
Core EPS	(Bt)	0.051	0.054	0.065	0.075	0.089
DPS	(Bt)	0.036	0.036	0.047	0.045	0.053
P/E, core	(x)	36.5	34.7	28.8	24.8	21.0
EPS growth, core	(%)	4.8	5.0	20.4	16.4	18.1
P/BV, core	(x)	6.6	6.2	5.6	5.0	4.5
ROE	(%)	18.2	17.7	19.5	20.5	21.8
Dividend yield	(%)	1.9	1.9	2.5	2.4	2.9
FCF yield	(%)	(1.6)	1.6	2.0	2.8	4.1
EV/EBIT	(x)	30.1	29.4	23.2	19.7	16.4
EBIT growth, core	(%)	3.7	2.4	26.4	17.3	17.8
EV/CE	(x)	5.8	5.3	4.9	4.6	4.3
ROCE	(%)	15.5	14.2	16.7	18.1	20.6
EV/EBITDA	(x)	23.0	21.6	17.5	15.0	13.3
EBITDA growth	(%)	8.8	6.5	23.2	16.6	10.3

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	Btmn	2,221	2,672	3,155	3,637	3,876	4,491	5,295	6,103
Cost of goods sold	Btmn	1,446	1,756	2,082	2,469	2,633	3,075	3,679	4,227
Gross profit	Btmn	**775**	**916**	**1,073**	**1,168**	**1,243**	**1,416**	**1,616**	**1,877**
SG&A	Btmn	287	359	426	494	551	538	585	663
Other income	Btmn	33	43	24	21	21	22	26	31
Interest expense	Btmn	2	1	1	10	16	19	18	18
Pre-tax profit	Btmn	**519**	**598**	**670**	**686**	**697**	**881**	**1,039**	**1,227**
Corporate tax	Btmn	102	105	118	132	121	131	167	208
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	Btmn	-	(0)	0	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Core profit	Btmn	**414**	**481**	**538**	**564**	**592**	**713**	**830**	**981**
Extra-ordinary items	Btmn	-	-	-	-	(27)	-	-	-
Net Profit	Btmn	**414**	**481**	**538**	**564**	**565**	**713**	**830**	**981**
EBITDA	Btmn	632	735	835	909	968	1,192	1,390	1,534
Core EPS	**Bt**	**0.04**	**0.04**	**0.05**	**0.05**	**0.05**	**0.06**	**0.08**	**0.09**
Net EPS	Bt	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.08	0.09
DPS	Bt	0.01	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.05	0.05

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	Btmn	1,767	1,522	1,353	1,335	1,332	1,346	1,537	1,976
Total fixed assets	Btmn	1,082	1,557	1,987	2,936	3,385	3,694	3,960	4,099
Total assets	Btmn	**2,994**	**3,266**	**3,560**	**4,518**	**4,951**	**5,281**	**5,748**	**6,336**
Total loans	Btmn	0	30	78	794	783	694	694	694
Total current liabilities	Btmn	341	434	540	1,096	1,024	1,317	1,376	1,476
Total long-term liabilities	Btmn	0	0	26	157	403	57	57	57
Total liabilities	Btmn	**356**	**461**	**591**	**1,294**	**1,478**	**1,425**	**1,484**	**1,584**
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	**2,639**	**2,804**	**2,969**	**3,224**	**3,473**	**3,856**	**4,264**	**4,752**
BVPS	**Bt**	**0.26**	**0.25**	**0.27**	**0.28**	**0.30**	**0.33**	**0.37**	**0.41**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	Btmn	414	481	538	564	592	713	830	981
Depreciation and amortization	Btmn	111	136	164	213	255	291	334	289
Operating cash flow	Btmn	309	447	698	705	916	1,016	1,168	1,265
Investing cash flow	Btmn	(1,041)	26	(608)	(1,028)	(594)	(600)	(600)	(427)
Financing cash flow	Btmn	994	(290)	(328)	324	(349)	(439)	(473)	(493)
Net cash flow	**Btmn**	**262**	**183**	**(239)**	**2**	**(27)**	**(22)**	**95**	**345**

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	%	34.9	34.3	34.0	32.1	32.1	31.5	30.5	30.7
Operating margin	%	22.0	20.8	20.5	18.5	17.9	19.6	19.5	19.9
EBITDA margin	%	28.0	27.1	26.3	24.8	24.8	26.4	26.1	25.0
EBIT margin	%	23.5	22.4	21.3	19.1	18.4	20.1	20.0	20.4
Net profit margin	%	18.7	18.0	17.1	15.5	14.6	15.9	15.7	16.1
ROE	%	22.0	17.7	18.7	18.2	17.7	19.5	20.5	21.8
ROA	%	18.2	15.4	15.8	14.0	12.5	13.9	15.1	16.2
Net D/E	x	Net cash	Net cash	Net cash	0.1	0.1	0.1	0.1	Net cash
Interest coverage	x	332.2	628.6	1,031.2	95.4	61.0	62.3	78.9	87.0
Debt service coverage	x	332.2	23.6	15.8	1.4	2.4	1.8	2.1	2.3
Payout Ratio	%	n.a.	68.7	73.6	70.2	56.5	60.0	60.0	60.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	51.0	51.0	51.6	54.9	57.6	61.9	66.3	69.6
Social security service (SC)	(%)	42.0	41.0	36.0	36.2	37.5	33.7	29.8	27.0
Universal coverage (UC)	(%)	7.0	8.0	13.0	9.0	5.0	4.4	3.8	3.4

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	Btmn	886	876	963	912	937	890	1,032	1,016
Cost of goods sold	Btmn	582	620	643	624	625	624	699	686
Gross profit	**Btmn**	**304**	**256**	**320**	**288**	**312**	**266**	**334**	**330**
SG&A	Btmn	114	118	122	140	125	124	129	173
Other income	Btmn	4	6	6	4	4	7	5	4
Interest expense	Btmn	1	1	3	4	4	3	4	5
Pre-tax profit	**Btmn**	**193**	**143**	**201**	**149**	**187**	**146**	**206**	**157**
Corporate tax	Btmn	37	27	40	17	35	27	37	32
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	Btmn	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Core profit	**Btmn**	**157**	**116**	**160**	**131**	**153**	**119**	**168**	**153**
Extra-ordinary items	Btmn	0	0	0	0	0	0	0	(27)
Net Profit	**Btmn**	**157**	**116**	**160**	**131**	**153**	**119**	**168**	**126**
EBITDA	Btmn	241	196	259	213	252	211	276	228
Core EPS	**Bt**	**0.01**	**0.01**	**0.01**	**0.01**	**0.01**	**0.01**	**0.02**	**0.01**
Net EPS	Bt	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.01

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total current assets	Btmn	1,418	1,389	1,421	1,335	1,369	1,416	1,460	1,332
Total fixed assets	Btmn	2,173	2,412	2,778	114	3,028	114	114	114
Total assets	Btmn	**3,877**	**4,095**	**4,478**	**4,518**	**4,641**	**4,786**	**4,937**	**4,951**
Total loans	Btmn	123	369	661	801	681	795	805	852
Total current liabilities	Btmn	645	852	1,133	1,096	983	1,085	1,163	1,024
Total long-term liabilities	Btmn	42	69	91	157	214	239	245	403
Total liabilities	Btmn	**716**	**949**	**1,251**	**1,294**	**1,239**	**1,370**	**1,458**	**1,478**
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	**3,161**	**3,145**	**3,227**	**3,224**	**3,403**	**3,416**	**3,479**	**3,473**
BVPS	**Bt**	**0.28**	**0.28**	**0.28**	**0.28**	**0.30**	**0.30**	**0.30**	**0.30**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Core Profit	Btmn	157	116	160	131	153	119	168	153
Depreciation and amortization	Btmn	46	52	55	60	61	62	66	66
Operating cash flow	Btmn	196	20	287	201	152	168	333	264
Investing cash flow	Btmn	(242)	(273)	(357)	(156)	(102)	(126)	(176)	(190)
Financing cash flow	Btmn	44	114	159	8	(121)	(20)	(123)	(85)
Net cash flow	**Bt**	**(2)**	**(139)**	**89**	**53**	**(72)**	**22**	**33**	**(11)**

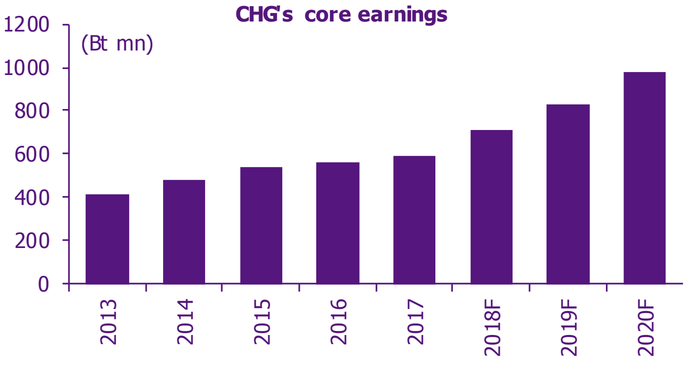
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Gross margin	%	34.3	29.2	33.2	31.6	33.3	29.9	32.3	32.5
Operating margin	%	21.4	15.8	20.6	16.3	20.0	16.0	19.8	15.5
EBITDA margin	%	27.0	22.3	26.7	23.2	26.8	23.5	26.6	21.3
EBIT margin	%	21.9	16.5	21.2	16.8	20.4	16.8	20.3	15.9
Net profit margin	%	17.7	13.2	16.6	14.4	16.3	13.3	16.3	12.4
ROE	%	20.6	17.8	18.7	18.2	18.6	16.6	17.5	17.7
ROA	%	17.2	14.4	14.5	14.0	14.4	12.2	12.5	12.5
Net D/E	x	Net cash	0.1	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Interest coverage	x	412.6	131.7	75.4	53.0	70.7	64.6	62.1	49.7
Debt service coverage	x	11.6	2.6	1.8	1.3	2.1	1.5	1.9	1.9

Key statistics

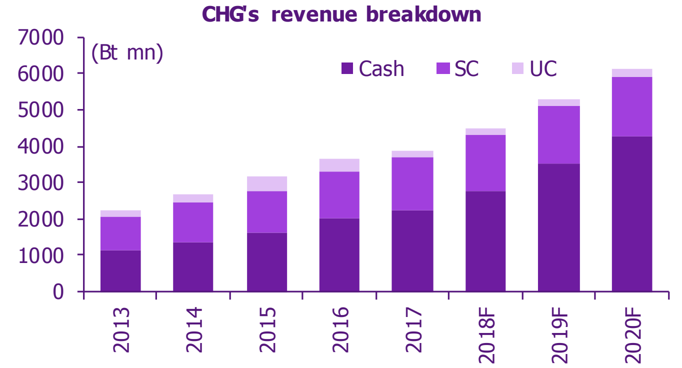
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	48.3	53.1	51.6	53.0	51.8	57.1	57.2	53.3
Social security service (SC)	(%)	37.6	32.2	35.8	34.9	37.9	34.8	37.0	40.9
Universal coverage (UC)	(%)	14.0	14.7	12.7	12.1	10.3	8.1	5.8	5.9

Figure 1: CHG's earnings forecast



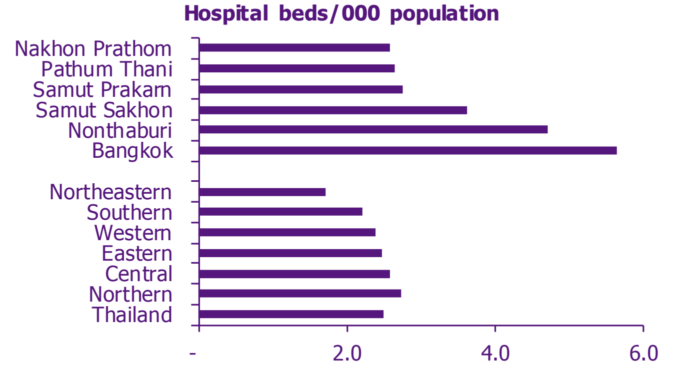
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: CHG revenue breakdown



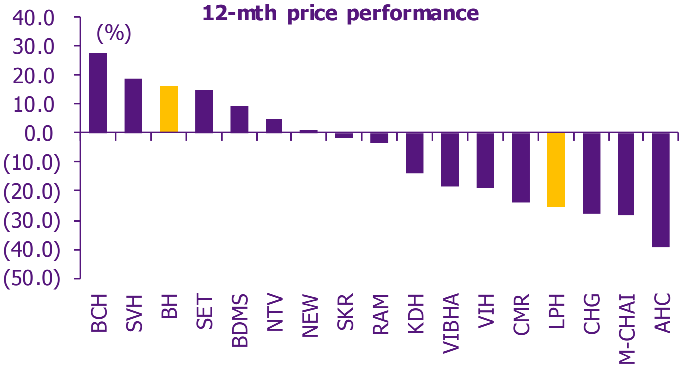
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Hospital supply is low in Samut Prakarn



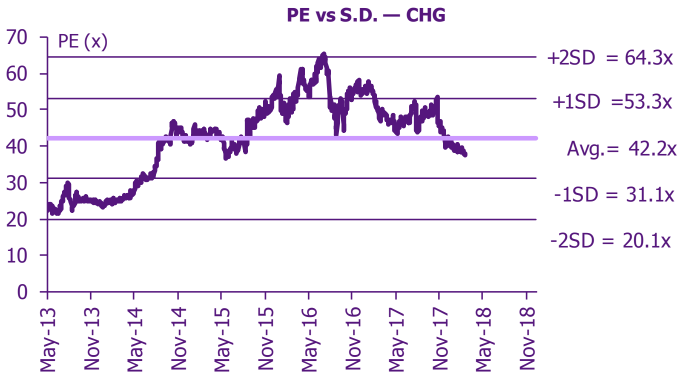
Source: Ministry of Public Health and SCBS Investment Research
Data as of 2014

Figure 4: Over-penalized share price



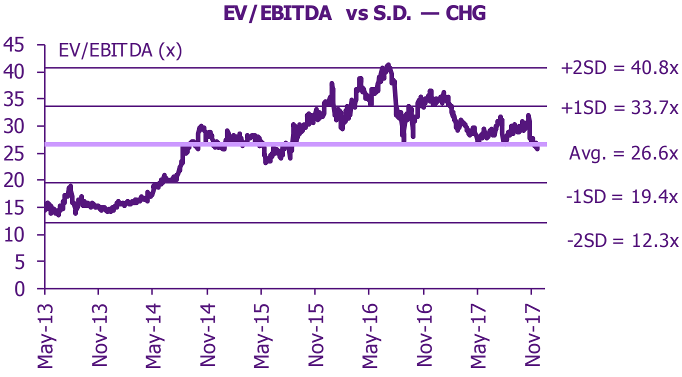
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: CHG PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CHG EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

สยามโกลบอลเฮ้าส์

GLOBAL

บริษัท สยามโกลบอลเฮ้าส์ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	GLOBAL TB
Reuters	GLOBAL.BK

SCBS

กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัว - แต่ราคายัง laggard

ซื้อ

GLOBAL เป็นหุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงเมื่อไม่นานนี้ และ underperform SET อยู่ 15% ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา ปัจจุบันราคาหุ้นซื้อขายอยู่ที่ PE ปี 61 ที่ 32x (PE เฉลี่ย 7 ปี -1 S.D.) และ PEG ปี 61 ที่ระดับ 1.5 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.2 เท่า เราคาดว่ากำไร 1Q61 จะเติบโต: YoY จากแนวโน้มที่ SSS จะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ เพราะความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้นและเก็บเกี่ยวข้าวได้มาก และ QoQ จากปัจจัยฤดูกาล กำไรมีแนวโน้มดีในปี 61 โดยคาดว่าจะเติบโต 22% YoY จากฐานต่ำทั้งอัตราการเติบโตของ SSS (9M60) และอัตรากำไร (2H60) และการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 61 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 21 บาท

SSS จะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในปี 61 หลังจากยอดขายสาขาเดิม (SSS) อ่อนแอที่ -7% YoY ใน 9M60 GLOBAL ก็สามารถกลับมารายงาน SSS ที่มีอัตราเติบโตเป็นบวกได้ที่ 2% YoY ใน 4Q60 ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อที่ดีขึ้นจากการเก็บเกี่ยวข้าวนาปีได้มากและฐานต่ำใน 1Q60 (-7% YoY) ทำให้เราคาดว่า SSS ใน 1Q61 จะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวกลางๆ ทั้งนี้สาขา 60% ของบริษัทตั้งอยู่ในภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงเหนือซึ่งเป็นพื้นที่ปลูกข้าวสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ ความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้นและฐานต่ำ (-5% YoY ในปี 60) ทำให้เราคาดว่า SSS ของ GLOBAL จะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 4.5% YoY ในปี 61 (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพาณิชย์ที่ 3.2% YoY)

ขยายสาขาเชิงรุกอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า GLOBAL จะเปิดสาขาใหม่ 9 สาขาในปี 61 (เท่ากับปี 60) สะท้อนถึงอัตราเติบโต 16% YoY สูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ในแง่ของพื้นที่ร้าน เราคาดว่าบริษัทจะเปิดสาขาใหม่ 8 สาขาในประเทศไทย และสาขาใหม่แห่งแรกในกัมพูชา เมื่อใช้สมมติฐานว่าการดำเนินงานในกัมพูชาเหมือนกับประเทศไทย สาขาแห่งนี้จะสามารถทำกำไรได้ภายในปีแรกของการดำเนินงาน

อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นในปี 61 ในปี 60 อัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 20.6% เพราะอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้น (+1.0%) ใน 1H60 จากการมีสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์ private-brand ซึ่งให้อัตรากำไรสูง เพิ่มมากขึ้น ถูกหักล้างโดยอัตรากำไรขั้นต้นที่หดตัวลง (-1.0% YoY) ใน 2H60 จากการจัดโปรโมชั่นราคาใน 3Q60 และการเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนยอดขายมามียอดขายผลิตภัณฑ์วัสดุก่อสร้างที่ให้อัตรากำไรต่ำเพิ่มมากขึ้นใน 4Q60

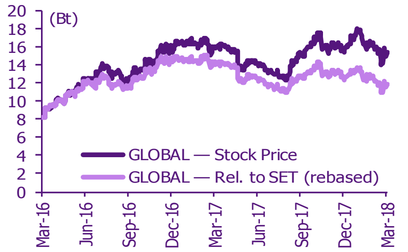
สำหรับปี 61 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้น 0.1% YoY สู่ 20.7% ในขณะที่เราคาดการณ์ถึงผลกระทบต่ออัตรากำไรจากการมีสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์วัสดุก่อสร้างที่ให้อัตรากำไรต่ำเพิ่มมากขึ้นตอนต้นปี 61 แต่อัตรากำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H61 จากฐานต่ำใน 2H60 และสัดส่วนยอดขายสินค้า private-brand ที่ให้อัตรากำไรสูงต่อยอดขายทั้งหมด (13% ของยอดขายในปัจจุบัน) ที่เพิ่มขึ้น อันเป็นผลมาจากการมีพนักงานขายตรงเพิ่มมากขึ้น, ผลิตภัณฑ์ใหม่มากขึ้น, และการสนับสนุนที่ดีขึ้นจากศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ที่เปิดตั้งแต่ 2Q60 รวมถึงการประหยัดต่อขนาดมากขึ้นช่วยทำให้บริษัทมีอำนาจต่อรองกับซัพพลายเออร์เพิ่มมากขึ้น

EBIT margin จะเพิ่มขึ้นในปี 61 เราคาดว่า EBIT margin จะเพิ่มขึ้น 0.3% YoY สู่ 10.6% ในปี 61 โดยจะได้รับการสนับสนุนจาก: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้น; 2) การควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายได้ดีขึ้น; 3) รายได้อื่นที่เพิ่มขึ้น เพราะได้รับการสนับสนุนจากซัพพลายเออร์ในการใช้ศูนย์กระจายสินค้าแห่งใหม่ของบริษัทมากขึ้น

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	15.60
12-m target price (Bt)	21.00
Upside (Downside) to TP (%)	34.62
Mkt cap (Btbn)	59.93
Mkt cap (US$mn)	1,919
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.33
Sector % SET	10.26
Shares issued (mn)	3,841
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	18.2 / 12.3
Avg. daily 6m (US$mn)	3.47
Foreign limit / actual (%)	49 / 1.81
Free float (%)	32.0
Dividend policy (%)	≥ 30

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(1.5)	(0.9)	(1.5)
Relative to SET	(2.2)	(4.2)	(14.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	21.00
12-month dividend	(Bt)	0.17
Capital gain	(%)	34.62
Dividend yield	(%)	1.10
Total return	(%)	35.71

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	18,857	20,831	24,552	27,930	31,230
EBITDA	(Btmn)	2,822	2,895	3,374	3,925	4,490
Core profit	(Btmn)	1,667	1,609	1,955	2,371	2,820
Reported profit	(Btmn)	1,676	1,609	1,955	2,371	2,820
Core EPS	(Bt)	0.42	0.40	0.49	0.59	0.70
DPS	(Bt)	0.17	0.18	0.17	0.18	0.21
P/E, core	(x)	37.4	38.8	31.9	26.3	22.1
EPS growth, core	(%)	91.9	(3.5)	21.6	21.2	18.9
P/BV, core	(x)	5.1	4.7	4.3	3.8	3.4
ROE	(%)	12.2	12.5	14.0	15.3	16.2
Dividend yield	(%)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4
FCF yield	(x)	(4.6)	(4.5)	0.7	1.9	3.2
EV/EBIT	(x)	31.3	34.4	28.6	23.8	19.9
EBIT growth, core	(%)	82.3	(4.3)	20.9	19.4	17.1
EV/CE	(x)	3.5	3.0	2.8	2.7	2.5
ROCE	(%)	6.6	4.7	5.4	6.3	7.3
EV/EBITDA	(x)	24.8	25.5	21.9	18.7	16.1
EBITDA growth	(%)	44.7	2.6	16.5	16.4	14.4

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสสรา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	14,302	15,561	16,864	18,857	20,831	24,552	27,930	31,230
Cost of goods sold	(Btmn)	(12,113)	(13,205)	(14,019)	(14,980)	(16,544)	(19,475)	(22,098)	(24,646)
Gross profit	**(Btmn)**	**2,189**	**2,356**	**2,845**	**3,877**	**4,287**	**5,077**	**5,832**	**6,583**
SG&A	(Btmn)	(1,388)	(1,842)	(2,125)	(2,223)	(2,865)	(3,319)	(3,684)	(4,035)
Other income	(Btmn)	434	494	509	586	722	832	947	1,074
Interest expense	(Btmn)	(71)	(133)	(144)	(169)	(184)	(204)	(197)	(176)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**1,164**	**875**	**1,084**	**2,071**	**1,959**	**2,387**	**2,897**	**3,447**
Corporate tax	(Btmn)	(222)	(176)	(219)	(409)	(361)	(439)	(533)	(634)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	3	6	4	6	7	7
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	6	2	0	0
Core profit	**(Btmn)**	**942**	**699**	**868**	**1,667**	**1,609**	**1,955**	**2,371**	**2,820**
Extra-ordinary items	(Btmn)	(57)	2	12	9	0	0	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**885**	**702**	**881**	**1,676**	**1,609**	**1,955**	**2,371**	**2,820**
EBITDA	(Btmn)	1,619	1,691	1,950	2,822	2,895	3,374	3,925	4,490
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.24**	**0.17**	**0.22**	**0.42**	**0.40**	**0.49**	**0.59**	**0.70**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.22	0.18	0.22	0.42	0.40	0.49	0.59	0.70
DPS (Bt)	(Bt)	0.01	0.01	0.04	0.17	0.18	0.17	0.18	0.21

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	7,420	7,918	8,799	11,564	14,326	15,016	15,804	16,326
Total fixed assets	(Btmn)	8,627	13,256	14,238	11,503	13,903	15,121	16,039	16,921
Total assets	**(Btmn)**	**16,046**	**21,174**	**23,037**	**23,067**	**28,230**	**30,137**	**31,843**	**33,248**
Total loans	(Btmn)	3,466	4,219	4,724	7,819	11,633	11,728	11,237	10,037
Total current liabilities	(Btmn)	5,370	2,974	4,037	10,649	13,637	12,151	12,154	11,434
Total long-term liabilities	(Btmn)	376	4,117	4,081	73	1,213	3,359	3,376	3,393
Total liabilities	**(Btmn)**	**5,746**	**7,091**	**8,119**	**10,722**	**14,849**	**15,511**	**15,530**	**14,826**
Paid-up capital	(Btmn)	2,613	3,049	3,484	3,658	3,841	3,841	3,841	3,841
Total equity	**(Btmn)**	**10,301**	**14,083**	**14,918**	**12,346**	**13,380**	**14,626**	**16,313**	**18,421**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**2.58**	**3.52**	**3.73**	**3.09**	**3.34**	**3.66**	**4.08**	**4.60**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	942	699	868	1,667	1,609	1,955	2,371	2,820
Depreciation and amortization	(Btmn)	384	683	721	582	752	783	831	868
Operating cash flow	(Btmn)	(1,025)	937	1,545	(381)	140	2,426	2,918	3,724
Investing cash flow	(Btmn)	(2,488)	(1,429)	(1,850)	(2,517)	(2,956)	(2,000)	(1,750)	(1,750)
Financing cash flow	(Btmn)	3,558	613	320	2,769	2,996	(614)	(1,175)	(1,911)
Net cash flow	**(Btmn)**	**45**	**120**	**15**	**(128)**	**180**	**(188)**	**(8)**	**63**

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	15.3	15.1	16.9	20.6	20.6	20.7	20.9	21.1
Operating margin	(%)	5.6	3.3	4.3	8.8	6.8	7.2	7.7	8.2
EBITDA margin	(%)	11.3	10.9	11.6	15.0	13.9	13.7	14.1	14.4
EBIT margin	(%)	8.6	6.5	7.3	11.9	10.3	10.6	11.1	11.6
Net profit margin	(%)	6.2	4.5	5.2	8.9	7.7	8.0	8.5	9.0
ROE	(%)	9.8	5.7	6.0	12.2	12.5	14.0	15.3	16.2
ROA	(%)	6.7	3.8	3.9	7.2	6.3	6.7	7.7	8.7
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.3	0.6	0.8	0.8	0.7	0.5
Interest coverage	(x)	22.8	12.7	13.5	16.7	15.7	16.5	20.0	25.6
Debt service coverage	(x)	0.5	1.3	1.0	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
Payout Ratio	(%)	5.4	6.9	18.0	36.1	44.1	35.0	30.0	30.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
SSS growth	(%)	1.5	(6.1)	(0.8)	(0.1)	(5.0)	4.5	3.0	3.0
No of new stores	(stores)	7	5	6	8	9	9	7	7
No of stores, ending	(stores)	27	32	38	46	55	64	71	78
Portion of private brand/sales	(%)	9.3	10.0	12.4	12.9	13.0	14.0	15.0	16.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	(Btmn)	5,155	4,787	4,362	4,554	5,377	5,174	4,906	5,374
Cost of goods sold	(Btmn)	(4,147)	(3,794)	(3,461)	(3,579)	(4,245)	(4,077)	(3,916)	(4,305)
Gross profit	**(Btmn)**	**1,008**	**993**	**901**	**975**	**1,132**	**1,096**	**989**	**1,069**
SG&A	(Btmn)	(525)	(536)	(573)	(590)	(657)	(704)	(717)	(788)
Other income	(Btmn)	173	151	131	130	176	183	176	187
Interest expense	(Btmn)	(37)	(39)	(44)	(49)	(48)	(39)	(45)	(52)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**619**	**570**	**416**	**466**	**602**	**537**	**404**	**417**
Corporate tax	(Btmn)	(124)	(111)	(81)	(93)	(119)	(106)	(64)	(72)
Equity a/c profits	(Btmn)	3	7	(5)	1	1	2	(1)	2
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	5	2
Core profit	**(Btmn)**	**498**	**465**	**330**	**374**	**484**	**432**	**343**	**349**
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	(3)	0	12	0	0	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**498**	**462**	**330**	**386**	**484**	**432**	**343**	**349**
EBITDA	(Btmn)	789	743	613	678	818	759	638	681
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.12**	**0.12**	**0.08**	**0.09**	**0.12**	**0.11**	**0.09**	**0.09**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.12	0.12	0.08	0.10	0.12	0.11	0.09	0.09

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total current assets	(Btmn)	9,096	9,912	10,338	11,564	12,235	11,941	12,955	14,326
Total fixed assets	(Btmn)	14,678	15,108	15,712	11,503	11,762	12,149	13,086	13,903
Total assets	**(Btmn)**	**23,775**	**25,020**	**26,051**	**23,067**	**23,997**	**24,090**	**26,040**	**28,230**
Total loans	(Btmn)	4,775	5,524	3,333	7,819	7,782	8,772	9,650	11,633
Total current liabilities	(Btmn)	4,332	8,325	9,083	10,649	11,084	10,042	12,056	13,637
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,074	1,068	1,056	73	84	1,377	952	1,213
Total liabilities	**(Btmn)**	**8,405**	**9,393**	**10,139**	**10,722**	**11,168**	**11,419**	**13,008**	**14,849**
Paid-up capital	(Btmn)	3,484	3,658	3,658	3,658	3,658	3,841	3,841	3,841
Total equity	**(Btmn)**	**15,369**	**15,627**	**15,911**	**12,346**	**12,830**	**12,671**	**13,032**	**13,380**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**3.84**	**3.91**	**3.98**	**3.09**	**3.21**	**3.17**	**3.26**	**3.34**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Core Profit	(Btmn)	498	462	330	386	484	432	343	349
Depreciation and amortization	(Btmn)	133	134	153	162	167	183	190	212
Operating cash flow	(Btmn)	640	(140)	(238)	(643)	779	377	(33)	(982)
Investing cash flow	(Btmn)	(470)	(577)	(669)	(801)	(521)	(592)	(795)	(1,047)
Financing cash flow	(Btmn)	(14)	585	731	1,468	(120)	353	832	1,931
Net cash flow	**(Btmn)**	**156**	**(132)**	**(176)**	**23**	**138**	**137**	**3**	**(98)**

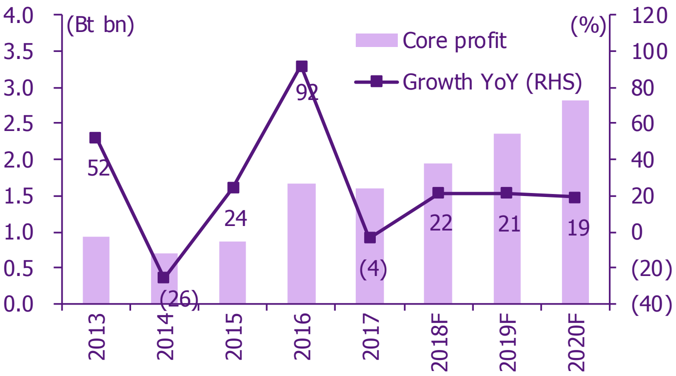
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Gross margin	(%)	19.5	20.7	20.7	21.4	21.0	21.2	20.2	19.9
Operating margin	(%)	9.4	9.5	7.5	8.5	8.8	7.6	5.6	5.2
EBITDA margin	(%)	15.3	15.5	14.0	14.9	15.2	14.7	13.0	12.7
EBIT margin	(%)	12.7	12.7	10.5	11.3	12.1	11.1	9.1	8.7
Net profit margin	(%)	9.7	9.6	7.6	8.5	9.0	8.4	7.0	6.5
ROE	(%)	13.2	12.0	8.4	10.6	15.4	13.6	10.7	10.6
ROA	(%)	8.5	7.6	5.2	6.1	8.2	7.2	5.5	5.1
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
Interest coverage	(x)	21.3	19.1	14.0	13.7	16.9	19.3	14.2	13.2
Debt service coverage	(x)	1.7	1.5	0.4	0.8	0.4	0.4	0.3	0.3

Main Assumptions

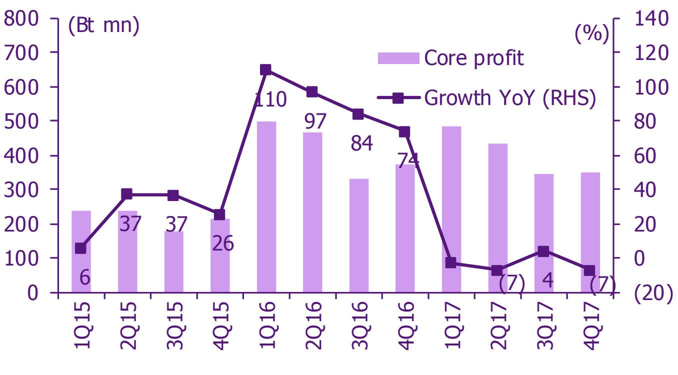
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
SSS growth	(%)	2.5	(1.2)	0.6	(2.4)	(7.0)	(9.8)	(5.0)	2.0
No of new stores	(stores)	0	2	3	3	4	1	1	3
No of stores, ending	(stores)	38	40	43	46	50	51	52	55

Figure 1: GLOBAL's yearly core earnings growth



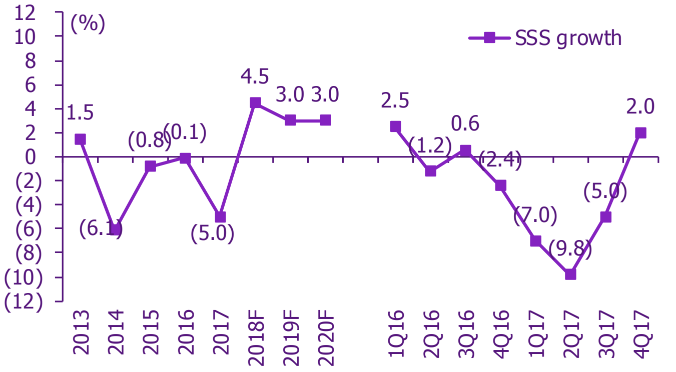
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: GLOBAL's quarterly core earnings growth



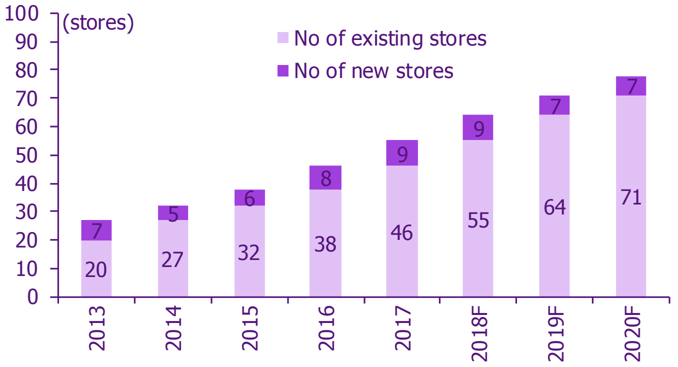
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: GLOBAL's SSS growth



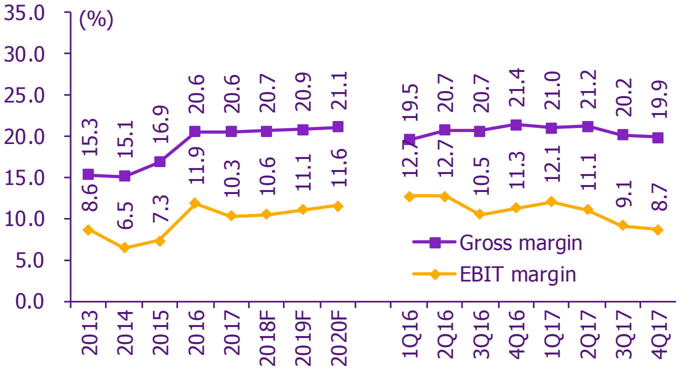
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: GLOBAL's store expansion



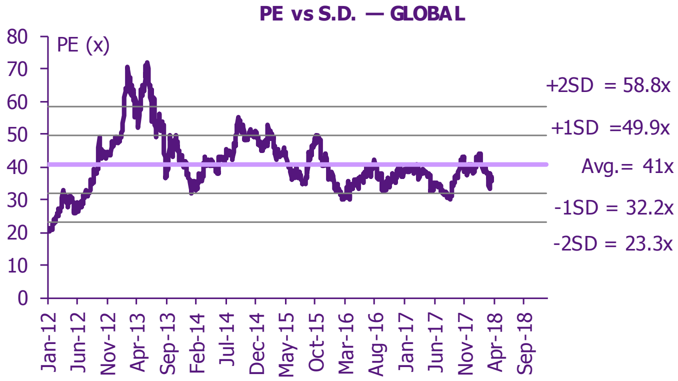
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: GLOBAL's margin outlook



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: GLOBAL's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

KTB

ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน)	Bloomberg	KTB TB
	Reuters	KTB.BK

SCBS

พร้อมขยายสินเชื่อเพิ่ม

ซื้อ

หลังจากปรับปรุงนโยบายการให้สินเชื้อ ตอนนี้ KTB ก็พร้อมแล้วที่จะเร่งขยายสินเชื่อภาคเอกชน เพิ่มเติมจากสินเชื่อภาครัฐที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง เนื่องจาก KTB เป็นธนาคารที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น เราคาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่มี NIM ปรับตัวดีขึ้นมากที่สุดในปีนี้ และยังมี upside จากการกลับรายการตั้งสำรองสำหรับสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ AQ ด้วย KTB เป็นหุ้น laggard play เนื่องจากซื้อขายที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตและค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารอยู่ 1SD

เติบโตไปพร้อมกับการลงทุนภาครัฐบวกกับการยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้นจาก 2% ในปี 60 สู่ 8% ในปี 61 โดยแบ่งเป็นสินเชื่อภาครัฐเติบโต 20% (+59% ในปี 60), สินเชื่อ SME เติบโต 9% (-6% ในปี 60), สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่เติบโต 7% (-1% ในปี 60) และสินเชื่อรายย่อยเติบโต 6% (+1% ในปี 60) ในฐานะที่ KTB เป็นธนาคารที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น (SCB EIC คาดเติบโต +8.7% ในปี 61) สินเชื่อภาครัฐน่าจะยังคงขยายตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 61 ทั้งนี้หลังจากชะลอการขยายสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนเพื่อปรับปรุงพอร์ตสินเชื่อของธนาคารให้มีสัดส่วนสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่กลุ่มธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง (กลุ่มโรงสี) ลดลง และปรับปรุงโมเดลวัดความเสี่ยงในปีที่ผ่านมา KTB ก็พร้อมแล้วที่จะรับความเสี่ยงสูงขึ้นจากการปล่อยสินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อย

NIM จะเพิ่มขึ้นมากที่สุด เราคาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่มี NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุดที่ +0.05% ในปี 61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้น 0.03% จากการปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคเอกชนมากขึ้น, 2) อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากและเงินกู้ยืมที่เพิ่มขึ้นจาก 89% ณ สิ้นปี 60 สู่ 92% ณ สิ้นปี 61 และ 3) ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง 0.03% เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลงอีกในปี 61 เพราะเงินฝากประจำต้นทุนสูงจะครบกำหนดมากขึ้น แม้ KTB มีสัดส่วนเงินฝากกระแสรายวันและออมทรัพย์เพิ่มขึ้นจาก 66% ณ สิ้นปี 59 สู่ 69% ณ สิ้นปี 60 ซึ่งสูงกว่า SCB (65%) และ BBL (51%) แต่ต้นทุนเงินฝากใน 4Q60 ของ KTB สูงกว่า SCB และ BBL อยู่ 0.11% และ 0.03% ตามลำดับ ชี้ให้เห็นว่า KTB มีโอกาสมากที่สุดในกลุ่มธนาคารขนาดใหญ่ที่จะลดต้นทุนทางการเงินลงอีก

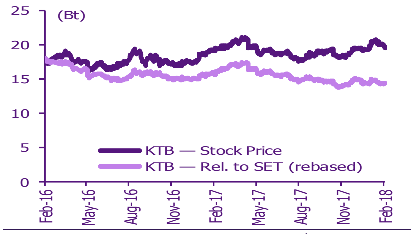
NPL จะไหลเข้าน้อยลง และมี upside จาก AQ อัตราการก่อตัวของ NPL ลดลงจาก 1.5% ใน 3Q60 สู่ 1.3% ใน 4Q60 หลักๆ เกิดจากกลุ่มข้าวและมันสำปะหลัง KTB ได้ทำการจัดชั้นสินเชื่อส่วนใหญ่ที่ปล่อยให้กับกลุ่มโรงสีเป็น "สินเชื่อที่มีสัญญาณบ่งชี้ว่าอาจเสื่อมคุณภาพลง" เรียบร้อยแล้ว และพยายามที่จะลดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อให้แก่กลุ่มโรงสีลง เราเล็งเห็นแนวโน้ม upside ในปี 61 จากการขายที่ดินบนถนนบางนา-ตราด จำนวน 4,300 ไร่ ซึ่งเป็นหลักประกันสำหรับ NPL 8 พันลบ. ของ AQ ทั้งนี้ KTB ได้ตั้งสำรองเผื่อสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ AQ เต็มจำนวนแล้ว และตัดจำหน่ายหนี้สูญไปแล้ว 4 พันลบ. เรายังไม่ได้รวมเอาการกลับรายการตั้งสำรองเผื่อสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ AQ เข้ามาไว้ในประมาณการของเราที่คาดว่า KTB จะตั้งสำรองในระดับทรงตัวในปี 61 เพื่อเตรียมพร้อมรับเกณฑ์ IFRS9

Top Buy เพราะเป็นหุ้น laggard play เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" KTB และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 24 บาท (1.1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 61) เนื่องจาก KTB มี valuation น่าสนใจที่สุดที่ PBV 0.9 เท่าในปี 61 ซึ่งต่ำกว่า PBV เฉลี่ยในปี 46-60 อยู่ 1SD เราคาดว่ากำไรจะเติบโตดีที่ 21% ในปี 61 หลังจากลดลง 31% ในปี 60 เนื่องจาก KTB จะเร่งขยายสินเชื่อเพิ่ม และ NIM จะเพิ่มขึ้น

Stock data

Last close (Feb 9) (Bt)	19.60
12-m target price (Bt)	24.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.45
Mkt cap (Btbn)	273.93
Mkt cap (US$mn)	8,593
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.53
Sector % SET	13.64
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	21.1 / 17.5
Avg. daily 6m (US$mn)	22.51
Foreign limit / actual (%)	25 / 14
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0	3.2	(3.9)
Relative to SET	(0.7)	(0.2)	(16.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	24.00
12-month dividend	(Bt)	0.74
Capital gain	(%)	22.45
Dividend yield	(%)	3.78
Total return	(%)	26.23

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	65,733	67,274	72,105	76,445	81,034
Net profit	(Bt mn)	32,304	22,440	27,258	32,908	37,541
PPP/Sh	(Bt)	4.70	4.81	5.16	5.47	5.80
EPS	(Bt)	2.31	1.60	1.95	2.35	2.69
BVPS	(Bt)	19.59	20.59	21.93	23.54	25.33
DPS	(Bt)	0.86	0.61	0.74	0.89	1.02
P/PPP	(x)	4.17	4.07	3.80	3.58	3.38
PPP growth	(%)	11.35	2.34	7.18	6.02	6.00
P/E	(x)	8.48	12.21	10.05	8.33	7.30
EPS growth	(%)	13.37	(30.53)	21.47	20.73	14.08
P/BV	(x)	1.00	0.95	0.89	0.83	0.77
ROE	(%)	12.43	7.99	9.17	10.35	10.99
Dividend yield	(%)	4.39	3.11	3.78	4.56	5.21

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Interest & dividend income	(Btmn)	111,403	128,230	132,525	129,230	122,507	129,833	139,688	150,125
Interest expense	(Btmn)	46,921	51,072	51,657	42,264	36,729	37,691	41,231	45,282
Net interest income	(Btmn)	**64,481**	**77,158**	**80,868**	**86,966**	**85,778**	**92,142**	**98,457**	**104,843**
Non-interest income	(Btmn)	26,611	27,960	32,701	34,619	35,095	36,803	38,597	40,480
Non-interest expenses	(Btmn)	40,313	48,145	50,920	50,631	49,396	50,727	52,854	55,125
Pre-provision profit	(Btmn)	50,779	56,973	62,650	70,953	71,477	78,218	84,200	90,198
Provision	(Btmn)	12,311	18,643	30,542	33,429	44,833	44,847	43,537	43,494
Pre-tax profit	(Btmn)	38,468	38,330	32,108	37,524	26,643	33,371	40,663	46,704
Tax	(Btmn)	7,778	7,184	5,605	7,063	4,797	6,507	7,929	9,107
Equities & minority interest	(Btmn)	(3,238)	(2,045)	(1,990)	(1,843)	(594)	(394)	(175)	56
Core net profit	(Btmn)	**33,929**	**33,191**	**28,494**	**32,304**	**22,440**	**27,258**	**32,908**	**37,541**
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	**33,929**	**33,191**	**28,494**	**32,304**	**22,440**	**27,258**	**32,908**	**37,541**
EPS	(Bt)	2.43	2.37	2.04	2.31	1.60	1.95	2.35	2.69
DPS	(Bt)	0.88	0.90	0.76	0.86	0.61	0.74	0.89	1.02

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Cash	(Btmn)	50,690	74,770	71,470	72,106	73,573	74,399	74,786	76,597
Interbank assets	(Btmn)	448,572	456,721	397,358	431,638	559,827	531,836	531,836	531,836
Investments	(Btmn)	241,783	258,495	261,732	242,265	228,246	228,246	228,246	228,246
Gross loans	(Btmn)	**1,711,090**	**1,952,996**	**2,027,440**	**1,904,089**	**1,938,082**	**2,093,128**	**2,260,578**	**2,441,425**
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,647	5,601	5,901	5,271	5,212	5,212	5,212	5,212
Loan loss reserve	(Btmn)	61,807	76,021	85,957	110,781	125,381	140,228	158,765	182,259
Net loans	(Btmn)	**1,653,931**	**1,882,576**	**1,947,385**	**1,798,578**	**1,817,912**	**1,958,112**	**2,107,025**	**2,264,377**
Total assets	(Btmn)	**2,514,771**	**2,789,143**	**2,815,330**	**2,689,446**	**2,864,373**	**2,979,673**	**3,131,296**	**3,292,840**
Deposits	(Btmn)	1,883,781	2,151,268	2,135,499	1,972,404	2,070,875	2,165,099	2,291,541	2,425,138
Interbank liabilities	(Btmn)	200,989	162,015	194,243	203,166	228,691	228,691	228,691	228,691
Borrowings	(Btmn)	133,001	146,171	116,240	120,691	110,626	110,626	110,626	110,626
Total liabilities	(Btmn)	**2,308,680**	**2,553,276**	**2,565,032**	**2,410,299**	**2,570,149**	**2,664,374**	**2,790,816**	**2,924,412**
Minority interest	(Btmn)	0	3,724	4,415	5,218	6,358	8,702	11,332	14,244
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	**206,090**	**232,142**	**245,883**	**273,929**	**287,867**	**306,597**	**329,148**	**354,184**
BVPS	(Bt)	**14.74**	**16.60**	**17.59**	**19.59**	**20.59**	**21.93**	**23.54**	**25.33**

Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Growth									
YoY loan growth	(%)	11.83	14.14	3.81	(6.08)	1.79	8.00	8.00	8.00
YoY non-NII growth	(%)	20.98	5.07	16.96	5.86	1.37	4.87	4.87	4.88
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.88	5.05	4.93	4.88	4.55	4.56	4.66	4.74
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.22	2.18	2.11	1.78	1.56	1.53	1.61	1.68
Spread	(%)	2.66	2.86	2.82	3.09	2.99	3.02	3.06	3.06
Net interest margin	(%)	2.83	3.04	3.01	3.28	3.19	3.24	3.29	3.31
ROE	(%)	17.45	15.15	11.92	12.43	7.99	9.17	10.35	10.99
ROA	(%)	1.42	1.25	1.02	1.17	0.81	0.93	1.08	1.17
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	3.29	2.94	3.76	4.77	5.30	5.16	5.01	4.87
LLR/NPLs	(%)	109.47	132.24	112.55	121.57	121.71	129.89	140.26	153.36
Provision expense/Total loans	(%)	0.72	0.95	1.51	1.76	2.31	2.14	1.93	1.78
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.84	85.01	90.04	90.97	88.84	91.98	94.11	96.28
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	44.26	45.80	44.84	41.64	40.87	39.34	38.56	37.93
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	14.78	14.47	14.84	16.61	17.20	17.50	17.30	17.20
Tier-1	(%)	10.17	10.64	11.17	12.81	13.48	14.00	14.03	14.14
Tier-2	(%)	4.61	3.83	3.68	3.80	3.72	3.49	3.27	3.07

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Interest & dividend income	(Btmn)	32,666	32,920	31,996	31,648	31,157	30,698	30,370	30,283
Interest expense	(Btmn)	11,325	10,743	10,401	9,795	9,337	9,093	9,112	9,187
Net interest income	(Btmn)	**21,341**	**22,177**	**21,595**	**21,853**	**21,820**	**21,604**	**21,259**	**21,095**
Non-interest income	(Btmn)	8,823	7,985	9,198	8,612	8,439	7,718	8,424	10,514
Non-interest expenses	(Btmn)	12,464	11,998	13,137	13,033	12,601	11,687	12,475	12,634
Earnings before tax & provision	(Btmn)	17,700	18,165	17,656	17,432	17,658	17,636	17,208	18,975
Provision	(Btmn)	8,623	7,741	7,636	9,429	7,460	13,878	9,918	13,577
Pre-tax profit	(Btmn)	9,077	10,424	10,020	8,003	10,198	3,758	7,290	5,397
Tax	(Btmn)	1,775	1,995	1,818	1,475	2,041	713	1,440	603
Equities & minority interest	(Btmn)	(238)	(250)	(421)	(934)	(375)	(177)	(22)	(21)
Core net profit	(Btmn)	7,540	8,679	8,622	7,463	8,532	3,222	5,872	4,815
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	7,540	8,679	8,622	7,463	8,532	3,222	5,872	4,815
EPS	(Bt)	0.54	0.62	0.62	0.53	0.61	0.23	0.42	0.34

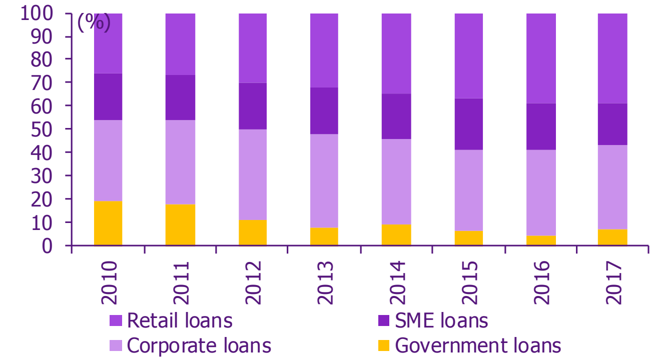
Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Cash	(Btmn)	59,966	69,629	63,839	72,106	69,570	67,239	64,167	73,573
Interbank assets	(Btmn)	496,110	494,821	446,999	431,638	426,887	426,469	466,503	559,827
Investments	(Btmn)	245,571	243,048	239,967	242,265	259,809	221,676	225,550	228,246
Gross loans	(Btmn)	**1,990,409**	**1,973,367**	**1,906,053**	**1,904,089**	**1,913,287**	**1,918,010**	**1,875,807**	**1,938,082**
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,220	3,185	3,378	5,271	3,554	3,159	5,020	5,212
Loan loss reserve	(Btmn)	93,118	98,672	103,908	110,781	112,541	111,466	119,649	125,381
Net loans	(Btmn)	**1,901,512**	**1,877,879**	**1,805,523**	**1,798,578**	**1,804,299**	**1,809,703**	**1,761,178**	**1,817,912**
Total assets	(Btmn)	**2,850,285**	**2,830,848**	**2,689,178**	**2,689,446**	**2,696,367**	**2,672,038**	**2,668,061**	**2,864,373**
Deposits	(Btmn)	2,092,754	2,081,903	1,973,357	1,972,404	1,991,444	1,962,422	1,950,086	2,070,875
Interbank liabilities	(Btmn)	224,671	228,472	209,716	203,166	190,367	186,650	184,108	228,691
Borrowings	(Btmn)	117,843	120,049	118,926	120,691	113,746	116,807	116,261	110,626
Total liabilities	(Btmn)	**2,582,711**	**2,564,957**	**2,413,012**	**2,410,299**	**2,408,139**	**2,392,324**	**2,378,397**	**2,570,149**
Minority interest	(Btmn)	4,312	4,605	4,928	5,218	5,588	5,464	5,892	6,358
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	**263,262**	**261,286**	**271,238**	**273,929**	**282,640**	**274,250**	**283,773**	**287,867**
BVPS	(Bt)	**18.83**	**18.69**	**19.40**	**19.59**	**20.22**	**19.62**	**20.30**	**20.59**

Financial Ratios

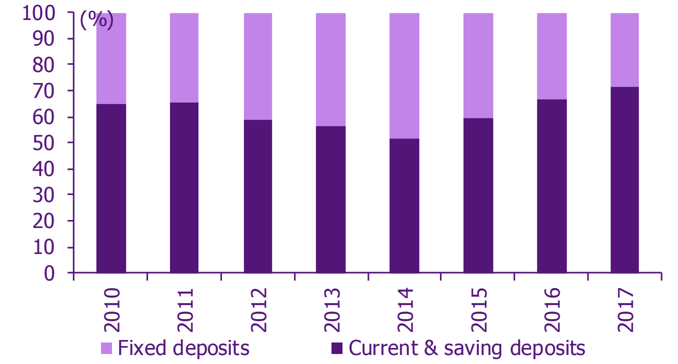
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Growth									
YoY loan growth	(%)	1.86	(0.35)	(3.93)	(6.08)	(3.87)	(2.81)	(1.59)	1.79
YoY non-NII growth	(%)	29.08	2.61	(3.49)	0.69	(4.35)	(3.35)	(8.42)	22.08
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.78	4.77	4.77	4.85	4.78	4.72	4.69	4.50
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.86	1.77	1.76	1.70	1.63	1.59	1.61	1.58
Spread	(%)	2.92	3.01	3.01	3.15	3.15	3.12	3.07	2.93
Net interest margin	(%)	3.12	3.22	3.22	3.35	3.35	3.32	3.28	3.14
ROE	(%)	11.85	13.24	12.95	10.95	12.26	4.63	8.42	6.74
ROA	(%)	1.06	1.23	1.28	1.11	1.27	0.48	0.88	0.67
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	4.52	4.77	5.16	4.79	5.25	5.17	5.53	5.30
LLR/NPLs	(%)	103.43	104.73	105.58	121.57	112.11	112.50	115.37	121.71
Provision expense/Total loans	(%)	1.73	1.57	1.60	1.98	1.56	2.89	2.11	2.80
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	90.04	89.62	91.10	90.97	90.88	92.25	90.78	88.84
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	41.32	39.78	42.66	42.78	41.64	39.86	42.03	39.97
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	15.29	15.72	16.66	16.61	16.04	16.26	16.60	17.20
Tier-1	(%)	11.56	11.99	12.85	12.81	12.54	12.77	13.10	13.48
Tier-2	(%)	3.73	3.73	3.80	3.80	3.50	3.49	3.50	3.72

Figure 1: KTB's loans broken down by segment



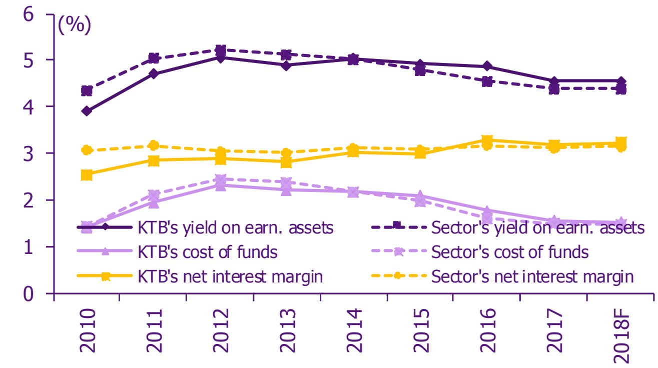
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: KTB's deposit mix



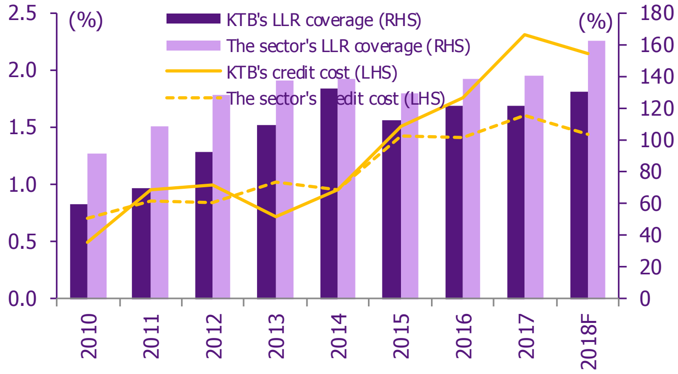
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 3: Yield on earning assets, funding cost, NIM



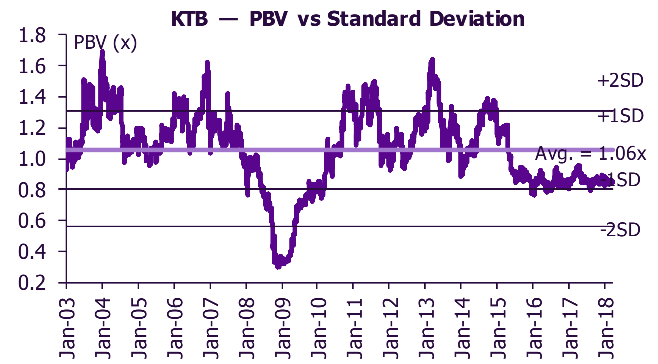
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: LLR coverage and credit cost



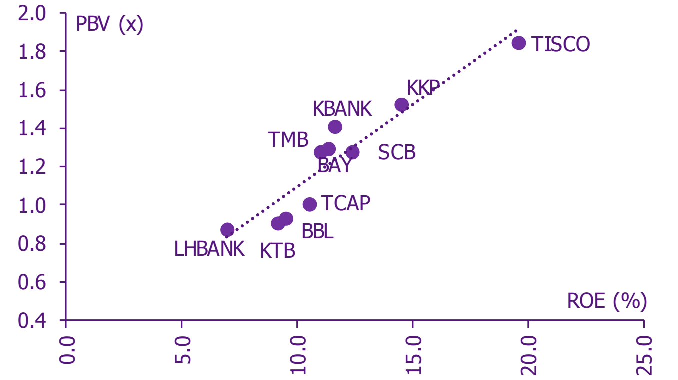
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: KTB's PBV



Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 6: Banking sector's valuation map



Source: KTB and SCBS Investment Research

โรบินสัน

ROBINS

บริษัท โรบินสัน จำกัด (มหาชน)

Bloomberg	ROBINS TB
Reuters	ROBINS.BK

หุ้น laggard แต่กำไรจะปรับตัวดีขึ้น

ซื้อ

หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงเมื่อไม่นานนี้ ROBINS ก็ปรับตัว underperform SET อยู่ 14% ในช่วง 1 ปีที่ผ่ามา ปัจจุบัน ROBINS เป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ โดยซื้อขายที่ PE ปี 61 ระดับ 22 เท่า (PE เฉลี่ย 7 ปี -1 S.D.) และ PEG ปี 61 ที่ระดับ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.2 เท่า เราคาดว่ากำไรจะเติบโตใน 1Q61, เพิ่มขึ้น YoY จาก SSS ที่ปรับตัวดีขึ้น และอัตรากำไรที่กว้างขึ้น และทรงตัว/เพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่ากำไรปี 61 จะเติบโต 16% YoY โดยเกิดจากฐานต่ำทั้งอัตราการเติบโตของ SSS (1H60) และอัตรากำไรขั้นต้น (2Q60-3Q60) รวมถึงรายได้ค่าเช่าและส่วนแบ่งกำไรที่ดีขึ้น คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 61 อ้างอิงวิธี DCF ที่ 90 บาท

SSS จะฟื้นตัว ยอดขายสาขาเดิม (SSS) หดตัวลง 3.4% YoY ใน 4Q60 (เทียบกับ -1.8% YoY ใน 4Q59 และ -0.1% YoY ใน 3Q60) โดยเกิดจากฐานสูงจากการขายเสื้อผ้าชุดดำสำหรับไว้อาลัยในเดือนต.ค. 59 หากปัจจัยพิเศษนี้ออกไป SSS จะเติบโต 0% ใน 4Q60 ความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้น, กำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นจากการเก็บเกี่ยวข้าวนาปีได้มากขึ้น และฐานต่ำใน 1H60 จากการไว้อาลัย (-4% YoY) ทำให้เราคาดว่า SSS ใน 1Q61 ถึงปัจจุบันจะกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกเล็กน้อย ทั้งนี้สาขา 30% ของบริษัทตั้งอยู่ในพื้นที่ปลูกข้าวในภาคกลางและภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้นและฐานต่ำในปี 60 (-3.0% YoY) ทำให้เราคาดว่า SSS ของ ROBINS จะเติบโต 2.0% YoY ในปี 61

ขยายสาขาปานกลางในปี 61 ROBINS วางแผนเปิดสาขา lifestyle center 2 สาขาในปี 61: ชลบุรีในเดือนก.ค. และชัยภูมิในเดือนธ.ค. นอกจากนี้บริษัทก็ตั้งเป้าปรับปรุงใหญ่สาขา 5 สาขาให้แล้วเสร็จในปี 61: พระราม 9, เชียงใหม่, ตรัง, เมกะบางนา และซีคอนสแควร์ การปรับปรุงสาขาครั้งนี้จะส่งผลทำให้พื้นที่ให้เช่าเพิ่มขึ้น และยอดขายต่อสาขาจะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวด้านสูง

อัตรากำไรขั้นต้นจะดีขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นสู่ 25.2% ในปี 61 (+0.3% YoY) จาก 24.9% ในปี 60 (ทรงตัว YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) การปรับตัวดีขึ้นจากฐานต่ำที่เกิดจากการจัดโปรโมชั่นราคาและการจัดงาน clearance สินค้าที่ยุติการขายบางอย่างใน 2Q60-3Q60 2) เราคาดการณ์ถึงสัดส่วนยอดขายที่สูงขึ้นจากสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูง ROBINS วางแผนเพิ่มสัดส่วนยอดขายสินค้า private brand ที่ให้อัตรากำไรสูงต่อยอดขายทั้งหมดจาก 11.3% ในปี 60 สู่ 13% ณ สิ้นปี 61 และ 20% ณ สิ้นปี 63 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจากสินค้า private brand จะอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 35-40% เทียบกับระดับ 25% ของสินค้าจากแบรนด์อื่นๆ

EBIT margin จะกว้างขึ้น เราคาดว่า EBIT margin จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 11.5% ในปี 60 (+0.8% YoY) สู่ 12.8% ในปี 61 (+1.3% YoY) โดยจะได้รับการสนับสนุนจาก: 1) อัตรากำไรขั้นต้นที่กว้างขึ้น; 2) การควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายได้ดีขึ้น; 3) รายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นที่เพิ่มขึ้น (+8% YoY) จากการมีพื้นที่ให้เช่าเพิ่มมากขึ้นเพราะเปิด lifestyle center แห่งใหม่ (38% ของจำนวนสาขาทั้งหมดในปี 61 เทียบกับ 35% ในปี 60) รวมถึงอัตราการเช่าพื้นที่ที่เพิ่มขึ้น และอัตราค่าเช่าที่สูงขึ้นที่สาขาเดิมหลังปรับปรุงใหม่

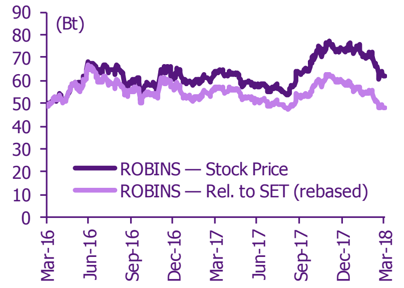
ส่วนแบ่งกำไรจะดีขึ้นเล็กน้อย เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไร (PowerBuy และ SuperSport) จะเติบโต 5% YoY สู่ 533 ลบ.ในปี 61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น

Stock data

Last close (Mar 21) (Bt)	63.25
12-m target price (Bt)	90.00
Upside (Downside) to TP (%)	42.29
Mkt cap (Btbn)	70.25
Mkt cap (US$mn)	2,250

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.39
Sector % SET	10.26
Shares issued (mn)	1,111
Par value (Bt)	3.55
12-m high / low (Bt)	78 / 53.3
Avg. daily 6m (US$mn)	6.24
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	40.6
Dividend policy (%)	40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(9.3)	(13.4)	(1.2)
Relative to SET	(10.0)	(16.2)	(14.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018)	(Bt)	90.00
12-month dividend	(Bt)	1.43
Capital gain	(%)	42.29
Dividend yield	(%)	2.26
Total return	(%)	44.56

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	26,078	25,989	27,172	28,854	30,812
EBITDA	(Btmn)	4,873	5,069	5,499	5,978	6,774
Core profit	(Btmn)	2,499	2,742	3,182	3,698	4,308
Reported profit	(Btmn)	2,815	2,742	3,182	3,698	4,308
Core EPS	(Bt)	2.25	2.47	2.86	3.33	3.88
DPS	(Bt)	1.11	1.25	1.43	1.66	1.94
P/E, core	(x)	28.1	25.6	22.1	19.0	16.3
EPS growth, core	(%)	16.1	9.7	16.1	16.2	16.5
P/BV, core	(x)	4.3	4.0	3.6	3.3	2.9
ROE	(%)	16.3	16.3	17.3	18.2	19.0
Dividend yield	(%)	1.8	2.0	2.3	2.6	3.1
FCF yield	(x)	2.5	3.8	3.3	3.7	4.7
EV/EBIT	(x)	25.4	23.4	19.9	16.8	14.0
EBIT growth, core	(%)	12.0	6.6	16.1	17.1	17.3
EV/CE	(x)	5.7	5.9	5.6	5.2	4.9
ROCE	(%)	(6.7)	(9.5)	(8.2)	(6.6)	(5.0)
EV/EBITDA	(x)	14.6	13.9	12.6	11.4	9.9
EBITDA growth	(%)	8.3	4.0	8.5	8.7	13.3

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	24,300	23,896	25,185	26,078	25,989	27,172	28,854	30,812
Cost of goods sold	(Btmn)	(18,386)	(18,053)	(19,022)	(19,574)	(19,530)	(20,338)	(21,539)	(22,939)
Gross profit	**(Btmn)**	**5,914**	**5,843**	**6,163**	**6,504**	**6,459**	**6,834**	**7,315**	**7,873**
SG&A	(Btmn)	(5,686)	(6,328)	(7,231)	(7,557)	(7,828)	(8,072)	(8,378)	(8,702)
Other income	(Btmn)	2,061	2,718	3,577	3,863	4,364	4,714	5,136	5,608
Interest expense	(Btmn)	0	(40)	(79)	(84)	(71)	(56)	(43)	(25)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**2,289**	**2,193**	**2,431**	**2,726**	**2,924**	**3,421**	**4,030**	**4,753**
Corporate tax	(Btmn)	(456)	(448)	(534)	(556)	(534)	(616)	(725)	(856)
Equity a/c profits	(Btmn)	358	404	451	510	507	533	559	587
Minority interests	(Btmn)	(241)	(222)	(195)	(181)	(155)	(156)	(166)	(177)
Core profit	**(Btmn)**	**1,951**	**1,927**	**2,153**	**2,499**	**2,742**	**3,182**	**3,698**	**4,308**
Extra-ordinary items	(Btmn)	35	0	0	316	0	0	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**1,986**	**1,927**	**2,153**	**2,815**	**2,742**	**3,182**	**3,698**	**4,308**
EBITDA	(Btmn)	3,707	3,939	4,499	4,873	5,069	5,499	5,978	6,774
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**1.76**	**1.74**	**1.94**	**2.25**	**2.47**	**2.86**	**3.33**	**3.88**
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.79	1.74	1.94	2.53	2.47	2.86	3.33	3.88
DPS (Bt)	(Bt)	0.90	0.90	1.00	1.11	1.25	1.43	1.66	1.94

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	4,810	4,620	5,317	5,724	5,383	6,809	7,653	8,823
Total fixed assets	(Btmn)	14,020	18,482	20,743	21,277	22,171	23,209	24,606	25,960
Total assets	**(Btmn)**	**18,830**	**23,102**	**26,059**	**27,001**	**27,554**	**30,018**	**32,260**	**34,783**
Total loans	(Btmn)	0	2,654	3,582	3,267	1,768	2,096	1,721	1,192
Total current liabilities	(Btmn)	6,629	9,757	9,864	7,400	8,130	8,918	9,415	9,966
Total long-term liabilities	(Btmn)	188	306	1,744	3,404	1,902	1,785	1,422	936
Total liabilities	**(Btmn)**	**6,818**	**10,062**	**11,608**	**10,804**	**10,032**	**10,703**	**10,837**	**10,902**
Paid-up capital	(Btmn)	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	**(Btmn)**	**12,013**	**13,040**	**14,451**	**16,197**	**17,522**	**19,315**	**21,422**	**23,881**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**10.82**	**11.74**	**13.01**	**14.58**	**15.78**	**17.39**	**19.29**	**21.50**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	1,951	1,927	2,153	2,499	2,742	3,182	3,698	4,308
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,418	1,705	1,989	2,063	2,074	2,023	1,905	1,996
Operating cash flow	(Btmn)	3,190	3,476	3,653	3,419	4,996	5,393	5,888	6,635
Investing cash flow	(Btmn)	(3,241)	(5,021)	(3,267)	(1,641)	(2,305)	(3,061)	(3,303)	(3,350)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,090)	1,496	(138)	(1,641)	(3,089)	(1,060)	(1,966)	(2,378)
Net cash flow	**(Btmn)**	**(1,141)**	**(49)**	**248**	**137**	**(399)**	**1,272**	**619**	**908**

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	24.3	24.5	24.5	24.9	24.9	25.2	25.4	25.6
Operating margin	(%)	0.9	(2.0)	(4.2)	(4.0)	(5.3)	(4.6)	(3.7)	(2.7)
EBITDA margin	(%)	15.3	16.5	17.9	18.7	19.5	20.2	20.7	22.0
EBIT margin	(%)	9.4	9.3	10.0	10.8	11.5	12.8	14.1	15.5
Net profit margin	(%)	8.2	8.1	8.5	10.8	10.5	11.7	12.8	14.0
ROE	(%)	17.1	15.4	15.7	16.3	16.3	17.3	18.2	19.0
ROA	(%)	10.8	9.2	8.8	9.4	10.1	11.1	11.9	12.9
Net D/E	(x)	(0.2)	0.1	0.1	0.1	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage	(x)	n.a.	97.8	56.9	58.0	71.2	98.4	139.9	268.4
Debt service coverage	(x)	n.a.	1.5	2.2	41.6	42.9	9.9	11.0	13.6
Payout Ratio	(%)	50.3	51.9	51.6	49.3	50.6	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
SSS growth	(%)	2.9	(5.8)	(2.1)	0.1	(3.0)	2.0	3.0	3.0
No. of new stores, net	(stores)	4	7	3	2	2	2	3	3
No. of ending stores, net	(stores)	34	41	44	46	48	50	53	56
- Thai - Department stores	(stores)	28	28	28	29	29	30	31	32
- Thai - Lifestyle centers	(stores)	6	11	14	15	17	19	21	23
- Vietnam	(stores)	0	2	2	2	2	2	2	2

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total revenue	(Btmn)	6,395	6,092	6,237	7,353	6,271	6,021	6,394	7,303
Cost of goods sold	(Btmn)	(4,787)	(4,560)	(4,720)	(5,506)	(4,687)	(4,532)	(4,848)	(5,464)
Gross profit	**(Btmn)**	**1,608**	**1,532**	**1,517**	**1,847**	**1,584**	**1,489**	**1,546**	**1,839**
SG&A	(Btmn)	(1,764)	(1,834)	(1,902)	(2,057)	(1,822)	(1,919)	(1,968)	(2,119)
Other income	(Btmn)	951	956	960	996	1,013	1,056	1,108	1,188
Interest expense	(Btmn)	(17)	(23)	(23)	(21)	(20)	(16)	(19)	(15)
Pre-tax profit	**(Btmn)**	**778**	**631**	**553**	**764**	**755**	**610**	**667**	**892**
Corporate tax	(Btmn)	(158)	(125)	(111)	(162)	(147)	(109)	(121)	(158)
Equity a/c profits	(Btmn)	122	147	103	138	147	129	97	133
Minority interests	(Btmn)	(56)	(44)	(35)	(47)	(46)	(30)	(32)	(48)
Core profit	**(Btmn)**	**686**	**609**	**510**	**694**	**710**	**601**	**611**	**820**
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	316	0	0	0	0
Net Profit	**(Btmn)**	**686**	**609**	**510**	**1,010**	**710**	**601**	**611**	**820**
EBITDA	(Btmn)	1,225	1,092	1,040	1,268	1,190	1,067	1,161	1,398
Core EPS (Bt)	**(Btmn)**	**0.62**	**0.55**	**0.46**	**0.62**	**0.64**	**0.54**	**0.55**	**0.74**
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.62	0.55	0.46	0.91	0.64	0.54	0.55	0.74

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Total current assets	(Btmn)	4,975	4,473	4,489	5,724	4,886	4,212	4,885	5,383
Total fixed assets	(Btmn)	20,527	20,483	20,602	21,277	21,402	21,577	21,624	22,171
Total assets	**(Btmn)**	**25,502**	**24,956**	**25,091**	**27,001**	**26,289**	**25,790**	**26,509**	**27,554**
Total loans	(Btmn)	3,582	3,882	3,308	3,267	2,745	3,229	2,867	1,768
Total current liabilities	(Btmn)	8,572	7,115	6,578	7,400	6,430	7,831	7,892	8,130
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,742	3,244	3,372	3,404	2,911	1,910	1,940	1,902
Total liabilities	**(Btmn)**	**10,314**	**10,359**	**9,951**	**10,804**	**9,341**	**9,741**	**9,832**	**10,032**
Paid-up capital	(Btmn)	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943	3,943
Total equity	**(Btmn)**	**15,188**	**14,597**	**15,140**	**16,197**	**16,948**	**16,049**	**16,677**	**17,522**
BVPS (Bt)	**(Bt)**	**13.68**	**13.14**	**13.63**	**14.58**	**15.26**	**14.45**	**15.02**	**15.78**

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Core Profit	(Btmn)	686	609	510	1,010	710	601	611	820
Depreciation and amortization	(Btmn)	492	499	527	545	477	503	540	553
Operating cash flow	(Btmn)	(116)	951	750	1,834	417	895	1,467	2,217
Investing cash flow	(Btmn)	(98)	(375)	(525)	(643)	(367)	(554)	(558)	(825)
Financing cash flow	(Btmn)	(17)	(966)	(594)	(65)	(537)	(1,061)	(382)	(1,110)
Net cash flow	**(Btmn)**	**(231)**	**(389)**	**(369)**	**1,126**	**(488)**	**(720)**	**527**	**282**

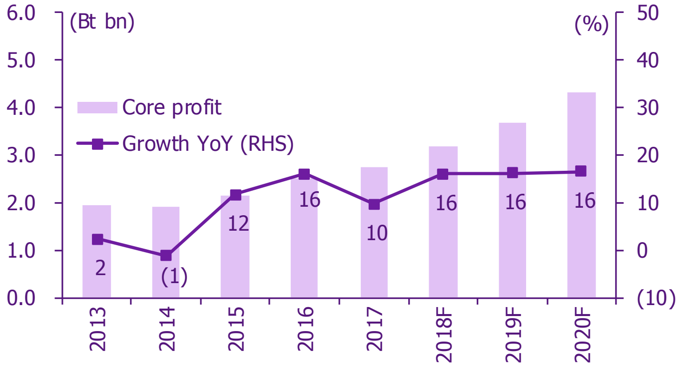
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
Gross margin	(%)	25.1	25.1	24.3	25.1	25.3	24.7	24.2	25.2
Operating margin	(%)	(2.4)	(5.0)	(6.2)	(2.9)	(3.8)	(7.1)	(6.6)	(3.8)
EBITDA margin	(%)	19.2	17.9	16.7	17.2	19.0	17.7	18.2	19.1
EBIT margin	(%)	12.4	10.7	9.2	10.7	12.4	10.4	10.7	12.4
Net profit margin	(%)	10.7	10.0	8.2	13.7	11.3	10.0	9.6	11.2
ROE	(%)	18.5	16.4	13.7	17.7	17.1	14.6	14.9	19.2
ROA	(%)	10.6	9.7	8.1	10.7	10.7	9.2	9.3	12.1
Net D/E	(x)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	(0.0)
Interest coverage	(x)	73.8	46.8	45.8	59.3	59.8	65.1	59.6	90.4
Debt service coverage	(x)	2.4	4.9	21.8	42.8	56.3	2.7	3.9	51.4

Main Assumptions

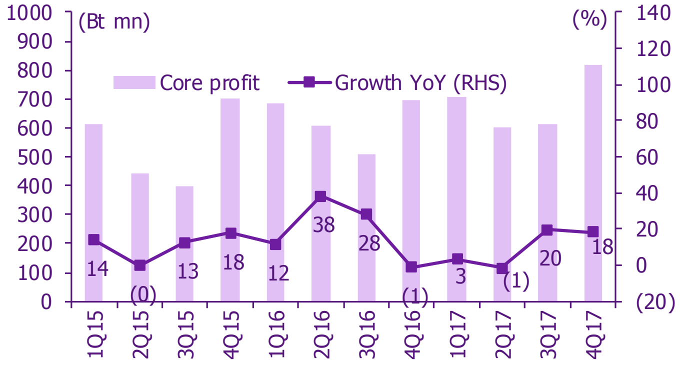
FY December 31	Unit	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
SSS growth	(%)	2.6	0.0	0.0	(1.8)	(4.4)	(4.7)	(0.1)	(3.4)
No. of new stores, net	(stores)	0	0	1	1	(1)	1	0	2
No. of ending stores, net	(stores)	44	44	45	46	45	46	46	48
- Thai - Department stores	(stores)	28	28	29	29	28	28	28	29
- Thai - Lifestyle centers	(stores)	14	14	14	15	15	16	16	17
- Vietnam	(stores)	2	2	2	2	2	2	2	2

Figure 1: ROBINS's yearly core earnings growth



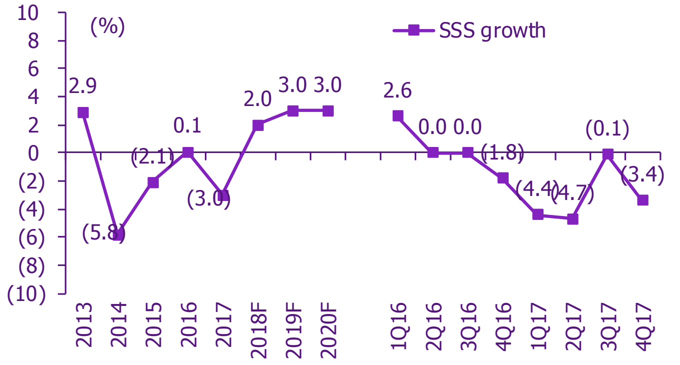
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ROBINS's quarterly core earnings growth



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: ROBINS's SSS growth

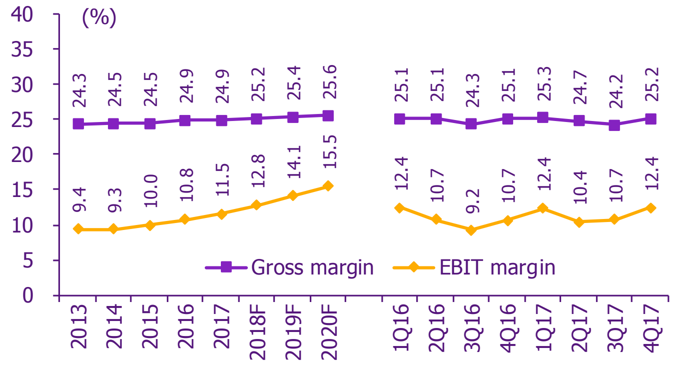


Source: SCBS Investment Research

Figure 4: ROBINS's store expansion

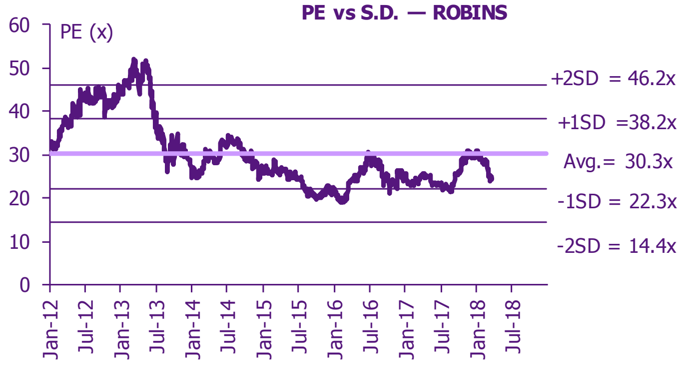
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: ROBINS's margin outlook



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: ROBINS's 7-year PE band



Source: SCBS Investment Research

ยานยนต์

SET AUTO index	Close: 21/3/2018	575.81	-1.44 / -0.25%	Bt109mn
Bloomberg ticker:	SETAUTO			

เลือกซื้อหุ้นที่ผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงน่าสนใจ

ปี 60 เป็นปีที่ดีสำหรับบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น ซึ่งช่วยสนับสนุนให้ยอดขายและอัตรากำไรสูงขึ้น เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะเติบโต 4% YoY ในปี 61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการซื้อรถยนต์ซึ่งกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีที่ผ่านมา หลังจากลดลงมาตั้งแต่ปี 56 และการส่งออกรถยนต์เพิ่มขึ้น ภาพรวมอุตสาหกรรมยานยนต์ที่เป็นบวกเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ปรับตัวดีขึ้น เราชอบ SAT (ราคาเป้าหมาย 26 บาท/หุ้น) และ STANLY (ราคาเป้าหมาย 300 บาท/หุ้น) เพราะกำไรมีแนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ และผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงน่าสนใจ

ภาพรวมดีเพราะยอดผลิตรถยนต์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ยอดผลิตรถยนต์เดือนก.พ. อยู่ที่ 178,200 คัน เพิ่มขึ้น 15% YoY และ 7% MoM เมื่อแยกตามตลาด เราพบว่าตลาดรถยนต์ภายในประเทศเติบโตแข็งแกร่งมากที่สุดที่ 75,500 คัน เพิ่มขึ้น 10% YoY และ 13% MoM ยอดส่งออกรถยนต์อยู่ที่ 102,200 คัน เพิ่มขึ้น 4% YoY และ 25% MoM ปัจจุบันเราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะเติบโต 4% YoY สู่ 2.06 ล้านคันในปี 61 หลักๆ เกิดจากความต้องการรถยนต์ภายในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (+6% YoY, ฟื้นตัวในปี 60 หลังจากลดลงตั้งแต่ปี 56) ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์จะเติบโตปานกลาง (+2% YoY จาก -4% YoY ในปี 60)

การฟื้นตัวเพิ่งเริ่มต้น ความต้องการรถยนต์ภายในประเทศเริ่มฟื้นตัวในปี 60 โดยเติบโต 13% YoY หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 56 เมื่อโครงการรถยนต์คันแรกของรัฐบาลสิ้นสุดลง เนื่องจากความต้องการรถยนต์เปลี่ยนแปลงตามภาวะเศรษฐกิจ ดังนั้นเราเชื่อว่าความต้องการรถยนต์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้น เราใช้ยอดขายรถยนต์ในรอบ 12 เดือน (chart ด้านล่าง) เพื่อดูทิศทางความต้องการรถยนต์ภายในประเทศ และพบว่าแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ข้อมูลในอดีตตั้งแต่ปี 35 ถึงปัจจุบัน แสดงให้เห็นว่าความต้องการรถยนต์ภายในประเทศปรับตัวลดลงนาน 1.9-3.5 ปี ในขณะที่แนวโน้มขาขึ้นกินเวลานานกว่านั้นที่ 3.7-7.2 ปี ดังนั้นความต้องการรถยนต์ที่ล่าสุดฟื้นตัวขึ้นมาแล้ว 1.9 ปี จึงบ่งชี้ว่าความต้องการรถยนต์จะยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

STANLY และ SAT จะรายงานกำไรทำจุดสูงสุดใหม่ เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มยานยนต์จะเติบโต 16% YoY ในปี 61 (จาก 37% YoY ในปี 60 ซึ่งเป็นปีที่กำไรฟื้นตัว เพราะยอดขายสูงขึ้นและอัตรากำไรกว้างขึ้น) สำหรับปี 61 เราคาดว่า STANLY จะรายงานกำไรปกติ (ปี FY62 สิ้นสุดเดือนมี.ค. 62) เติบโตสูงที่สุดที่ 18% YoY ตามด้วย PCSGH ที่ 17% YoY, SAT ที่ 16% YoY และ AH ที่ 13% YoY กำไรปกติของ AH ทำจุดสูงสุดใหม่ไปแล้วในปี 60 และกำไรปกติของ STANLY กับ SAT มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้ หลังจากปรับตัวลดลงในปี 55-56 ทั้งนี้เมื่อดูตามฤดูกาล ไตรมาส 1 เป็นไตรมาสที่กำไรสูงตามฤดูกาลจากการจัดอีเว้นท์กระตุ้นยอดขายรถยนต์ และจะอ่อนตัวลงในไตรมาส 2-3 โดยมีสาเหตุมาจากวันหยุดยาวและฤดูฝน

Top picks คือ SAT และ STANLY ในปีที่ผ่านมา ราคาหุ้น AH ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 94% ตามด้วย SAT ที่ 35%, PCSGH ที่ 24% และ STANLY ที่ 12% เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 15% เราเลือก SAT (ราคาเป้าหมาย 26 บาท, upside 19%) และ STANLY (ราคาเป้าหมาย 300 บาท, upside 28%) เป็น top picks ของเรา เนื่องจากกำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้ และผลตอบแทนเทียบความเสี่ยงน่าสนใจ เพราะราคาหุ้นปรับขึ้นช้ากว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มยานยนต์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AH	Neutral	33.8	36.0	10.9	10.7	9.4	1.3	1.1
PCSGH	Neutral	7.1	7.7	13.3	14.5	12.9	2.1	2.0
SAT	Buy	21.8	26.0	23.3	11.1	9.6	1.3	1.3
STANLY	Buy	235.0	300.0	30.7	10.0	9.0	1.2	1.1
Average					**12.6**	**11.1**	**1.7**	**1.5**

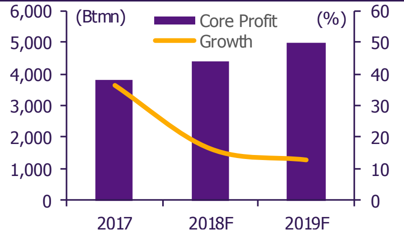
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	3.8	(4.9)	94.0	3.1	(8.1)	68.7
PCSGH	(6.6)	(18.4)	23.5	(7.2)	(21.1)	7.4
SAT	7.4	3.3	34.6	6.6	(0.1)	17.0
STANLY	1.3	4.9	11.9	0.6	1.5	(2.7)

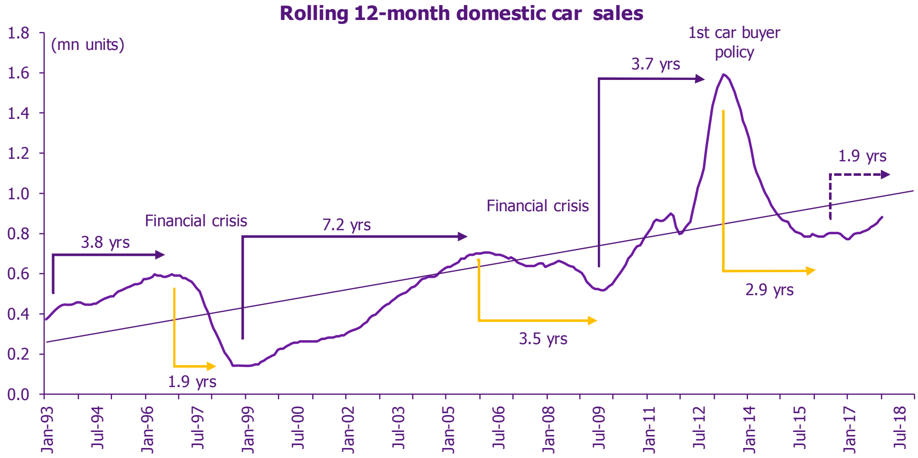
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ยอดขายรถยนต์ในรอบ 12 เดือนชี้ให้เห็นว่าความต้องการรถยนต์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



นักวิเคราะห์

ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

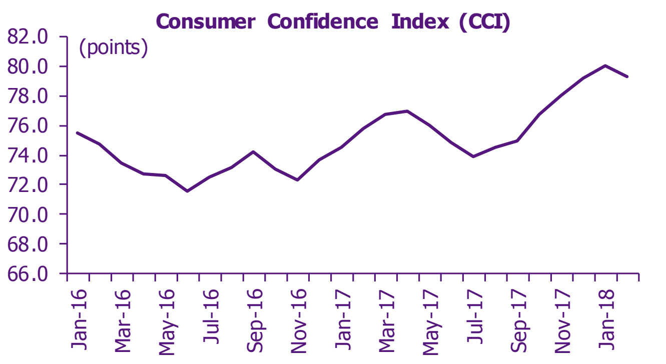
ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

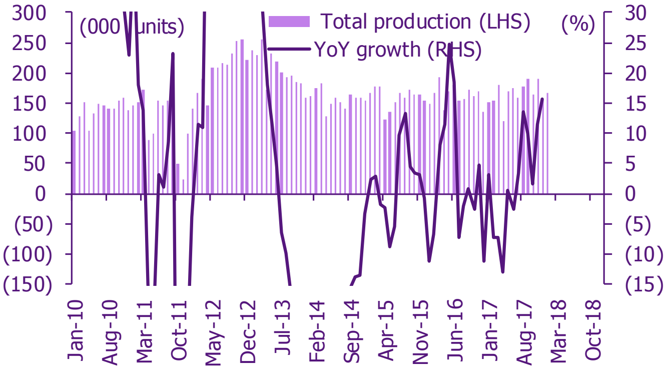
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 1: CCI improving trend



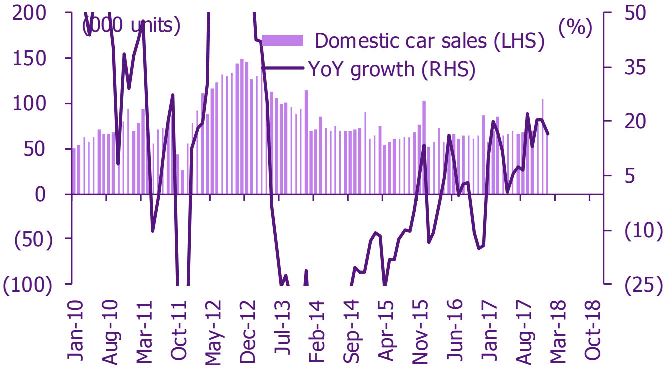
Source: Center for Economic and Business Forecasting

Figure 2: Thai auto production



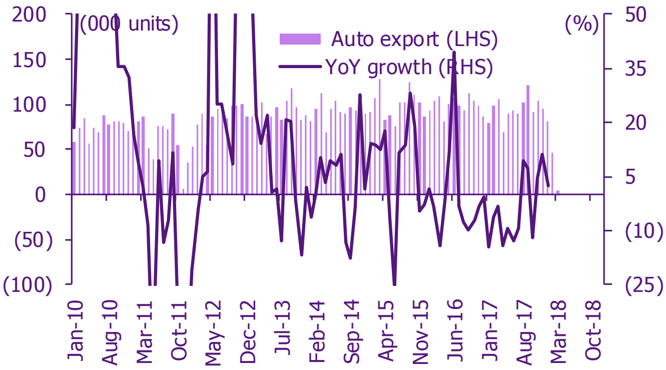
Source Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic auto sales



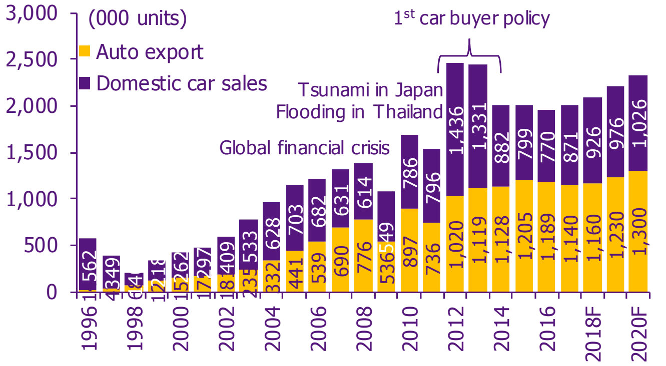
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: Auto exports



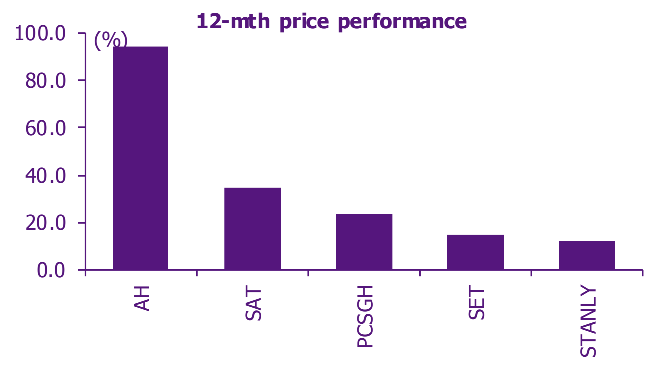
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 5: Thai auto production to grow 4% in 2018



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 6: Price performance



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
AH	Neutral	33.75	36.0	10.9	12.1	10.7	9.4	66	13	14	1.6	1.3	1.1	13	13	13	3.6	4.2	4.7	11.5	9.6	8.2
PCSGH	Neutral	7.10	7.7	13.3	17.1	14.5	12.9	68	17	13	2.2	2.1	2.0	13	14	16	3.9	4.8	5.4	8.2	7.8	6.8
SAT	Buy	21.80	26.0	23.3	12.9	11.1	9.6	19	16	15	1.5	1.3	1.3	12	13	13	4.1	4.1	4.7	5.2	4.3	3.7
STANLY	Buy	235.00	300.0	30.7	11.7	10.0	9.0	23	18	10	1.3	1.2	1.1	11	12	12	2.6	3.0	3.3	4.6	3.8	3.1
Average					**13.4**	**11.6**	**10.2**	**44**	**16**	**13**	**1.6**	**1.5**	**1.3**	**12**	**13**	**13**	**3.5**	**4.0**	**4.5**	**7.4**	**6.4**	**5.5**

Source: SCBS Investment Research

AAV ดูน่าสนใจที่สุด

ปี 60 เป็นปีที่ยากลำบากสำหรับผู้ประกอบการสายการบินเนื่องจากราคาน้ำมันพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น และมีแนวโน้มปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องในปี 61 ในสถานการณ์เช่นนี้ เรามองว่า AAV น่าสนใจที่สุด เพราะกำไรจะฟื้นตัวในปี 61 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตมากขึ้น และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่สูงขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นได้ รวมถึงมี upside ที่น่าสนใจ

เปลี่ยนมาเน้นเพิ่มปริมาณที่นั่งในตลาดระหว่างประเทศ AAV เปิดเผยว่า การแข่งขันในตลาดภายในประเทศมีแนวโน้มปรับตัวลดลง เนื่องจากปริมาณที่นั่งในตลาดภายในประเทศจะลดลง 2% YoY ในปี 61 เทียบกับที่เติบโตด้วย CAGR +15% ในปี 56-60 โดยการเพิ่มปริมาณที่นั่งจะเน้นไปที่ตลาดระหว่างประเทศเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตมากขึ้น AAV (Thai AirAsia) มองว่าอินเดียเป็นตลาดที่มีศักยภาพเพราะเศรษฐกิจกำลังเติบโต และมีประชากรจำนวนมาก บริษัทวางแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้จากอินเดียสู่ 10% ของรายได้รวม (จาก 3% ในปัจจุบัน) ให้เท่ากับจีน (~30% ของรายได้) NOK จะเน้นตลาดจีนเพื่อเพิ่มรายได้ และตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนรายได้จากตลาดระหว่างประเทศสู่ 40% (จาก 20% ในปัจจุบัน) ทั้งนี้หลังจากองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ปลดธงแดงออกจากหน้าชื่อประเทศไทยในเดือนต.ค. 60 Thai AirAsia, NokScoot และ Thai Lion Air ก็ขยายเส้นทางบินสู่ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ หลังจากถูกสั่งห้ามเพิ่มความถี่หรือเส้นทางบินใหม่สู่ญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ตั้งแต่ ICAO ปักธงแดงในปี 58 ในมุมมองของเรา การขยายเส้นทางบินในต่างประเทศ (โดยเฉพาะญี่ปุ่น) ของสายการบินต้นทุนต่ำ จะทำให้สายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบอย่าง THAI ตกอยู่ในสถานการณ์ที่ยากลำบากมากขึ้น

ราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นเป็นความท้าทาย ราคาน้ำมันที่พลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นตัวฉุดรั้งผลการดำเนินงานของสายการบินในปี 60 ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) เฉลี่ย YTD อยู่ที่ US$77.8/bbl เพิ่มขึ้น 21% จากราคาเฉลี่ยในปี 60 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานของเราที่ US$77/bbl ในปี 61 การคำนวณพบว่าราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงกว่าสมมติฐานของเรา US$1/bbl จะส่งผลกระทบทำให้กำไรของ AAV ลดลง ~60 ลบ. (หรือ ~4% ของประมาณการกำไรปี 61) และจะส่งผลกระทบทำให้กำไรของ THAI ลดลง ~500 ลบ. (หรือ ~22% ของประมาณการกำไรปี 61)

เราชอบ AAV มากที่สุด หลังจากปรับตัวลดลงในปี 60 เราคาดว่ากำไรของ AAV จะฟื้นตัว โดยกำไรปกติจะเติบโต 13% ในปี 61 หลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 3% YoY จากการฟื้นตัวในตลาดจีน (ได้รับผลกระทบอย่างหนักใน 4Q59-1Q60 โดยมีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงมากจากมาตรการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญ) และการแข่งขันที่ลดน้อยลงในตลาดภายในประเทศ

AOT: ราคาหุ้นมีแนวโน้มลดลงสู่ราคาเป้าหมาย ราคาหุ้น AOT ปรับตัวขึ้นแรงถึง 73% เทียบกับ SET ที่ +15% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเราคิดว่าได้รับปัจจัยกระตุ้นจากจำนวนผู้โดยสารที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจากฐานต่ำ เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะกลับมาเติบโตในอัตราปกติในเดือนมี.ค. และคาดว่าจำนวนผู้โดยสารทั้งหมดของ AOT จะเพิ่มขึ้น 9% YoY ในปี FY61 เราชอบแนวโน้มการเติบโตของกำไรของ AOT แต่เชื่อว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว และมี downside 12% สู่ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ของเราที่ 60 บาท/หุ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AAV	Buy	5.4	7.0	31.6	17.7	15.5	1.2	1.1
AOT	Sell	68.5	60.0	(11.1)	38.7	33.8	6.8	6.1
THAI	Sell	16.0	15.5	(3.1)	15.6	13.2	1.0	0.9
Average					**24.0**	**20.8**	**3.0**	**2.7**

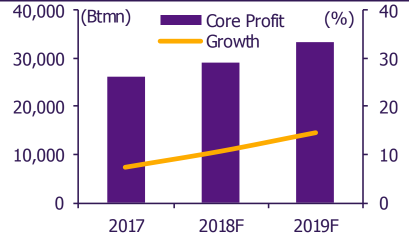
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	(1.8)	(13.6)	(16.3)	(2.5)	(16.4)	(27.2)
AOT	1.1	5.8	73.4	0.4	2.3	50.8
THAI	11.1	(9.6)	(12.6)	10.3	(12.6)	(24.0)

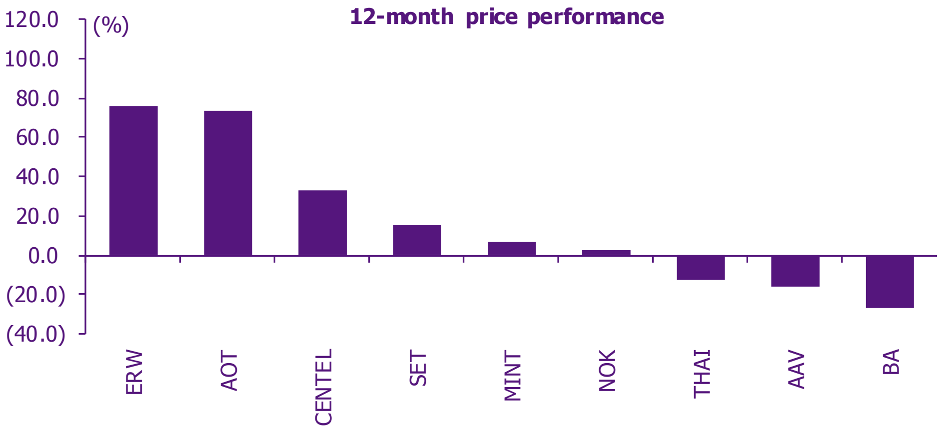
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

AAV เป็นหุ้น laggard play แม้กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

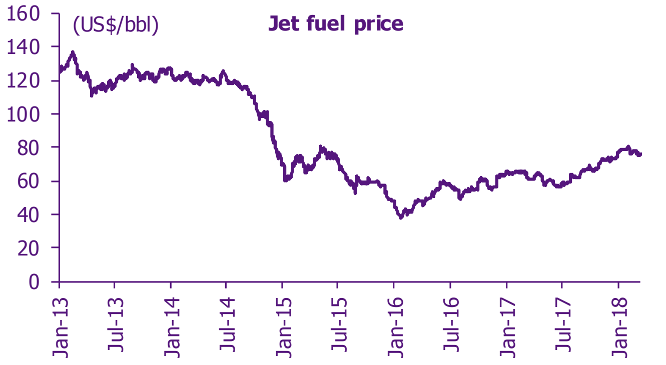


Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

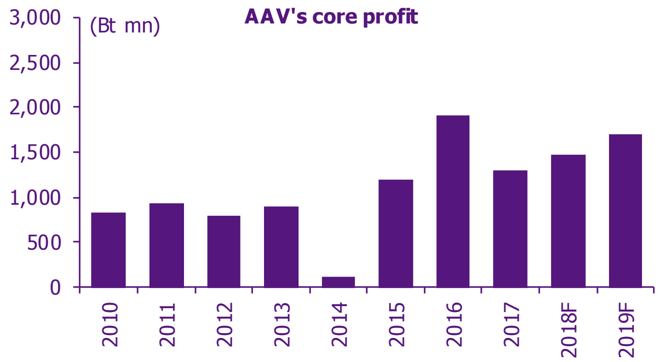
ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Jet fuel price trend



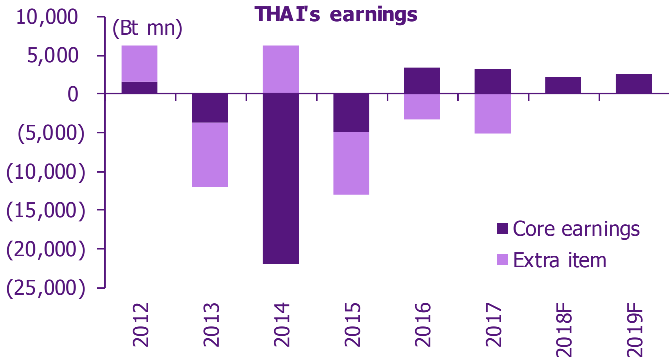
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: AAV earnings forecast



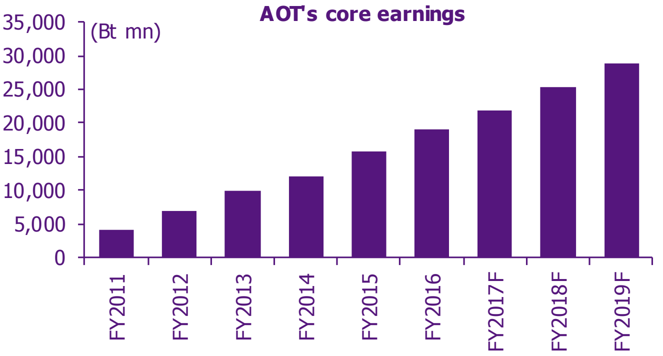
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: THAI earnings forecast



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: AOT earnings forecast



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AAV	Buy	5.40	7.0	31.6	20.1	17.7	15.5	(32)	13	15	1.2	1.2	1.1	6	7	7	2.8	2.0	2.3	10.9	9.1	8.2
AOT	Sell	68.50	60.0	(11.1)	44.8	38.7	33.8	14	16	14	7.4	6.8	6.1	17	18	19	1.3	1.3	1.5	27.4	24.9	22.3
THAI	Sell	16.00	15.5	(3.1)	11.3	15.6	13.2	(9)	(28)	18	1.1	1.0	0.9	9	7	7	0.0	0.0	0.0	7.4	7.4	6.6
Average					**25.4**	**24.0**	**20.8**	**(9)**	**1**	**16**	**3.2**	**3.0**	**2.7**	**11**	**11**	**11**	**1.3**	**1.1**	**1.2**	**15.2**	**13.8**	**12.3**

Source: SCBS Investment Research

ธนาคาร

SET BANK index	Close: 21/3/2018	569.03	-4.12 / -0.72%	Bt8,295mn
Bloomberg ticker:	SETBANK			

แนวโน้มดีขึ้น

เราเชื่อว่ากำไรของกลุ่มธนาคารทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 4Q60 และคาดว่าจะเริ่มฟื้นตัวเล็กน้อยใน 1Q61 เราคาดว่ากำไรปี 61 ของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 15% หลักๆ เกิดจากการตั้งสำรองลดลง และการขยายสินเชื่อได้มากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดี เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของเราในกลุ่มธนาคาร

พรีวิวผลประกอบการ 1Q61: ฟื้นตัวเล็กน้อยจากจุดต่ำสุดใน 4Q60 เราคาดว่ากำไร 1Q61 จะฟื้นตัว QoQ หลักๆ เกิดจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง QoQ ตามฤดูกาล และการตั้งสำรองลดลง QoQ เราคาดว่า NPL ไหลเข้าและการตั้งสำรองค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญจะลดลง QoQ หลังจากธนาคารตั้งสำรองล่วงหน้าสำหรับเกณฑ์ IFRS9 ใน 4Q60 เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวเล็กน้อยใน 1Q61 เนื่องจากเป็นช่วงที่มีการชำระคืนสินเชื่อสูง

วัฏจักร NPL สิ้นสุดลงพร้อมกับการตั้งสำรองตามเกณฑ์ IFRS9 NPL ที่ชะลอตัวลงใน 4Q60 ช่วยยืนยันว่าวัฏจักร NPL สิ้นสุดลงแล้ว สินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ (SML) ของระบบธนาคารที่ปรับตัวลดลง 4% QoQ ใน 4Q60 เป็นเครื่องบ่งชี้ว่า NPL จะไหลเข้าน้อยลงใน 1Q61 SML ที่ลดลงส่งผลทำให้สินเชื่อผิดนัดชำระหนี้เกิน 1 เดือน แต่ยังไม่เกิน 3 เดือน (NPL บวก SML) ลดลง 2% QoQ เราพบสัญญาณบวกจาก LLR coverage ของกลุ่มธนาคารที่เพิ่มขึ้นสู่ 141% จาก 137% ณ 3Q60 ทั้งนี้ใน 2H60 ธนาคารขนาดใหญ่ได้ทำการตั้งสำรองล่วงหน้าก่อนที่เกณฑ์ IFRS9 จะมีผลบังคับใช้ในปี 62 ซึ่งน่าจะส่งผลทำให้มีความจำเป็นในการตั้งสำรองลดน้อยลงในปี 61-62 เราคาดว่าคุณภาพสินทรัพย์จะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งออกที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า credit cost ของกลุ่มธนาคารจะลดลง 0.18% ในปี 61

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อเริ่มฟื้นตัว ธนาคารทุกแห่งตั้งเป้าขยายสินเชื่อเพิ่มมากขึ้นในปี 61 หลังจากตั้งเป้าขยายสินเชื่อตามหลักความระมัดระวังอย่างมากติดต่อกัน 3 ปี ผลการสำรวจของ ธปท. พบว่าธนาคารพาณิชย์คาดว่าความต้องการสินเชื่อจะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1Q61 เราเชื่อว่าการเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ที่รอคอยมานานในปี 61 จะเป็นตัวเปลี่ยนเกมสำหรับอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ รัฐบาลกำลังดำเนินการปรับปรุงโครงสร้างพื้นฐานของประเทศครั้งใหญ่ ซึ่งคาดว่าจะใช้เงินลงทุนเพิ่มขึ้นเท่าตัวในปีนี้ โครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการลงทุน การส่งออกที่ฟื้นตัวได้ดีช่วยหนุนให้อัตราการใช้กำลังการผลิตปรับขึ้น เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นสู่ 8% ในปี 61 และ 9% ในปี 62 หลังจากเติบโตต่ำที่ 3-5% มานาน 4 ปี

กำไรปี 61 จะเติบโตปานกลาง เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 15% ในปี 61 หลังจากหดตัวลง 2% ในปี 60 หลักๆ จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก credit cost ที่ลดลง และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่เร่งตัวขึ้น ในขณะที่ NIM และรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวในปี 61

ยืนยันเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เรายืนยันเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ และมี valuation น่าสนใจที่สุด

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BAY	Neutral	43.0	45.0	7.2	11.9	10.4	1.3	1.2
BBL	Buy	203.0	270.0	36.6	9.8	8.4	0.9	0.8
KBANK	Buy	222.0	265.0	21.4	12.4	10.2	1.4	1.3
KKP	Neutral	76.0	80.0	11.9	10.6	10.4	1.5	1.4
KTB	Buy	19.6	24.0	26.2	10.1	8.3	0.9	0.8
LHBANK	Neutral	1.7	1.7	3.8	12.5	10.9	0.9	0.8
TCAP	Neutral	54.8	55.0	4.6	9.7	9.2	1.0	0.9
TISCO	Buy	90.5	100.0	16.6	9.9	9.0	1.9	1.7
TMB	Buy	2.8	3.5	26.6	11.9	9.6	1.3	1.2
Average					**10.9**	**9.6**	**1.2**	**1.1**

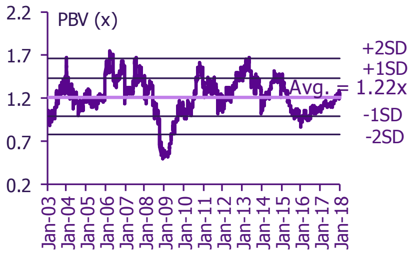
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute 1M	Absolute 3M	Absolute 12M	Relative to SET 1M	Relative to SET 3M	Relative to SET 12M
BAY	1.8	7.5	10.3	1.1	4.0	(4.1)
BBL	(1.5)	(1.0)	11.2	(2.2)	(4.2)	(3.3)
KBANK	(1.3)	(4.7)	16.5	(2.0)	(7.9)	1.3
KKP	(4.4)	(3.8)	9.0	(5.1)	(7.0)	(5.2)
KTB	0.0	3.2	(3.9)	(0.7)	(0.2)	(16.4)
LHBANK	0.0	(1.2)	(1.2)	(0.7)	(4.4)	(14.0)
TCAP	(2.2)	(3.1)	14.1	(2.9)	(6.3)	(0.8)
TISCO	5.2	2.8	30.7	4.5	(0.5)	13.7
TMB	(1.4)	(5.4)	18.5	(2.1)	(8.5)	3.0

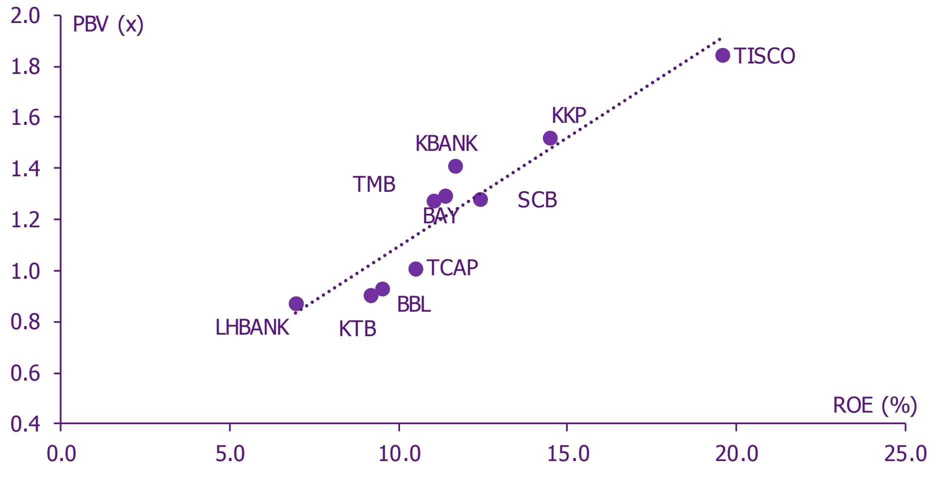
Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

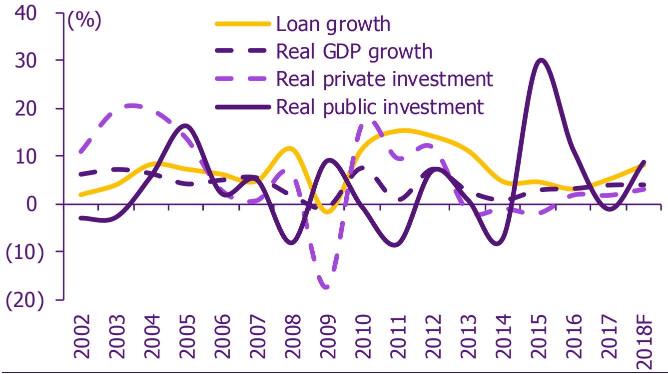
Valuation map แสดงให้เห็นว่า BBL และ KTB เป็นหุ้น laggard



Source: Banks and SCBS Investment Research

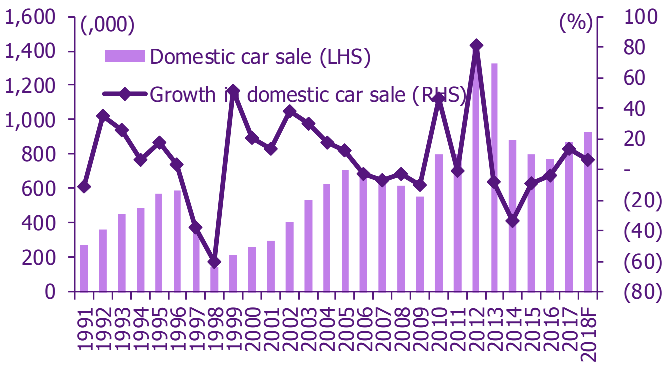
นักวิเคราะห์
กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



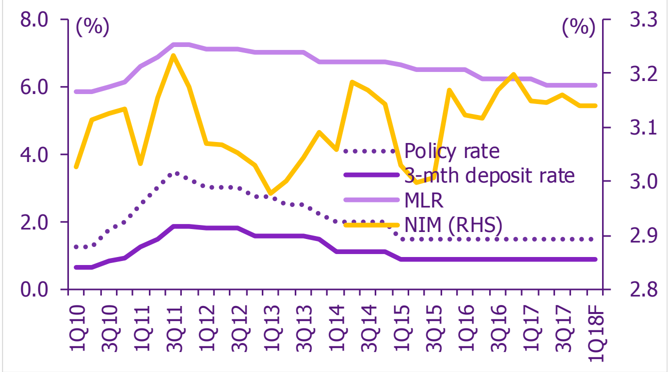
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



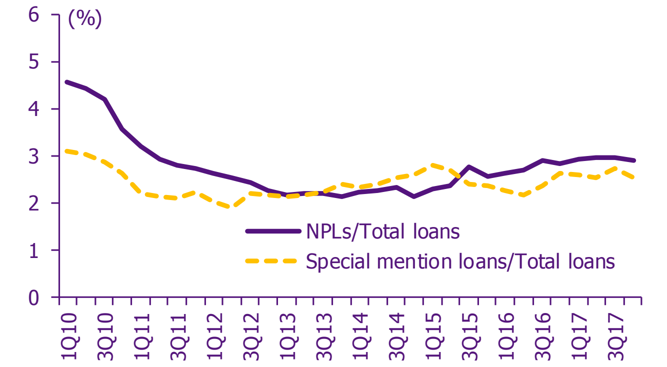
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



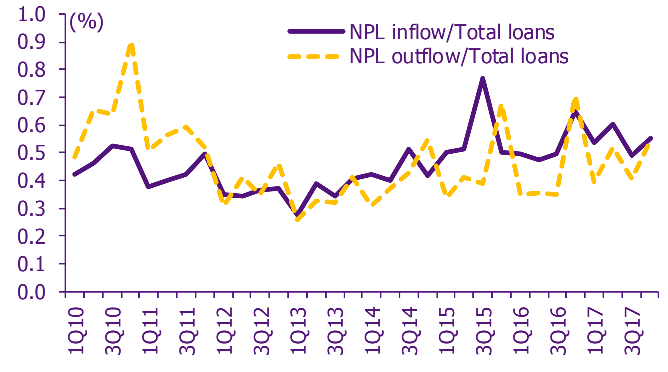
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



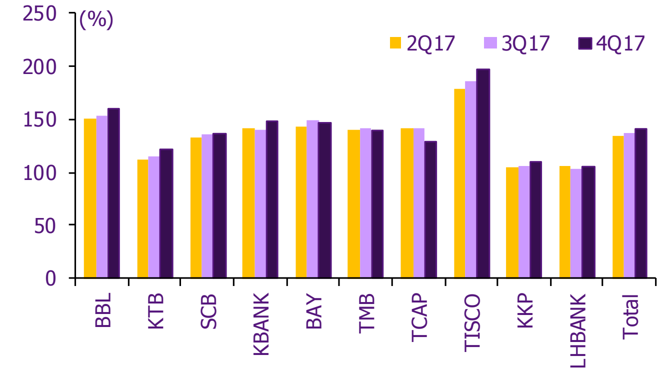
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F
BAY	Neutral	43.00	45.0	7.2	13.6	11.9	10.4	8	14	15	1.4	1.3	1.2	11	11	12	2.0	2.5	2.9
BBL	Buy	203.00	270.0	36.6	11.7	9.8	8.4	4	20	16	1.0	0.9	0.8	8	10	10	3.2	3.6	4.2
KBANK	Buy	222.00	265.0	21.4	15.5	12.4	10.2	(15)	24	22	1.5	1.4	1.3	10	12	13	1.8	2.0	2.3
KKP	Neutral	76.00	80.0	11.9	11.2	10.6	10.4	3	6	2	1.6	1.5	1.4	14	14	14	6.6	6.6	6.7
KTB	Buy	19.60	24.0	26.2	12.2	10.1	8.3	(31)	21	21	1.0	0.9	0.8	8	9	10	3.1	3.8	4.6
LHBANK	Neutral	1.69	1.7	3.8	13.8	12.5	10.9	(38)	10	15	0.9	0.9	0.8	9	7	8	3.4	3.2	3.7
TCAP	Neutral	54.75	55.0	4.6	9.4	9.7	9.2	16	(3)	6	1.1	1.0	0.9	12	11	11	4.0	4.1	4.4
TISCO	Buy	90.50	100.0	16.6	11.9	9.9	9.0	22	20	10	2.1	1.9	1.7	19	20	20	5.5	6.1	6.7
TMB	Buy	2.82	3.5	26.6	14.2	11.9	9.6	6	20	24	1.4	1.3	1.2	10	11	13	2.1	2.5	3.1
Average					**12.5**	**10.9**	**9.6**	**(2)**	**16**	**15**	**1.3**	**1.2**	**1.1**	**11**	**12**	**12**	**3.6**	**3.8**	**4.3**

Source: SCBS Investment Research

SCBS

SET COMM index	Close: 21/3/2018	48,876.49	+554.77 / +1.15%	Bt3,443mn
Bloomberg ticker:	SETCOMM			

กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 1H61

หลังจากเริ่มฟื้นตัวใน 2H60 SSS ของกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มที่จะเติบโตเพิ่มขึ้นใน 1H61 จากจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ในปีก่อน (-5.7% YoY), ความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น, รายได้เกษตรกรในกลุ่มข้าวเปลือกที่แข็งแกร่งมากขึ้น และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งจากจีน แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้กลุ่มพาณิชย์ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง top picks คือ BJC GLOBAL และ ROBINS เพราะ valuation น่าสนใจ

SSS จะเติบโตมากขึ้นใน 1H61 หลังจากฟื้นตัว 1.9% YoY ใน 3Q60 และ 2.3% YoY ใน 4Q60 SSS ของกลุ่มพาณิชย์ก็มีแนวโน้มเติบโตเร่งตัวขึ้นต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 1H61 จากจุดต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ในปีก่อน (-5.7% YoY) และความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น เราคาดว่า SSS ของกลุ่มพาณิชย์จะมีอัตราเติบโตเร่งตัวขึ้นสู่ 3.0% YoY ใน 1Q61 และ 4.5% YoY ใน 2Q61 ก่อนที่จะกลับมาเติบโตในอัตราปกติที่ 2.5% YoY ใน 2H61 ทั้งนี้เมื่อแยกตามกลุ่ม ใน 1Q61 เราคาดว่า SSS ในกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยจะเติบโตแข็งแกร่งกว่ากลุ่มสินค้าจำเป็น โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากราคาอาหารในประเทศที่ปรับตัวลดลง YTD

ตัวชี้วัดการอุปโภคบริโภค ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลงเล็กน้อยจาก 80.0 จุดในเดือนม.ค. สู่ 79.3 จุดในเดือนก.พ. แต่ยังอยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบ 3 ปี รายได้เกษตรกรลดลง 4% ในเดือนม.ค. เนื่องจากราคาสินค้าเกษตรลดลง 14% มากกว่าผลผลิตที่เพิ่มขึ้น 12% เมื่อแยกตามกลุ่ม พบว่าดัชนีรายได้เกษตรกรกลุ่มข้าวเปลือก (+106% YoY) ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก ตามด้วยพืชอื่นๆ (อ้อย, มันสำปะหลัง และข้าวโพด, +24% YoY) และผลิตภัณฑ์ประมง (+4% YoY) สำหรับการท่องเที่ยว นักท่องเที่ยวจากจีนลดลงมากหลังจากรัฐบาลออกมาตรการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญใน 4Q59 แต่หลังจากปรับตัวอย่างรวดเร็ว นักท่องเที่ยวจีนก็กลับมาเติบโตอีกครั้งในเดือนพ.ค. 60 นักท่องเที่ยวจีนเพิ่มขึ้นถึง 70% YoY ใน 4Q60 จากฐานต่ำ ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโต 20% YoY ในขณะที่นักท่องเที่ยวจีนยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 32% YoY ใน 2M61 ส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตถึง 15% YoY ทั้งนี้ ด้วยฐานต่ำอย่างต่อเนื่อง เราจึงคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1H61 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในตลาดภายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น

แนวโน้มกำไร เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 1H61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก SSS ที่ฟื้นตัวดีขึ้น การขยายสาขาจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นอีก โดยเกิดจากสัดส่วนที่สูงขึ้นของยอดขายผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูง, การควบคุมค่าใช้จ่าย SG&A ได้ดีขึ้นผ่านโครงการริเริ่มที่มีมากขึ้น และรายได้อื่นและรายได้ค่าเช่าที่แข็งแกร่งมากขึ้น สำหรับปี 61 เราคาดว่า core EPS ของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 17% YoY (เทียบกับ 10% YoY ในปี 60) โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก SSS ที่เติบโต 3.2% YoY (เทียบกับ -1.9% YoY ในปี 60), การขยายสาขา 8% YoY (เทียบกับ 9% YoY ในปี 60) และอัตรากำไรปกติที่เพิ่มขึ้น 0.6% YoY (เทียบกับ 0.5% YoY ในปี 60)

Top picks: BJC GLOBAL และ ROBINS การฟื้นตัวของกลุ่มพาณิชย์ช่วยสนับสนุนให้ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพาณิชย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 24% outperform SET อยู่ 14% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา กำไรที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งมากขึ้นทำให้เราคาดว่ากลุ่มพาณิชย์จะปรับตัว outperform SET อย่างต่อเนื่อง BJC GLOBAL และ ROBINS เป็น top picks ของเรา เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ส่งผลทำให้ valuation ดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มพาณิชย์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BJC	Buy	58.0	73.0	27.0	34.0	28.1	2.1	2.0
CPALL	Buy	87.8	98.0	13.2	34.3	29.0	8.4	7.1
GLOBAL	Buy	15.6	21.0	35.7	31.9	26.3	4.3	3.8
HMPRO	Buy	14.1	16.5	19.5	32.5	28.0	9.2	8.3
MAKRO	Neutral	56.0	42.0	(23.3)	40.6	36.7	13.4	11.8
ROBINS	Buy	63.3	90.0	44.6	22.1	19.0	3.6	3.3
Average					**32.6**	**27.9**	**6.8**	**6.1**

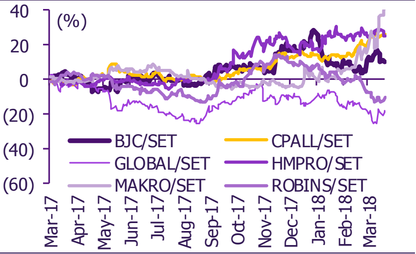
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	6.4	(5.3)	22.8	5.7	(8.4)	6.8
CPALL	4.2	15.1	48.7	3.4	11.3	29.3
GLOBAL	(1.5)	(0.9)	(1.5)	(2.2)	(4.2)	(14.4)
HMPRO	(2.1)	8.5	46.9	(2.8)	4.9	27.7
MAKRO	30.2	43.6	67.2	29.3	38.9	45.4
ROBINS	(9.3)	(13.4)	(1.2)	(10.0)	(16.2)	(14.1)

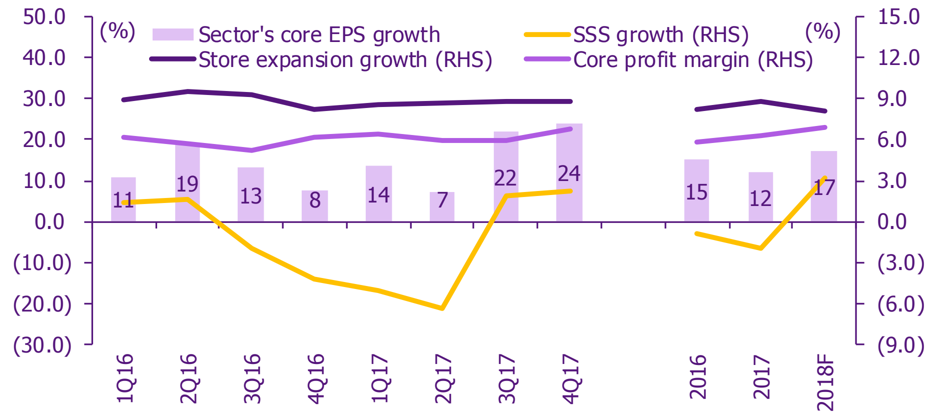
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

SSS ที่ฟื้นตัวดีขึ้น, อัตรากำไรที่กว้างขึ้น และการขยายสาขา จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 61 เติบโต



Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

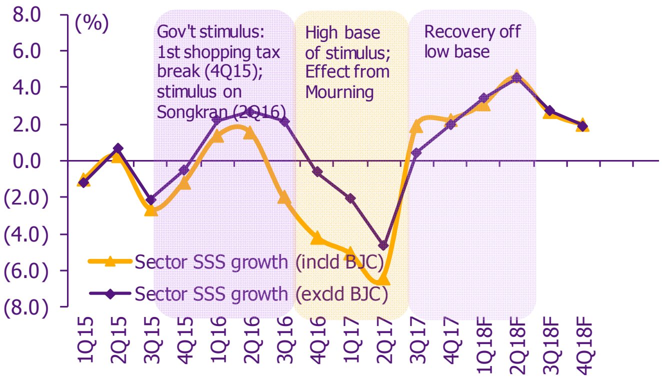
ศิริมา ดิสสรา, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

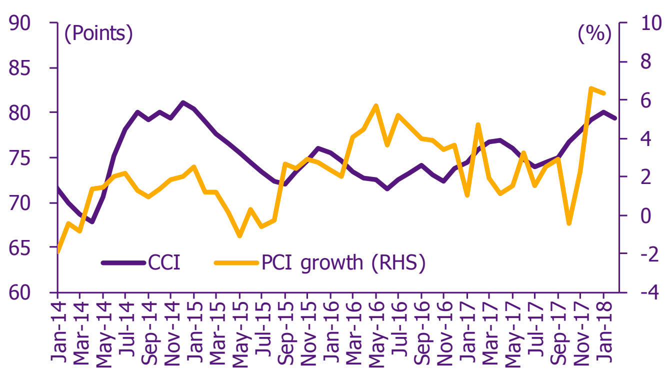
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Sector SSS growth revived in 2H17, with stronger growth in 2018



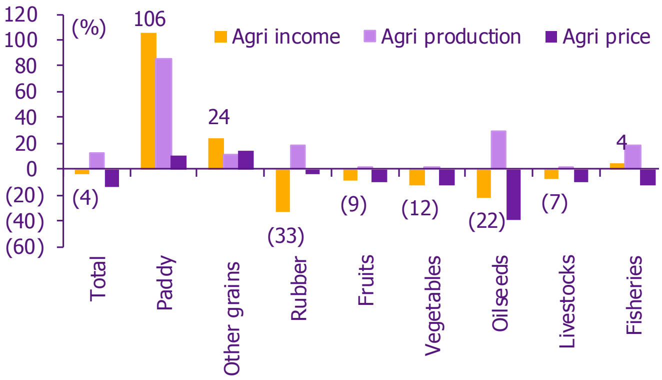
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: CCI dropped in Feb, but still at a three-year high, positive indicator for private consumption



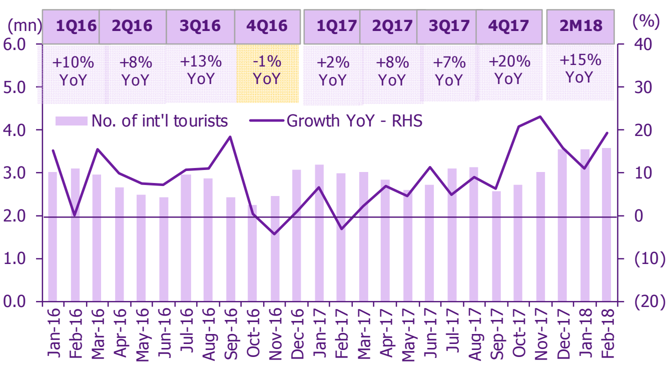
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 3: Farm income by segment in Jan, showing stronger growth in paddy, grains and fishery



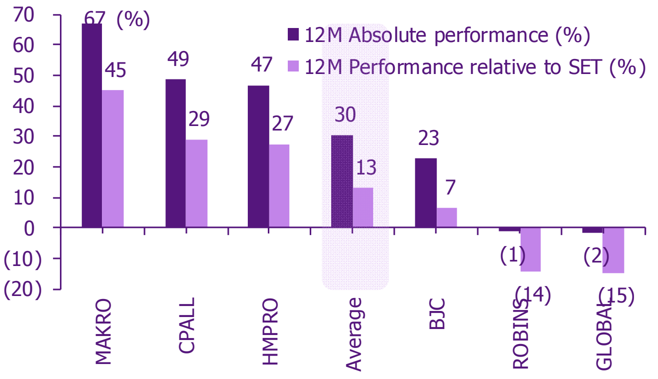
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 4: International tourists grew 20% YoY in 4Q17 and 15% YoY in 2M18, from a jump in Chinese tourists



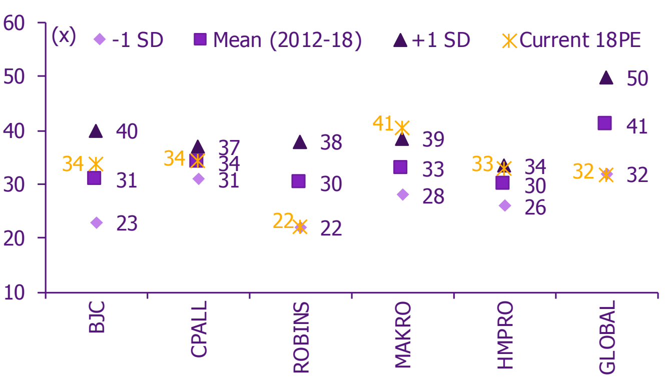
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 5: Price performance over the past year



Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 6: Current 2018PE vs. 7-year historical PE



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
BJC	Buy	58.00	73.0	27.0	45.2	34.0	28.1	35	33	21	2.1	2.1	2.0	5	6	7	1.0	1.1	1.4	19.2	17.5	16.2
CPALL	Buy	87.75	98.0	13.2	41.0	34.3	29.0	16	19	18	9.8	8.4	7.1	28	27	28	1.3	1.5	1.8	22.5	19.9	17.6
GLOBAL	Buy	15.60	21.0	35.7	38.8	31.9	26.3	(4)	22	21	4.7	4.3	3.8	13	14	15	1.1	1.1	1.1	25.5	21.9	18.7
HMPRO	Buy	14.10	16.5	19.5	37.9	32.5	28.0	18	17	16	10.0	9.2	8.3	27	29	31	2.2	2.5	2.9	20.8	18.6	16.6
MAKRO	Neutral	56.00	42.0	(23.3)	43.5	40.6	36.7	14	7	11	14.9	13.4	11.8	37	35	34	1.7	1.7	1.7	26.2	24.7	22.5
ROBINS	Buy	63.25	90.0	44.6	25.6	22.1	19.0	10	16	16	4.0	3.6	3.3	16	17	18	2.0	2.3	2.6	13.9	12.6	11.4
Average					**38.7**	**32.6**	**27.9**	**15**	**19**	**17**	**7.6**	**6.8**	**6.1**	**21**	**21**	**22**	**1.5**	**1.7**	**1.9**	**21.3**	**19.2**	**17.2**

Source: SCBS Investment Research

วัสดุก่อสร้าง

SET CONMAT index	Close: 21/3/2018	12,499.72	-43.15 / -0.34%	Bt1,874mn
Bloomberg ticker:	SETCONMT			

มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ

ความต้องการวัสดุก่อสร้างในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างช้าๆ ในปี 61 นำโดยการลงทุนภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกเชนที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ราคาผลิตภัณฑ์ทยอยปรับขึ้น YTD แต่เราคาดว่าจะเห็นการปรับราคาขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง top pick ของเราคือ SCC

ความต้องการวัสดุก่อสร้างจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ เมื่ออิงตัวเลขจากธปท. พบว่าในเดือนม.ค. ปริมาณขายปูนซีเมนต์ในประเทศลดลง 4% YoY แต่ปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคเพิ่มขึ้น 13% YoY เราคาดว่าความต้องการวัสดุก่อสร้างจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะเวลาอันใกล้นี้ โดยเกิดจากการลงทุนภาครัฐเพิ่มขึ้น และโครงการลงทุนภาคเอกชนที่ทยอยกลับมาอย่างช้าๆ สำหรับปี 61 เราคาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเพิ่มขึ้น 3% YoY (เทียบกับ -3% YoY สำหรับปูนซีเมนต์ และ -8% YoY สำหรับกระเบื้องเซรามิค ในปี 60) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโต 8.7% YoY (เทียบกับ -1.2% ในปี 60) และการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโต 3.0% YoY (เทียบกับ 1.7% ในปี 60) อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC

โครงการภาคเอกชน: ตัวชี้นำที่อ่อนแอในระยะสั้น พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ตัวชี้นำความต้องการปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง) ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปลายปี 58 และลดลงอย่างต่อเนื่องที่ -8% YoY ในเดือนธ.ค. โดย 64% เป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างนอกเขตเทศบาล (-13% YoY) และที่เหลือเป็นพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้างในเขตเทศบาล (+1% YoY) โดยพบการเติบโตในกลุ่มที่อยู่อาศัย (+2% YoY) และกลุ่มพาณิชยกรรม (+9% YoY) ในขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรม (-7% YoY) ปรับตัวลดลง

โครงการภาครัฐ: พบสัญญาณการเบิกจ่ายที่ดีขึ้น รัฐบาลปรับงบประมาณลงทุนปี 61 เพิ่มขึ้นสู่ 6.22 แสนลบ. (+15% YoY) ซึ่งเมื่อรวมกับการปรับตัวให้เข้ากับพระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐ ฉบับใหม่ พ.ศ. 2560 (มีผลบังคับใช้กลางปี 60 ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้การเบิกจ่ายภาครัฐล่าช้าในปีก่อน) จะช่วยให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนปรับตัวดีขึ้น ทั้งนี้ใน 4MFY61 (ต.ค. 60-ม.ค. 61) รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณได้ปานกลางที่ 1.14 แสนลบ. (+2% YoY) แต่ในเดือนม.ค.เพียงเดือนเดียว รัฐบาลเร่งเบิกจ่ายงบประมาณเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ 2.6 หมื่นลบ. (+42% YoY) สำหรับโครงการขนาดใหญ่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงคมนาคม SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นในปี 2561-63 การอนุมัติและการก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

ราคาจะปรับขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงระดับสูง ในปี 60 ราคาถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้นถึง 35% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 24% YoY ตั้งแต่ต้นปี 61 เป็นต้นมา ราคาถ่านหิน (spot price) เพิ่มขึ้น 18% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 22% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะล็อคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซมักจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ทั้งนี้ใน 2M61 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น (+1% QoQ และ +4% YoY) และดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้นเล็กน้อย (+1% QoQ แตทรงตัว QoQ) เราคาดว่าต้นทุนที่สูงขึ้นจะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นอีก แต่ความต้องการวัสดุก่อสร้างที่ฟื้นตัวอย่างเปราะบางอาจจะทำให้การปรับราคาขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นทำได้จำกัดในระยะสั้น

Top pick คือ SCC Top pick ของเรา คือ SCC เพราะ valuation น่าสนใจมากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง และผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 17F	P/E (x) 18F	P/BV (x) 17F	P/BV (x) 18F
DCC	Neutral	3.0	3.7	27.1	16.2	15.5	4.7	4.4
SCC	Buy	502.0	600.0	23.3	11.3	10.6	1.8	1.6
SCCC	Neutral	261.0	270.0	7.3	24.4	23.1	2.2	2.1
Average					**17.3**	**16.4**	**2.9**	**2.7**

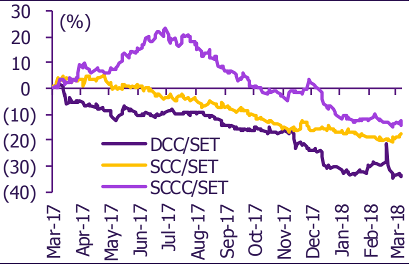
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	(15.6)	(11.2)	(28.8)	(16.2)	(14.1)	(38.1)
SCC	5.0	2.9	(5.6)	4.3	(0.5)	(17.9)
SCCC	0.4	(3.7)	(3.1)	(0.3)	(6.9)	(15.7)

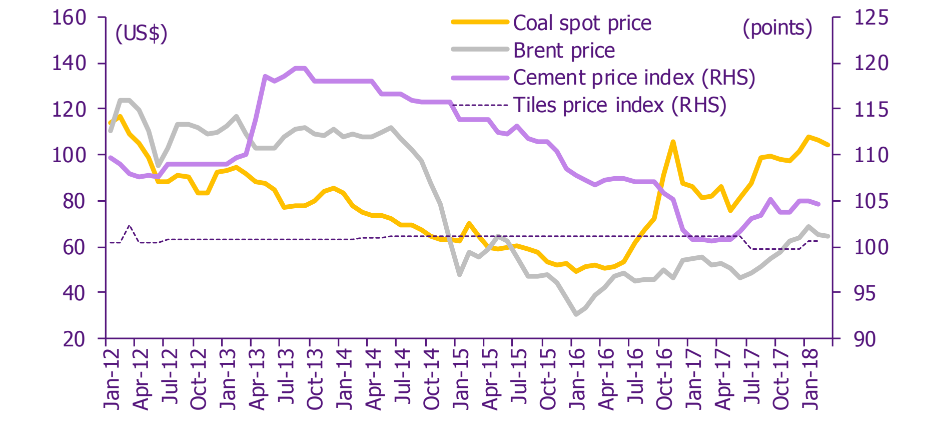
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาผลิตภัณฑ์เริ่มปรับขึ้น และจะปรับขึ้นอีกเพื่อครอบคลุมต้นทุน

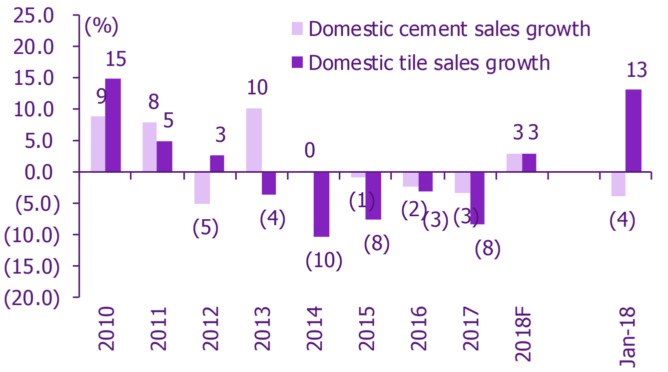


Source: REIC, NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

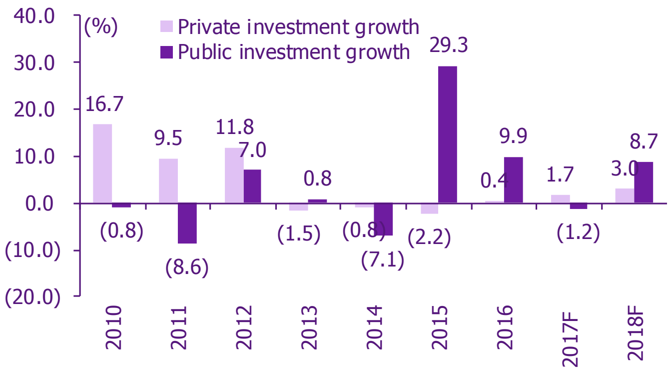
ศิริมา ดิสสรา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Local sales volume growth in 2018F



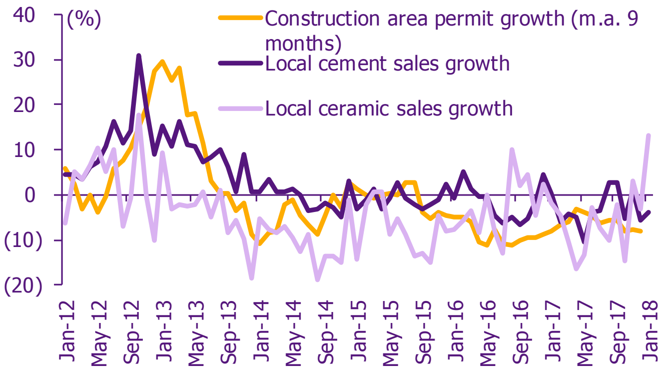
Source: BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Public and private investment growth



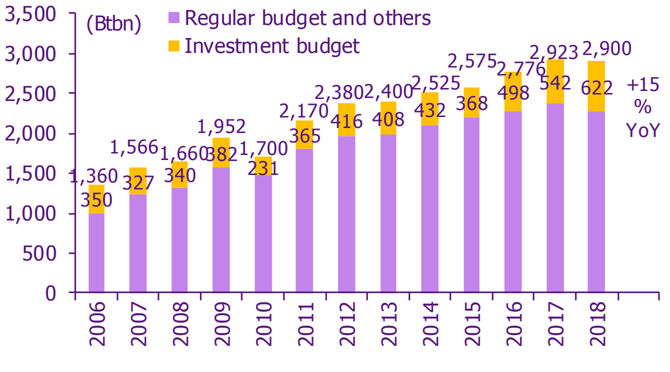
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permits (9-month moving average) remained inactive



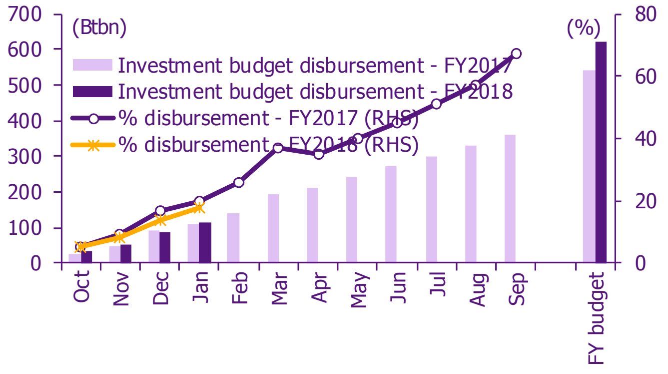
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Government investment budget raised to Bt622bn (+15% YoY) in FY2018



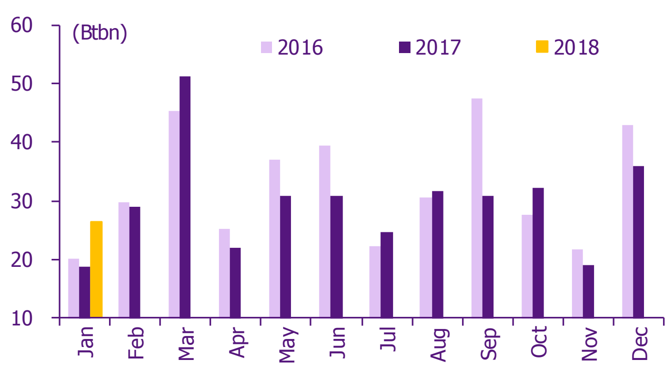
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 5: The government disbursed Bt114bn (18% of budget in 4MFY18 vs 20% in 4MFY17) ...



Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: ... but the disbursement in Jan alone was Bt26bn, +42% YoY



Source: SCB EIC based on MOT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
DCC	Neutral	3.02	3.7	27.1	17.7	16.2	15.5	(21)	9	5	5.2	4.7	4.4	31	31	29	4.2	4.6	4.8	12.2	10.7	9.8
SCC	Buy	502.00	600.0	23.3	11.6	11.3	10.6	(4)	2	7	2.0	1.8	1.6	18	17	16	3.8	3.8	3.8	7.5	7.1	6.6
SCCC	Neutral	261.00	270.0	7.3	27.5	24.4	23.1	(39)	13	6	2.0	2.2	2.1	9	9	9	3.8	3.8	3.9	12.7	12.0	11.7
Average					**18.9**	**17.3**	**16.4**	**(22)**	**8**	**6**	**3.1**	**2.9**	**2.7**	**19**	**19**	**18**	**4.0**	**4.1**	**4.2**	**10.8**	**9.9**	**9.4**

Source: SCBS Investment Research

ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

SET ETRON index	Close: 21/3/2018	1,601.97	+14.29 / +0.90%	Bt243mn
Bloomberg ticker:	SETETRON			

เติบโตปานกลางในปี 61

เราเชื่อว่าความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 61 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มสมาร์ทโฟน, ยานยนต์, อุตสาหกรรม และ IoT โดย WSTS คาดว่ายอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 9.5% ในปีนี้ อย่างไรก็ตามแรงกดดันด้านต้นทุน (เงินบาทแข็งค่าและปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบ) ยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่อง แรงกดดันดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มกำไร 1Q61 ซึ่งเป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับอุตสาหกรรมอีกด้วย top picks ของเรา คือ: 1) DELTA เพราะกลุ่มยานยนต์และ data-center มีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง และคาดว่ากำไร 1Q61 จะเติบโต YoY ดีที่สุด และ 2) KCE เพราะกำไรจะฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q61 เมื่อปัญหาคอขวดในการผลิตคลี่คลาย

สรุปผลประกอบการปี 60: ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน แม้อุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์เติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 60 แต่กำไรปกติของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 4 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรากลับเติบโตเพียง 1% สู่ 1.10 หมื่นลบ.ในปี 60 เพราะได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่า 3.9% และต้นทุนที่สูงขึ้นจากการขาดแคลนวัตถุดิบ บริษัทที่กำไรเติบโตมากที่สุด คือ HANA (16%, เกิดจากการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในกลุ่มโทรคมนาคม) ตามด้วย DELTA (9%, เกิดจากการเติบโตในกลุ่มยานยนต์) ในทางกลับกัน กำไรปกติของ SVI หดตัวลง 22% เพราะอัตรากำไรขั้นต้นลดลง 0.7% และกำไรปกติของ KCE ลดลง 20% เพราะอัตรากำไรขั้นต้นลดลง 4.9% หลักๆ เกิดจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นมากและผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน

แนวโน้มปี 61: ความต้องการชิ้นส่วนฯ จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง... ปี 60 เป็นปีที่ดีสำหรับอุตสาหกรรมชิ้นส่วนฯ เพราะความต้องการชิ้นส่วนฯ เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ซึ่งส่งผลทำให้ยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเติบโต 21.6% สู่ US$4.12 แสนล้าน สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 53 อ้างอิงข้อมูลจาก World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) ปี 61 มีแนวโน้มที่จะยังเป็นปีที่แข็งแกร่ง โดย WSTS คาดว่ายอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเติบโต 9.5% สู่ US$4.51 แสนล้านในปี 61 ชะลอตัวลงจากปี 60 แต่ยังแข็งแกร่งมาก และสูงกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ย 10 ปีที่ 5.5% ทั้งนี้ WSTS ปรับเพิ่มประมาณการปี 61 เมื่อวันที่ 28 ก.พ. 61 จากประมาณการเดิมที่ 7% ในเดือนพ.ย. 60 ตัวเลขเดือนม.ค.ก็ดูดี โดยยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกอยู่ที่ US$3.76 หมื่นล้าน เพิ่มขึ้น 22.7% YoY แม้ลดลง 1.1% MoM ตามฤดูกาล (เทียบกับที่ลดลงเฉลี่ย 2.3% MoM ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา) อ้างอิงข้อมูลจาก Semiconductor Industry Association (SIA)

...แต่ยังมีแรงกดดันด้านต้นทุน ความต้องการชิ้นส่วนฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก (โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากตลาด Internet of Things, อุตสาหกรรม, โทรศัพท์เคลื่อนที่ และยานยนต์) ส่งผลทำให้เกิดปัญหาอุปทานขาดตอน และการขยายกำลังการผลิตในอัตราที่ชะลอตัวลง ส่งผลทำให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบ (โดยเฉพาะอย่างยิ่ง passive components) ทั้งนี้เมื่ออ้างอิงข้อมูลจากแหล่งข่าวในอุตสาหกรรมหลายแห่ง สถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบตัวอาจจะยืดเยื้อไปจนถึงปี 62 อุปทานที่ตึงตัวและการสั่งซื้อวัตถุดิบที่ต้องใช้เวลารอคอยนาน ทำให้เราเชื่อว่าบริษัทขนาดใหญ่ที่มีระบบบริหารการจัดซื้อวัตถุดิบที่ดีและมีความยืดหยุ่นทางการเงินจะได้รับผลกระทบด้านลบน้อยกว่าบริษัทขนาดเล็ก ทั้งนี้เมื่อดูจากผลประกอบการปี 60 พบว่า DELTA และ HANA (บริษัทขนาดใหญ่)ได้รับผลกระทบน้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

Top picks คือ DELTA และ KCE เราชอบ DELTA มากที่สุด เนื่องจากคาดว่ากำไรจะเติบโต YoY ดีที่สุดในจำนวนบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั้งหมดภายใต้การวิเคราะห์ของเรา นอกจากนี้เราก็ชอบ KCE เนื่องจากคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q61 เมื่อบริษัทติดตั้งเครื่องเจาะใหม่เพื่อแก้ปัญหาคอขวดในการผลิตสำหรับผลิตภัณฑ์พิเศษ ทั้งนี้เราไม่ได้เลือก SVI เป็น top pick แม้เราคาดว่ากำไรปี 61 จะเติบโตสูงที่สุด เพราะเกิดจากฐานต่ำของปีก่อน และเรายังไม่แน่ใจว่าสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบซึ่งส่งผลกระทบต่อ SVI มากที่สุด จะยืดเยื้อนานแค่ไหน

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 17F	P/E (x) 18F	P/BV (x) 17F	P/BV (x) 18F
DELTA	Buy	66.5	90.0	39.8	12.1	10.6	2.3	2.0
HANA	Buy	35.3	45.0	33.3	11.8	10.7	1.3	1.3
KCE	Buy	69.5	86.0	26.9	14.6	12.2	3.2	2.8
SVI	Neutral	4.6	4.4	(3.4)	18.1	15.3	1.4	1.3
Average					**14.1**	**12.2**	**2.0**	**1.8**

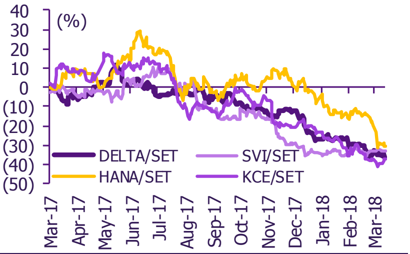
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DELTA	(2.9)	(12.5)	(18.4)	(3.6)	(15.4)	(29.0)
HANA	(15.6)	(24.2)	(25.0)	(16.2)	(26.7)	(34.8)
KCE	0.7	(19.0)	(34.7)	0.0	(21.6)	(43.2)
SVI	11.0	10.0	(14.9)	10.2	6.3	(26.0)

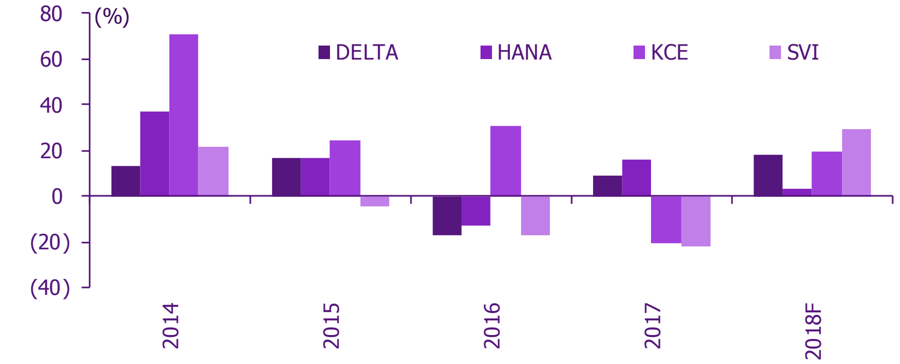
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

อัตราการเติบโตของกำไรในแต่ละปี



Source: Companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศลยา ณ สงขลา

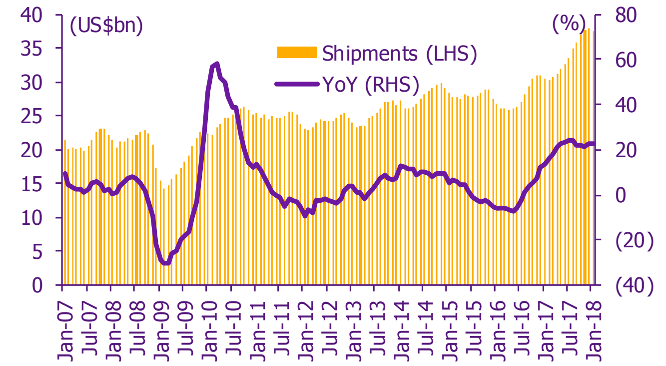
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1006

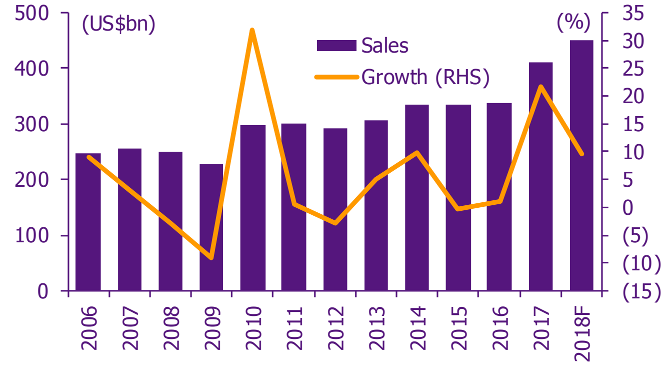
solaya.na_songkhla@scb.co.th

Figure 1: Worldwide semiconductor sales (monthly)



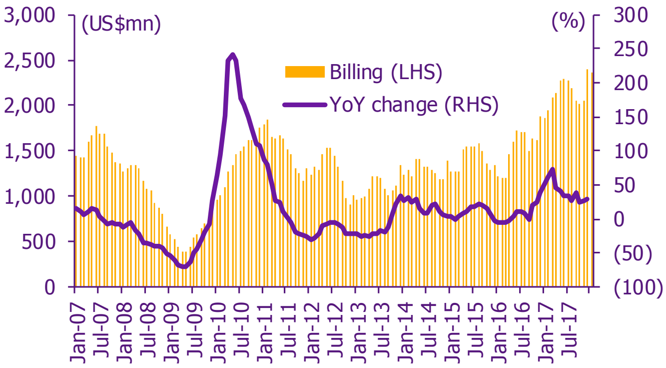
Source: SIA and SCBS Investment Research

Figure 2: Worldwide semiconductor sales forecast



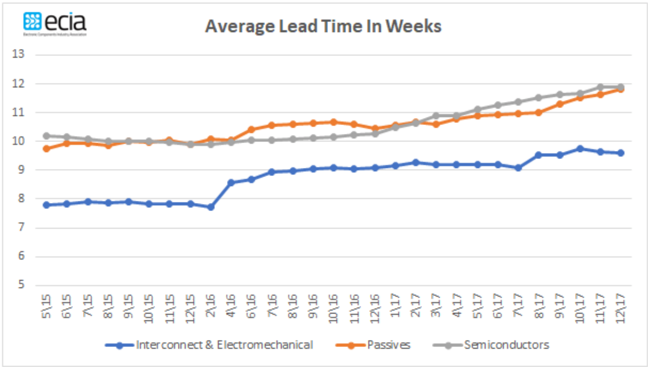
Source: SIA and SCBS Investment Research

Figure 1: N. American semi. equipment billing



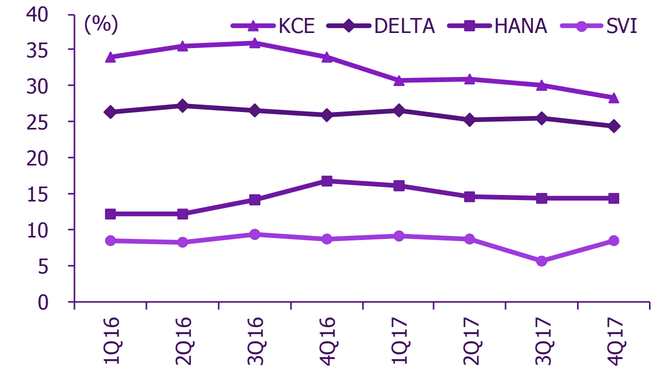
Source: SEMI.org, Note: 3 months average

Figure 2: Extended lead time for some components



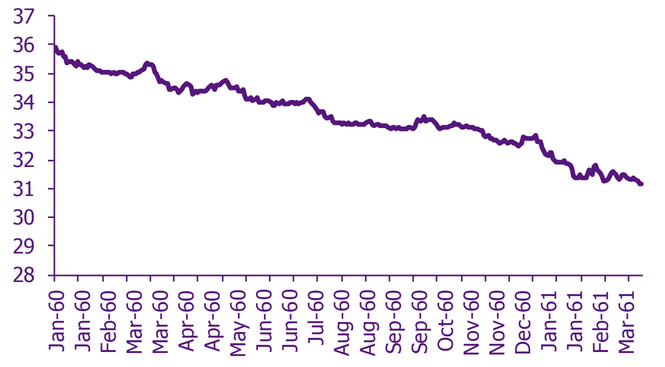
Source: Electronics Component Industry Association (ECIA)

Figure 3: Gross margin



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: Exchange rate baht/US dollar



Source: BOT

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
DELTA	Buy	66.50	90.0	39.8	14.3	12.1	10.6	9	18	13	2.6	2.3	2.0	18	20	20	3.3	4.5	4.7	9.3	7.3	6.3
HANA	Buy	35.25	45.0	33.3	12.0	11.8	10.7	16	2	10	1.4	1.3	1.3	12	11	12	5.7	5.7	5.7	5.2	4.8	4.4
KCE	Buy	69.50	86.0	26.9	17.4	14.6	12.2	(20)	19	20	3.6	3.2	2.8	22	23	24	3.2	3.2	3.5	12.6	11.0	9.0
SVI	Neutral	4.64	4.4	(3.4)	23.4	18.1	15.3	(22)	30	18	1.5	1.4	1.3	6	8	9	1.8	1.8	1.8	10.3	7.7	6.5
Average					**16.8**	**14.1**	**12.2**	**(4)**	**17**	**15**	**2.3**	**2.0**	**1.8**	**14**	**16**	**16**	**3.5**	**3.8**	**3.9**	**9.3**	**7.7**	**6.6**

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENERG index	Close: 21/3/2018	26,677.38	+53.25 / +0.20%	Bt12,619mn
Bloomberg ticker:	SETENERG			

Top picks คือ PTT และ IRPC

ราคาหุ้นน้ำมันและก๊าซไทยปรับตัวขึ้นได้ดีใน 1Q61 โดยเพิ่มขึ้น 5% QTD (เทียบกับ SET ที่ +3%) นำโดย PTT (+23%) และ PTTEP (+16%) เพราะได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น IRPC (+7%) ปรับตัว outperform หุ้นโรงกลั่นตัวอื่นๆ เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มพลังงาน เนื่องจากราคาน้ำมันและค่าการกลั่นมีแนวโน้มเป็นบวกในปี 61 top picks ของเราสำหรับกลุ่มพลังงานยังคงเป็น PTT และ IRPC

ผลการดำเนินงานปี 60 ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในปี 60 ช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิของบริษัทน้ำมันและก๊าซภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS (65% ของ market cap กลุ่มพลังงาน) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35% YoY (65% ของ market cap กลุ่มพลังงาน) นำโดยบริษัทขนาดใหญ่ 2 บริษัท คือ PTT และ PTTEP ซึ่งกำไรเพิ่มขึ้นถึง 43% และ 60% YoY ตามลำดับ กำไรของ PTT ทำสถิติสูงสุดใหม่ แม้ราคาน้ำมันเฉลี่ยยังอยู่ที่ระดับไม่ถึงครึ่งของจุดสูงสุด กำไรของผู้ประกอบการโรงกลั่นเพิ่มขึ้น 14% YoY ในปี 60 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าการกลั่นที่สูงขึ้นและกำไรจากสต็อกน้ำมัน เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพลังงานจะเติบโต 10% YoY ในปี 61 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันและค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้น

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องใน 1Q61 โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยปรับขึ้น 22% YoY สู่ US$67/bbl หลังจากปรับขึ้น 23% YoY ในปี 60 ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นส่งผลทำให้กลุ่มผู้ผลิตนอกโอเปกผลิตน้ำมันมากขึ้น โดยเฉพาะสหรัฐฯ ซึ่งเพิ่มจำนวนแท่นขุดเจาะในแหล่งผลิตน้ำมันอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดพบว่าจำนวนแท่นขุดเจาะเพิ่มขึ้น 49 แท่นใน 10 สัปดาห์จากสิ้นปี 60 หลังจากมีจำนวนแท่นขุดเจาะเพิ่มขึ้น 222 แท่นในปี 60 ทั้งนี้ปัจจุบันมีแท่นขุดเจาะน้ำมัน 796 แท่นในสหรัฐฯ เทียบกับ 617 แท่นใน 1 ปีก่อน ส่งผลทำให้การผลิตน้ำมันทำสถิติสูงสุดที่ 10.37 ล้านบาร์เรล/วัน ผลผลิตน้ำมันในสหรัฐฯ เป็นปัจจัยสำคัญในการกำหนดทิศทางราคาน้ำมันในช่วงที่เหลือของปีนี้ เรายังคงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปี 61 ที่ US$65/bbl เพิ่มขึ้น 20% YoY จาก US$54.3/bbl แม้ราคาน้ำมันจะลดลงเมื่ออุปสงค์ในฤดูหนาวสิ้นสุดลง แต่ราคาน่าจะปรับขึ้น YoY เพื่อสะท้อนอุปสงค์ที่สูงขึ้นในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ และอุปทานจำกัดจากโอเปก

ธุรกิจกลั่นน้ำมันแข็งแกร่ง Singapore GRM โดยเฉลี่ยปรับตัวลดลง 4% QoQ สู่ US$6.9/bbl แต่เพิ่มขึ้น 6% YoY โดยลดลงในช่วงต้นปีเพราะราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว แม้อุปสงค์ที่แข็งแกร่งสำหรับผลิตภัณฑ์ middle distillate ช่วยหนุนให้ราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปปรับตัวขึ้น เราคาดว่า GRM จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2Q61 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์น้ำมันสำเร็จรูป (โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล) ที่สูงขึ้นเพราะเศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวดีขึ้น การหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นประจำปี และราคาน้ำมันดิบที่ลดลง หลักๆ เกิดจากการผลิต shale oil ในสหรัฐฯ เราใช้สมมติฐาน GRM ปี 61 ที่ US$7.22/bbl เทียบกับ US$7.09/bbl ในปี 60

PTT เป็น top pick ของกลุ่มพลังงาน และ IRPC เป็น top pick ของกลุ่มโรงกลั่น top picks ของเราในไตรมาสก่อน (PTT และ IRPC) ปรับตัว outperform กลุ่ม โดยเฉพาะ PTT นักลงทุนสนใจลงทุนใน PTT มากขึ้น หลังจากผลการดำเนินงานปี 60 ออกมาดีมาก ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ และการแตกพาร์ เราคาดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 61 ท่ามกลางภาวะราคาน้ำมันที่ดีขึ้น นอกจากนี้เราก็ชอบ IRPC ซึ่งผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากโครงการของบริษัทจะดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น โดยเฉพาะโครงการ UHV ที่จะดำเนินงานได้อย่างราบรื่นมากขึ้นหลังจากการดำเนินงานสะดุดในปี 60 ปัญหาหลักๆ ของโครงการนี้ได้รับการแก้ไขแล้ว พร้อมกับการอัพเกรด (โครงการ gasoline maximization) เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากภาวะตลาดที่ดี เราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะทำให้บริษัทสามารถเพิ่มปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นสู่จุดสูงสุดใหม่ในปี 61 การเดินเครื่องกำลังการผลิต PP ใหม่ตลอดทั้งปี บวกกับ GRM ที่ดีขึ้นจากการดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น และ crack spread ที่กว้างขึ้นของน้ำมันดีเซล ก็จะเป็นปัจจัยสนับสนุนด้วยเช่นกัน

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BCP	Buy	38.5	53.0	43.4	9.5	7.8	1.1	1.0
ESSO	Sell	17.8	16.0	(4.5)	8.9	8.7	1.9	1.8
IRPC	Buy	7.6	9.2	26.6	10.4	9.2	1.6	1.5
PTT	Buy	542.0	620.0	18.3	10.7	10.4	1.7	1.6
PTTEP	Buy	116.0	150.0	33.2	13.4	13.0	1.2	1.1
SPRC	Buy	16.8	20.0	26.2	7.9	9.0	1.6	1.5
TOP	Buy	96.3	125.0	35.1	9.6	9.6	1.4	1.3
Average				**25.5**	**10.1**	**9.7**	**1.5**	**1.4**

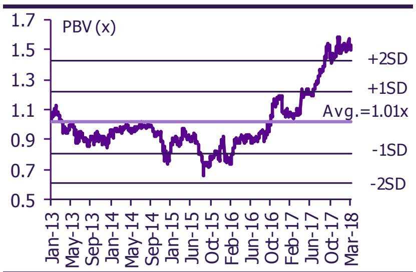
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	(3.1)	(4.3)	14.9	(3.8)	(7.5)	(0.1)
ESSO	1.1	0.6	63.3	0.4	(2.7)	42.0
IRPC	(3.8)	8.6	46.6	(4.5)	5.1	27.5
PTT	0.4	21.5	33.5	(0.3)	17.5	16.1
PTTEP	0.9	16.3	27.1	0.2	12.5	10.6
SPRC	(1.8)	(2.9)	30.2	(2.5)	(6.1)	13.3
TOP	(3.3)	(4.7)	25.8	(4.0)	(7.8)	9.4

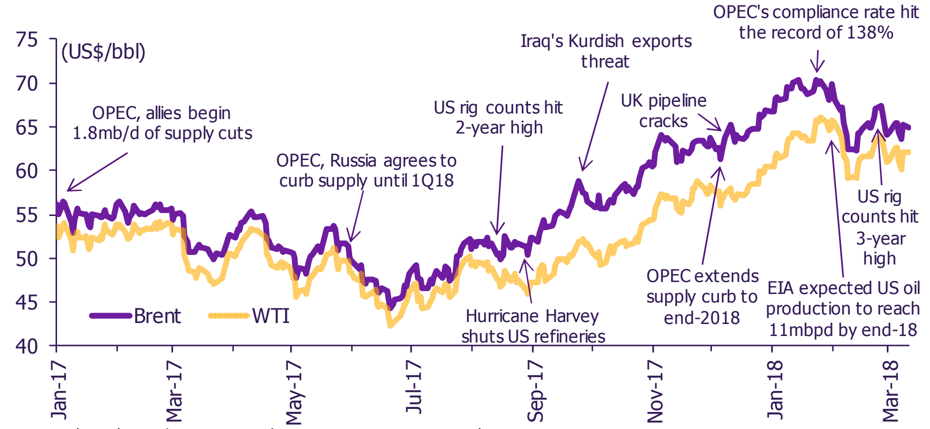
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETENERG



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันดิบ – เบรนท์ เทียบกับ WTI

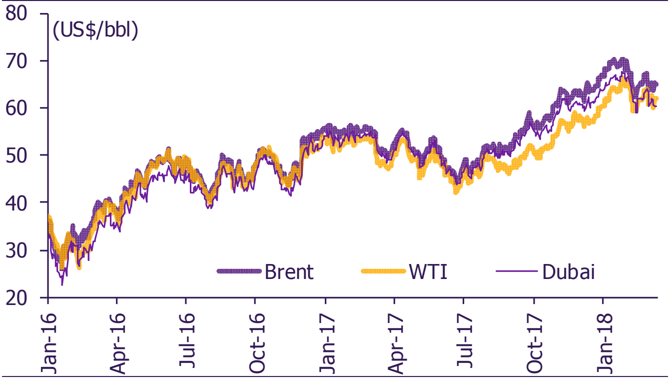


Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

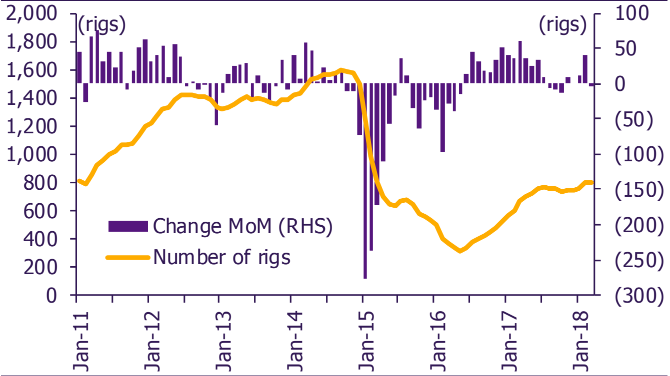
ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil price



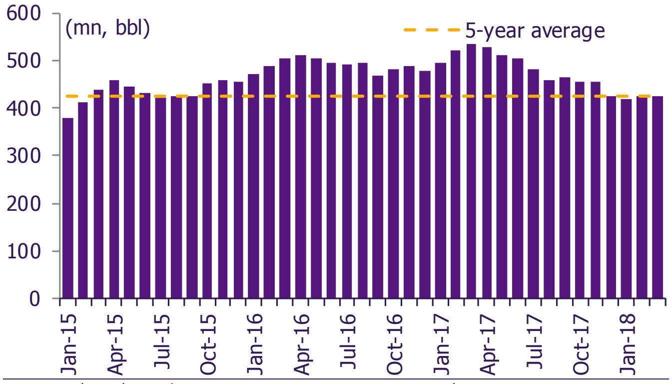
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: US rig count



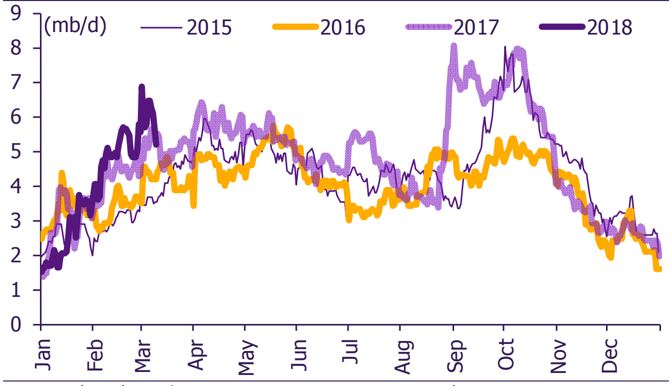
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

Figure 3: US crude oil inventory



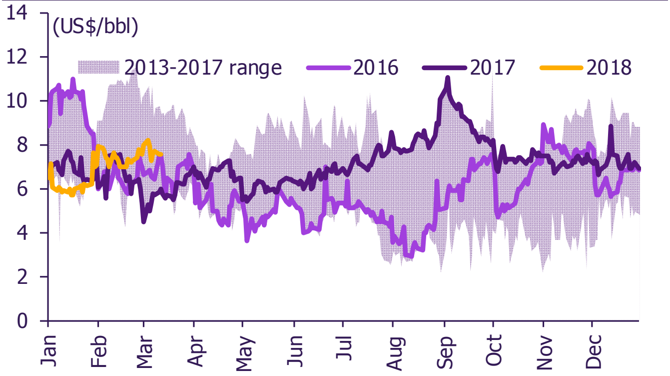
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Global oil refinery maintenance shutdowns



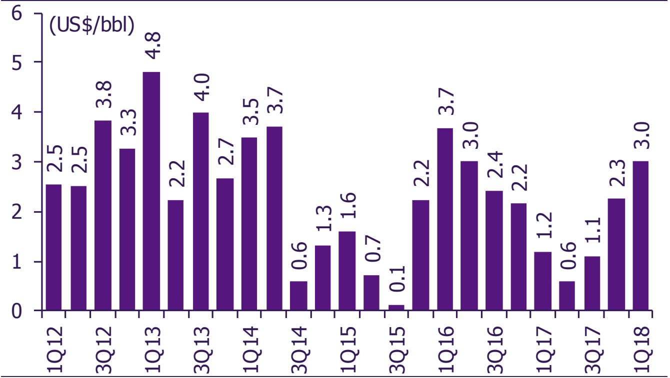
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Gross refining margin – Singapore



Source: Bisnews, SCBS Investment Research

Figure 6: Crude premium (Brent-Dubai)



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F	EV/EBITDA (x) 17A	EV/EBITDA (x) 18F	EV/EBITDA (x) 19F
BCP	Buy	38.50	53.0	43.4	8.5	9.5	7.8	52	(11)	21	1.2	1.1	1.0	15	12	14	5.6	5.7	6.0	6.6	6.7	5.7
ESSO	Sell	17.80	16.0	(4.5)	8.5	8.9	8.7	10	(5)	2	2.2	1.9	1.8	30	23	21	5.6	5.6	5.6	7.2	7.2	6.5
IRPC	Buy	7.55	9.2	26.6	14.1	10.4	9.2	(14)	35	13	1.8	1.6	1.5	13	16	17	3.8	4.8	5.4	9.6	6.4	5.8
PTT	Buy	542.00	620.0	18.3	10.8	10.7	10.4	37	1	2	1.9	1.7	1.6	12	11	10	3.7	3.9	4.1	4.7	3.9	3.4
PTTEP	Buy	116.00	150.0	33.2	12.0	13.4	13.0	115	(11)	3	1.2	1.2	1.1	10	9	9	3.7	3.9	3.9	3.7	3.2	3.0
SPRC	Buy	16.80	20.0	26.2	9.9	7.9	9.0	(9)	24	(12)	1.7	1.6	1.5	18	21	17	6.8	7.1	7.1	5.9	4.9	4.9
TOP	Buy	96.25	125.0	35.1	9.0	9.6	9.6	4	(7)	0	1.5	1.4	1.3	18	15	14	5.5	5.2	5.2	5.2	5.5	5.2
Average					**10.4**	**10.1**	**9.7**	**35**	**(1)**	**3**	**1.6**	**1.5**	**1.4**	**16**	**15**	**15**	**5.0**	**5.2**	**5.3**	**6.1**	**5.4**	**4.9**

Source: SCBS Investment Research

SET FIN index	Close: 21/3/2018	3,625.15	+11.43 / +0.32%	Bt1,445mn
Bloomberg ticker:	SETFIN			

Valuation แพง และกำไรจะเติบโตน้อยลง

ทั้ง KTC และ AEONTS ซื้อขายที่ valuation แพง หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นสูงกว่าเป้า เราคาดว่ากำไรจะเติบโตน้อยลงในปี 61 เพราะมาตรการลดผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเป็นมาตรการระยะสั้นที่ไม่ยั่งยืน, มีความเสี่ยงที่ต้นทุนทางการเงินจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และธนาคารพาณิชย์จะกลับมาแข่งขันรุนแรงมากขึ้น เราคงคำแนะนำ "ขาย" หุ้นสองตัวนี้

มาตรการรับมือกับหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้นเป็นเพียงมาตรการระยะสั้นที่ไม่ยั่งยืน ทั้ง KTC และ AEONTS ประสบความสำเร็จในการนำมาตรการบางอย่างมาใช้ชดเชยผลกระทบด้านลบจากการลดอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตจาก 20% สู่ 18% และการลดเพดานสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล (มีผลบังคับใช้วันที่ 1 ก.ย. 60) ได้มากเกินพอ และส่งผลทำให้กำไร 4Q60 สูงกว่าคาด ทั้งสองบริษัทเปลี่ยนมาใช้แหล่งเงินทุนจากเงินกู้ยืมระยะสั้นใน 4Q60 เพื่อลดต้นทุนทางการเงินลง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดผลกระทบจากการลดอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิต เรามองว่าสถานการณ์เช่นนี้ไม่น่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 61 เพราะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรฟื้นตัว KTC ลดค่าใช้จ่ายการตลาดลงเพื่อชดเชยผลกระทบด้านลบดังกล่าว แต่จะไม่สามารถนำมาตรการนี้มาใช้ในปี 61 เนื่องจากธนาคารพาณิชย์กลับเข้ามาในตลาดนี้ และการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น ในขณะเดียวกัน เพื่อลดผลกระทบจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น AEONTS จึงเร่งขยายสินเชื่อผ่านการเร่งเพิ่มวงเงินสินเชื่อให้กับลูกค้าชั้นดีก่อนที่หลักเกณฑ์ดังกล่าวจะมีผลบังคับใช้ ซึ่งหมายความว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อไม่น่าจะอยู่ในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่อง

มีความเสี่ยงที่ต้นทุนทางการเงินจะเพิ่มขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงที่สุดในรอบ 4 ปี จะกดดันให้ KTC และ AEONTS ต้องขยาย duration ของหนี้สินเพื่อล็อคต้นทุนทางการเงินเอาไว้ ซึ่งจะสร้างแรงกดดันขาขึ้นต่อต้นทุนทางการเงิน เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 61 และเพิ่มขึ้นในปี 62-63 โดยเกิดจากการเพิ่มสัดส่วนเงินกู้ยืมระยะยาว และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น การลดอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตลงจาก 20% สู่ 18% ณ เดือนก.ย. 60 จะมีผลกระทบเต็มปีในปี 61 เราคาดว่า NIM จะลดลงในปี 61-63

พรีวิวผลประกอบการ 1Q61 สำหรับ AEONTS เราคาดว่ากำไร 4QFY60 (พ.ย.-ก.พ.) จะเติบโต 7% QoQ แต่ลดลง 4% QoQ สู่ 800 ลบ. โดยอิงกับการคาดการณ์ว่า: 1) สินเชื่อยังคงขยายตัวดีที่ 5% QoQ และ 20% YoY, 2) NIM อยู่ในระดับทรงตัว QoQ และ 3) credit cost เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากการเตรียมพร้อมรับเกณฑ์ IFRS9 สำหรับ KTC เราคาดว่ากำไร 1Q61 จะเพิ่มขึ้นถึง 29% YoY เพราะ credit cost ลดลง และจะเพิ่มขึ้น 1% QoQ เนื่องจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงตามฤดูกาลจะได้รับการชดเชยจากค่าใช้จ่ายการตลาดที่ลดลง

แนะนำ "ขาย" ทั้ง AEONTS และ KTC ราคาหุ้นทั้ง AEONTS และ KTC ปรับตัวขึ้นสูงเกินเป้า โดย AEONTS ปรับขึ้นถึง 71% และ KTC ปรับขึ้นถึง 40% YTD ส่งผลทำให้ราคาหุ้นสองตัวนี้สูงเกินมูลค่า โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะเติบโตน้อยลง โดยมีสาเหตุมาจากหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น, ความเสี่ยงที่ต้นทุนทางการเงินจะเพิ่มขึ้น และการแข่งขันสูงขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AEONTS	Sell	179.5	130.0	(25.2)	14.9	13.1	2.5	2.2
KTC	Sell	261.0	150.0	(40.2)	17.6	16.0	4.5	3.8
Average					**16.3**	**14.6**	**3.5**	**3.0**

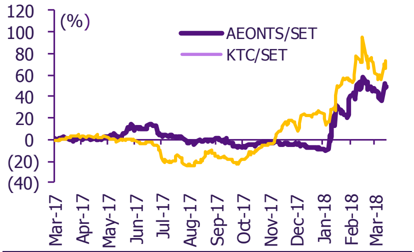
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	6.8	74.3	76.8	6.1	68.5	53.8
KTC	4.4	43.4	90.5	3.7	38.7	65.7

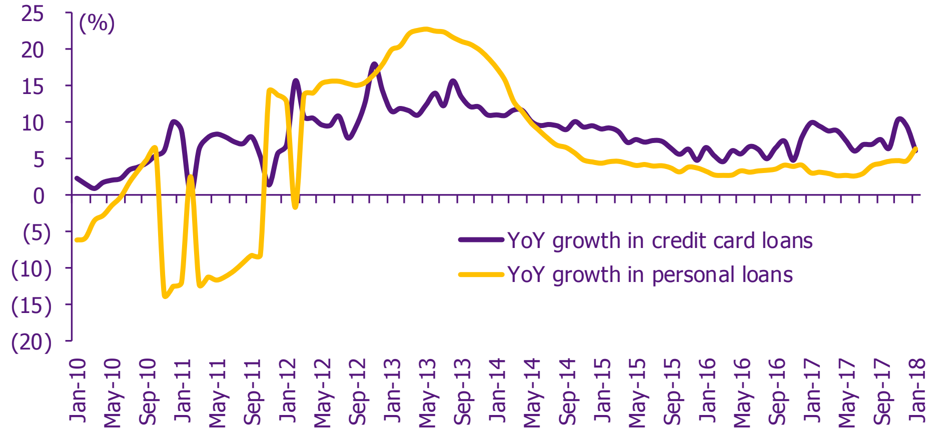
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นใน 4Q60 จะช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตที่ลดลง แต่ไม่ยั่งยืน

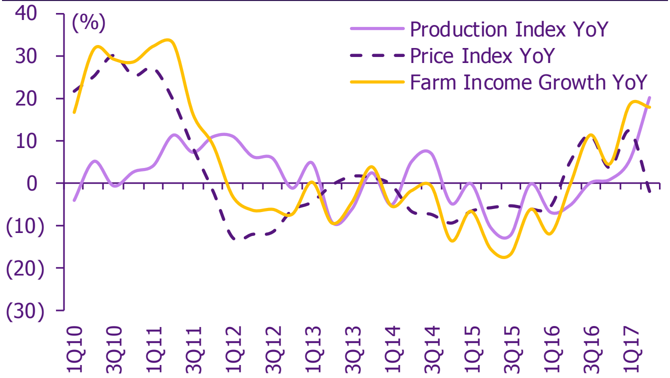


Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

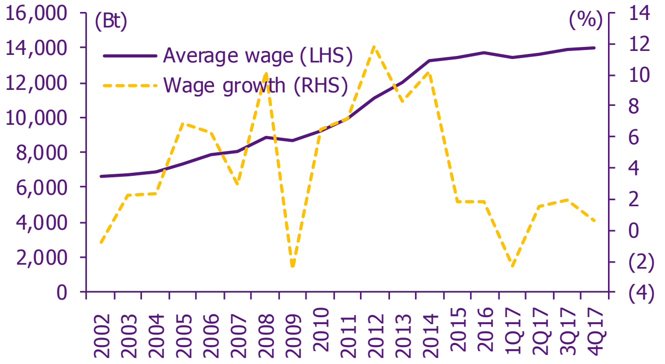
กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Farm income



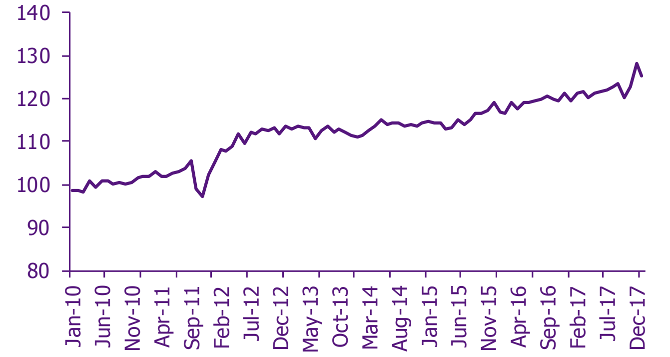
Source: NESDB, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Average wages



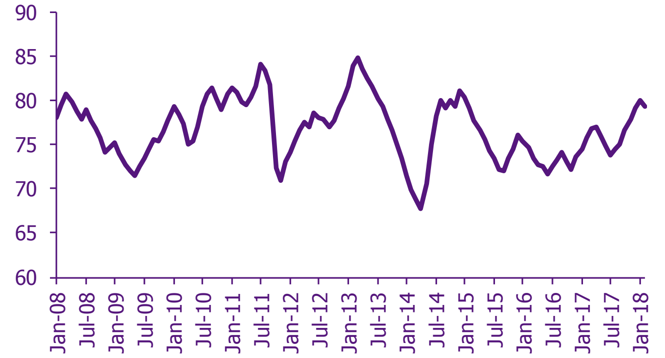
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Private consumption index



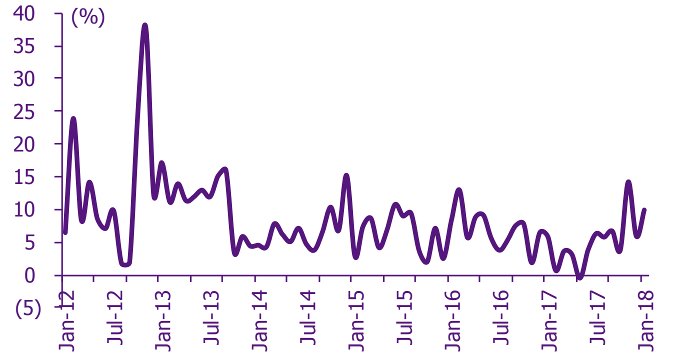
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer confidence index



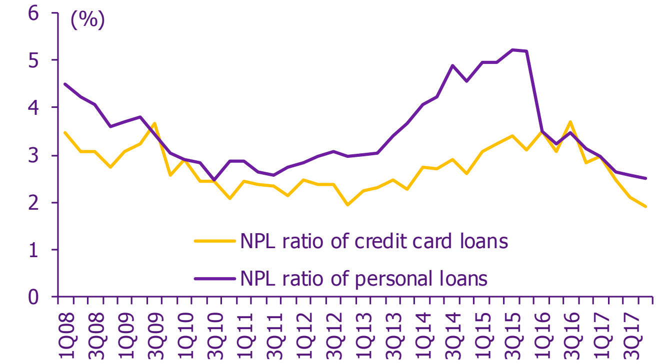
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: YoY growth in credit card spending



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Credit card and personal loan NPLs



Source: Banks and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AEONTS	Sell	179.50	130.0	(25.2)	15.8	14.9	13.1	18	7	13	2.9	2.5	2.2	19	18	18	2.0	2.4	2.7
KTC	Sell	261.00	150.0	(40.2)	20.4	17.6	16.0	32	15	10	5.4	4.5	3.8	29	28	26	2.0	2.3	2.6
Average					**18.1**	**16.3**	**14.6**	**25**	**11**	**12**	**4.1**	**3.5**	**3.0**	**24**	**23**	**22**	**2.0**	**2.3**	**2.6**

Source: SCBS Investment Research

SET FOOD index	Close: 21/3/2018	13,021.77	-124.14 / -0.94%	Bt2,121mn
Bloomberg ticker:	SETFOOD			

ธุรกิจสัตว์น้ำดูดีขึ้นใน 1H61

ต้นทุนวัตถุดิบทูน่าและแซลมอนที่ลดลงในระยะหลังนี้ทำให้แนวโน้มธุรกิจสัตว์น้ำสดใสขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนผลประกอบการ 1H61 ในทางกลับกัน ราคาผลิตภัณฑ์ไก่และหมูที่ปรับตัวลดลงจากสถานการณ์อุปทานล้นตลาดท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น จะสร้างแรงกดดันต่อผลประกอบการของธุรกิจสัตว์บก top picks ของเรา คือ TU และ CPF

ธุรกิจสัตว์น้ำ: ต้นทุนวัตถุดิบลดลง YTD ทูน่า ในที่สุดราคาปลาทูน่าท้องแถบก็กลับมาปรับตัวลดลงสู่ US$1,550/ตัน (-9% YoY) ในเดือนม.ค. และ US$1,480/ตัน (-13% YoY) ในเดือนก.พ. เนื่องจากสถานการณ์จับปลาปรับตัวดีขึ้น รายงานข่าวระบุว่าราคาปลาทูน่าท้องแถบมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับต่ำที่ US$1,500/ตัน (ทรงตัว YoY) ในเดือนมี.ค. เนื่องจากราคาปลาทูน่า (spot price) ปรับตัวลดลงตั้งแต่เดือนพ.ย. 60 ดังนั้นต้นทุนวัตถุดิบทูน่าที่แท้จริงของ TU จะลดลงตั้งแต่ปลาย 1Q61 เป็นต้นไป แซลมอน ใน 2M61 ราคาแซลมอนลดลงสู่ NOK56/กก. (-17% YoY) จากการปรับอุปทานทั่วโลก ราคาล่วงหน้า 1 ปีระดับต่ำบ่งชี้ว่าราคาจะลดลงอีกในปี 61 ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงน่าจะช่วยสนับสนุนให้ธุรกิจแซลมอนของ TU ฟื้นตัวสู่จุดคุ้มทุนหรือสามารถทำกำไรได้ในปี 61 กุ้ง ใน 2M61 ราคากุ้งในประเทศอยู่ที่ 175 บาท/กก. (-15% YoY) จากฐานสูงของปีก่อนหลังจากเกิดสถานการณ์น้ำท่วมในภาคใต้ ผลผลิตกุ้งไทยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น 10-15% YoY ในปี 61 เนื่องจากเทคโนโลยีการทำฟาร์มกุ้งดีขึ้นและควบคุมโรคได้ดีขึ้น

ธุรกิจไก่: อ่อนแอในระยะสั้น และมีข่าวดีในระยะกลาง ใน 2M61 ราคาไก่ในประเทศลดลงสู่ 32 บาท/กก. (-16% YoY, ใกล้จุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการรายใหญ่) เพราะอุปทานเพิ่มขึ้นและราคาหมูต่ำ ต้นทุนอาหารสัตว์โดยรวมเพิ่มขึ้น 10% YoY เพราะราคาข้าวโพดปรับขึ้นสู่ 9.7 บาท/กก. (+21% YoY) ในขณะที่ต้นทุนกากถั่วเหลืองไม่เปลี่ยนแปลง YoY แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 42% YoY ทั้งนี้เมื่อวันที่ 6 มี.ค. จีนได้ประกาศรับรองมาตรฐานโรงงานไก่ไทย 7 แห่ง: GFPT, CPF (2 โรงงาน), TFG, สหฟาร์ม (2 โรงงาน) และ F&F Food ให้ส่งออกไก่ไปยังประเทศจีนได้ จีนกลายเป็นผู้นำเข้าไก่สุทธิในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา โดยนำเข้าสุทธิ 50,000 ตัน (นำเข้า 450,000 ตัน ลบด้วยส่งออก 400,000 ตัน) และการนำเข้า 90% ในปี 60 มาจากบราซิล กรมปศุสัตว์คาดว่าการส่งออกไก่จากโรงงาน 7 แห่งนี้ไปยังประเทศจีนจะช่วยสนับสนุนให้มูลค่าการส่งออกไก่ไทยปรับเพิ่มขึ้นอีก 7 พันลบ. (7% ของมูลค่าการส่งออกไก่ไทยในปี 60) ทั้งนี้เมื่ออิงกับระยะเวลา 4-6 เดือนในการดำเนินการตามออเดอร์ของลูกค้าใหม่ ผลกระทบใดๆ ที่อาจเกิดขึ้นกับราคาไก่ในประเทศจะยังไม่มีให้เห็นจนกว่าจะถึง 2H61

ธุรกิจหมู: ขาดทุนลดลง ใน 2M61 ราคาหมูในประเทศลดลงสู่ 47 บาท/กก. (-20% YoY) จากสถานการณ์อุปทานล้นตลาด ต่ำกว่าระดับคุ้มทุนของ CPF ที่ 53 บาท/กก. ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับลดลง 50% YoY ในขณะที่ใน 2M61 ราคาหมูในเวียดนามปรับขึ้นสู่ VND31,600/กก. (+15% QoQ แต่ -5% YoY, ยังต่ำกว่าจุดคุ้มทุนของ CPF ที่ VND35,000/กก.) เนื่องจากเริ่มมีการปรับอุปทานในเวียดนาม ทั้งนี้เนื่องจากตลาดหมูประสบกับภาวะขาดทุนเนื่องจากราคาหมูตกต่ำมานาน 5 เดือนแล้วในประเทศไทย และประมาณ 1 ปีในเวียดนาม และวัฏจักรการเลี้ยงดูหมูใช้เวลา 6-9 เดือน CPF จึงคาดว่าจะเห็นการลดอุปทานลงอีกซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาหมูปรับขึ้นตั้งแต่ปลาย 2Q61 เป็นต้นไป

Top picks: TU และ CPF TU เป็น top pick ของเรา เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงในระยะหลังนี้น่าจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานตั้งแต่ปลาย 1Q61 เป็นต้นไป นอกจากนี้เราก็ชอบ CPF เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าตลาดของสัดส่วนการถือหุ้น 34% ใน CPALL (87.75 บาท/หุ้น) ที่ 32 บาทอยู่ 23% และธุรกิจหมูมีแนวโน้มฟื้นตัวในช่วงปลาย 2Q61

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
CPF	Buy	25.3	32.0	29.5	28.0	23.2	0.9	0.9
GFPT	Neutral	14.1	14.5	4.8	10.5	9.9	1.3	1.2
TU	Buy	19.6	24.0	25.8	17.6	15.3	1.9	1.8
Average					**18.7**	**16.1**	**1.4**	**1.3**

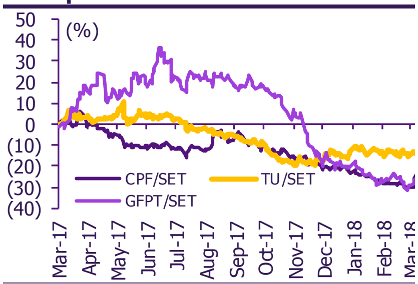
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute 1M	Absolute 3M	Absolute 12M	Relative to SET 1M	Relative to SET 3M	Relative to SET 12M
CPF	11.2	1.8	(13.7)	10.4	(1.5)	(24.9)
GFPT	7.6	0.7	(19.9)	6.9	(2.6)	(30.3)
TU	(3.0)	2.1	(8.0)	(3.7)	(1.3)	(20.0)

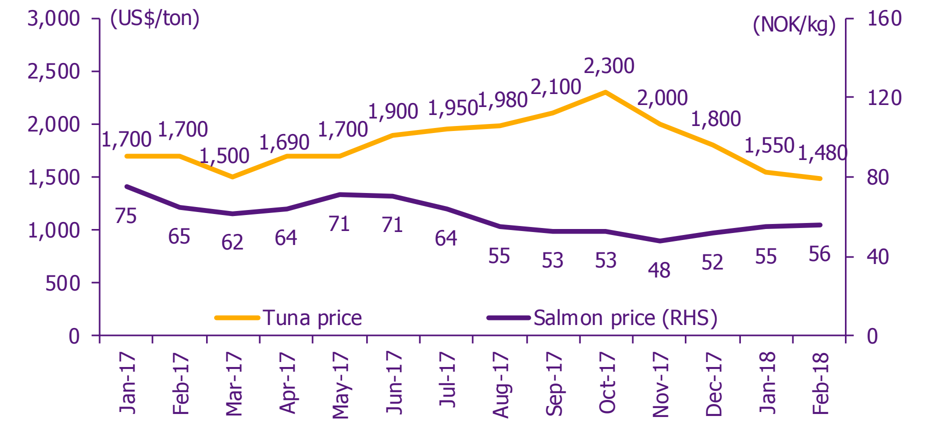
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ต้นทุนวัตถุดิบทูน่าและแซลมอนลดลง เป็นบวกต่อธุรกิจสัตว์น้ำ

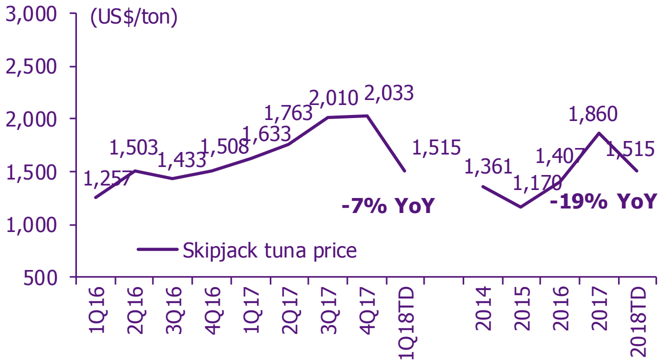


Source: Industry sources, Fishpool and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

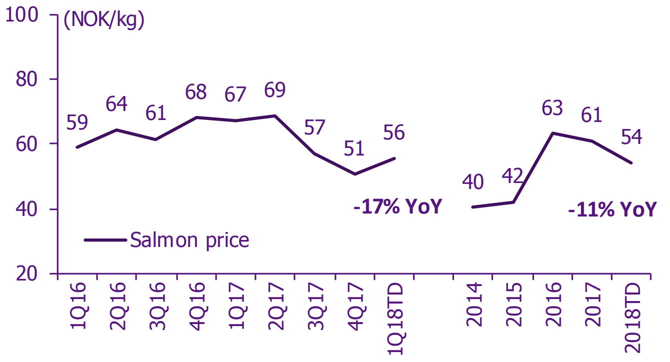
ศิริมา ดิสสรา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: After hitting a 4-year high in 2017, skipjack tuna price turned down in 2M18



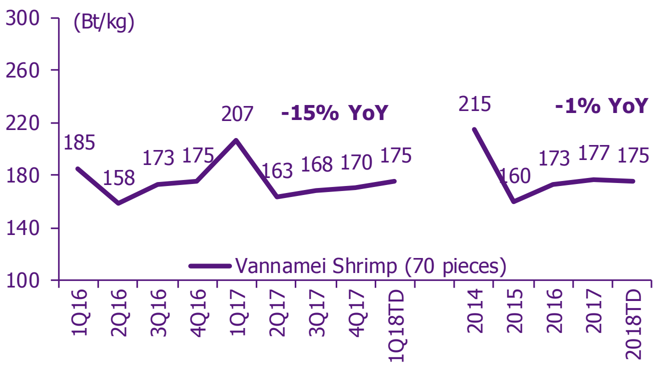
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M18, salmon price was still falling YoY as global supply adjusted



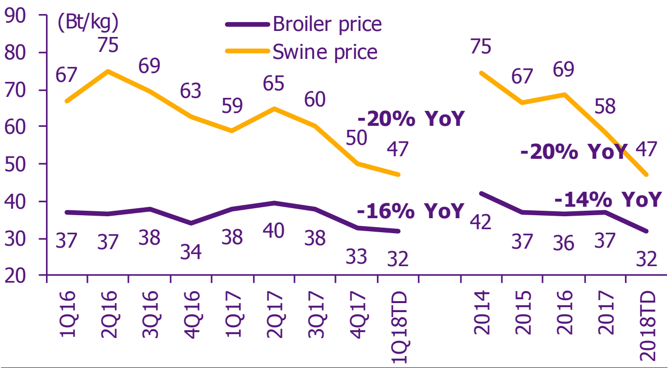
Source: Fishpool and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2M18, local shrimp price weakened YoY, from last year's high price from flooding in South



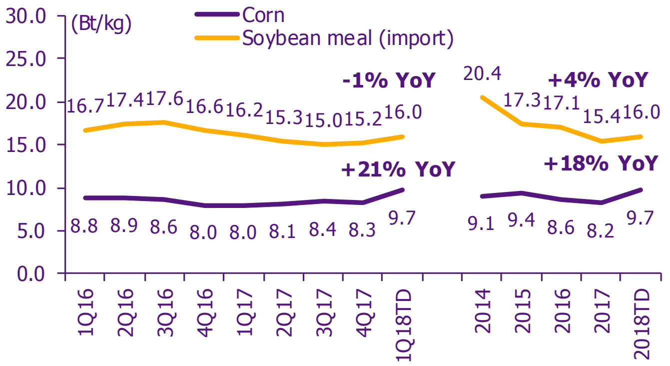
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2M18, local broiler and swine prices fell YoY, from oversupply



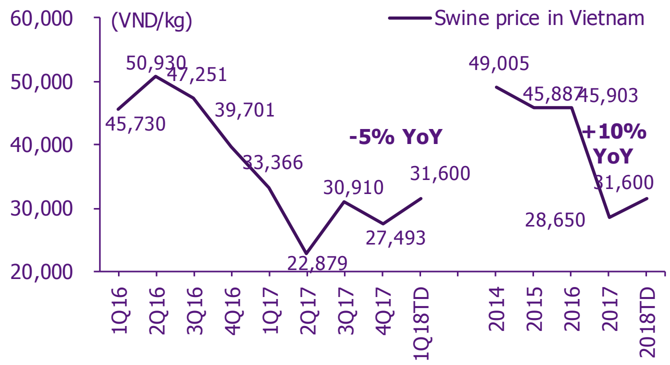
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 2M18, blended feed costs turned up YoY, led by higher corn cost



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: Swine price in Vietnam inched up slowly in 2M18, but remains below breakeven



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
CPF	Buy	25.25	32.0	29.5	32.7	28.0	23.2	(61)	17	21	0.9	0.9	0.9	3	4	4	3.0	2.8	2.8	15.3	14.4	13.9
GFPT	Neutral	14.10	14.5	4.8	10.1	10.5	9.9	10	(4)	7	1.5	1.3	1.2	15	13	13	2.1	2.0	2.0	6.8	6.8	6.4
TU	Buy	19.60	24.0	25.8	20.5	17.6	15.3	(12)	16	15	1.9	1.9	1.8	10	11	12	3.4	3.4	3.4	16.4	14.7	13.1
Average					**21.1**	**18.7**	**16.1**	**(21)**	**10**	**14**	**1.4**	**1.4**	**1.3**	**9**	**9**	**10**	**2.8**	**2.7**	**2.7**	**12.8**	**12.0**	**11.1**

Source: SCBS Investment Research

SET HELTH index	Close: 21/3/2018	5,613.28	-15.50 / -0.28%	Bt550mn
Bloomberg ticker:	SETHELTH			

แนวโน้มเติบโตดีขึ้นและราคาหุ้นยังขึ้นน้อย

SETHELTH ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 17% นับตั้งแต่เดือนม.ค. 60 ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มการแพทย์ไม่ได้เป็นที่ชื่นชอบ เพราะกำไรเติบโตในอัตราชะลอตัวในปี 60 เราเชื่อว่านักลงทุนจะกลับมาชื่นชอบกลุ่มการแพทย์อีกครั้ง เพราะกำไรปกติจะเติบโตเร่งตัวขึ้นที่ 17% ในปี 61 (จากอัตราเติบโตระดับต่ำที่ 3% ในปี 60) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นและอัตรากำไรที่กว้างขึ้น top picks ของเรา คือ BDMS และ CHG เนื่องจากกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น, ROA จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น และราคาหุ้นยังขึ้นน้อย

ภาพรวมที่เป็นบวกจะช่วยสนับสนุนการดำเนินงาน เราคาดว่ารายได้ของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 10% YoY (เร่งตัวขึ้นจากที่เติบโต 6% YoY ในปี 60) โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวก ได้แก่ เศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น จำนวนผู้ป่วยโรคระบาดในประเทศไทยที่กลับคืนสู่ระดับปกติจากฐานต่ำใน 1Q60 ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยมีจำนวนผู้ป่วยโรคระบาดน้อยกว่าปกติ, การฟื้นตัวของบริการผู้ป่วยต่างชาติจากฐานต่ำใน 4Q59-1Q60 ที่มีสาเหตุมาจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัว (ส่งผลดีต่อ BH และ BDMS) และการปรับเพิ่มอัตราการเหมาจ่ายรายหัวประกันสังคมในเดือนก.ค. 60 (ส่งผลดีต่อ BCH และ CHG)

กำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 17% ในปี 61 ปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นจะช่วยกระตุ้นให้มีการใช้งานสินทรัพย์มากขึ้นและอัตรากำไรของผู้ประกอบการโรงพยาบาลจะปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราการครองเตียงโดยเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์จะเพิ่มขึ้นจาก 64% ในปี 60 สู่ 67% ในปี 61 และจะช่วยสนับสนุนให้ EBITDA margin โดยเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 26.8% ในปี 60 สู่ 27.7% ในปี 61 เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 17% YoY ในปี 61 เร่งตัวขึ้นจาก +3% YoY ในปี 60

Top picks คือ BDMS และ CHG นับตั้งแต่ปี 60 SETHELTH ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 17% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่ากลุ่มการแพทย์ไม่ได้เป็นที่ชื่นชอบ เพราะกำไรเติบโตในอัตราชะลอตัวในปี 60 เราเชื่อว่านักลงทุนจะกลับมาชื่นชอบกลุ่มการแพทย์อีกครั้ง เนื่องจากแนวโน้มกำไรแข็งแกร่งมากขึ้น เราเลือก BDMS และ CHG เป็น top picks ของเราในกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น, ROA จะเพิ่มขึ้น และราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสม เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ BDMS จะฟื้นตัวในปี 61 โดยกำไรปกติจะเติบโต 17% (หลังจาก -2% YoY ในปี 60) และ CHG จะรายงานกำไรปกติเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นที่ 20% YoY ในปี 61 (จาก +5% YoY ในปี 60) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ของ BDMS และ CHG กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 61 หลังจากอยู่ในช่วงขยายกิจการใน 2-3 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้หากนับตั้งแต่ช่วงที่ SET ปรับตัวขึ้นในเดือนก.ย. 60 เราพบว่า BDMS เป็นหุ้นที่ราคายังขึ้นน้อย เนื่องจากราคาหุ้นปรับขึ้น 9% เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 12% และหุ้น big-cap ตัวอื่นๆ ที่เป็นปรับตัวขึ้นมากกว่าตลาดและปรับขึ้นเฉลี่ยราว 30% ราคาหุ้น CHG ลดลงมาแล้วถึง 28% ในปีที่ผ่านมา เพราะถูกฉุดลงโดยผลประกอบการที่น่าผิดหวังในปี 60 เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้น เราจึงมองว่าราคาหุ้น CHG ปรับตัวลดลงมากเกินไป โดยซื้อขายที่อัตราส่วน PEG ปี 61 ระดับ 1.4 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 32%

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BCH	Buy	16.9	21.0	25.6	37.9	32.2	6.8	6.1
BDMS	Buy	22.7	27.5	22.5	37.3	32.2	5.2	4.8
BH	Neutral	207.0	216.0	5.8	34.1	30.9	8.0	7.1
CHG	Buy	1.9	2.9	57.6	28.8	24.8	5.6	5.0
Average					**34.5**	**30.0**	**6.4**	**5.8**

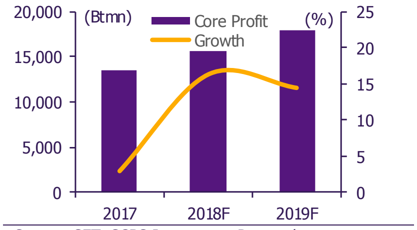
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	5.0	5.6	28.0	4.2	2.1	11.3
BDMS	3.7	6.1	9.7	2.9	2.6	(4.6)
BH	3.0	6.4	16.3	2.3	2.9	1.1
CHG	(8.3)	(15.0)	(27.5)	(9.0)	(17.8)	(37.0)

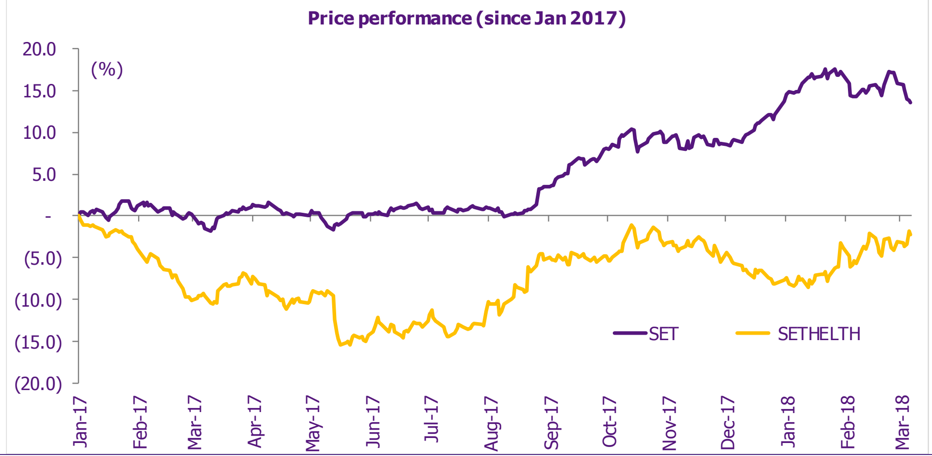
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

กลุ่มการแพทย์ไม่ได้เป็นที่ชื่นชอบของตลาดมาตั้งแต่ปี 60

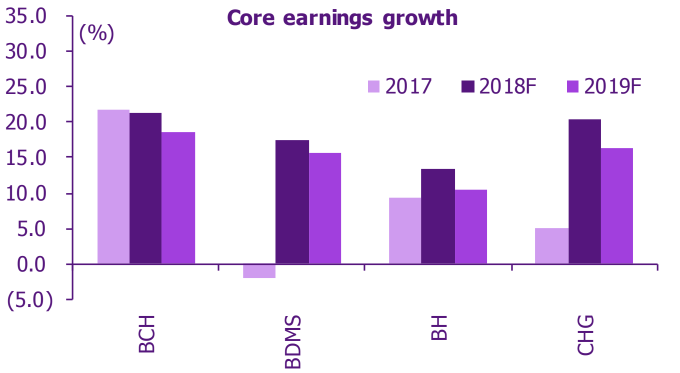


Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

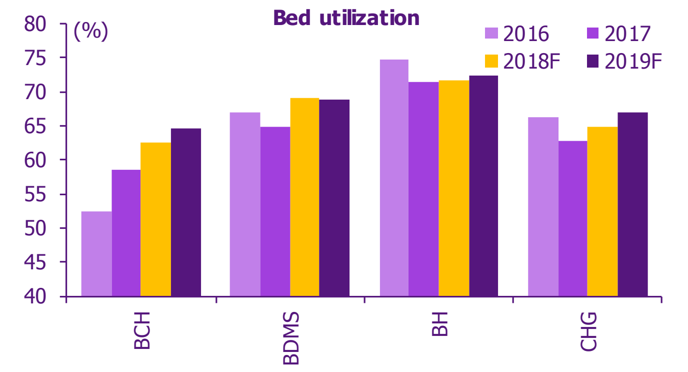
ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Earnings growth outlook



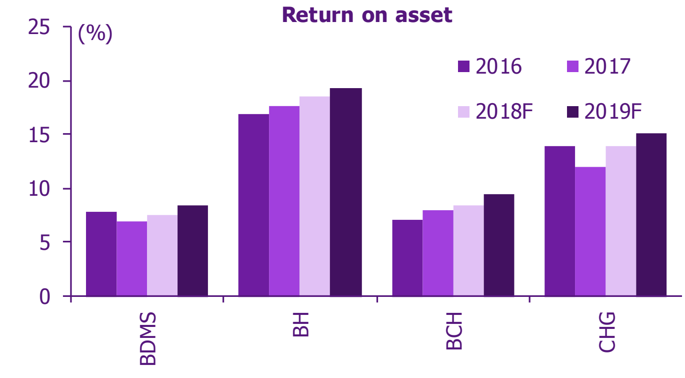
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Improving bed utilization



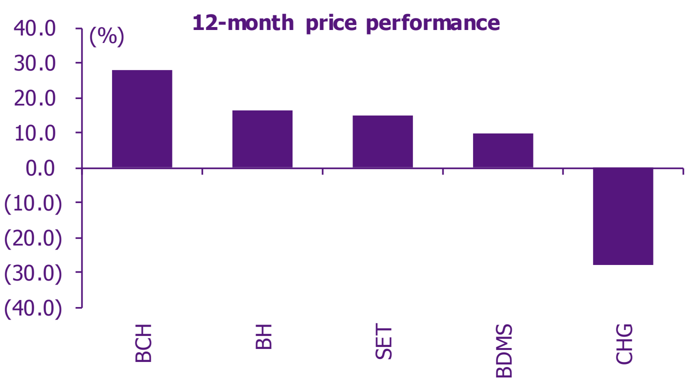
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: ROA improvement



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: 12-month price performance



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: Regional valuation comparison

Company name	Country	MKt Cap U$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	1,349	37.9	32.2	29.4	21.3	17.6	9.6	7.3	6.6	5.9	1.3	1.6	1.7	18.4	20.0	19.8	19.9	17.5	16.0
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	11,260	37.3	32.2	27.0	17.4	15.8	19.6	5.2	4.8	4.4	1.3	1.6	1.9	13.8	14.8	16.3	22.2	19.3	16.6
Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,830	33.8	30.6	27.1	13.3	10.4	12.7	8.1	7.2	6.3	1.5	1.6	1.8	25.1	24.5	24.3	21.1	19.0	16.7
Chularat Hospital*	Thailand	659	28.8	24.8	21.0	20.4	16.4	18.1	5.6	5.0	4.5	2.5	2.4	2.9	19.5	20.5	21.8	17.5	15.0	13.3
Ladprao General Hospital	Thailand	167	28.0	27.0	n.m.	-4.6	3.6	n.m.	3.0	2.9	n.a	2.6	2.7	n.a	11.1	11.1	n.a.	17.0	14.7	13.7
Vibhavadi Medical Center	Thailand	1,023	30.3	26.9	n.m.	21.2	12.5	n.m.	4.1	3.8	n.a	0.8	1.0	n.a	12.8	13.1	n.a.	23.1	20.9	n.a.
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	972	22.6	20.6	20.6	8.1	10.0	0.0	2.1	2.0	1.9	2.1	2.2	2.5	10.1	10.5	10.7	11.6	10.4	10.1
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	12,784	51.6	41.4	31.9	4.3	24.6	29.9	2.1	2.1	2.0	0.5	0.7	0.8	4.3	5.3	6.5	19.4	16.7	14.3
Raffles Medical Group	Singapore	1,559	31.4	34.1	29.7	-8.0	-8.1	14.7	2.7	2.6	2.4	1.9	1.9	2.0	8.7	7.9	8.3	21.2	20.7	18.2
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,208	44.5	30.0	24.3	57.0	48.4	23.4	3.5	3.2	n.a	0.6	0.8	n.a	8.3	11.4	n.a.	17.6	14.3	n.a.
Ramsay Health Care	Australia	9,807	20.7	19.0	17.3	12.0	9.0	9.7	4.8	4.3	4.0	2.5	2.7	3.0	23.8	23.2	n.a.	11.1	10.4	10.1
Ryman Healthcare	New Zealand	3,978	21.4	18.7	15.0	-6.2	14.4	24.7	2.8	2.6	n.a	2.0	2.3	2.7	11.2	11.5	7.0	24.2	21.7	22.6
	Average		**32.4**	**28.1**	**24.3**	**13.0**	**14.6**	**16.2**	**4.3**	**3.9**	**3.9**	**1.6**	**1.8**	**2.1**	**13.9**	**14.5**	**14.3**	**18.8**	**16.7**	**15.2**

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
**SCBS estimates*

นิคมอุตสาหกรรม

SET PROP index	Close: 21/3/2018	322.71	+0.68 / +0.21%	Bt3,058mn
Bloomberg ticker:	SETPROP			

แนวโน้มสดใสขึ้น

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อยอดขายที่ดินนิคมฯ โดยคาดว่าจะเติบโตก้าวกระโดดถึง 50% สู่ 3,000 ไร่ในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากพ.ร.บ. EEC อุปทานที่ดินนิคมฯ จะเพิ่มขึ้นตามความต้องการที่สูงขึ้น ประกาศเขตส่งเสริม EEC สำหรับอุตสาหกรรมเป้าหมายประกอบด้วยที่ดินนิคมฯ เพียง 28,666 ไร่ หรือเพียงพอรองรับความต้องการได้เพียง 2.5 ปี จากประมาณการอุปสงค์ที่ดินนิคมฯ ของกนอ. ที่ 70,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า ดังนั้นการแข่งขันจึงไม่น่าจะรุนแรงในระยะสั้น AMATA และ WHA เป็น top picks

สรุปผลประกอบการปี 60 ในปี 60 ยอดขายที่ดินนิคมฯ น่าผิดหวังที่ 2,000 ไร่ ถึงแม้เติบโต 36% YoY อ้างอิงข้อมูลจาก CBRE และการประเมินของเรา โดยมีสาเหตุมาจากความล่าช้าในการประกาศใช้พ.ร.บ.เขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ราคาเสนอขายที่ดินในจังหวัดชลบุรีและจังหวัดระยองซึ่งเป็นพื้นที่เขตส่งเสริม EEC ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ราคาที่ดินที่อื่น ๆ ทรงตัว กำไรจากการดำเนินงานรวมของ AMATA, AMATAV, ROJNA และ WHA เติบโตอย่างน่าประทับใจที่ 28% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นจากการปรับขึ้นราคาขายและส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวจากการเปิดดำเนินงานโรงไฟฟ้า SPP ใหม่ของ AMATA, ROJNA และ WHA

แนวโน้มเป็นบวก สนช.ผ่านความเห็นชอบพ.ร.บ. EEC แล้ว และเราคาดว่าจะประกาศในราชกิจจานุเบกษาเร็ว ๆ นี้ หลังจากนั้นก็จะมีผลบังคับใช้ ซึ่งหมายความว่ายอดขายที่ดินจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2H61 เป็นต้นไป เรายังคงมุมมองเดิมว่า FDI ทั่วโลกจะเติบโต 3% ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าสอดคล้องกับอัตราการขยายตัวของ GDP และปริมาณการค้าโลก และส่วนแบ่ง FDI ของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นจาก 0.1% สู่ 0.4% เราคาดการณ์ยอดขายที่ดินของ AMATA, NNCL, ROJNA และ WHA เฉลี่ย 20,000 ไร่/ปีในระยะ 5 ปีข้างหน้า สำหรับปี 61 เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดถึง 50% สู่ 3,000 ไร่

อุปทานที่ดินนิคมฯ ใหม่จะเพิ่มขึ้นตามความต้องการ กนอ.คาดว่าความต้องการที่ดินนิคมฯ ในพื้นที่ EEC จะเพิ่มขึ้นอย่างมากสู่ 70,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า สูงกว่าความต้องการที่ดินนิคมฯ ทั่วประเทศรวม 17,000 ไร่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาอย่างมาก ซึ่งหมายความว่าความต้องการที่ดินนิคมฯ ยังมีอยู่ค่อนข้างมาก กนอ.ระบุว่า ปัจจุบันพื้นที่ขายที่ประกาศเป็นเขตส่งเสริม EEC สำหรับอุตสาหกรรมเป้าหมาย แล้วมีเพียง 28,666 ไร่ (พื้นที่รวม 86,775 ไร่) ในนิคมฯ 21 แห่งจากทั้งหมด 31 แห่ง (พื้นที่รวมทั้งหมด 113,000 ไร่) ยังต่ำกว่าความต้องการที่คาดการณ์ ตัวเลขดังกล่าวรวมที่ดินนิคมฯ ของบริษัทร่วมทุนระหว่าง บริษัท ซี.พี.แลนด์ จำกัด (มหาชน) กับบริษัทกว่างซี คอนสตรัคชั่น เอ็นจิเนียริ่ง กรุ๊ป ที่เพิ่งประกาศว่าจะมุ่งเน้นนักลงทุนจีนเท่านั้น เรามองว่าการแข่งขันจะสูงขึ้น แต่เราไม่คิดว่าจะมีการแข่งขันทางราคาอย่างรุนแรงเมื่อพิจารณาจากความต้องการที่เพิ่มขึ้น

คาด FDI จากจีนไหลเข้าจำนวนมาก ข้อมูลจากธปท.ระบุว่า FDI จากจีนไหลเข้าสู่ประเทศไทยเฉลี่ย 8.2 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา การมี EEC เป็นแม่เหล็กดึงดูด ทำให้เราคาดว่า FDI จากจีนจะไหลเข้ามาจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือนมี.ค. 61 จะมีนักลงทุนจีนประมาณ 1,000 คนเข้ามาเยี่ยมชมประเทศไทย ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดการลงทุนและความต้องการที่ดินนิคมฯ จำนวนมาก ข้อมูลจาก กนอ.แสดงให้เห็นว่ามีนักลงทุนไม่ถึง 200 รายซื้อที่ดินนิคมฯทั่วประเทศในแต่ละปี

ถูกขายทำกำไรในระยะสั้น, แนวโน้มระยะกลางดี เป็นไปตามคาดว่ามีการขายทำกำไรบางส่วนเกิดขึ้นในหุ้นนิคมฯ ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา หลังจากราคาหุ้นปรับขึ้นถึง 50-60% ทั้งนี้ในระยะกลาง เราคาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการที่ดินนิคมฯ จำนวนมาก และราคาที่ดินที่ปรับสูงขึ้น เรายังคงเลือก AMATA และ WHA เป็น top picks

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AMATA	Buy	21.4	31.0	48.3	11.7	9.8	1.6	1.5
AMATAV	Buy	7.5	11.5	53.9	12.2	11.8	2.2	1.9
ROJNA	Neutral	6.9	7.0	4.8	20.9	18.4	1.1	1.0
WHA	Buy	4.0	5.2	34.0	15.5	13.7	2.2	2.0
Average					**15.1**	**13.4**	**1.8**	**1.6**

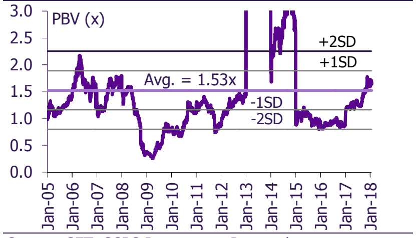
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	(16.1)	(17.7)	32.1	(16.7)	(20.4)	14.9
AMATAV	(5.1)	(16.2)	(3.8)	(5.7)	(19.0)	(16.4)
ROJNA	0.7	(6.2)	31.7	0.0	(9.3)	14.6
WHA	(4.3)	1.5	33.3	(5.0)	(1.8)	16.0

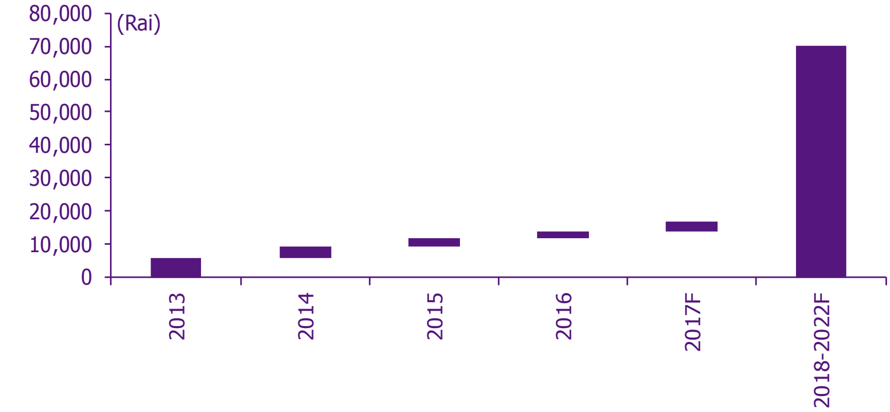
Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

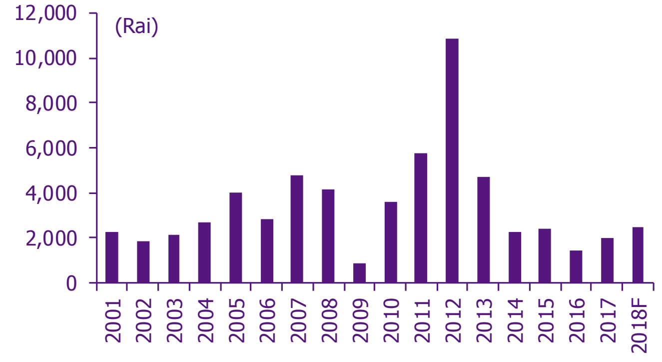
ความต้องการที่ดินนิคมฯ ในพื้นที่ EEC จะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดในระหว่างปี 61-65



Source: IEAT
Note: Nationwide industrial land demand during 2013-2017; 2018-2022F industrial land demand forecast is for EEC only

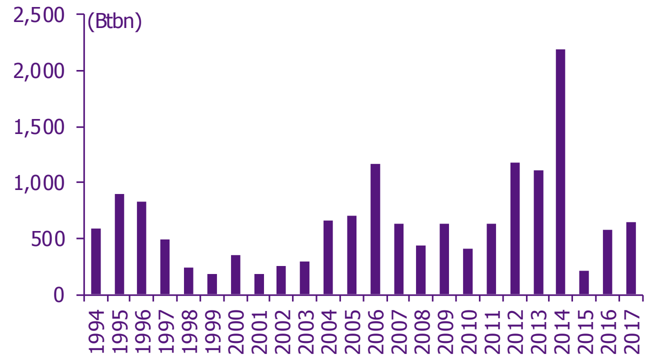
นักวิเคราะห์
สิริการย์ กฤษฎิ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: IE land sales grew 36% to 2,000 rai in 2017 and are expected to grow 50% to 3,000 rai in 2018



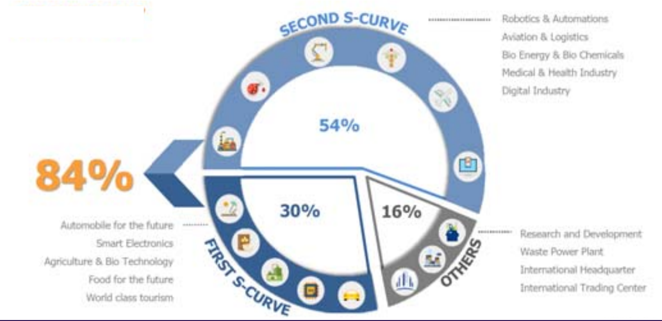
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: BoI applications grew 10% YoY to Bt642bn in 2017



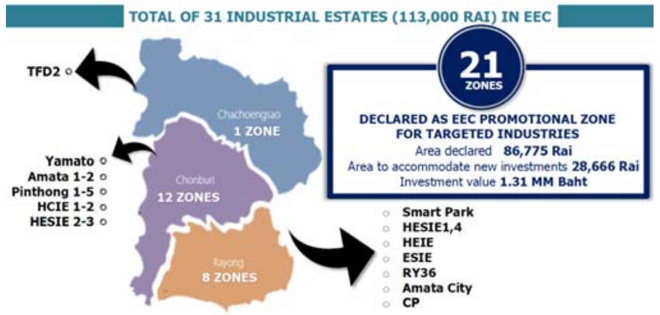
Source: BoI

Figure 3: Most investments were in targeted industries in EEC in 2017



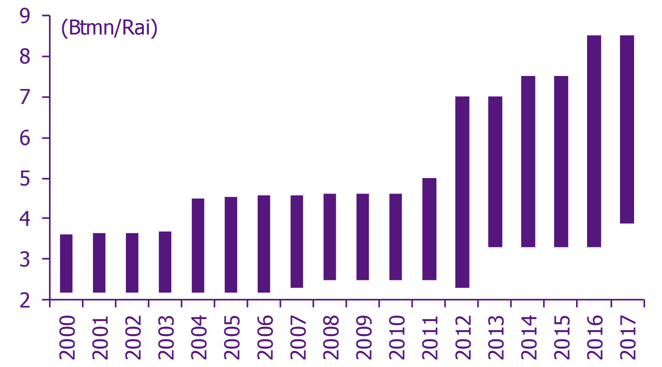
Source: BoI, EEC Office

Figure 4: 21 EEC industrial promotional zones



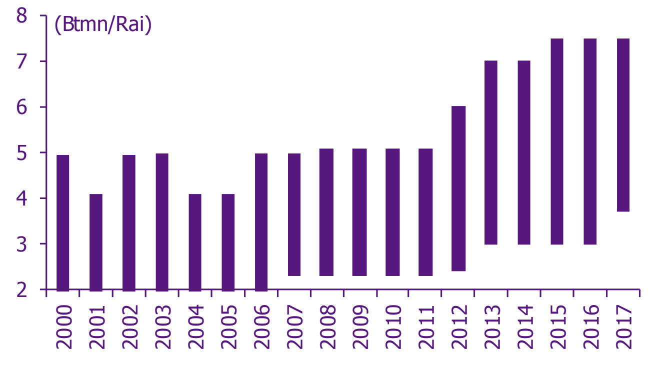
Source: EEC Office

Figure 5: Asking prices increased in Chonburi...



Source: CBRE

Figure 6: ... and Rayong



Source: CBRE

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F
AMATA	Buy	21.40	31.0	48.3	14.7	11.7	9.8	10	26	20	1.8	1.6	1.5	11	12	14	2.5	3.4	4.1	14.4	11.9	10.5
AMATAV	Buy	7.50	11.5	53.9	14.0	12.2	11.8	73	14	3	2.6	2.2	1.9	17	18	16	0.4	0.5	0.6	11.4	10.1	9.7
ROJNA	Neutral	6.85	7.0	4.8	21.1	20.9	18.4	5	1	14	1.1	1.1	1.0	3	4	4	4.4	2.6	3.0	12.0	11.5	10.5
WHA	Buy	4.00	5.2	34.0	17.5	15.5	13.7	13	13	13	2.3	2.2	2.0	13	13	14	3.5	4.0	5.5	21.2	21.3	18.9
Average					**16.8**	**15.1**	**13.4**	**25**	**14**	**12**	**1.9**	**1.8**	**1.6**	**11**	**12**	**12**	**2.7**	**2.6**	**3.3**	**14.8**	**13.7**	**12.4**

Source: SCBS Investment Research

ประกัน

SET INSUR index	Close: 21/3/2018	13,499.88	+115.12 / +0.86%	Bt93mn
Bloomberg ticker:	SETINS			

BLA ได้ประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ฟื้นตัว

เราชอบ BLA เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุด bond yield ที่กำลังฟื้นตัว นอกจากนี้แล้ว BLA ยังมี valuation น่าสนใจมากที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว เนื่องจากราคาหุ้น BLA ปรับตัวลดลงตอบรับกรณี BBL จับมือเป็นพันธมิตรกับ AIA มากเกินไป เราคาดว่ากำไรของ THREL จะเติบโตลดลง เนื่องจาก combined ratio จะเพิ่มขึ้น และ ROI จะลดลง เราคาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานของ THRE ฟื้นตัวในปี 61 แต่ความสามารถในการทำกำไรจะยังคงอ่อนแอ และ valuation ยังแพง

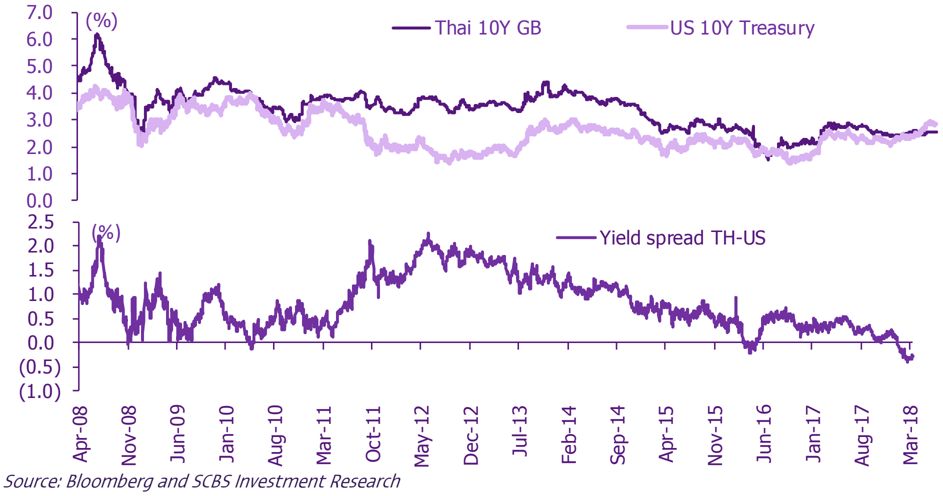
BLA: ได้ประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ฟื้นตัว ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐอายุ 10 ปี ปรับขึ้นสู่ระดับสูงที่สุดในรอบ 4 ปีแล้วที่ 2.9% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการคาดการณ์ว่าอัตราเงินเฟ้อจะเร่งตัวขึ้นเพราะเศรษฐกิจเติบโตมากขึ้น โดยปกติแล้วอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (bond yield) ไทยกับสหรัฐมักเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน แต่ส่วนต่างพลิกติดลบเมื่อไม่นานนี้ บ่งชี้ว่า bond yield ไทยน่าจะปรับตัวขึ้นตาม bond yield สหรัฐ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของ BLA ฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 61 เราคาดว่า BLA จะโอนกลับ LAT reserve ที่เหลือจำนวน 660 ลบ. และผลตอบแทนจากการลงทุนจะทำจุดต่ำสุดในปี 61 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 10% และเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 3% ในปี 61 จากกรณี BBL จับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance กับ AIA BLA คาดว่าจะเห็นผลกระทบตั้งแต่ 2Q61 เป็นต้นไป

THREL: กำไรจะเติบโตลดลง เราไม่คิดว่า THREL จะสามารถรายงานกำไรที่เติบโตดีเหมือนปี 60 ได้อย่างต่อเนื่องในปี 61 เพราะจะได้รับแรงกดดันจาก combined ratio ที่สูงขึ้น และไม่มีกำไรพิเศษจากการขายหุ้นที่ถืออยู่ใน EMCS เหมือนปี 60 เราคาดว่า combined ratio จะเพิ่มขึ้นจาก 78% ในปี 60 สู่ 79% ในปี 61 โดยเกิดจาก: 1) สัดส่วนประกันสุขภาพซึ่งมี combined ratio สูงที่ประมาณ 90% จะเพิ่มขึ้น และ 2) ระยะเวลาเหลื่อมล้ำในการรับรู้ค่าสินไหมประกันชีวิตกลุ่ม ซึ่งเบี้ยประกันรับเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 60 เราคาดว่า ROI ของ THREL จะลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 61 เพราะไม่มีกำไรพิเศษ 19 ลบ.จากการขายหุ้นที่ถืออยู่ใน EMCS เหมือนในปีก่อน และผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นต่ำอย่างต่อเนื่อง THREL ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับเติบโต 8% ในปี 61 เทียบกับ 7% ในปี 60

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ยังแพง เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวกลับมามีกำไร เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวนมากเหมือนปีก่อน, เบี้ยประกันรับจะกลับมาเติบโต และ combined ratio จะปรับตัวดีขึ้น THRE คาดว่าเบี้ยประกันรับจะกลับมาเติบโต 10-15% ในปี 61 หลังจากหดตัวลงติดต่อกันนาน 3 ปี เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นจาก 105% ในปี 60 สู่ 99% ในปี 61, 96% ในปี 62 และ 95% ในปี 63 หลักๆ เกิดจากการหมดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครูที่มีอยู่เดิม ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในปี 61 แต่ ROE ยังอ่อนแอต่อเนื่อง ปัจจุบัน THRE ซื้อขายที่ PBV แพงที่ 1.6 เท่าในปี 61 เทียบกับ ROE ที่ 9%

BLA เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ BLA เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ที่กำลังฟื้นตัว นอกจากนี้ BLA ยังมี valuation น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงตอบรับกรณี BBL จับมือเป็นพันธมิตรกับ AIA มากเกินไป

ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยกับสหรัฐฯ ปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BLA	Buy	33.0	50.0	53.7	11.2	10.9	38.4	2.6
THRE	Sell	1.7	1.6	(1.7)	17.0	13.8	n.m.	23.2
THREL	Neutral	10.5	11.0	9.8	13.9	12.7	4.3	9.1
Average					**14.0**	**12.5**	**21.4**	**11.6**

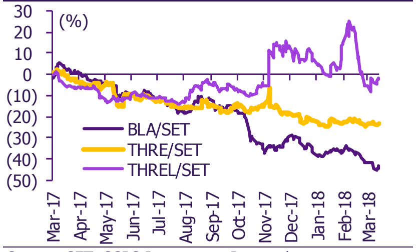
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	(5.7)	(12.0)	(35.9)	(6.4)	(14.9)	(44.3)
THRE	(3.4)	(3.9)	(13.5)	(4.0)	(7.1)	(24.8)
THREL	0.0	(7.9)	20.7	(0.7)	(10.9)	5.0

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET

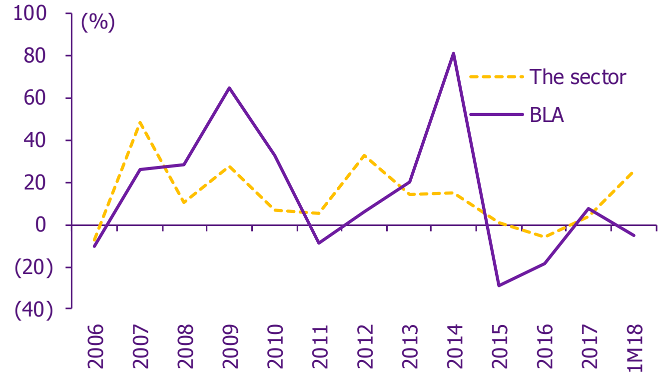


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

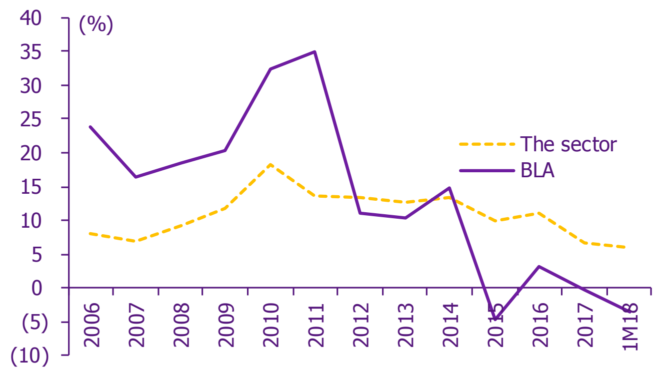
กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



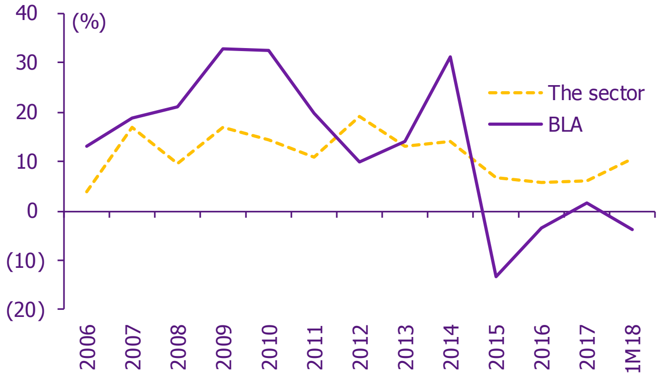
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



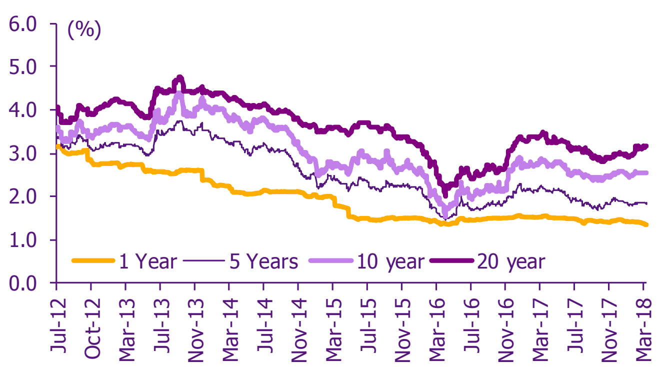
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



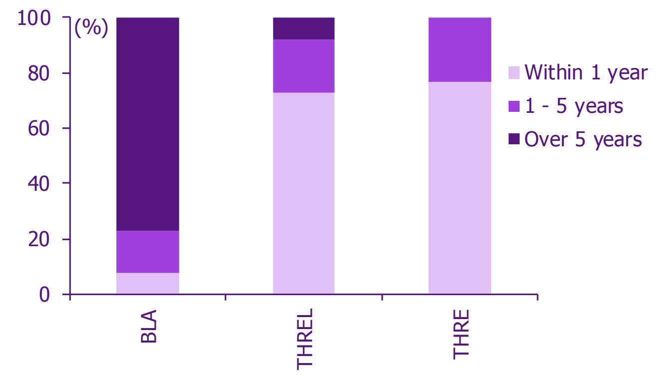
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



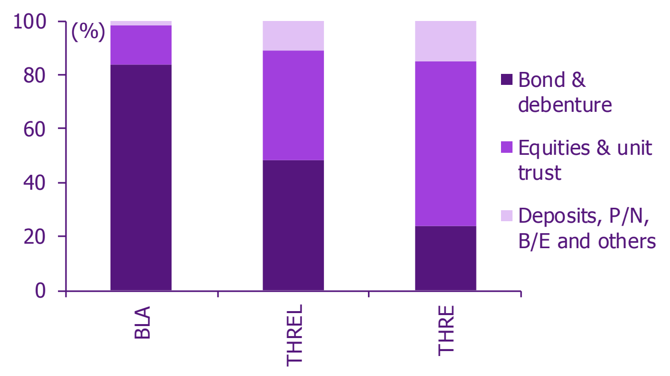
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F
BLA	Buy	32.25	50.0	57.3	15.1	10.9	10.7	(29)	38	3	1.4	1.3	1.2	10	12	12	1.7	2.3	2.3
THRE	Sell	1.75	1.6	(2.9)	n.m.	17.1	13.9	n.m.	n.m.	23	1.5	1.5	1.5	(2)	9	11	5.7	5.7	5.7
THREL	Neutral	10.20	11.0	13.0	14.0	13.5	12.4	35	4	9	4.0	3.6	3.3	31	28	28	4.9	5.2	5.7
Average					**14.6**	**13.9**	**12.3**	**3**	**21**	**12**	**2.3**	**2.1**	**2.0**	**13**	**16**	**17**	**4.1**	**4.4**	**4.6**

Source: SCBS Investment Research

SET MEDIA index	Close: 21/3/2018	66.07	+0.08 / +0.12%	Bt1,767mn
Bloomberg ticker:	SETENTER			

สื่อ OOH โดดเด่น

การใช้จ่ายโฆษณาลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือนก.พ.61 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสื่อดั้งเดิมและทีวีอนาล็อก อย่างไรก็ดี การใช้จ่ายโฆษณาทางสื่อ OOH และทีวีดิจิตอล เริ่มปรับตัวขึ้นในเดือนม.ค. 61 เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อสื่อ OOH เนื่องจากเราเชื่อว่าสื่อ OOH จะเติบโตต่อเนื่องอีกหลายปี เราชอบ WORK สำหรับกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เนื่องจาก CPRP ยังต่ำและมีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณา นอกจากนี้เราก็ชอบ VGI และ PLANB ในกลุ่มสื่อ OOH

ทีวีอนาล็อกฉุดรั้งอุตสาหกรรมสื่อโดยรวม ข้อมูลจาก Nielsen แสดงให้เห็นว่า ในขณะที่การใช้จ่ายโฆษณาในเดือนก.พ. 61 ปรับตัวเพิ่มขึ้น MoM (4%) จากเดือนม.ค. 61 แต่ยังคงลดลง 5% YoY สู่ 7.74 พันลบ. เพราะถูกฉุดลงโดยสื่อที่มีการใช้เม็ดเงินโฆษณาลดลง: ทีวีอนาล็อก (-19% YoY), เคเบิ้ลทีวี/ทีวีดาวเทียม (-27% YoY), หนังสือพิมพ์ (-25% YoY) และนิตยสาร (-37% YoY) ขณะที่การใช้เม็ดเงินโฆษณาในสื่ออื่นๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่เดือนพ.ย. 60 โรงภาพยนตร์โดดเด่นที่สุดในแง่อัตราเติบโตของการใช้เม็ดเงินโฆษณา โดยเพิ่มขึ้น 22% YoY ในเดือนก.พ. ตามมาด้วยทีวีดิจิตอล (18% YoY) และสื่อนอกบ้าน (5% YoY) ทั้งนี้ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา การใช้จ่ายโฆษณาโดยรวมลดลง 7% YoY นำโดยทีวีอนาล็อก, หนังสือพิมพ์ และนิตยสาร ในขณะที่พบการเติบโตในโรงภาพยนตร์, สื่อดิจิตอล และสื่อ OOH

สื่อ OOH เป็นผู้นำกลุ่ม เรายังคงชอบสื่อ OOH เพราะการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างอย่างชัดเจนจากสื่อดั้งเดิมมาสู่สื่อ OOH จะทำให้สื่อ OOH ได้ส่วนแบ่งเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มมากขึ้นเมื่อการใช้จ่ายโฆษณากลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปี 50-60) สื่อ OOH เติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมสื่อโดยรวม (7.7% สำหรับสื่อ OOH เทียบกับ 1.4% สำหรับอุตสาหกรรมสื่อ) และส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 50 สู่ 12% ในปี 60 อีกทั้งยังมีโอกาสเติบโตอีกมาก เนื่องจากในประเทศที่ประชาชนใช้เวลาที่บ้านน้อยลง เช่น ฮ่องกง และสิงคโปร์ สื่อ OOH คิดเป็น 25% ของการใช้จ่ายโฆษณาทั้งหมด ประเทศไทยกำลังเปลี่ยนไปสู่สังคมที่ใช้เวลาที่บ้านน้อยลง และเนื่องจากอุตสาหกรรมสื่อจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น เราจึงคาดว่าสื่อ OOH จะเติบโตดีที่สุด และ outperform อุตสาหกรรมสื่อโดยรวม

เลือกซื้อหุ้นโทรทัศน์รายตัว สื่อโทรทัศน์จะได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายโฆษณาที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน แต่จะเติบโตเพียง 3% ในปี 61 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เราคาดว่าโทรทัศน์จะครอบงำอุตสาหกรรมสื่ออย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเป็นวิธีที่ดีที่สุดในการเข้าถึงตลาดมวลชน แต่เนื่องจากคนหันมาใช้สื่อออนไลน์มากขึ้นและใช้เวลาที่บ้านน้อยลง ดังนั้นโทรทัศน์จะค่อยๆ ได้รับการจัดสรรเม็ดเงินโฆษณาลดน้อยลง ซึ่งหมายความว่าอัตราเติบโตจะต่ำกว่าอุตสาหกรรมโดยรวม เราชอบผู้ประกอบการโทรทัศน์รายเล็กอย่าง WORK และ RS มากกว่าผู้ประกอบการรายใหญ่อย่าง BEC เนื่องจากเรทติ้งยังปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่อัตราค่าโฆษณาต่ำและไม่ได้สะท้อนเรทติ้งที่สูงขึ้น ดังเห็นได้จาก Cost Per Rating Point (CPRP) ที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการรายใหญ่

Top picks คือ VGI, PLANB และ WORK เราชอบ PLANB และ VGI (ผู้ประกอบการสื่อ OOH ทั้งคู่) เนื่องจากอยู่ในตำแหน่งดีที่สุดที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของอุตสาหกรรมสื่อ เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" PLANB ด้วยราคาเป้าหมาย 9 บาท และ VGI ด้วยราคาเป้าหมาย 7.5 บาท สำหรับกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เราชอบ WORK ซึ่งจะปรับอัตราค่าโฆษณาเพิ่มขึ้น แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 115 บาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BEC	Sell	13.7	8.0	(41.1)	186.5	167.0	4.6	4.6
GRAMMY	Sell	9.5	6.5	(31.6)	n.m.	n.m.	9.1	7.8
MAJOR	Neutral	28.3	30.0	9.8	27.4	23.7	3.8	3.7
MCOT	Sell	10.4	6.0	(42.3)	n.m.	n.m.	1.2	1.2
PLANB	Buy	6.0	9.0	51.6	31.6	23.3	5.6	5.0
RS	Neutral	29.0	14.0	(50.4)	46.4	34.0	14.2	18.9
VGI	Buy	7.6	7.5	0.5	47.4	33.8	26.3	24.8
WORK	Buy	64.0	115.0	82.4	18.7	16.0	4.7	3.8
Average					**59.7**	**49.6**	**8.7**	**8.7**

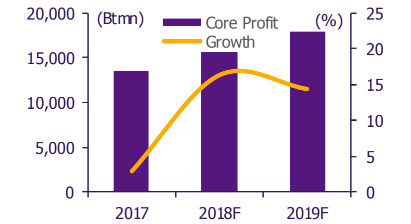
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEC	28.0	4.6	(13.3)	27.1	1.1	(24.6)
GRAMMY	(3.6)	(14.4)	(4.5)	(4.2)	(17.2)	(17.0)
MAJOR	7.6	(4.2)	(16.3)	6.9	(7.4)	(27.2)
MCOT	1.0	(12.6)	(21.8)	0.3	(15.5)	(32.0)
PLANB	(3.2)	(7.0)	(0.8)	(3.9)	(10.0)	(13.8)
RS	(4.1)	9.4	213.5	(4.8)	5.8	172.7
VGI	13.4	22.6	52.6	12.6	18.5	32.7
WORK	(16.9)	(24.3)	12.8	(17.5)	(26.8)	(1.9)

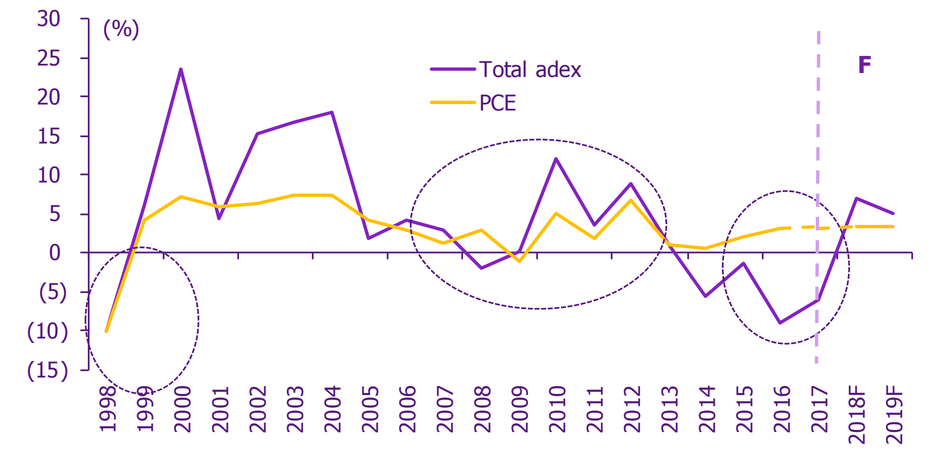
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

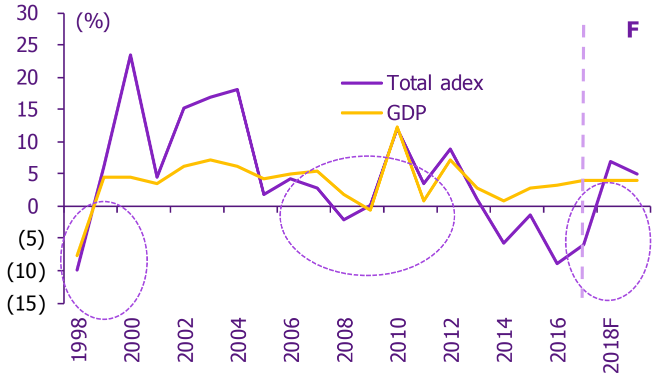
คาดการใช้จ่ายโฆษณาจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 61



Source: Nielsen and SCBS Investment Research

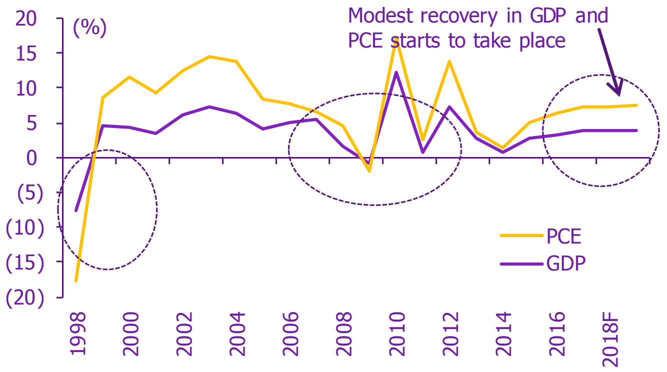
นักวิเคราะห์
ปฏิภาค นวาวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Figure 1: GDP will drive the growth in ad spending



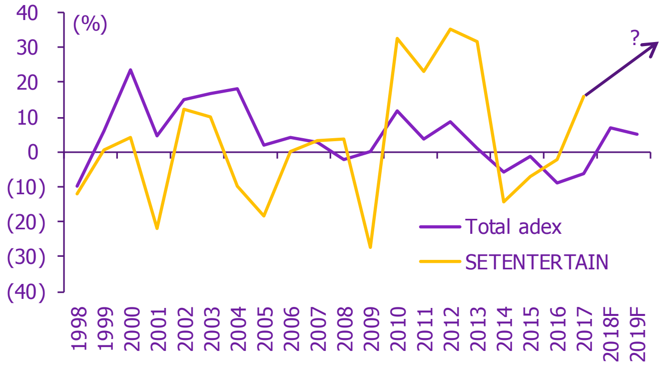
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 2: GDP and PCE will be on the growth phase



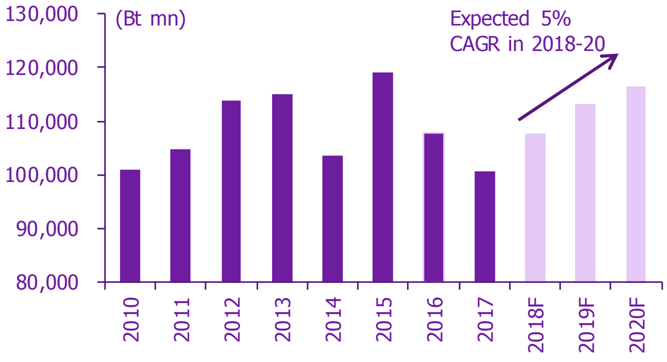
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 3: Ad spending growth will be a help for media sector performance



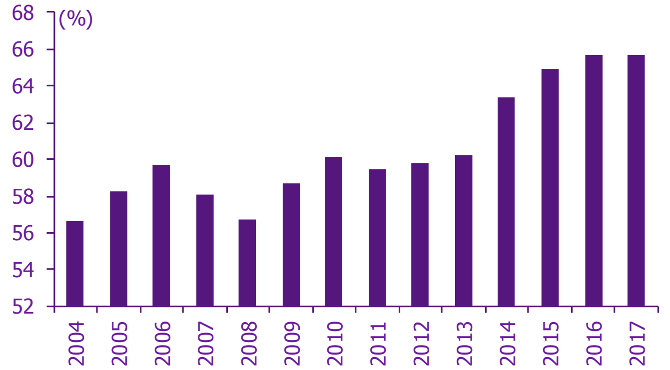
Source: SET, Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 4: Expect 5% CAGR in 2018-2020 for ad spending



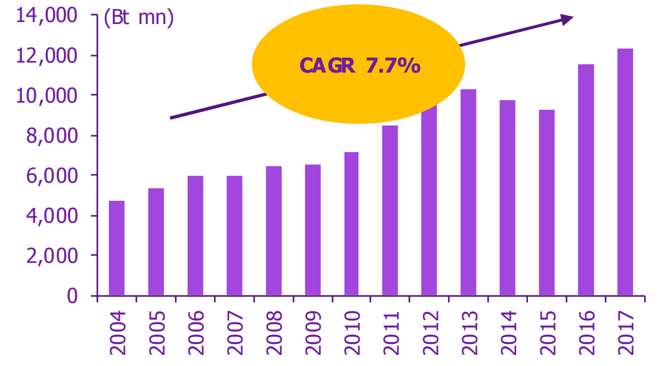
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 5: TV continues to be the main media



Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 6: Ad spending in OOH is growing



Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F	EV/EBITDA (x) 17A	EV/EBITDA (x) 18F	EV/EBITDA (x) 19F
BEC	Sell	13.70	8.0	(41.1)	n.m.	186.5	167.0	(100)	5,191	12	4.2	4.6	4.6	0	2	3	0.7	0.5	0.5	7.3	5.1	4.2
GRAMMY	Sell	9.50	6.5	(31.6)	n.m.	n.m.	n.m.	(114)	52	n.a.	7.1	9.1	7.8	(87)	(55)	n.a.	0.0	0.0	n.a.	27.3	17.0	15.6
MAJOR	Neutral	28.25	30.0	9.8	31.5	27.4	23.7	(8)	15	15	3.9	3.8	3.7	12	14	16	4.4	3.6	3.8	13.7	12.6	11.5
MCOT	Sell	10.40	6.0	(42.3)	n.m.	n.m.	n.m.	(246)	1	(12)	1.1	1.2	1.2	(39)	(40)	(47)	0.0	0.0	9.6	(6.5)	(4.5)	(3.9)
PLANB	Buy	6.00	9.0	51.6	46.1	31.6	23.3	31	46	36	5.9	5.6	5.0	14	18	23	0.8	1.6	2.1	22.1	15.6	12.0
RS	Neutral	29.00	14.0	(50.4)	88.0	46.4	34.0	n.m.	90	36	16.2	14.2	18.9	19	33	48	0.0	1.3	4.8	18.7	17.9	15.2
VGI	Buy	7.60	7.5	0.5	64.3	47.4	33.8	24	36	41	27.8	26.3	24.8	43	57	76	1.3	1.8	2.5	30.5	24.9	22.7
WORK	Buy	64.00	115.0	82.4	31.2	18.7	16.0	355	66	17	6.3	4.7	3.8	24	29	26	2.2	2.7	3.2	15.2	11.6	10.3
Average					**52.2**	**59.7**	**49.6**	**(8)**	**687**	**21**	**9.1**	**8.7**	**8.7**	**(2)**	**7**	**20**	**1.2**	**1.4**	**3.8**	**16.0**	**12.5**	**10.9**

Source: SCBS Investment Research

ปิโตรเคมี

SET PETRO index	Close: 21/3/2018	1,592.80	+3.05 / +0.19%	Bt6,970mn
Bloomberg ticker:	SETPETRO			

SCBS

IVL ดูดี เพราะ PET spread แข็งแกร่ง

เราชอบกลุ่มปิโตรเคมีหลังจากราคาย่อตัวลง 2% จากจุดสูงสุดใน 1Q61 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/โพลีเอสเตอร์ ดูดี เพราะอุปทานตึงตัว และการซื้อสินทรัพย์เพิ่มจะช่วยสร้าง sentiment เชิงบวกต่อกลุ่มปิโตรเคมี แนวโน้มผลิตภัณฑ์โพรพิลีนและ PP ก็ดูดีเนื่องจากจีนเข้มงวดเรื่องผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม โดยสั่งปิดโรงงานที่ก่อมลพิษ top pick ของเราสำหรับกลุ่มปิโตรเคมี คือ IVL เนื่องจากตลาดกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับ dilution effect ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ PET spread ที่ดี และการซื้อสินทรัพย์ใหม่

ผลประกอบการปี 60 สำหรับบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (90% ของ market cap กลุ่มปิโตรเคมี) ปรับตัวดีขึ้นมาก โดยกำไรปกติเพิ่มขึ้น 66% และกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 42% YoY เพราะได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งของทั้ง IVL และ PTTGC บวกกับอัตราการใช้กำลังการผลิตโอเลฟินส์สูงขึ้นที่ PTTGC ในขณะที่ GGC เป็นตัวฉุดรั้ง โดยเกิดจากอัตรากำไรของธุรกิจไบโอดีเซลที่ปรับตัวลดลง และขาดทุนจากสินค้าคงคลังจำนวนมาก ซึ่งส่งผลทำให้ EBITDA margin หดตัวลง 2.5%

แนวโน้มโพรพิลีนสดใส ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีน (ยกเว้น LDPE) และโพลีโพรพิลีนเพิ่มขึ้น 2-13% QoQ ใน 1Q61 โดยเกิดจากความต้องการเก็บสะสมสินค้าคงคลังเพิ่ม เนื่องจากราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นมาก อุปทานที่ตึงตัวมีแนวโน้มที่จะทำให้ราคาเอทิลีนยังแข็งแกร่งต่อไปในปี 61 ในขณะที่สถานการณ์อุปทานโพลีเอทิลีนล้นตลาดจะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE-แนฟทา เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อ PP หลังจากจีนนำกฎหมายเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมที่เข้มงวดมาขึ้นมาใช้ ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปทานจากโรงงานที่ก่อมลพิษปรับตัวลดลง

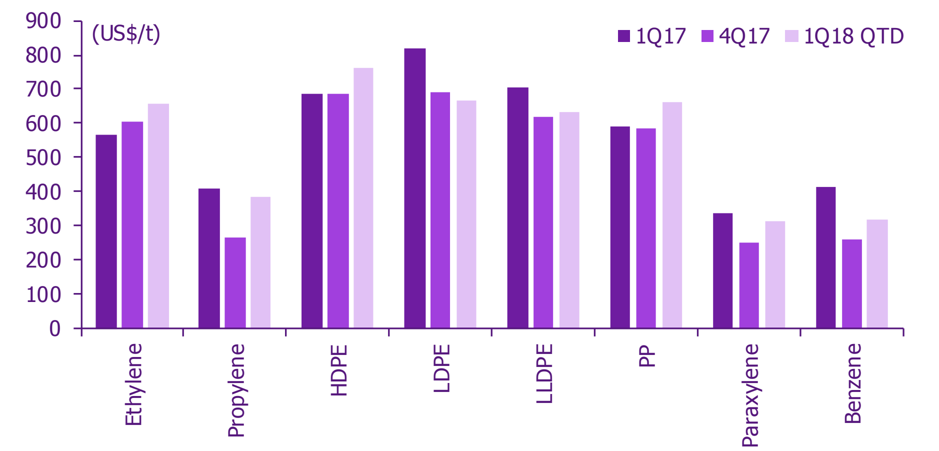
กำลังการผลิตใหม่จะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PX-แนฟทา เพิ่มขึ้น 26% QoQ ใน 1Q61 เพราะอุปทานตึงตัวมากขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานตามแผนหลายแห่ง และการเลื่อนเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ 2 ล้านตัน/ปี (~4% ของกำลังการผลิตทั่วโลก) ในเวียดนามและตะวันออกกลาง เราคาดว่าจะเกิดสถานการณ์อุปทาน PX ล้นตลาดในปี 61 เนื่องจากจีนซึ่งเป็นผู้ซื้อรายหลัก สามารถผลิต PX เองได้มากขึ้น จากการเริ่มเดินเครื่องโรงงาน PX ในประเทศ และอุปทานในตลาดภูมิภาคเพิ่มขึ้น

อุปทานตึงตัวมากขึ้น, ส่วนต่างราคา PET/โพลีเอสเตอร์ กว้างขึ้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET เพิ่มขึ้น 21% QoQ ใน 1Q61 เพราะอุปทานตึงตัวมากขึ้น เนื่องจากผู้ผลิตรายหลักๆ บางรายยังเดินเครื่องผลิตต่ำหรือหยุดการผลิต เราแนะนำให้จับตาดู เนื่องจากโรงงานเหล่านี้อาจจะถูกประกาศขาย และจะเปิดโอกาสลงทุนให้กับผู้ผลิตต้นทุนต่ำและมีประสิทธิภาพมากกว่าอย่าง IVL

FA มีแนวโน้มที่ดีในกลุ่มผลิตภัณฑ์ชีวภาพ ราคาเมทิลเอสเทอร์ (ME) หรือไบโอดีเซลในประเทศมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับต่ำในปีนี้ เนื่องจากสต็อกน้ำมันปาล์มดิบอยู่ในระดับสูงที่ >400,000 ตัน เทียบกับค่าเฉลี่ย 2 ปีที่ 328,000 ตัน สูตรต้นทุนบวกกำไรส่วนเพิ่ม (cost-plus) สะท้อนว่าราคาไบโอดีเซลจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่องในปีนี้ รัฐบาลยังคงสัดส่วนไบโอดีเซลในน้ำมันดีเซลหมุนเร็วไว้ที่ 7% (B7) ดังนั้นความต้องการไบโอดีเซลน่าจะเติบโตไม่มากนัก แนวโน้มของแฟตตี้แอลกอฮอล์ (FA) ดูดีขึ้น เนื่องจากอุปทานในภูมิภาคเอเชียตึงตัว โดยเฉพาะจีนและอเมริกาใต้ กฎหมายเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมที่เข้มงวดมากขึ้นในจีนเป็นสาเหตุทำให้มีการปิดโรงงาน FA หลายแห่ง แต่อุปสงค์ยังมีอยู่มาก

IVL เป็น top pick ของกลุ่มปิโตรเคมี IVL อาจจะมีโอกาสเข้าซื้อกิจการที่ประกอบธุรกิจผลิตผลิตภัณฑ์ commodity อย่างผลิตภัณฑ์ PET/PTA และผลิตภัณฑ์ HVA นอกจากนี้กำไรปี 61-62 ก็มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากการรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีของสินทรัพย์ที่ซื้อมาใหม่ และ core EBITDA/t ที่แข็งแกร่งมากขึ้นจากผลิตภัณฑ์ HVA และแนวโน้มอัตรากำไร PET ที่ดี

การเคลื่อนไหวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
GGC	Neutral	14.5	17.0	20.1	14.2	10.9	1.3	1.2
IVL	Buy	56.5	70.0	26.5	14.6	12.7	2.1	1.9
PTTGC	Buy	96.8	120.0	28.9	10.2	10.1	1.5	1.4
Average					**13.0**	**11.2**	**1.6**	**1.5**

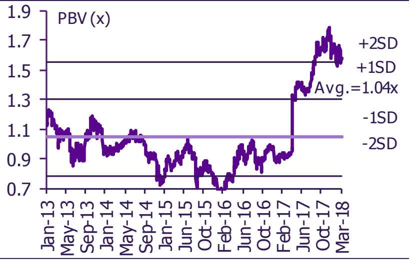
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute 1M	Absolute 3M	Absolute 12M	Relative to SET 1M	Relative to SET 3M	Relative to SET 12M
GGC	(9.4)	(13.7)	n.m.	(10.0)	(16.5)	n.a.
IVL	10.2	4.6	62.6	9.5	1.2	41.4
PTTGC	3.2	13.5	34.8	2.5	9.8	17.3

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO

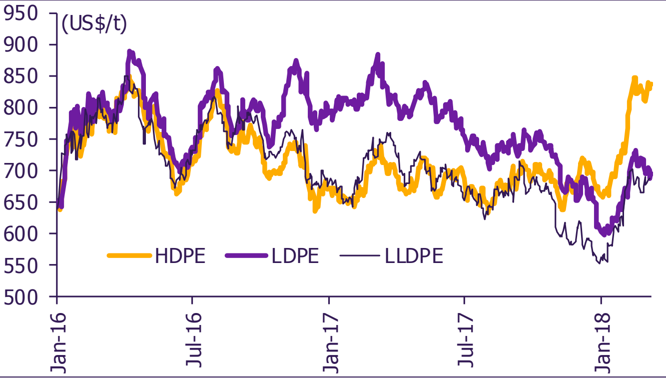


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

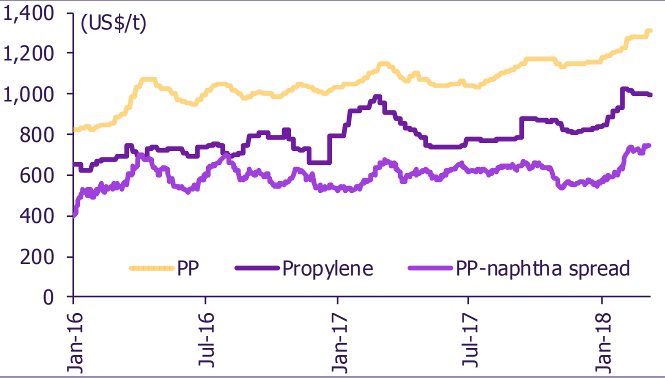
ชัยพัชร ธนวัฒโน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



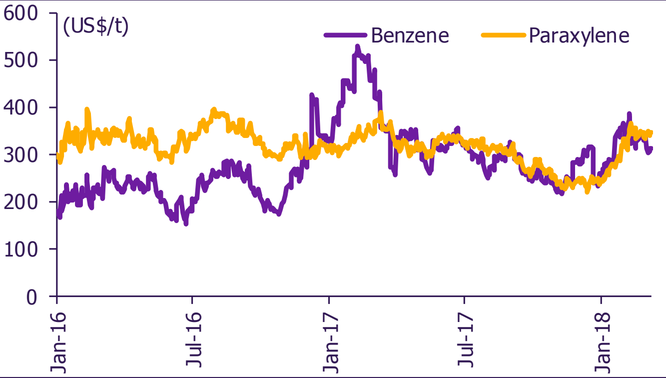
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: PP-naphtha spread



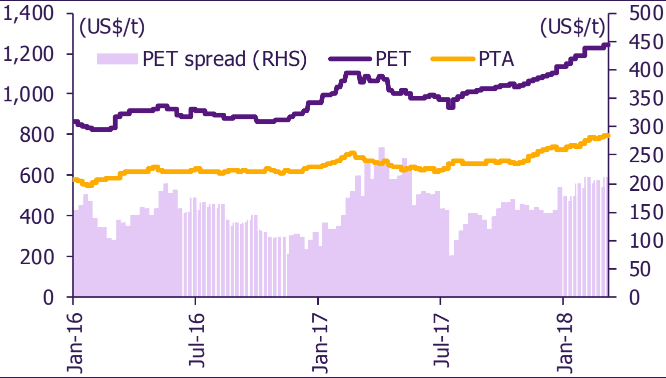
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



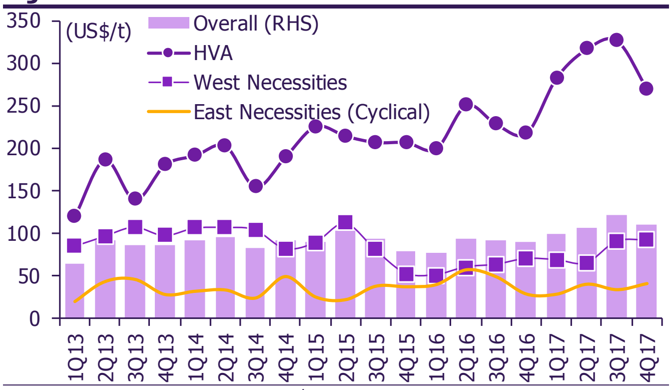
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: PET spread



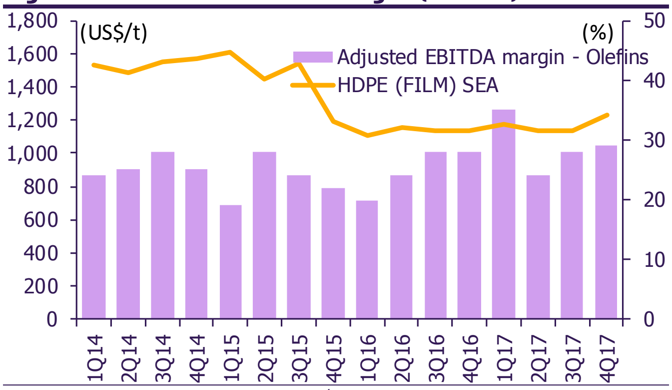
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: IVL – core EBITDA/t



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: PTTGC – EBITDA margin (olefins)



Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
GGC	Neutral	14.50	17.0	20.1	24.7	14.2	10.9	(52)	74	30	1.3	1.3	1.2	6	9	11	2.4	2.8	3.7	11.2	9.0	6.8
IVL	Buy	56.50	70.0	26.5	14.7	14.6	12.7	93	1	15	2.5	2.1	1.9	20	16	16	1.8	2.7	2.8	11.0	8.4	7.3
PTTGC	Buy	96.75	120.0	28.9	10.7	10.2	10.1	54	5	1	1.6	1.5	1.4	15	15	14	4.4	4.9	5.0	7.3	6.8	6.5
Average					**16.7**	**13.0**	**11.2**	**32**	**27**	**15**	**1.8**	**1.6**	**1.5**	**14**	**13**	**14**	**2.9**	**3.4**	**3.8**	**9.8**	**8.1**	**6.8**

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index	Close: 21/3/2018	322.71	+0.68 / +0.21%	Bt3,058mn
Bloomberg ticker:	SETPROP			

ยอดขายปี 60 ดีกว่าคาด; ปี 61 เน้นบ้านแนวราบ

การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของคอนโดช่วยสนับสนุนให้ยอดขายของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ทำสถิติสูงสุดที่ 2.18 แสนลบ.ในปี 60 ดีกว่าตลาดคาด เมื่อรวมกับรายได้ในระดับทรงตัว ยอดขายรอรับรู้รายได้จึงปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากลดลงติดต่อกันนาน 3 ปี เป้าหมายสำหรับปี 61 คือ ยอดขายเติบโตที่ 6% และรายได้เติบโต 11% โดยยอดขายและรายได้ของ LPN จะเติบโตสูงที่สุด เราพบว่าบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยเปลี่ยนกลยุทธ์มาเน้นตลาดบ้านแนวราบซึ่งมีความต้องการซื้อเพื่ออยู่จริง LH และ QH เป็นผู้นำในตลาดนี้ top picks ของเรา คือ LPN และ QH

สรุปภาพรวมอุตสาหกรรมปี 60 AREA รายงานว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ และปริมณฑลเติบโต 20% YoY สู่ 4.10 แสนลบ. โดยตลาดที่อยู่อาศัยระดับกลาง-สูงมีอัตราเติบโตมากกว่าระดับล่าง ซึ่งบริษัทพัฒนาอสังหาฯ รายใหญ่ครองตลาดสูงถึง 80% ตลาดที่อยู่อาศัยระดับล่างหดตัวลงอย่างต่อเนื่อง เพราะกำลังซื้ออ่อนแอ และมีอุปทานใหม่น้อยลงเนื่องจากต้นทุนที่สูงขึ้น (โดยเฉพาะต้นทุนที่ดิน) ตลาดบ้านเดี่ยวดี เพราะอุปทานใหม่น้อยกว่าอุปสงค์, สต็อกรอการขายลดลงเล็กน้อยส่งผลทำให้ระยะเวลาขาย (สต็อกรอการขาย/อุปสงค์) ปรับตัวลดลง

สรุปผลการดำเนินงานปี 60 ของบริษัท 7 รายใหญ่ การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของคอนโด (+74% YoY) ช่วยสนับสนุนให้ยอดขายของบริษัทพัฒนาอสังหาฯ 7 รายใหญ่ (AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI) เติบโต 28% YoY สู่ 2.18 แสนลบ. (คอนโด 50%, บ้านแนวราบ 50%) ดีขึ้นจากที่ลดลง 6% ในปี 59 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้น 16% และอัตราการขายที่สูงที่คอนโดของ AP, PSH และ SPALI ยอดขายของบริษัทร่วมทุน (JV) คิดเป็น 14% ของยอดขายทั้งหมด เพิ่มขึ้นจาก 8% ในปี 59 รายได้ (รวมยอดขาย 100% ของ JV) และกำไรปกติทรงตัว YoY เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้นถูกหักล้างโดยค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้น กำไรสุทธิเติบโต 5% จากกำไรจากการขายสินทรัพย์ของ LH และ SPALI

ยอดขายรอรับรู้รายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น ยอดขายรอรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นตามคาด สู่ 1.74 แสนลบ. หลังจากลดลงติดต่อกัน 3 ปี สะท้อนถึงรายได้ที่ในอนาคตและกำไรที่จะเติบโตมากขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากยอดขายที่สูงกว่ายอดรับรู้รายได้ในปีก่อน

เป้าหมายปี 61 เติบโตเล็กน้อย: ยอดขายเติบโต 6% และรายได้เติบโต 11% บริษัทพัฒนาอสังหาฯ 7 รายใหญ่ตั้งเป้ายอดขายรวมเติบโต 6% YoY สู่ 2.30 แสนลบ. ในขณะที่บริษัทเหล่านี้วางแผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้น 34% สู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.86 แสนลบ. โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก JV ที่ช่วยให้การขยายโครงการเป็นไปอย่างรวดเร็ว รายได้ (รวม JV) จะเติบโตปานกลางที่ 11% (คอนโด +12% และบ้านแนวราบ +10%) โดยยอดขายและรายได้ของ LPN จะเติบโตสูงที่สุด

หันมาเน้นบ้านแนวราบ บริษัทพัฒนาอสังหาฯ 7 รายใหญ่หันมาเน้นตลาดบ้านแนวราบซึ่งมีความต้องการซื้อเพื่ออยู่จริง โดยตั้งเป้าเปิดตัวโครงการบ้านแนวราบเพิ่มขึ้น 66% สู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.78 แสนลบ. และตั้งเป้ายอดขายเติบโต 19% สู่ 1.30 แสนลบ. ในขณะที่คอนโดเปิดใหม่จะอยู่ในระดับทรงตัวที่ 1.09 แสนลบ. และยอดขายจะลดลง 8% สู่ 1.00 แสนลบ. เนื่องจากการพัฒนาบ้านแนวราบต้องใช้ประสบการณ์สูงและทำเลกระจายตัว การแข่งขันจึงไม่รุนแรง LH และ QH เป็นผู้นำในตลาดนี้

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AP	Buy	8.5	11.0	34.1	7.5	7.4	1.1	1.0
LH	Buy	10.8	15.0	46.2	13.6	13.4	2.5	2.5
LPN	Buy	10.8	16.0	55.4	9.5	8.1	1.2	1.1
PSH	Neutral	21.7	24.0	17.2	7.7	6.8	1.2	1.1
QH	Buy	3.0	4.1	45.0	8.1	7.4	1.2	1.1
SIRI	Buy	1.8	2.7	66.4	4.1	3.7	0.8	0.7
SPALI	Buy	22.3	33.0	52.5	8.1	6.9	1.5	1.3
Average					**8.4**	**7.7**	**1.3**	**1.3**

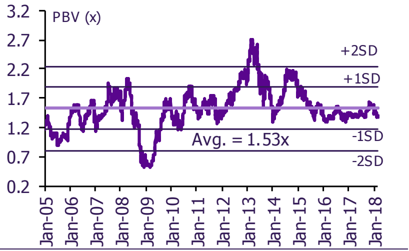
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	2.4	(7.6)	18.9	1.7	(10.7)	3.4
LH	(0.9)	4.9	11.9	(1.6)	1.4	(2.7)
LPN	0.9	(17.6)	(12.2)	0.2	(20.3)	(23.6)
PSH	(8.1)	(10.0)	(4.0)	(8.7)	(12.9)	(16.5)
QH	1.4	(3.2)	15.5	0.6	(6.4)	0.5
SIRI	(6.8)	(17.1)	(7.7)	(7.4)	(19.9)	(19.8)
SPALI	(2.2)	(5.5)	(11.7)	(2.9)	(8.6)	(23.2)

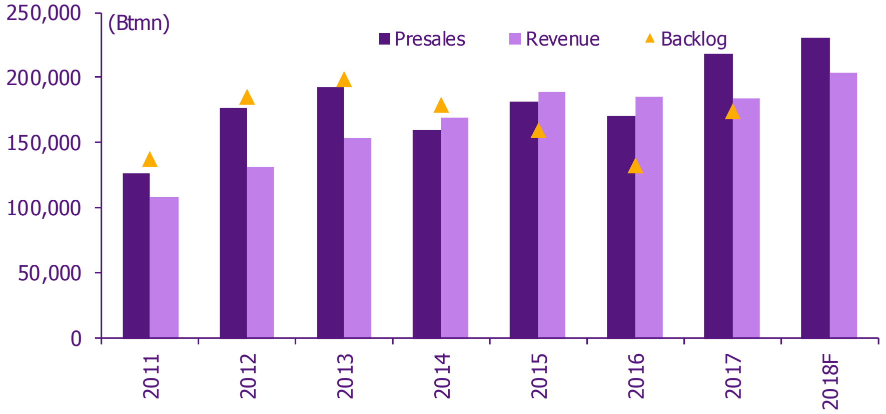
Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

ยอดขายรอรับรู้รายได้พลิกกลับมาเพิ่มขึ้นหลังจากลดลงติดต่อกันนาน 3 ปี

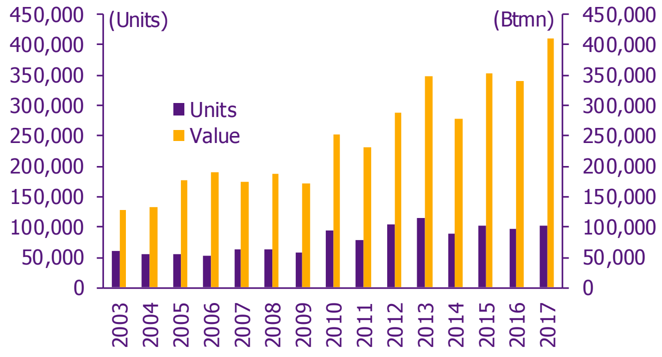


Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

นักวิเคราะห์

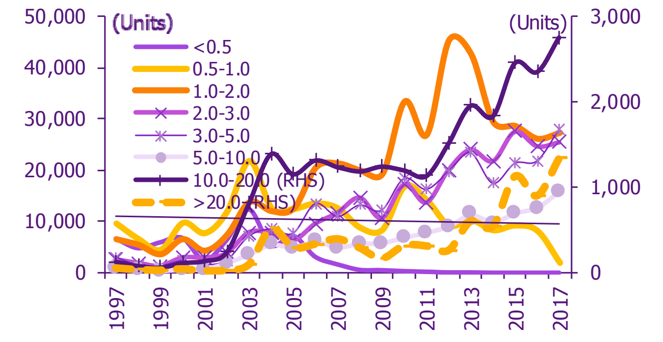
สิริการย์ กฤษฎิ์นิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Demand growth driven by mid- to high-end segments (value increasing faster than units)



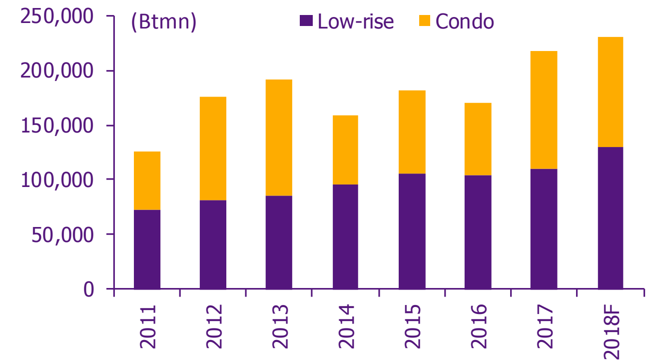
Source: AREA

Figure 2: Shrinking low-end demand, but mid- to high-end are growing



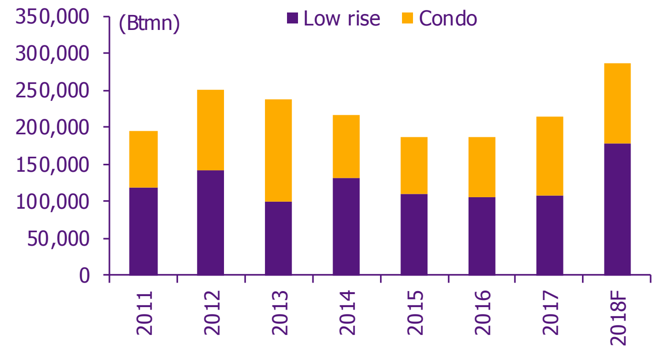
Source: AREA

Figure 3: Strong 2017 presales growth driven by condo, but 2018 growth to be driven by low-rise



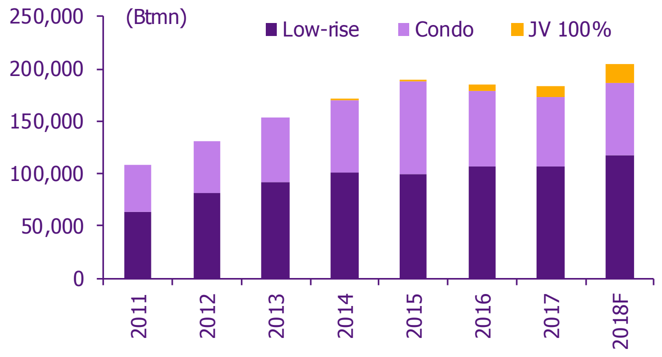
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: New launches to increase 34% in 2018 (low-rise +66%, but condo flat)



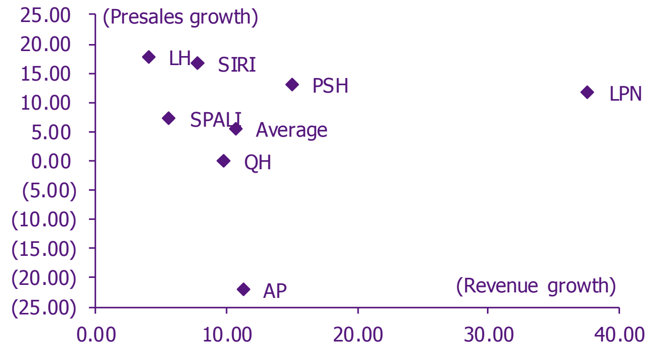
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: Revenue to grow 11% (condo +12%, low-rise +10%)



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

Figure 6: 2018: Presales growth versus revenue growth targets



Source: Company

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AP	Buy	8.50	11.0	34.1	8.7	7.5	7.4	18	16	1	1.2	1.1	1.0	15	16	14	4.1	4.7	4.7	11.0	10.2	10.4
LH	Buy	10.80	15.0	46.2	13.9	13.6	13.4	13	2	2	2.6	2.5	2.5	19	19	18	6.9	7.3	7.1	12.9	12.6	14.3
LPN	Buy	10.80	16.0	55.4	15.0	9.5	8.1	(51)	58	17	1.3	1.2	1.1	9	13	14	4.6	7.3	8.6	15.1	9.6	8.5
PSH	Neutral	21.70	24.0	17.2	8.7	7.7	6.8	(8)	13	14	1.3	1.2	1.1	15	16	16	5.9	6.6	7.5	9.0	8.2	7.4
QH	Buy	2.98	4.1	45.0	9.3	8.1	7.4	4	15	9	1.3	1.2	1.1	14	15	16	6.7	7.5	8.1	12.0	10.5	9.6
SIRI	Buy	1.79	2.7	66.4	9.0	4.1	3.7	(14)	121	10	0.9	0.8	0.7	10	20	20	6.7	15.5	17.0	13.2	6.5	5.8
SPALI	Buy	22.30	33.0	52.5	7.0	8.1	6.9	12	(14)	18	1.4	1.5	1.3	22	19	20	0.0	4.6	5.4	7.8	6.8	5.5
Average					**10.2**	**8.4**	**7.7**	**(4)**	**30**	**10**	**1.4**	**1.3**	**1.3**	**15**	**17**	**17**	**5.0**	**7.6**	**8.4**	**11.6**	**9.2**	**8.8**

Source: SCBS Investment Research

หลักทรัพย์

SET FIN index	Close: 21/3/2018	3,625.15	+11.43 / +0.32%	Bt1,445mn
Bloomberg ticker:	SETFIN			

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แข็งแกร่ง

บริษัทหลักทรัพย์จะได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ที่สูงถึง 6.41 หมื่นลบ. (ไม่รวมบัญชีบล.) ใน 1Q61 ดังนั้นเราคาดว่า ASP และ MBKET จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น QoQ เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูดมากกว่า

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ที่แข็งแกร่ง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) เพิ่มขึ้น 40% YoY และ 23% QoQ สู่ 6.41 หมื่นลบ.ใน 1Q61 (ณ วันที่ 19 มี.ค.) ทำให้เรามีแนวโน้มปรับประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 61 เพิ่มขึ้นจาก 4.7 หมื่นลบ. (เทียบกับ 4.5 หมื่นลบ.ในปี 60)

คาดการณ์กำไร 1Q61 ของ MBKET: เพิ่มขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY เราคาดการณ์กำไร 1Q61 ของ MBKET ที่ 182 ลบ. เพิ่มขึ้น 15% QoQ (หลักๆ เกิดจากค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์) แต่ลดลง 29% YoY (เกิดจากค่าธรรมเนียมธุรกิจวาณิชธนกิจที่ลดลง) เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น 21% QoQ โดยเกิดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น 23% QoQ แม้ส่วนแบ่งการตลาดลดลงจาก 6.56% ใน 4Q60 สู่ 6.25% ใน 1Q61 (ณ วันที่ 19 มี.ค.) การปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% ของ SET สู่จุดสูงสุดใน 1Q61 น่าจะช่วยให้กำไรจากเงินลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น บริษัทมีเงินลงทุนในหลักทรัพย์ 2 พันลบ. ณ สิ้นปี 60

คาดการณ์กำไร 1Q61 ของ ASP: เพิ่มขึ้นทั้ง QoQ และ YoY เราคาดว่ากำไร 1Q61 ของ ASP จะเพิ่มขึ้น 10% QoQ และ 12% YoY สู่ 215 ลบ. เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น 20% QoQ โดยเกิดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่เพิ่มขึ้น 23% QoQ แม้ส่วนแบ่งการตลาดลดลงจาก 2.78% ใน 4Q60 สู่ 2.63% ใน 1Q61 (ณ วันที่ 19 มี.ค.) การปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% ของ SET สู่จุดสูงสุดใน 1Q61 น่าจะช่วยให้กำไรจากเงินลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้น บริษัทมีเงินลงทุนในหลักทรัพย์จดทะเบียนในประเทศ 2.1 พันลบ. ณ สิ้นปี 60

รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่นายหน้าดีต่อเนื่องในปี 61 MBKET เปิดเผยว่าบริษัทมีดีลงานวาณิชธนกิจรออยู่อีกมากกว่า 25 ดีล ซึ่งประกอบด้วย M&A 3-4 ดีล, REIT 1-2 ดีล, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน 1-2 ดีล, IPO 13-14 ดีล, การเสนอขายหุ้นที่ออกใหม่แก่บุคคลในวงจำกัด (private placement) 1-2 ดีล, และที่ปรึกษาทางการเงิน 1-2 ดีล ในขณะที่ ASP มีงานวาณิชธนกิจ (IB) 55 ดีลอยู่ในมือ โดยในจำนวนนี้เป็นดีล IPO 27 ดีล และที่ปรึกษาทางการเงิน 28 ดีล

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ASP และ "ขาย" MBKET ASP มี valuation ที่น่าดึงดูดและกำไรที่ยั่งยืนมากกว่า MBKET เพราะแหล่งรายได้กระจายตัวมากกว่า MBKET เราคาดว่า ASP จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 61 ที่ 7.7% น่าดึงดูดมากกว่าระดับ 5.6% ของ MBKET แม้อัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 85% ของ ASP ต่ำกว่าระดับ 100% ของ MBKET

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
ASP	Buy	3.8	4.7	30.8	10.1	10.3	1.6	1.6
MBKET	Sell	18.9	18.0	1.0	17.2	17.8	2.3	2.3
Average					**13.7**	**14.0**	**2.0**	**2.0**

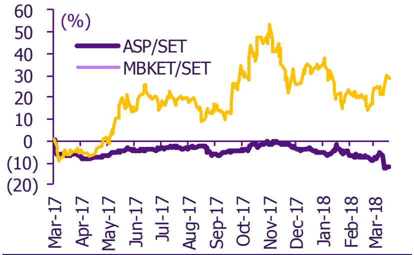
Source: SCBS Investment Research

Price Performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	(3.0)	(4.0)	8.5	(3.7)	(7.2)	(5.7)
MBKET	(12.1)	(12.5)	(14.1)	(12.7)	(15.4)	(25.3)

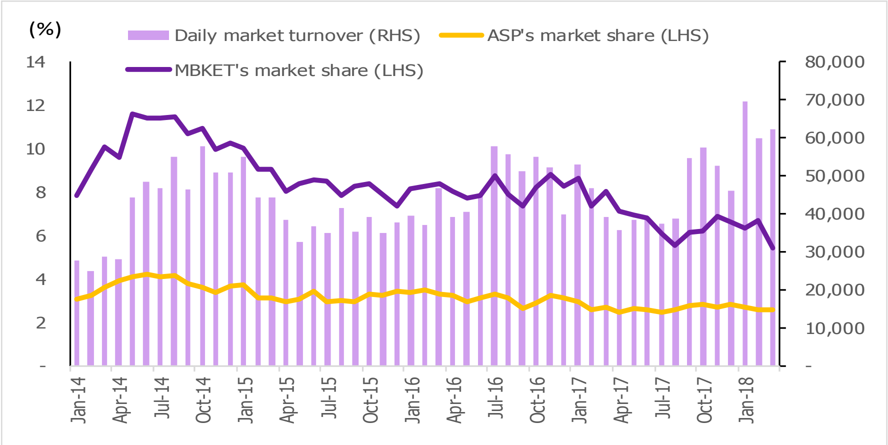
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

เติบโตตามมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่แข็งแกร่งใน 1Q61 แม้ส่วนแบ่งการตลาดลดลง



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

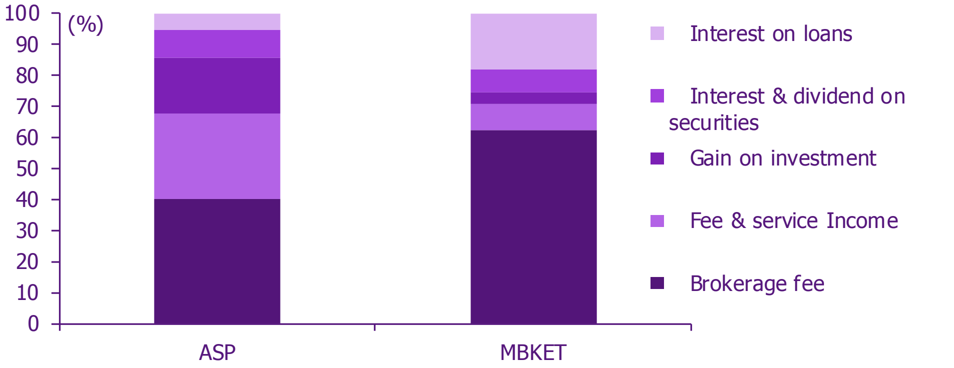
กิตติมา สัตยพันธ์, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2018F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	4.1	15
Bt45bn — base case	4.9	18
Bt50bn	5.8	21
2018F EPS (Bt) at 2018F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.31	0.92
Bt45bn — base case	0.38	1.10
Bt50bn	0.44	1.28
2018F DPS (Bt) at 2018F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.26	0.92
Bt45bn — base case	0.32	1.10
Bt50bn	0.37	1.28
Dividend payout	85%	100%
Target PE (x)	**13.1**	**16.7**

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2018F revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

Figure 3: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F
ASP	Buy	3.84	4.7	30.8	10.9	10.1	10.3	(2)	8	(1)	1.7	1.6	1.6	15	16	16	7.8	8.4	8.3
MBKET	Sell	18.90	18.0	1.0	16.9	17.2	17.8	(34)	(2)	(3)	2.3	2.3	2.3	13	13	13	5.8	5.8	5.6
Average					**13.9**	**13.7**	**14.0**	**(18)**	**3**	**(2)**	**2.0**	**2.0**	**2.0**	**14**	**15**	**14**	**6.8**	**7.1**	**7.0**

Source: SCBS Investment Research

SET ICT index	Close: 21/3/2018	172.65	-0.88 / -0.51%	Bt5,221mn
Bloomberg ticker:	SETSETCOMUN			

SCBS

ของขวัญจาก กสทช.

กสทช.จะยื่นข้อเสนอต่อ คสช.เพื่อขออนุญาตให้ ADVANC และ TRUE แบ่งการชำระเงินค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz งวดสุดท้ายจากการชำระครั้งเดียว (ครบกำหนดในปี 63) มาเป็นทยอยชำระ 5 ปี (ปี 63-68) ในขณะที่เรื่องนี้จะไม่ทำให้ valuation เปลี่ยนแปลงมากนัก แต่จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารกระแสเงินสด ความกังวลเกี่ยวกับการประมูลคลื่น 1800MHz ผ่อนคลายลง หลังจากคณะกรรมการกฤษฎีกาขอให้เลื่อนการประมูลทั้งนี้ดูเหมือนว่า กสทช.ชุดใหม่จะทำหน้าที่จัดการประมูลดังกล่าว ซึ่งไม่น่าจะเกิดขึ้นก่อนสิ้นปีนี้ เรายังคงเลือก ADVANC เป็น top pick ด้วยราคาเป้าหมาย 215 บาท

กสทช.เห็นชอบขยายระยะเวลาชำระค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz เมื่อวันที่ 15 มี.ค. คณะกรรมการ กสทช. มีมติเห็นชอบให้ช่วยเหลือผู้ถือใบอนุญาตคลื่น 900MHz (ADVANC และ TRUE) โดยอนุญาตให้แบ่งการชำระเงินค่าใบอนุญาตงวดสุดท้ายจำนวน 6.0 หมื่นลบ. จากเดิมที่จะต้องชำระครั้งเดียวซึ่งจะครบกำหนดในปี 63 มาเป็นทยอยชำระ 5 ปี (ปี 63-68) แต่ทั้งนี้ยังคงขึ้นอยู่กับรัฐบาลว่าจะใช้มาตรา 44 ให้ดำเนินการหรือไม่ กสทช.จะยื่นข้อเสนอดังกล่าวเพื่อขอความเห็นชอบในวันที่ 27 มี.ค.

การประมูลใบอนุญาตคลื่น 1800MHz เลื่อนออกไปจากเดือนพ.ค. 61 ตอนนี้ค่อนข้างแน่นอนแล้วว่าการประมูลใบอนุญาตคลื่น 1800MHz จะเลื่อนออกไปจากกำหนดการเดิมที่ กสทช.ชุดรักษาการวางไว้ หลังจากคณะกรรมการกฤษฎีกาให้ความเห็นเมื่อไม่นานนี้ กสทช.ชุดใหม่ (ซึ่งกำลังอยู่ระหว่างการคัดเลือก) จะทำหน้าที่จัดการประมูลดังกล่าวตามที่คาดการณ์ไว้ ทั้งนี้กฎหมายกำหนดว่าต้องได้กรรมการชุดใหม่ภายในเดือนเม.ย.หรือพ.ค. 61 และการประมูลจะเกิดขึ้นได้ช่วงปลายปี 61 เป็นอย่างเร็ว ในขณะที่ดูเหมือนจะยังไม่มีความคืบหน้าเพิ่มเติมเกี่ยวกับดีล JV คลื่น 2300MHz ระหว่าง DTAC กับทีโอที นับตั้งแต่ได้รับความเห็นชอบจาก กสทช.ในเดือนธ.ค. 60 ซึ่งเราเชื่อว่าอาจจะเป็นเพราะการประมูลเลื่อนออกไป การเลื่อนเซ็นสัญญาระหว่าง DTAC กับทีโอทีสร้างแรงกดดันต่อ DTAC เพราะทำให้บริษัทไม่มีทั้งคลื่นจากทีโอทีและคลื่นใหม่จากการประมูลที่เลื่อนออกไป

กำไรปี 1Q61 จะเพิ่มขึ้น YoY เราคาดว่ากำไร 1Q61 จะเติบโต YoY เนื่องจากค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาตคลื่น 900MHz และ 1800MHz สำหรับ ADVANC และ TRUE กลับสู่ระดับปกติแล้ว (ตั้งแต่ 3Q60) ซึ่งหมายความว่าค่าตัดจำหน่ายใบอนุญาตใน 1Q61 จะแตกต่างจาก 1Q60 ไม่มากนัก อย่างไรก็ดี รายได้จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้จากการให้บริการข้อมูลที่เพิ่มขึ้น

ADVANC ยังคงเป็น top pick ของเรา เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมาย 215 บาท เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่บริษัทจะสามารถปรับอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับ 70% ในปัจจุบัน ถ้าบริษัทสามารถทยอยชำระค่าใบอนุญาตคลื่น 900MHz งวดสุดท้ายในระยะเวลา 5 ปีเริ่มตั้งแต่ปี 63 เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ TRUE แต่ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 6.6 บาท สู่ 8 บาท เนื่องจากเราถอดค่าใช้จ่ายในการประมูลใบอนุญาตคลื่น 1800MHz ออกไปจาก valuation ของเรา เรามองว่า TRUE มี bandwidth มากพอที่จะแข่งขันและให้บริการลูกค้าของบริษัท และไม่จำเป็นต้องหามาเพิ่ม แต่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทำให้มี upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายใหม่ของเรา

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 17F	P/E (x) 18F	P/BV (x) 17F	P/BV (x) 18F
ADVANC	Buy	210.0	215.0	6.1	18.8	17.0	11.9	10.3
DTAC	Neutral	44.0	52.0	18.8	47.6	30.1	3.8	3.8
INTUCH	Buy	59.3	70.0	25.1	14.5	13.3	4.7	4.5
THCOM	Sell	12.0	9.0	(25.0)	n.m.	n.m.	0.9	0.9
TRUE	Neutral	7.1	8.0	15.3	143.7	33.1	1.6	1.5
Average					**56.1**	**23.4**	**4.6**	**4.2**

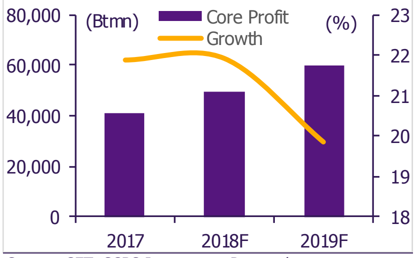
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	9.1	12.9	19.0	8.3	9.2	3.5
DTAC	(1.1)	0.0	2.9	(1.8)	(3.3)	(10.5)
INTUCH	4.4	6.8	8.2	3.7	3.2	(5.9)
THCOM	14.3	(4.8)	(37.8)	13.5	(7.9)	(45.9)
TRUE	15.6	14.6	10.2	14.8	10.9	(4.2)

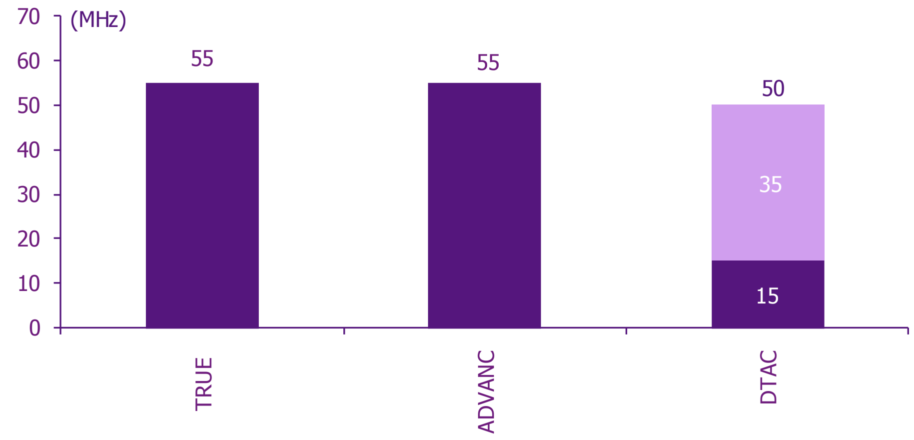
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ADVANC และ TRUE มีคลื่นความถี่เท่ากัน โดยทั้งหมดอยู่ภายใต้ระบบใบอนุญาต



Source: The companies and SCBS Investment Research

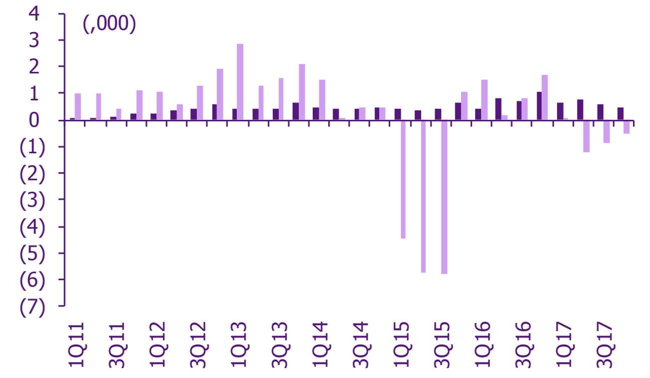
นักวิเคราะห์
ปฏิภาค นวาวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Figure 1: ADVANC and TRUE have comparable spectra

	Spectrum (MHz)	Bandwidth (MHz)	operating under
ADVANC	900	10.0	License
	1,800	15.0	License
	2,100	15.0	License
	2,100	15.0	JV contract
Total		**55.0**	
DTAC	850	10.0	Concession
	1,800	25.0	Concession
	2,100	15.0	License
Total		**50.0**	
True move H	850	15.0	Resale-Wholesale
	900	10.0	License
	1,800	15.0	License
	2,100	15.0	License
Total		**55.0**	

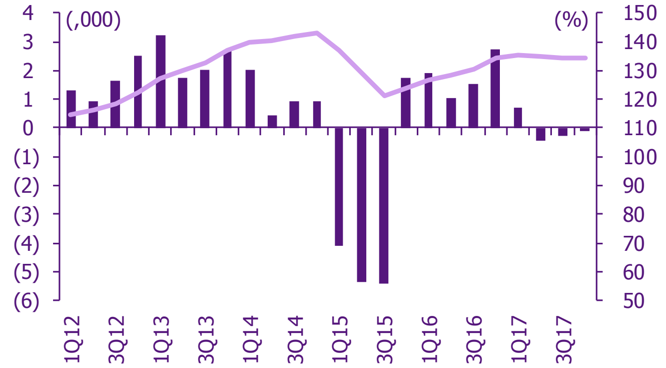
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 2: Net add for prepaid continues to fall



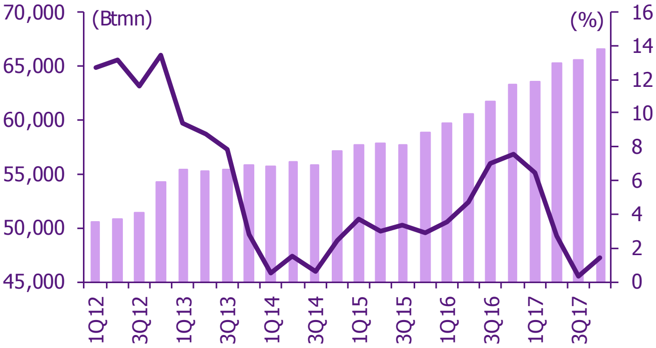
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 3: Penetration rate is still above 100%



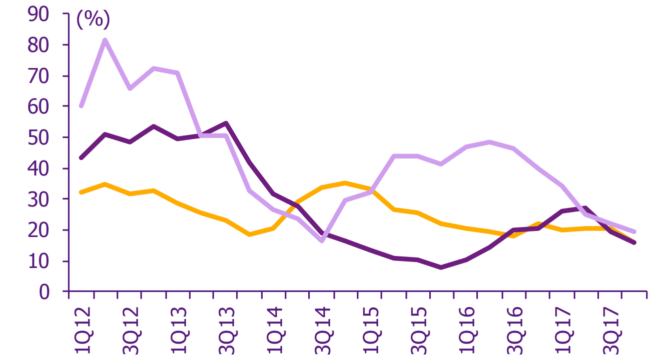
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 4: Service revenue is on the rise



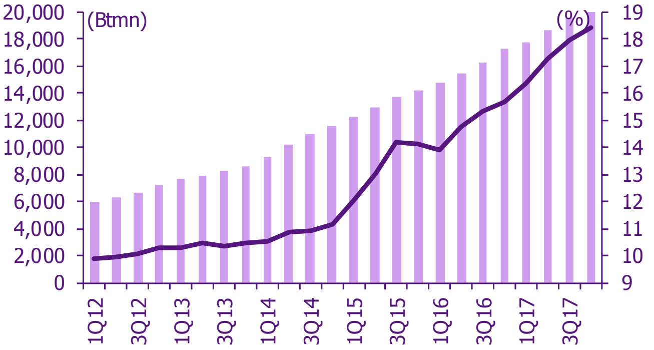
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth in non-voice is pusher for service revenue growth



Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 6: Growing post-paid portion is cause of rising non-voice revenue



Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	EPS growth (%) 17A	EPS growth (%) 18F	EPS growth (%) 19F	P/BV (x) 17A	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	ROE (%) 17A	ROE (%) 18F	ROE (%) 19F	Div. Yield (%) 17A	Div. Yield (%) 18F	Div. Yield (%) 19F	EV/EBITDA (x) 17A	EV/EBITDA (x) 18F	EV/EBITDA (x) 19F
ADVANC	Buy	210.00	215.0	6.1	20.9	18.8	17.0	37	11	10	12.4	11.9	10.3	64	65	65	3.4	3.7	4.1	10.1	9.4	8.8
DTAC	Neutral	44.00	52.0	18.8	52.5	47.6	30.1	1,027	10	58	3.8	3.8	3.8	7	8	13	0.5	0.6	3.3	6.4	5.9	5.3
INTUCH	Buy	59.25	70.0	25.1	15.4	14.5	13.3	(1)	7	9	5.1	4.7	4.5	33	34	35	7.0	6.9	7.5	16.1	14.8	13.5
THCOM	Sell	12.00	9.0	(25.0)	76.4	n.m.	n.m.	(85)	n.m.	(425)	0.9	0.9	0.9	1	(0)	(1)	0.0	0.0	0.0	6.0	6.1	9.3
TRUE	Neutral	7.05	8.0	15.3	n.m.	143.7	33.1	(64)	n.m.	n.m.	1.3	1.6	1.5	(3)	1	5	0.4	1.8	0.0	7.7	8.3	9.0
Average					**41.3**	**56.1**	**23.4**	**183**	**9**	**(87)**	**4.7**	**4.6**	**4.2**	**21**	**22**	**23**	**2.3**	**2.6**	**3.0**	**9.3**	**8.9**	**9.2**

Source: SCBS Investment Research

ท่องเที่ยว

SET TOURISM index Close: 21/3/2018 717.20 +3.32 / +0.46% Bt113mn
Bloomberg ticker: SETHOT

ผลกระทบจากฐานต่ำจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ

ราคาหุ้นที่ลดลงมาก YTD หลังจากปรับตัวขึ้นแรงในปี 60 ชี้ให้เห็นว่าหุ้นโรงแรมไม่ได้เป็นที่ชื่นชอบของตลาด เนื่องจากแนวโน้ม upside จากฐานต่ำของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย กำลังจะกลับคืนสู่ระดับปกติ เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม เนื่องจากคาดว่ากำไรปกติของผู้ประกอบการโรงแรมจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 61 โดยได้รับอานิสงส์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมอยู่ในระดับสูง และอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยจะปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง top picks ของเรา คือ ERW และ CENTEL

ผลกระทบจากฐานจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ ผลกระทบจากฐาน (base effect) ต่ำของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยกำลังจะกลับคืนสู่ภาวะปกติใน 2Q61 หลังจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบอย่างหนักจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงภายหลังการปราบปรามเอเย่นต์ทัวร์ศูนย์เหรียญและช่วงเวลาแห่งการไว้อาลัยของประเทศไทย โดยในเดือน ม.ค.-ก.พ. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเพิ่มขึ้น 15% YoY ซึ่งเริ่มชะลอตัวจาก +19% ใน 4Q60 เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 38 ล้านคนในปี 61 เติบโต 9% YoY จีนยังคงเป็นตลาดสำคัญ โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวจีนเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 11 ล้านคน เพิ่มขึ้น 12% YoY และคิดเป็น 28% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย

ARR จะเพิ่มขึ้น, กำไรปกติจะทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 61 โดยปกติแล้วไตรมาส 2-3 เป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับผู้ประกอบการโรงแรม แต่เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยกำไรปกติจะเติบโต YoY ตลอดปี 61 เนื่องจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักโรงแรมอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง และอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) จะปรับขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า ARR จะเติบโต 3-8% ในปี 61 เพิ่มขึ้นจาก 1-7% ในปี 60 ในส่วนของแรงขับเคลื่อนด้านราคา เรามองว่า ERW อยู่ในสถานะดีที่สุด เนื่องจากมีต้นทุนคงที่สูง ปี 61 จะเป็นปีที่ดีมากอีกปีสำหรับผู้ประกอบการโรงแรมทั้งสามราย เพราะกำไรปกติจะทำสถิติสูงสุด เราคาดว่า ERW จะโดดเด่นที่สุด เพราะกำไรปกติจะเติบโตสูงที่สุดที่ 22% ตามด้วย CENTEL ที่ 15% และ MINT ที่ 13%

ราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ ชอบ ERW และ CENTEL หลังจากปรับตัวขึ้นแรงในปี 60 ราคาหุ้นโรงแรมก็ปรับตัวลดลงมาก YTD: -19% สำหรับ CENTEL, -13% สำหรับ MINT และ -9% สำหรับ ERW ชี้ให้เห็นว่าหุ้นโรงแรมไม่เป็นที่ชื่นชอบสำหรับนักลงทุน ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะแนวโน้ม upside จากฐานต่ำของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยกำลังจะกลับคืนสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ดี เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม เนื่องจากคาดว่ากำไรปี 61 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย หุ้นเด่นของเราคือ ERW (ราคาเป้าหมาย 10.5 บาท/หุ้น) และ CENTEL (ราคาเป้าหมาย 60 บาท/หุ้น) จากแนวโน้มกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งและ valuation ที่น่าสนใจ ERW ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 61 ระดับ 14 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 13% ในขณะที่ CENTEL ซื้อขายที่ PE ปี 61 ระดับ 27 เท่า หรือเท่ากับระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 17F	P/E (x) 18F	P/BV (x) 17F	P/BV (x) 18F
CENTEL	Buy	47.0	60.0	29.1	27.3	23.1	4.7	4.2
ERW	Buy	7.9	10.5	34.1	38.7	31.9	3.6	3.4
MINT	Buy	38.0	50.0	32.6	31.2	27.1	3.8	3.6
Average					**32.4**	**27.4**	**4.0**	**3.7**

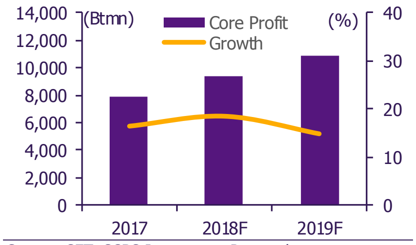
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	(3.6)	(12.6)	33.3	(4.3)	(15.4)	16.0
ERW	(4.8)	(3.1)	75.6	(5.5)	(6.3)	52.7
MINT	(3.8)	(11.6)	7.0	(4.5)	(14.5)	(6.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

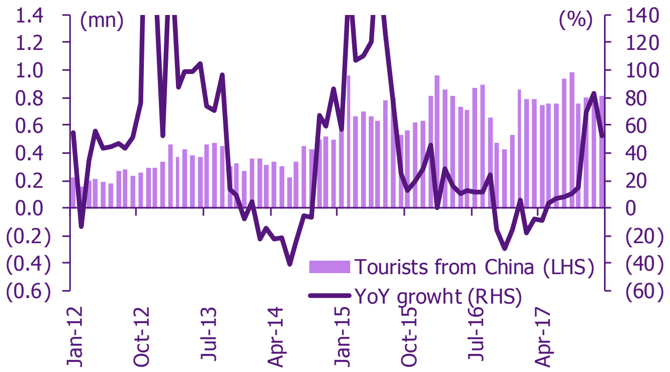
ผลกระทบจากฐานต่ำจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ

Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

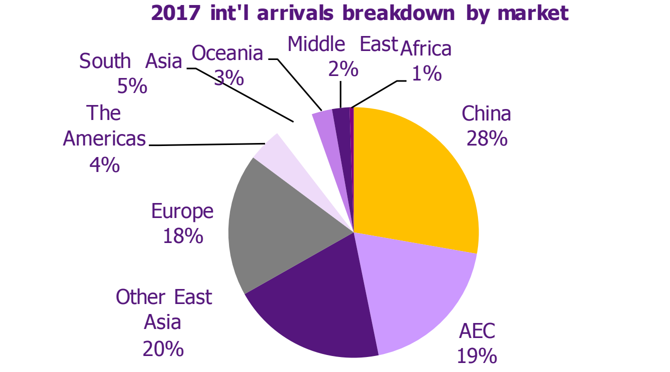
ระวีนุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Strong recovery of China market



Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism breakdown

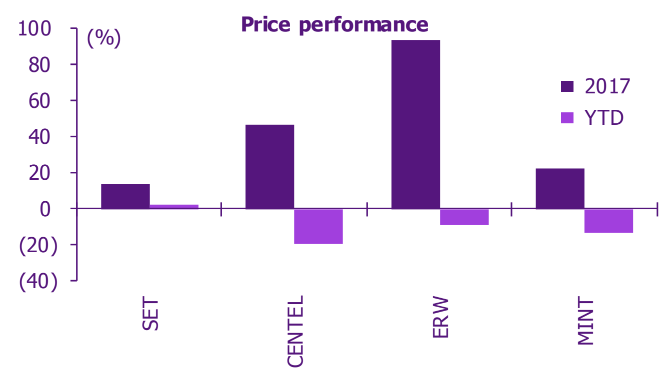


Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism to achieve a new high in 2018

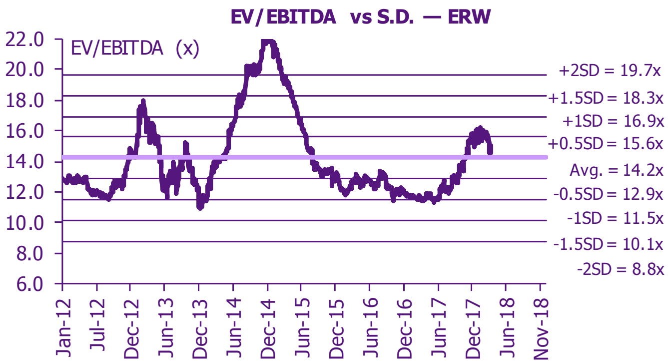
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 4: Price performance



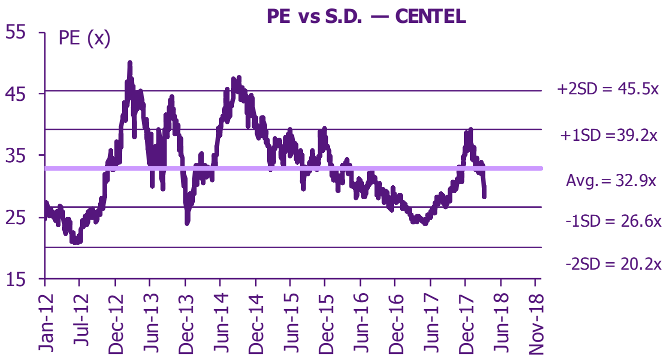
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CENTEL PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
CENTEL	Buy	47.00	60.0	29.1	31.4	27.3	23.1	7	15	18	5.3	4.7	4.2	17	18	19	1.3	1.5	1.7	14.9	13.1	11.7
ERW	Buy	7.90	10.5	34.1	56.6	38.7	31.9	77	46	22	3.9	3.6	3.4	7	10	11	0.8	1.1	1.1	17.1	14.9	14.2
MINT	Buy	38.00	50.0	32.6	36.4	31.2	27.1	(1)	17	15	4.1	3.8	3.6	12	13	14	0.9	1.1	1.3	19.9	18.8	16.0
Average					**41.5**	**32.4**	**27.4**	**28**	**26**	**18**	**4.4**	**4.0**	**3.7**	**12**	**14**	**15**	**1.0**	**1.2**	**1.4**	**17.3**	**15.6**	**14.0**

Source: SCBS Investment Research

ขนส่ง

SET TRANS index	Close: 21/3/2018	381.63	+4.24 / +1.12%	Bt3,123mn
Bloomberg ticker:	SETTRANS			

ระบบขนส่งมวลชนทางรางมีแนวโน้มที่สดใส

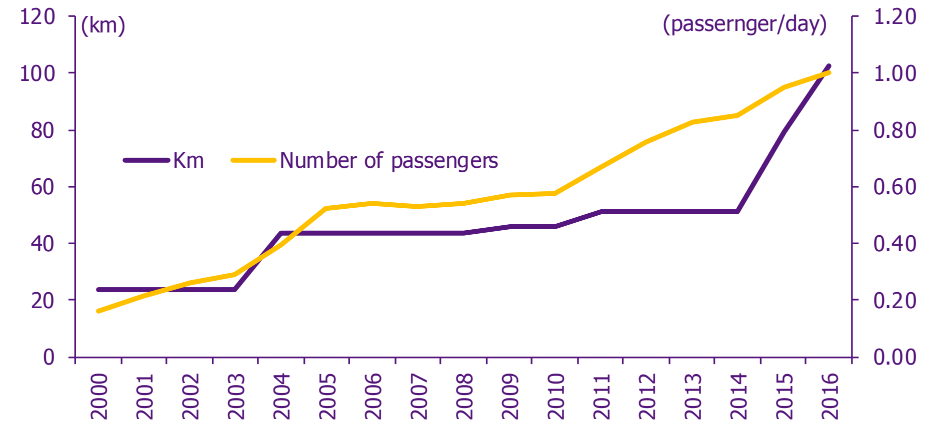
ระบบการขนส่งทางบกในประเทศไทยกำลังจะมีการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างครั้งใหญ่ เนื่องจากรัฐบาลจัดให้การพัฒนาระบบขนส่งมวลชนทางรางเป็นงานสำคัญอันดับ แม้ยังไม่มีความคืบหน้าเกี่ยวกับการประมูลรถไฟฟ้าสายใหม่ตั้งแต่ต้นปี 61 ถึงปัจจุบัน แต่เรายังคงคาดว่าความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 5 เท่า จาก 110 กม.ในปัจจุบัน สู่ 515 กม.ภายในปี 72 เราเลือก BTS เป็น top pick ของกลุ่มขนส่ง เพราะมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า BEM

ไม่มีความคืบหน้ามากนักเกี่ยวกับรถไฟฟ้าสายใหม่ เรายังคงมุมมองของเราว่าในระยะ 5 ปีข้างหน้า ระบบขนส่งมวลชนทางรางจะกลายเป็นรูปแบบการขนส่งสาธารณะที่สำคัญประเภทหนึ่งควบคู่ไปกับรถโดยสารประจำทางและเรือข้ามฟาก ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางราง (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นความต้องการใช้บริการ) จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับแผนแม่บทระบบขนส่งมวลชนทางราง (M-Map) ฉบับล่าสุด ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 500% จาก 110 กม. สู่ 515 กม.ภายในปี 72 ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนประชากรที่อาศัยอยู่ในพื้นที่ที่สามารถเข้าถึงเส้นทางระบบขนส่งมวลชนทางรางได้ง่ายเพิ่มขึ้น 5 เท่าจาก 2.4 ล้านคนในปี 59 สู่ 11.7 ล้านคนในปี 72 จำนวนผู้โดยสารที่ใช้บริการระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้นจาก 1 ล้านคน/วันในปัจจุบัน สู่ 4.3 ล้านคนในปี 62 และ 7.8 ล้านคนในปี 72 คิดเป็นอัตราการเติบโตของปริมาณผู้โดยสารทั้งระบบที่ CAGR 18% ในระหว่างปี 60-72 จาก CAGR 12% ในปี 42-59 ในเวลาเดียวกัน แม้ไม่มีการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ตั้งแต่ต้นปี 61 ถึงปัจจุบัน (อ้างอิงกรอบเวลาของรัฐบาล) แต่โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มน่าจะเปิดประมูลช่วงปลายปีนี้

ทางพิเศษใกล้ถึงจุดอิ่มตัว เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของธุรกิจทางพิเศษน้อยกว่าธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางราง ประการแรก รัฐบาลไม่ได้ส่งเสริมให้ใช้รถยนต์ส่วนตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรุงเทพฯ ซึ่งการจราจรแออัดเป็นปัญหาใหญ่ ซึ่งหมายความว่าจะมีการก่อสร้างทางพิเศษน้อยลงในอนาคต ประการที่สอง โครงการสร้างทางพิเศษเส้นใหม่มีแนวโน้มที่จะใช้แหล่งเงินทุนจากรัฐวิสาหกิจ โดยรัฐบาลได้จัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานเพื่ออนาคตประเทศไทย (Thailand Future Fund) เพื่อใช้เป็นเครื่องมือระดมทุน ประการสุดท้าย เราคาดว่าจำนวนผู้ครอบครองรถยนต์ใหม่จะมีจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรุงเทพฯ ซึ่งการครอบครองรถยนต์อยู่ที่ประมาณ 527 คันต่อประชากร 1,000 คน ใกล้เคียงกับประเทศพัฒนาแล้วอย่างฮ่องกง สะท้อนถึงอัตราการเติบโตของปริมาณจราจรบนทางพิเศษในกรุงเทพฯ ที่ชะลอตัวลงในอนาคต

ชอบ BTS มากกว่า BEM เพราะมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า BEM เราแนะนำ "ซื้อ" BTS ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 11 บาท และเลือกเป็น top pick ของเรา เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ BEM ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี 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

มี correlation สูงระหว่างความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางกับปริมาณการจราจร



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BEM	Neutral	7.3	7.4	3.9	27.5	23.3	3.4	3.2
BTS	Buy	8.3	11.0	34.6	38.4	26.1	2.2	2.2
Average					**33.0**	**24.7**	**2.8**	**2.7**

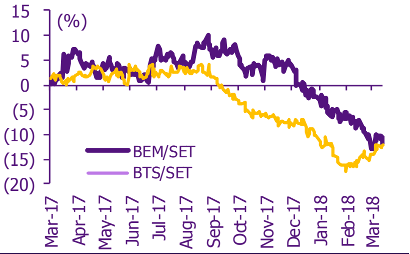
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	0.0	(5.8)	0.7	(0.7)	(8.9)	(12.4)
BTS	1.8	(0.6)	(0.6)	1.1	(3.9)	(13.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET

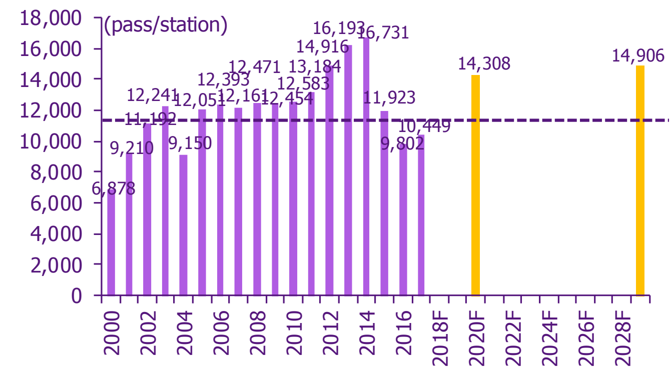


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

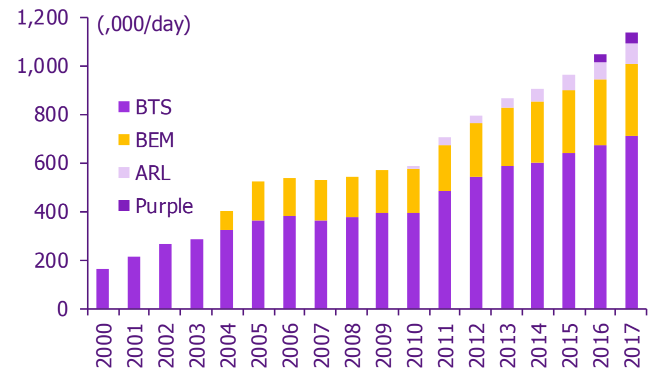
ปฏิภาค นวาวัตน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Figure 1: Rising supply in mass transit will trigger an increase in demand



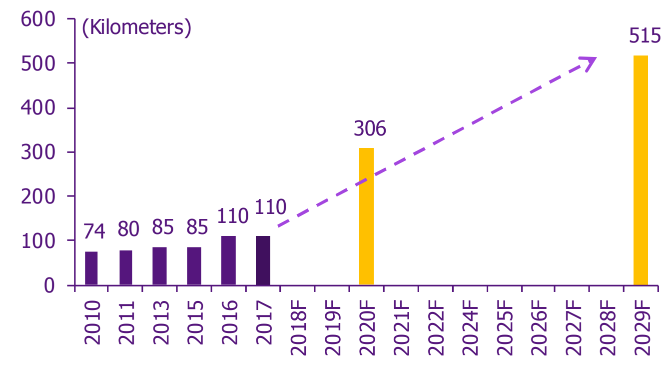
Source: The Office of Transport and Traffic Policy &Planning and SCBS Investment Research

Figure 2: More lines add more passengers



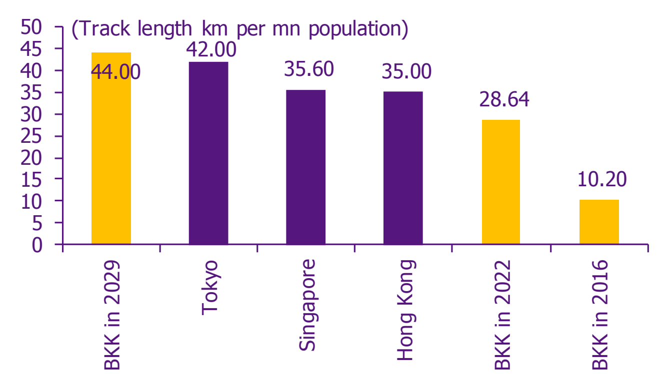
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 3: Rail mass transit expanding hugely



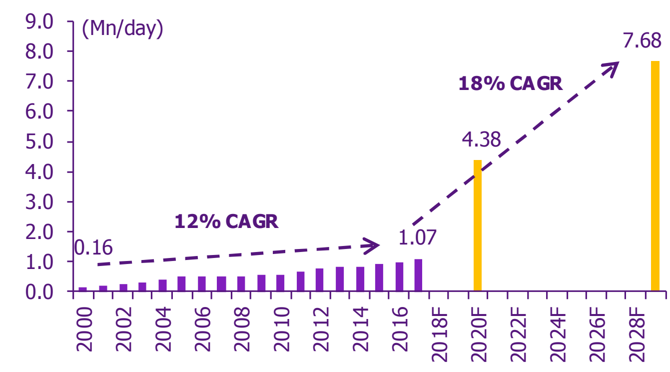
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 4: Km/population will catch up with peers



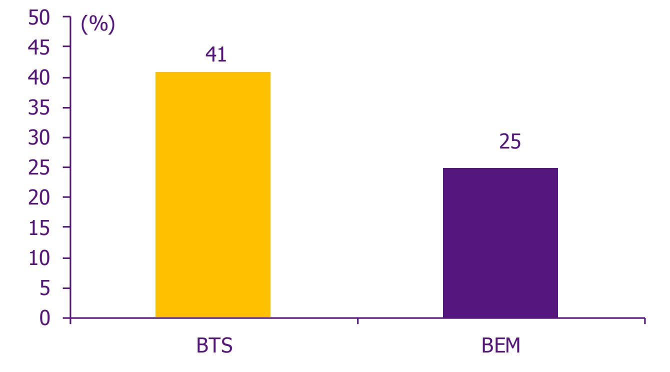
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 5: The demand for rail mass transit will accelerate over the next ten years



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 6: BTS has more exposure to mass transit in terms of revenue



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
BEM	Neutral	7.30	7.4	3.9	35.7	27.5	23.3	20	30	18	3.6	3.4	3.2	10	13	14	1.8	2.5	3.0	18.8	16.0	13.7
BTS	Buy	8.30	11.0	34.6	53.8	38.4	26.1	42	40	47	2.2	2.2	2.2	4	6	8	4.1	2.1	3.1	32.1	26.2	30.8
Average					**44.8**	**33.0**	**24.7**	**31**	**35**	**33**	**2.9**	**2.8**	**2.7**	**7**	**9**	**11**	**2.9**	**2.3**	**3.0**	**25.5**	**21.1**	**22.2**

Source: SCBS Investment Research

สาธารณูปโภค

SET ENERG index	Close: 21/3/2018	26,677.38	+53.25 / +0.20%	Bt12,619mn
Bloomberg ticker:	SETENERG			

โครงการที่จะเดินเครื่องในปี 61 มีน้อย, เพิ่มขึ้นในปี 62

บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรารายงานผลการดำเนินงานที่ดีมากในปี 60 โดยกำไรเติบโต 11% และกำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 6.3% ในขณะที่กำลังการผลิตทั้งหมดจะค่อนข้างทรงตัวในปี 61 เพราะมีโครงการที่จะเริ่ม COD ไม่มาก ก่อนที่กำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้น 7% ในปี 62 เนื่องจากโอกาสเซ็น PPA ในประเทศไทยมีจำกัด จึงมีบริษัทจำนวนมากขึ้นที่หันไปหาโอกาสลงทุนในต่างประเทศและโครงการโซลาร์รูฟท็อป WHAUP และ BPP เป็น top picks ของเรา เพราะคาดว่ากำไรจะเติบโต YoY อย่างโดดเด่นใน 1Q61

สรุปผลประกอบการปี 60: กำไรเติบโต 11% ปี 60 เป็นปีที่ดีสำหรับกลุ่มสาธารณูปโภค เพราะกำไรปกติทั้งหมดของบริษัท 9 บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราเติบโต 11.5% สู่ 3.88 หมื่นลบ. และกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดเพิ่มขึ้น 6.3% สู่ 18.5 GW บริษัทที่กำไรเติบโตมากที่สุด คือ WHAUP (242%) โดยเกิดจาก: 1) การเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) 2 โรงในเดือนพ.ค.-พ.ย. 60 ซึ่งส่งผลทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นปรับเพิ่มขึ้นอีก 37%, 2) การรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีจาก SPP 1 โรงที่ COD ใน 4Q59, 3) ปริมาณน้ำที่ไหลเข้าอ่างเก็บน้ำเพิ่มขึ้น และ 4) การปรับโครงสร้างกลุ่ม BPP เป็นบริษัทที่กำไรเติบโตมากเป็นอันดับสอง (36.1%) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากโรงไฟฟ้าหงสาที่ดำเนินงานอย่างราบรื่นด้วยค่าความพร้อมด้านการผลิต (EAF) สูงกว่า 80% ตั้งแต่ 2Q60 ในทางกลับกัน บริษัทที่กำไรลดลงมากที่สุด คือ CKP (-27.4%) หลักๆ เกิดจากปริมาณน้ำที่ไหลเข้าอ่างเก็นน้ำของโรงไฟฟ้าพลังน้ำ "น้ำงึม 2" (โครงการขนาดใหญ่ที่สุดของบริษัท) ลดลง และ GLOW (-10.8%) โดยเกิดจากการหมดอายุของสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) 2 ฉบับ สำหรับ SPP กำลังการผลิต 281 MW หรือ 10% ของกำลังการผลิตดำเนินงานทั้งหมด และการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนนาน 5 สัปดาห์ของ GHECO-One ใน 1Q60 ทำให้ยอดจำหน่ายไฟฟ้าให้กับกฟผ. ลดลง 4% YoY

มีโครงการใหม่ไม่มากในปี 61 แต่จะเพิ่มขึ้นในปี 62 เมื่ออิงกับพอร์ตกำลังการผลิตไฟฟ้าของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เราคาดว่ากำลังการผลิตทั้งหมดจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวที่ 18.6 GW ในปี 61 โดยมีสาเหตุมาจากการขายเงินลงทุนในโครงการ MMPCL ในประเทศฟิลิปปินส์ของ EGCO และมีโครงการใหม่ไม่มากในปีนี้ บริษัทที่กำลังการผลิตจะเติบโตสูงที่สุด คือ 1) BCPG (กำลังการผลิตเพิ่มเติม 6.8% จากโครงการโซลาร์ในญี่ปุ่น) และ 2) WHAUP (กำลังการผลิตใหม่ 6.5% จาก SPP ใหม่ 1 โรง) อย่างไรก็ดี กำลังการผลิตจะกลับมาเติบโตอีกครั้งในปี 62 โดยคาดว่ากำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้น 7.0% สู่ 19.9 GW หลักๆ เกิดจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำไซยะบุรีกำลังการผลิต 1,285 MW (ถือโดย CKP 30%, GSPC 25% และ EGCO 12.5%)

โครงการต่างประเทศและโซลาร์รูฟท็อปจะเป็นโฟกัสหลักในปีนี้ เนื่องจากโอกาสเซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ฉบับใหม่ในประเทศไทยมีจำกัดเมื่ออิงกับแผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับปัจจุบัน บริษัทส่วนใหญ่จึงหันไปหาโอกาสที่อื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในต่างประเทศ: BCPG ขยายการลงทุนในอินโดนีเซีย และฟิลิปปินส์ เมื่อไม่นานนี้ และ RATCH ก็ขยายการลงทุนในอินโดนีเซีย โครงการโซลาร์รูฟท็อปก็เป็นจุดโฟกัสอีกอย่างหนึ่ง โดย WHAUP, BCPG, GLOW และ GPSC จับมือกับผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมและอสังหาริมทรัพย์ แต่ขนาดและส่วนแบ่งกำไรยังไม่น่าจะสูงมาก

Top picks คือ WHAUP และ BPP เราคาดว่าสองบริษัทนี้จะรายงานกำไรเติบโต YoY อย่างโดดเด่นใน 1Q61 เพราะประสิทธิภาพที่โครงการหลักๆ (GHECO1 และหงสา ตามลำดับ) ปรับตัวดีขึ้นมากหลังจากซ่อมบำรุงใน 1Q60 ปี 61 จะเป็นปีที่รับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีครั้งแรก และจะมีรายได้จากธุรกิจน้ำเพิ่มเติมจาก SPP ใหม่ 5 โรงที่เริ่มดำเนินงานในระหว่างเดือนพ.ค. 60-ม.ค. 61 BPP มีโครงการต่างประเทศจำนวนมากที่จะช่วยให้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้น 34% ในปี 61-66

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BCPG	Sell	21.7	19.0	(9.5)	22.0	18.1	2.9	2.7
BPP	Buy	24.7	29.8	22.9	12.5	11.5	1.8	1.6
CKP	Neutral	3.9	4.0	2.3	47.9	35.3	1.6	1.5
EGCO	Buy	236.0	255.0	11.0	11.2	10.6	1.3	1.2
GLOW	Neutral	87.5	85.0	3.7	14.9	15.3	2.6	2.6
GPSC	Sell	77.5	52.0	(31.0)	28.9	25.1	2.9	2.7
RATCH	Buy	52.3	62.0	23.3	10.5	9.9	1.1	1.1
TTW	Buy	12.4	13.5	14.4	16.4	15.9	4.1	4.1
WHAUP	Buy	6.6	8.8	36.1	11.4	10.2	1.8	1.6
Average				**8.1**	**19.5**	**16.9**	**2.2**	**2.1**

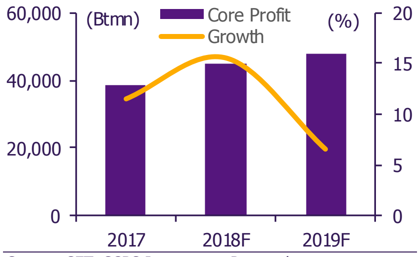
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCPG	(6.1)	(8.8)	70.9	(6.7)	(11.8)	48.6
BPP	1.6	(5.9)	(0.8)	0.9	(9.0)	(13.7)
CKP	(3.0)	(5.3)	23.1	(3.6)	(8.4)	7.1
EGCO	1.7	5.8	13.5	1.0	2.3	(1.3)
GLOW	6.1	5.1	10.1	5.3	1.6	(4.3)
GPSC	6.5	16.5	133.1	5.8	12.7	102.7
RATCH	(4.1)	(5.9)	4.0	(4.8)	(9.0)	(9.6)
TTW	(6.8)	(0.8)	19.2	(7.4)	(4.1)	3.7
WHAUP	(10.2)	(15.4)	n.m.	(10.8)	(18.2)	n.a.

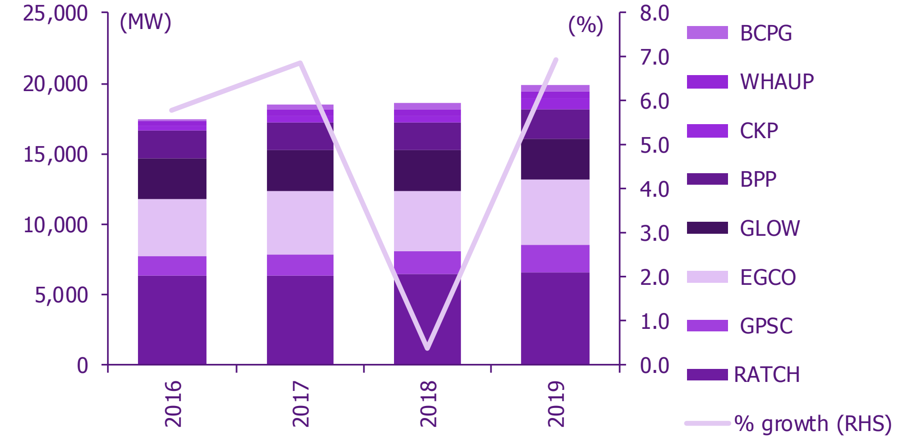
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมด

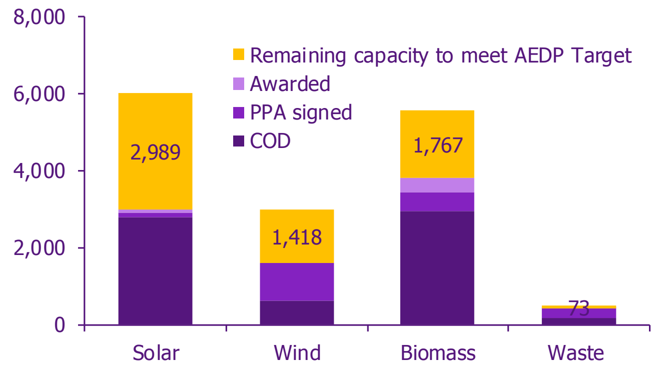


Source: Company reports and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

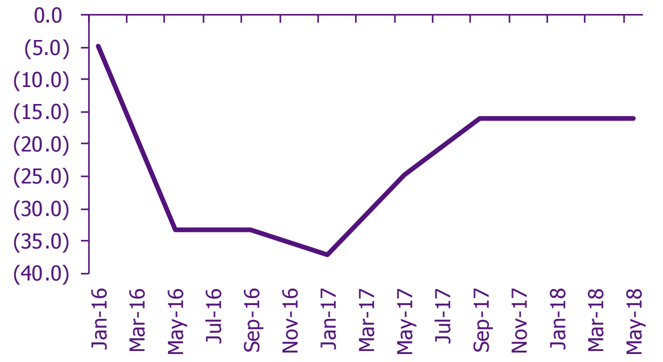
ศลยา ณ สงขลา
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1006
solaya.na_songkhla@scb.co.th

Figure 1: AEDP 2015 and progress vs 2036 target



Source: ERC, EPPO

Figure 2: Ft (satang/unit)



Source: ERC

Figure 3: Companies' overseas investment

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

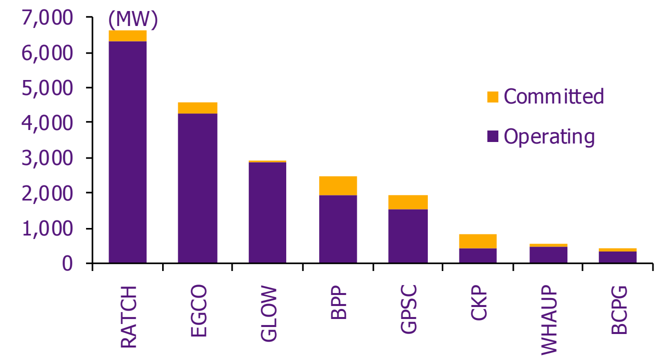
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: Portfolio in different fuel sources

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

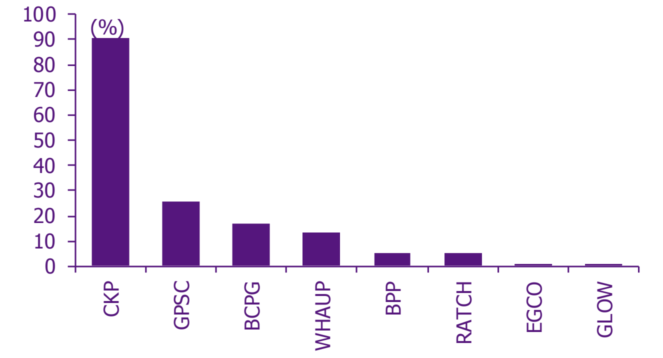
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 5: Companies' attributed capacity



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 6: % rise in operating capacity over 2017-2019



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x) 17A	18F	19F	EPS growth (%) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F	Div. Yield (%) 17A	18F	19F	EV/EBITDA (x) 17A	18F	19F
BCPG	Sell	21.70	19.0	(9.5)	30.7	22.0	18.1	0	40	22	3.0	2.9	2.7	10	13	15	2.8	2.9	3.1	23.7	19.0	15.8
BPP	Buy	24.70	29.8	22.9	13.5	12.5	11.5	36	8	8	1.9	1.8	1.6	15	15	15	2.4	2.4	2.6	48.8	44.5	37.2
CKP	Neutral	3.94	4.0	2.3	104.4	47.9	35.3	(27)	118	35	1.6	1.6	1.5	2	3	4	0.6	0.8	0.8	16.7	13.7	13.6
EGCO	Buy	236.00	255.0	11.0	12.3	11.2	10.6	16	10	5	1.4	1.3	1.2	12	12	12	3.0	3.0	3.0	18.7	22.4	21.4
GLOW	Neutral	87.50	85.0	3.7	16.4	14.9	15.3	(11)	10	(3)	2.6	2.6	2.6	16	17	17	6.6	6.6	6.6	9.4	9.0	9.1
GPSC	Sell	77.50	52.0	(31.0)	36.6	28.9	25.1	18	26	15	3.0	2.9	2.7	8	10	11	1.6	1.9	2.2	26.9	21.3	20.1
RATCH	Buy	52.25	62.0	23.3	11.6	10.5	9.9	11	11	6	1.2	1.1	1.1	10	11	11	4.6	4.6	4.6	15.4	14.3	14.3
TTW	Buy	12.40	13.5	14.4	18.6	16.4	15.9	8	14	3	4.2	4.1	4.1	23	25	26	4.8	5.5	6.3	12.3	11.5	11.2
WHAUP	Buy	6.60	8.8	36.1	20.0	11.4	10.2	186	76	12	2.0	1.8	1.6	13	17	17	3.1	3.5	3.9	45.9	32.9	28.0
Average					**29.3**	**19.5**	**16.9**	**26**	**35**	**12**	**2.3**	**2.2**	**2.1**	**12**	**14**	**14**	**3.3**	**3.5**	**3.7**	**24.2**	**21.0**	**19.0**

Source: SCBS Investment Research

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

Company	Rec.	Price	Target Price	%	12-mth	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
		(Bt)		Up/(Down)	BB-CON	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
Agribusiness				**2.8**		**1,748**	**1,680**	**1,790**							**10.1**	**10.5**	**9.9**				**1.45**	**1.31**	**1.19**	**15%**	**13%**	**13%**
GFPT	Neutral	14.10	14.50	2.8	14.8	1,748	1,680	1,790	1.39	1.34	1.43	10	(4)	7	10.1	10.5	9.9	9.7	10.7	11.9	1.45	1.31	1.19	15%	13%	13%
Automotive				**17.1**		**3,796**	**4,411**	**4,968**							**13.4**	**11.6**	**10.2**				**1.61**	**1.47**	**1.35**	**12%**	**13%**	**13%**
AH	Neutral	33.75	36.00	6.7	41.4	900	1,017	1,158	2.79	3.15	3.59	66	13	14	12.1	10.7	9.4	21.6	25.7	30.2	1.56	1.31	1.12	13%	13%	13%
PCSGH	Neutral	7.10	7.70	8.5	9.1	643	754	853	0.42	0.49	0.55	68	17	13	17.1	14.5	12.9	3.3	3.4	3.6	2.15	2.06	1.97	13%	14%	16%
SAT	Buy	21.80	26.00	19.3	23.2	720	835	964	1.69	1.96	2.27	19	16	15	12.9	11.1	9.6	15.0	16.2	17.4	1.46	1.35	1.25	12%	13%	13%
STANLY	Buy	235.00	300.00	27.7	285.2	1,533	1,804	1,993	20.00	23.55	26.01	23	18	10	11.7	10.0	9.0	187.9	204.3	222.5	1.25	1.15	1.06	11%	12%	12%
Banking				**31.8**		**186,266**	**216,908**	**253,161**							**12.5**	**10.9**	**9.6**				**1.32**	**1.23**	**1.14**	**11%**	**12%**	**12%**
Large Banks																										
BBL	Buy	203.00	270.00	33.0	232.7	33,009	39,663	46,062	17.29	20.78	24.13	4	20	16	11.7	9.8	8.4	210.5	224.7	241.6	0.96	0.90	0.84	8%	10%	10%
KBANK	Buy	222.00	265.00	19.4	240.6	34,338	42,750	52,156	14.35	17.86	21.79	(15)	24	22	15.5	12.4	10.2	145.7	159.8	177.1	1.52	1.39	1.25	10%	12%	13%
KTB	Buy	19.60	24.00	22.4	21.2	22,440	27,258	32,908	1.60	1.95	2.35	(31)	21	21	12.2	10.1	8.3	20.6	21.9	23.5	0.95	0.89	0.83	8%	9%	10%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	43.00	45.00	4.7	43.6	23,209	26,564	30,501	3.16	3.61	4.15	8	14	15	13.6	11.9	10.4	30.6	33.3	36.4	1.40	1.29	1.18	11%	11%	12%
KKP	Neutral	76.00	80.00	5.3	80.4	5,737	6,057	6,205	6.78	7.15	7.33	3	6	2	11.2	10.6	10.4	48.8	51.0	53.3	1.56	1.49	1.43	14%	14%	14%
LHBANK	Neutral	1.69	1.70	0.6	1.9	2,603	2,858	3,281	0.12	0.13	0.15	(38)	10	15	13.8	12.5	10.9	1.8	1.9	2.0	0.93	0.88	0.83	9%	7%	8%
TCAP	Neutral	54.75	55.00	0.5	58.8	7,001	6,787	7,217	5.80	5.63	5.98	16	(3)	6	9.4	9.7	9.2	51.4	54.8	58.6	1.07	1.00	0.93	12%	11%	11%
TISCO	Buy	90.50	100.00	10.5	97.0	6,090	7,315	8,044	7.61	9.14	10.05	22	20	10	11.9	9.9	9.0	43.2	47.4	51.9	2.09	1.91	1.74	19%	20%	20%
TMB	Buy	2.82	3.50	24.1	3.2	8,687	10,396	12,849	0.20	0.24	0.29	6	20	24	14.2	11.9	9.6	2.0	2.2	2.4	1.38	1.27	1.15	10%	11%	13%
Commerce				**10.4**		**40,445**	**48,233**	**56,425**							**38.7**	**32.6**	**27.9**				**7.58**	**6.82**	**6.07**	**21%**	**21%**	**22%**
BJC	Buy	58.00	73.00	25.9	64.1	5,122	6,816	8,252	1.28	1.71	2.07	35	33	21	45.2	34.0	28.1	27.8	28.2	28.7	2.08	2.05	2.02	5%	6%	7%
CPALL	Buy	87.75	98.00	11.7	91.1	19,908	23,960	28,163	2.14	2.56	3.02	16	19	18	41.0	34.3	29.0	8.9	10.5	12.3	9.83	8.36	7.13	28%	27%	28%
GLOBAL	Buy	15.60	21.00	34.6	17.2	1,609	1,955	2,371	0.40	0.49	0.59	(4)	22	21	38.8	31.9	26.3	3.3	3.7	4.1	4.67	4.27	3.83	13%	14%	15%
HMPRO	Buy	14.10	16.50	17.0	14.9	4,886	5,700	6,618	0.37	0.43	0.50	18	17	16	37.9	32.5	28.0	1.4	1.5	1.7	9.95	9.15	8.31	27%	29%	31%
MAKRO	Neutral	56.00	42.00	(25.0)	42.8	6,178	6,620	7,322	1.29	1.38	1.53	14	7	11	43.5	40.6	36.7	3.8	4.2	4.7	14.92	13.42	11.82	37%	35%	34%
ROBINS	Buy	63.25	90.00	42.3	76.3	2,742	3,182	3,698	2.47	2.86	3.33	10	16	16	25.6	22.1	19.0	15.8	17.4	19.3	4.01	3.64	3.28	16%	17%	18%
Construction Materials				**18.5**		**56,815**	**58,779**	**62,893**							**18.9**	**17.0**	**15.6**				**2.78**	**2.62**	**2.45**	**17%**	**17%**	**17%**
Cement																										
SCC	Buy	502.00	600.00	19.5	563.4	52,051	53,163	56,786	43.38	44.30	47.32	(4)	2	7	11.6	11.3	10.6	251.5	276.8	305.1	2.00	1.81	1.65	18%	17%	16%
SCCC	Neutral	261.00	270.00	3.4	280.6	2,618	3,190	3,372	9.49	10.70	11.32	(39)	13	6	27.5	24.4	23.1	130.3	121.3	122.6	2.00	2.15	2.13	9%	9%	9%
Others																										
DCC	Neutral	3.02	3.70	22.5	3.3	1,117	1,217	1,274	0.17	0.19	0.20	(21)	9	5	17.7	16.2	15.5	0.6	0.6	0.7	5.21	4.74	4.36	31%	31%	29%
EPG	Buy	6.95	10.00	43.9	10.8	1,029	1,209	1,460	0.37	0.43	0.52	(27)	18	21	18.9	16.1	13.3	3.6	3.9	4.2	1.91	1.78	1.65	10%	11%	13%
Electronic Components				**28.5**		**10,953**	**12,658**	**14,478**							**16.8**	**14.1**	**12.2**				**2.25**	**2.04**	**1.84**	**14%**	**16%**	**16%**
DELTA	Buy	66.50	90.00	35.3	78.4	5,806	6,875	7,803	4.65	5.51	6.26	9	18	13	14.3	12.1	10.6	26.0	29.3	32.6	2.55	2.27	2.04	18%	20%	20%
HANA	Buy	35.25	45.00	27.7	43.3	2,357	2,411	2,648	2.93	3.00	3.29	16	2	10	12.0	11.8	10.7	25.7	26.7	28.0	1.37	1.32	1.26	12%	11%	12%
KCE	Buy	69.50	86.00	23.7	77.3	2,341	2,790	3,339	3.99	4.76	5.69	(20)	19	20	17.4	14.6	12.2	19.1	21.7	25.1	3.63	3.20	2.77	22%	23%	24%
SVI	Neutral	4.64	4.40	(5.2)	4.4	449	582	689	0.20	0.26	0.30	(22)	30	18	23.4	18.1	15.3	3.2	3.4	3.6	1.45	1.38	1.29	6%	8%	9%
Energy & Utilities				**15.0**		**273,930**	**280,849**	**290,615**							**21.0**	**15.4**	**13.7**				**2.03**	**1.91**	**1.80**	**14%**	**14%**	**14%**
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	542.00	620.00	14.4	539.2	143,010	144,890	148,391	50.07	50.73	51.95	37	1	2	10.8	10.7	10.4	286.6	316.9	347.5	1.89	1.71	1.56	12%	11%	10%
PTTEP	Buy	116.00	150.00	29.3	125.5	38,384	34,302	35,401	9.67	8.64	8.92	115	(11)	3	12.0	13.4	13.0	94.8	98.9	103.4	1.22	1.17	1.12	10%	9%	9%
Refineries																										
BCP	Buy	38.50	53.00	37.7	45.0	6,267	5,591	6,776	4.55	4.06	4.92	52	(11)	21	8.5	9.5	7.8	33.2	35.0	37.7	1.16	1.10	1.02	15%	12%	14%
ESSO	Sell	17.80	16.00	(10.1)	16.6	7,288	6,888	7,041	2.11	1.99	2.03	10	(5)	2	8.5	8.9	8.7	8.1	9.1	10.2	2.19	1.95	1.75	30%	23%	21%
IRPC	Buy	7.55	9.20	21.9	8.0	10,978	14,812	16,719	0.54	0.72	0.82	(14)	35	13	14.1	10.4	9.2	4.3	4.7	5.1	1.76	1.61	1.47	13%	16%	17%
SPRC	Buy	16.80	20.00	19.0	19.1	7,386	9,185	8,128	1.70	2.12	1.87	(9)	24	(12)	9.9	7.9	9.0	9.7	10.7	11.3	1.73	1.58	1.48	18%	21%	17%
TOP	Buy	96.25	125.00	29.9	100.7	21,808	20,352	20,404	10.69	9.98	10.00	4	(7)	0	9.0	9.6	9.6	62.3	67.2	72.4	1.54	1.43	1.33	18%	15%	14%
Utilities																										
BCPG	Sell	21.70	19.00	(12.4)	20.6	1,408	1,968	2,391	0.71	0.99	1.20	0	40	22	30.7	22.0	18.1	7.2	7.6	8.2	3.01	2.86	2.66	10%	13%	15%
BPP	Buy	24.70	29.75	20.4	30.3	5,577	6,039	6,543	1.83	1.98	2.15	36	8	8	13.5	12.5	11.5	12.8	13.9	15.4	1.93	1.78	1.60	15%	15%	15%
CKP	Neutral	3.94	4.00	1.5	3.9	278	607	822	0.04	0.08	0.11	(27)	118	35	104.4	47.9	35.3	2.4	2.5	2.5	1.64	1.60	1.55	2%	3%	4%
EGCO	Buy	236.00	255.00	8.1	256.1	10,125	11,129	11,741	19.23	21.14	22.30	16	10	5	12.3	11.2	10.6	163.8	177.9	193.2	1.44	1.33	1.22	12%	12%	12%
GLOW	Neutral	87.50	85.00	(2.9)	88.0	7,807	8,587	8,367	5.34	5.87	5.72	(11)	10	(3)	16.4	14.9	15.3	33.8	33.9	33.9	2.59	2.58	2.58	16%	17%	17%
GPSC	Sell	77.50	52.00	(32.9)	66.2	3,173	4,012	4,630	2.12	2.68	3.09	18	26	15	36.6	28.9	25.1	25.7	27.2	28.7	3.01	2.85	2.70	8%	10%	11%
RATCH	Buy	52.25	62.00	18.7	59.0	6,515	7,242	7,670	4.49	4.99	5.29	11	11	6	11.6	10.5	9.9	43.6	46.2	49.1	1.20	1.13	1.06	10%	11%	11%
TTW	Buy	12.40	13.50	8.9	13.8	2,663	3,025	3,113	0.67	0.76	0.78	8	14	3	18.6	16.4	15.9	3.0	3.1	3.1	4.17	4.06	4.06	23%	25%	26%
WHAUP	Buy	6.60	8.75	32.6	8.5	1,263	2,221	2,477	0.33	0.58	0.65	186	76	12	20.0	11.4	10.2	3.3	3.7	4.1	2.01	1.80	1.62	13%	17%	17%

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 17A	18F	19F	Core EPS (Bt) 17A	18F	19F	Core EPS growth (%) 17A	18F	19F	Core PER (x) 17A	18F	19F	BVPS(Bt) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F
Finance & Securities				**(30.3)**		**7,518**	**8,255**	**9,022**							**16.0**	**15.0**	**14.3**				**3.05**	**2.73**	**2.49**	**19%**	**19%**	**18%**
Credit card																										
AEONTS	Sell	179.50	130.00	(27.6)	160.0	2,833	3,018	3,420	11.33	12.07	13.68	18	7	13	15.8	14.9	13.1	62.6	71.1	80.5	2.87	2.53	2.23	19%	18%	18%
KTC	Sell	261.00	150.00	(42.5)	239.7	3,304	3,814	4,207	12.82	14.79	16.32	32	15	10	20.4	17.6	16.0	48.8	58.3	68.5	5.35	4.48	3.81	29%	28%	26%
Securities																										
ASP	Buy	3.84	4.70	22.4	4.3	742	797	787	0.35	0.38	0.37	(2)	8	(1)	10.9	10.1	10.3	2.3	2.4	2.4	1.67	1.62	1.58	15%	16%	16%
MBKET	Sell	18.90	18.00	(4.8)	19.5	639	627	608	1.12	1.10	1.06	(34)	(2)	(3)	16.9	17.2	17.8	8.2	8.2	8.1	2.32	2.32	2.33	13%	13%	13%
Food & Beverage				**27.7**		**16,464**	**19,850**	**23,095**							**28.1**	**24.2**	**20.8**				**2.20**	**2.13**	**1.98**	**8%**	**9%**	**10%**
CPF	Buy	25.25	32.00	26.7	28.3	6,477	8,050	9,591	0.77	0.90	1.09	(61)	17	21	32.7	28.0	23.2	29.4	27.7	28.1	0.86	0.91	0.90	3%	4%	4%
MINT	Buy	38.00	50.00	31.6	47.6	5,415	6,479	7,380	1.22	1.40	1.60	17	15	14	31.2	27.1	23.8	10.0	10.5	11.6	3.80	3.61	3.28	13%	14%	14%
TU	Buy	19.60	24.00	22.4	22.8	4,571	5,320	6,123	0.96	1.11	1.28	(12)	16	15	20.5	17.6	15.3	10.1	10.6	11.2	1.94	1.86	1.75	10%	11%	12%
Health Care Services				**18.1**		**13,472**	**15,671**	**17,925**							**40.7**	**34.5**	**30.0**				**6.99**	**6.40**	**5.76**	**18%**	**19%**	**20%**
BDMS	Buy	22.70	27.50	21.1	24.2	8,021	9,420	10,906	0.52	0.61	0.70	(2)	17	16	43.8	37.3	32.2	4.1	4.4	4.7	5.58	5.19	4.80	13%	14%	15%
BH	Neutral	207.00	216.00	4.3	214.8	3,941	4,425	4,880	5.41	6.07	6.70	9	12	10	38.3	34.1	30.9	22.9	25.8	29.3	9.03	8.02	7.07	25%	25%	24%
BCH	Buy	16.90	21.00	24.3	18.8	917	1,112	1,308	0.37	0.45	0.52	22	21	18	46.0	37.9	32.2	2.4	2.5	2.8	7.13	6.79	6.14	16%	18%	20%
CHG	Buy	1.87	2.90	55.1	2.4	592	713	830	0.05	0.06	0.08	5	20	16	34.7	28.8	24.8	0.3	0.3	0.4	6.23	5.59	5.04	18%	19%	20%
Information & Communication Technology				**8.3**		**40,843**	**49,788**	**59,672**							**41.3**	**56.1**	**23.4**				**4.70**	**4.58**	**4.20**	**21%**	**22%**	**23%**
Mobile																										
ADVANC	Buy	210.00	215.00	2.4	213.0	29,852	33,264	36,750	10.04	11.19	12.36	37	11	10	20.9	18.8	17.0	16.9	17.6	20.3	12.41	11.91	10.32	64%	65%	65%
DTAC	Neutral	44.00	52.00	18.2	52.3	1,983	2,189	3,459	0.84	0.92	1.46	1,027	10	58	52.5	47.6	30.1	11.5	11.5	11.5	3.84	3.84	3.84	7%	8%	13%
TRUE	Neutral	7.05	8.00	13.5	7.2	-3,496	1,206	5,228	-0.14	0.05	0.21	(64)	n.m.	n.m.	n.m.	143.7	33.1	5.4	4.5	4.7	1.30	1.56	1.49	-3%	1%	5%
Internet																										
THCOM	Sell	12.00	9.00	(25.0)	13.4	172	-17	-89	0.16	-0.02	-0.08	(85)	n.m.	(425)	76.4	n.m.	n.m.	13.9	13.9	13.6	0.86	0.86	0.88	1%	0%	-1%
Other																										
INTUCH	Buy	59.25	70.00	18.1	68.8	12,332	13,145	14,325	3.85	4.10	4.47	(1)	7	9	15.4	14.5	13.3	11.6	12.5	13.3	5.09	4.74	4.46	33%	34%	35%
Insurance				**41.1**		**3,960**	**5,917**	**6,190**							**15.0**	**14.0**	**12.5**				**2.34**	**2.17**	**2.01**	**13%**	**16%**	**17%**
BLA	Buy	33.00	50.00	51.5	42.4	3,635	5,033	5,164	2.13	2.95	3.02	(29)	38	3	15.5	11.2	10.9	22.7	25.1	27.4	1.45	1.31	1.20	10%	12%	12%
THRE	Sell	1.73	1.60	(7.5)	1.6	-111	430	530	-0.03	0.10	0.13	n.m.	n.m.	23	n.m.	17.0	13.8	1.2	1.2	1.2	1.50	1.49	1.46	-2%	9%	11%
THREL	Neutral	10.50	11.00	4.8	14.3	436	454	495	0.73	0.76	0.83	35	4	9	14.5	13.9	12.7	2.6	2.8	3.1	4.08	3.71	3.36	31%	28%	28%
Media & Publishing				**0.9**		**-354**	**1,901**	**3,176**							**52.2**	**59.7**	**49.6**				**9.06**	**8.67**	**8.73**	**-2%**	**7%**	**14%**
TV broadcasting																										
BEC	Sell	13.70	8.00	(41.6)	10.5	3	147	164	0.00	0.07	0.08	(100)	5,191	12	n.m.	186.5	167.0	3.3	3.0	3.0	4.19	4.62	4.60	0%	2%	3%
GRAMMY	Sell	9.50	6.50	(31.6)	8.6	-1,118	-539	-295	-1.36	-0.66	-0.36	(114)	52	45	n.m.	n.m.	n.m.	1.3	1.0	1.2	7.13	9.05	7.80	-87%	-55%	-32%
MCOT	Sell	10.40	6.00	(42.3)	8.6	-2,542	-2,529	-2,831	-3.70	-3.68	-4.12	(246)	1	(12)	n.m.	n.m.	n.m.	9.3	8.9	8.5	1.12	1.16	1.22	-39%	-40%	-47%
RS	Neutral	29.00	14.00	(51.7)	35.8	333	632	861	0.33	0.63	0.85	n.m.	90	36	88.0	46.4	34.0	1.8	2.0	1.5	16.19	14.19	18.90	19%	33%	48%
WORK	Buy	64.00	115.00	79.7	95.5	904	1,504	1,765	2.05	3.42	4.01	355	66	17	31.2	18.7	16.0	10.2	13.7	16.7	6.29	4.67	3.83	24%	29%	26%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	28.25	30.00	6.2	30.7	795	916	1,056	0.90	1.03	1.19	(8)	15	15	31.5	27.4	23.7	7.3	7.5	7.6	3.86	3.77	3.70	12%	14%	16%
Other																										
PLANB	Buy	6.00	9.00	50.0	7.7	461	670	911	0.13	0.19	0.26	31	46	36	46.1	31.6	23.3	1.0	1.1	1.2	5.94	5.56	4.97	14%	18%	23%
VGI	Buy	7.60	7.50	(1.3)	7.1	811	1,100	1,545	0.12	0.16	0.23	24	36	41	64.3	47.4	33.8	0.3	0.3	0.3	27.78	26.30	24.84	43%	57%	76%
Petrochemicals & Chemicals				**23.8**		**61,520**	**65,614**	**69,672**							**16.7**	**13.0**	**11.2**				**1.82**	**1.62**	**1.49**	**14%**	**13%**	**14%**
GGC	Neutral	14.50	17.00	17.2	17.9	601	1,047	1,357	0.59	1.02	1.33	(52)	74	30	24.7	14.2	10.9	10.8	11.5	12.4	1.34	1.26	1.17	6%	9%	11%
IVL	Buy	56.50	70.00	23.9	66.6	20,150	21,755	24,947	3.84	3.87	4.44	93	1	15	14.7	14.6	12.7	22.3	26.3	29.2	2.53	2.15	1.93	20%	16%	16%
PTTGC	Buy	96.75	120.00	24.0	107.0	40,768	42,812	43,368	9.04	9.50	9.62	54	5	1	10.7	10.2	10.1	61.0	66.0	70.9	1.59	1.47	1.36	15%	15%	14%
Property Development				**35.1**		**36,601**	**44,193**	**48,580**							**12.6**	**10.8**	**9.7**				**1.62**	**1.50**	**1.38**	**13%**	**15%**	**15%**
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	21.40	31.00	44.9	27.5	1,549	1,951	2,342	1.45	1.83	2.19	10	26	20	14.7	11.7	9.8	11.8	13.1	14.5	1.82	1.64	1.47	11%	12%	14%
AMATAV	Buy	7.50	11.50	53.3	10.4	369	574	593	0.54	0.61	0.63	73	14	3	14.0	12.2	11.8	2.8	3.4	4.0	2.64	2.20	1.87	17%	18%	16%
ROJNA	Neutral	6.85	7.00	2.2	7.8	655	663	754	0.32	0.33	0.37	5	1	14	21.1	20.9	18.4	6.5	6.5	6.7	1.06	1.06	1.03	3%	4%	4%
WHA	Buy	4.00	5.20	30.0	4.7	3,266	3,699	4,174	0.23	0.26	0.29	13	13	13	17.5	15.5	13.7	1.8	1.9	2.0	2.27	2.15	2.03	13%	13%	14%
Residential																										
AP	Buy	8.50	11.00	29.4	9.7	3,089	3,587	3,628	0.98	1.14	1.15	18	16	1	8.7	7.5	7.4	6.9	7.7	8.4	1.24	1.11	1.01	15%	16%	14%
LH	Buy	10.80	15.00	38.9	12.9	9,297	9,479	9,622	0.78	0.79	0.81	13	2	2	13.9	13.6	13.4	4.1	4.3	4.3	2.62	2.51	2.50	19%	19%	18%
LPN	Buy	10.80	16.00	48.1	11.9	1,062	1,674	1,967	0.72	1.13	1.33	(51)	58	17	15.0	9.5	8.1	8.4	9.0	9.6	1.29	1.20	1.13	9%	13%	14%
PSH	Neutral	21.70	24.00	10.6	24.6	5,456	6,171	7,006	2.50	2.82	3.20	(8)	13	14	8.7	7.7	6.8	17.0	18.5	20.2	1.28	1.17	1.07	15%	16%	16%
QH	Buy	2.98	4.10	37.6	3.5	3,447	3,966	4,337	0.32	0.37	0.40	4	15	9	9.3	8.1	7.4	2.3	2.5	2.7	1.29	1.20	1.12	14%	15%	16%
SIRI	Buy	1.79	2.70	50.8	2.2	2,958	6,540	7,180	0.20	0.44	0.48	(14)	121	10	9.0	4.1	3.7	2.1	2.4	2.6	0.87	0.76	0.69	10%	20%	20%
SPALI	Buy	22.30	33.00	48.0	27.1	5,452	5,889	6,978	3.18	2.74	3.25	12	(14)	18	7.0	8.1	6.9	15.7	15.1	17.2	1.42	1.48	1.30	22%	19%	20%

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

SCBS

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 17A	18F	19F	Core EPS (Bt) 17A	18F	19F	Core EPS growth (%) 17A	18F	19F	Core PER (x) 17A	18F	19F	BVPS(Bt) 17A	18F	19F	P/BV (x) 17A	18F	19F	ROE (%) 17A	18F	19F
Tourism & Leisure				**28.9**		**2,526**	**2,941**	**3,435**							**35.1**	**29.6**	**25.7**				**4.44**	**4.05**	**3.67**	**14%**	**15%**	**15%**
CENTEL	Buy	47.00	60.00	27.7	55.2	2,020	2,326	2,745	1.50	1.72	2.03	7	15	18	31.4	27.3	23.1	8.9	10.0	11.2	5.26	4.72	4.20	17%	18%	19%
ERW	Buy	7.90	10.50	32.9	9.6	506	614	690	0.20	0.25	0.28	46	22	12	38.7	31.9	28.4	2.2	2.3	2.5	3.62	3.38	3.14	10%	11%	11%
Transportation & Logistics				**(6.5)**		**31,163**	**35,636**	**41,821**							**33.2**	**27.6**	**22.4**				**3.09**	**2.92**	**2.70**	**9%**	**10%**	**11%**
Aviation																										
AAV	Buy	5.40	7.00	29.6	6.5	1,300	1,476	1,693	0.27	0.30	0.35	(32)	13	15	20.1	17.7	15.5	4.5	4.7	4.9	1.19	1.15	1.09	6%	7%	7%
AOT	Sell	68.50	60.00	(12.4)	70.5	21,821	25,310	28,918	1.53	1.77	2.02	14	16	14	44.8	38.7	33.8	9.2	10.0	11.2	7.43	6.82	6.12	17%	18%	19%
THAI	Sell	16.00	15.50	(3.1)	18.1	3,094	2,239	2,652	1.42	1.03	1.21	(9)	(28)	18	11.3	15.6	13.2	14.7	15.7	16.9	1.09	1.02	0.95	9%	7%	7%
Mass Transit																										
BEM	Neutral	7.30	7.40	1.4	8.8	3,123	4,054	4,795	0.20	0.27	0.31	20	30	18	35.7	27.5	23.3	2.0	2.2	2.3	3.58	3.37	3.18	10%	13%	14%
BTS	Buy	8.30	11.00	32.5	10.6	1,825	2,556	3,763	0.15	0.22	0.32	42	40	47	53.8	38.4	26.1	3.8	3.7	3.8	2.17	2.25	2.16	4%	6%	8%
SCBS Coverage		**1801.43**		**16.5**		**787,666**	**873,283**	**966,917**	**99.70**	**110.54**	**122.39**	**11**	**11**	**11**	**18.1**	**16.3**	**14.7**				**1.99**	**1.85**	**1.71**	**12%**	**13%**	**13%**

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 17A	DPS (Bt) 18F	DPS (Bt) 19F	Dividend Yield (%) 17A	Dividend Yield (%) 18F	Dividend Yield (%) 19F	EV/EBITDA (x) 17A	EV/EBITDA (x) 18F	EV/EBITDA (x) 19F	EBITDA Growth (%) 17A	EBITDA Growth (%) 18F	EBITDA Growth (%) 19F	Net Debt (Btm) 17A	Net Debt (Btm) 18F	Net Debt (Btm) 19F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Agribusiness				**2.8**					**2.13**	**2.00**	**2.02**	**6.83**	**6.84**	**6.37**	**12**	**-2**	**3**	**2,840**	**2,400**	**1,558**		**17,679**	**0.10**
GFPT	Neutral	14.10	14.50	2.8	14.8	0.30	0.28	0.29	2.13	2.00	2.02	6.83	6.84	6.37	12	-2	3	2,840	2,400	1,558	1,254	17,679	0.10
Automotive				**17.1**					**3.55**	**4.03**	**4.53**	**7.39**	**6.37**	**5.46**	**10**	**8**	**5**	**-5,690**	**-8,797**	**-12,992**		**49,133**	**0.27**
AH	Neutral	33.75	36.00	6.7	41.4	1.20	1.43	1.58	3.56	4.23	4.68	11.53	9.62	8.23	2	13	3	3,083	2,260	736	323	10,887	0.06
PCSGH	Neutral	7.10	7.70	8.5	9.1	0.28	0.34	0.39	3.94	4.81	5.45	8.19	7.84	6.81	21	11	9	(1,798)	(1,190)	(1,744)	1,545	10,970	0.06
SAT	Buy	21.80	26.00	19.3	23.2	0.90	0.88	1.02	4.13	4.06	4.68	5.23	4.25	3.71	6	-2	1	(1,132)	(2,804)	(3,556)	425	9,269	0.05
STANLY	Buy	235.00	300.00	27.7	285.2	6.00	7.10	7.80	2.55	3.02	3.32	4.63	3.77	3.10	13	11	6	(5,843)	(7,063)	(8,427)	77	18,007	0.10
Banking				**31.8**					**3.55**	**3.82**	**4.28**											**2,367,052**	**13.09**
Large Banks																							
BBL	Buy	203.00	270.00	33.0	232.7	6.50	7.27	8.45	3.20	3.58	4.16							-	-	-	1,909	387,495	2.14
KBANK	Buy	222.00	265.00	19.4	240.6	4.00	4.50	5.00	1.80	2.03	2.25							-	-	-	2,393	531,304	2.94
KTB	Buy	19.60	24.00	22.4	21.2	0.61	0.74	0.89	3.11	3.78	4.56							-	-	-	13,976	273,931	1.52
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	43.00	45.00	4.7	43.6	0.85	1.08	1.24	1.98	2.52	2.89							-	-	-	7,356	316,298	1.75
KKP	Neutral	76.00	80.00	5.3	80.4	5.00	5.01	5.13	6.58	6.59	6.75							-	-	-	847	64,353	0.36
LHBANK	Neutral	1.69	1.70	0.6	1.9	0.06	0.05	0.06	3.43	3.19	3.67										21,184	35,800	0.20
TCAP	Neutral	54.75	55.00	0.5	58.8	2.20	2.25	2.39	4.02	4.11	4.37							-	-	-	1,206	66,054	0.37
TISCO	Buy	90.50	100.00	10.5	97.0	5.00	5.48	6.03	5.52	6.06	6.66							-	-	-	801	72,458	0.40
TMB	Buy	2.82	3.50	24.1	3.2	0.06	0.07	0.09	2.13	2.52	3.12							-	-	-	43,840	123,628	0.68
Commerce				**10.4**					**1.54**	**1.70**	**1.91**	**21.34**	**19.21**	**17.16**	**12**	**11**	**11**	**317,941**	**302,795**	**281,320**		**1,604,524**	**8.88**
BJC	Buy	58.00	73.00	25.9	64.1	0.57	0.65	0.79	0.98	1.12	1.35	19.18	17.46	16.18	29	9	7	152,812	150,665	147,994	3,997	231,849	1.28
CPALL	Buy	87.75	98.00	11.7	91.1	1.10	1.33	1.57	1.25	1.52	1.79	22.53	19.92	17.60	12	11	11	136,656	123,021	107,001	8,983	788,267	4.36
GLOBAL	Buy	15.60	21.00	34.6	17.2	0.18	0.17	0.18	1.14	1.10	1.14	25.46	21.93	18.73	3	17	16	11,286	11,569	11,086	3,841	59,926	0.33
HMPRO	Buy	14.10	16.50	17.0	14.9	0.31	0.35	0.40	2.20	2.46	2.86	20.84	18.64	16.57	12	11	12	12,553	10,782	9,084	13,151	185,432	1.03
MAKRO	Neutral	56.00	42.00	(25.0)	42.8	0.96	0.96	0.96	1.71	1.71	1.71	26.18	24.74	22.48	14	7	10	4,675	7,742	8,134	4,800	268,800	1.49
ROBINS	Buy	63.25	90.00	42.3	76.3	1.25	1.43	1.66	1.98	2.26	2.63	13.85	12.59	11.42	4	8	9	-41	-985	-1,979	1,111	70,249	0.39
Construction Materials				**18.5**					**3.60**	**3.84**	**4.07**	**11.32**	**10.28**	**9.45**	**-6**	**9**	**7**	**184,910**	**174,270**	**159,489**		**719,353**	**3.98**
Cement																							
SCC	Buy	502.00	600.00	19.5	563.4	19.00	19.00	19.00	3.78	3.78	3.78	7.48	7.07	6.60	-3	5	5	152,058	143,199	129,945	1,200	602,400	3.33
SCCC	Neutral	261.00	270.00	3.4	280.6	10.00	10.00	10.18	3.83	3.83	3.90	12.74	12.02	11.74	11	12	2	30,134	29,855	29,300	298	77,778	0.43
Others																							
DCC	Neutral	3.02	3.70	22.5	3.3	0.13	0.14	0.15	4.24	4.63	4.85	12.21	10.68	9.85	-16	11	6	2,016	1,299	766	6,528	19,715	0.11
EPG	Buy	6.95	10.00	43.9	10.8	0.18	0.22	0.26	2.54	3.11	3.75	12.84	11.36	9.62	-17	9	15	701	-84	-521	2,800	19,460	0.11
Electronic Components				**28.5**					**3.48**	**3.78**	**3.89**	**9.34**	**7.71**	**6.55**	**-2**	**16**	**13**	**-26,992**	**-31,847**	**-36,307**		**162,591**	**0.90**
DELTA	Buy	66.50	90.00	35.3	78.4	2.20	3.00	3.10	3.31	4.51	4.66	9.27	7.32	6.31	12	19	13	-17,307	-21,285	-22,788	1,247	82,951	0.46
HANA	Buy	35.25	45.00	27.7	43.3	2.00	2.00	2.00	5.67	5.67	5.67	5.22	4.84	4.43	7	4	9	-9,740	-10,435	-10,525	805	28,372	0.16
KCE	Buy	69.50	86.00	23.7	77.3	2.20	2.20	2.40	3.17	3.17	3.45	12.58	11.03	9.01	-15	15	15	2,370	2,805	107	586	40,755	0.23
SVI	Neutral	4.64	4.40	(5.2)	4.4	0.08	0.08	0.08	1.79	1.79	1.79	10.29	7.66	6.46	-11	24	16	-2,316	-2,931	-3,102	2,266	10,513	0.06
Energy & Utilities				**15.0**					**4.01**	**4.21**	**4.40**	**16.30**	**14.15**	**12.83**	**2**	**11**	**3**	**369,757**	**209,981**	**-17,866**		**3,213,244**	**17.77**
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	542.00	620.00	14.4	539.2	20.00	21.00	22.00	3.69	3.87	4.06	4.69	3.89	3.44	12	13	2	133,640	22,991	-123,621	2,856	1,548,114	8.56
PTTEP	Buy	116.00	150.00	29.3	125.5	4.25	4.50	4.50	3.66	3.88	3.88	3.68	3.21	3.02	-1	12	2	-64,062	-72,116	-87,056	3,970	460,518	2.55
Refineries																							
BCP	Buy	38.50	53.00	37.7	45.0	2.15	2.20	2.30	5.58	5.71	5.97	6.58	6.73	5.73	16	3	9	30,578	34,763	28,542	1,377	53,012	0.29
ESSO	Sell	17.80	16.00	(10.1)	16.6	1.00	1.00	1.00	5.62	5.62	5.62	7.22	7.16	6.53	6	-5	1	17,553	13,296	7,573	3,461	61,603	0.34
IRPC	Buy	7.55	9.20	21.9	8.0	0.29	0.36	0.41	3.84	4.77	5.43	9.63	6.36	5.75	6	36	1	56,625	35,352	18,241	20,434	154,280	0.85
SPRC	Buy	16.80	20.00	19.0	19.1	1.14	1.20	1.20	6.80	7.14	7.14	5.92	4.85	4.87	-8	13	-8	183	-5,075	-10,403	4,336	72,843	0.40
TOP	Buy	96.25	125.00	29.9	100.7	5.25	5.00	5.00	5.45	5.19	5.19	5.19	5.50	5.18	10	-8	0	-1,474	-7,220	-17,558	2,040	196,353	1.09
Utilities																							
BCPG	Sell	21.70	19.00	(12.4)	20.6	0.61	0.64	0.68	2.81	2.95	3.13	23.69	19.04	15.77	5	32	17	15,024	18,399	16,311	1,994	43,278	0.24
BPP	Buy	24.70	29.75	20.4	30.3	0.60	0.60	0.65	2.43	2.43	2.63	48.83	44.46	37.22	-20	13	17	3,912	6,148	4,557	3,051	75,357	0.42
CKP	Neutral	3.94	4.00	1.5	3.9	0.02	0.03	0.03	0.57	0.76	0.76	16.75	13.71	13.58	0	21	2	23,612	22,984	23,383	7,370	29,038	0.16
EGCO	Buy	236.00	255.00	8.1	256.1	7.00	7.00	7.00	2.97	2.97	2.97	18.75	22.39	21.41	16	-17	2	86,995	84,994	79,132	526	124,246	0.69
GLOW	Neutral	87.50	85.00	(2.9)	88.0	5.75	5.75	5.75	6.57	6.57	6.57	9.39	9.05	9.06	-4	3	-2	29,095	28,074	24,964	1,463	128,001	0.71
GPSC	Sell	77.50	52.00	(32.9)	66.2	1.25	1.50	1.70	1.61	1.94	2.19	26.86	21.31	20.14	10	23	6	11,837	8,644	8,466	1,498	116,118	0.64
RATCH	Buy	52.25	62.00	18.7	59.0	2.40	2.40	2.40	4.59	4.59	4.59	15.40	14.33	14.32	-14	1	-8	10,905	5,699	-819	1,450	75,763	0.42
TTW	Buy	12.40	13.50	8.9	13.8	0.60	0.68	0.78	4.84	5.50	6.29	12.33	11.47	11.16	6	5	1	7,994	6,809	5,642	3,990	49,476	0.27
WHAUP	Buy	6.60	8.75	32.6	8.5	0.20	0.23	0.26	3.08	3.52	3.93	45.94	32.94	28.03	-1	35	12	7,342	6,239	4,781	3,825	25,245	0.14

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

Company	Rec.	Price	Target Price	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares	Mkt. Cap.	%Mkt.Cap /
		(Bt)		Up/(Down)	BB-CON	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	(m Shrs.)	(Btm)	SET
Finance & Securities				**(30.3)**					**4.42**	**4.72**	**4.79**											**131,044**	**0.72**
Credit card																							
AEONTS	Sell	179.50	130.00	(27.6)	160.0	3.60	4.22	4.79	2.01	2.35	2.67										250	44,875	0.25
KTC	Sell	261.00	150.00	(42.5)	239.7	5.30	6.12	6.75	2.03	2.34	2.59										258	67,295	0.37
Securities																							
ASP	Buy	3.84	4.70	22.4	4.3	0.30	0.32	0.32	7.81	8.38	8.28										2,106	8,086	0.04
MBKET	Sell	18.90	18.00	(4.8)	19.5	1.10	1.10	1.06	5.82	5.81	5.63										571	10,788	0.06
Food & Beverage				**27.7**					**2.46**	**2.48**	**2.53**	**16.81**	**15.05**	**13.88**	**-13**	**13**	**8**	**370,284**	**367,875**	**366,944**		**486,480**	**2.69**
CPF	Buy	25.25	32.00	26.7	28.3	0.75	0.70	0.70	2.97	2.78	2.76	15.27	14.43	13.93	-32	9	4	261,872	262,317	265,256	8,611	217,434	1.20
MINT	Buy	38.00	50.00	31.6	47.6	0.40	0.49	0.56	1.05	1.29	1.47	18.80	16.03	14.65	5	19	8	42,154	38,927	35,744	4,619	175,519	0.97
TU	Buy	19.60	24.00	22.4	22.8	0.66	0.66	0.66	3.37	3.36	3.37	16.37	14.68	13.07	-13	12	12	66,257	66,631	65,943	4,772	93,528	0.52
Health Care Services				**18.1**					**1.50**	**1.66**	**1.79**	**23.29**	**20.19**	**17.71**	**9**	**15**	**13**	**41,061**	**32,670**	**26,963**		**565,211**	**3.13**
BDMS	Buy	22.70	27.50	21.1	24.2	0.36	0.30	0.35	1.59	1.34	1.55	23.74	22.19	19.35	10	6	14	33,567	30,799	26,807	15,491	351,645	1.95
BH	Neutral	207.00	216.00	4.3	214.8	2.70	3.04	3.35	1.30	1.47	1.62	24.93	21.13	19.04	8	13	10	2,118	(4,030)	(5,593)	729	150,852	0.83
BCH	Buy	16.90	21.00	24.3	18.8	0.20	0.22	0.26	1.18	1.32	1.55	22.86	19.91	17.49	14	16	14	5,009	5,594	5,527	2,494	42,144	0.23
CHG	Buy	1.87	2.90	55.1	2.4	0.04	0.05	0.05	1.93	2.51	2.42	21.63	17.51	14.96	7	23	17	367	307	222	11,000	20,570	0.11
Information & Communication Technology				**8.3**					**2.27**	**2.62**	**3.00**	**9.28**	**8.91**	**9.18**	**7**	**3**	**5**	**300,864**	**341,185**	**389,803**		**1,166,913**	**6.45**
Mobile																							
ADVANC	Buy	210.00	215.00	2.4	213.0	7.08	7.83	8.65	3.37	3.73	4.12	10.13	9.39	8.81	16	8	7	89,714	92,742	95,861	2,973	624,350	3.45
DTAC	Neutral	44.00	52.00	18.2	52.3	0.24	0.28	1.46	0.55	0.63	3.32	6.38	5.95	5.25	9	6	10	90,108	88,234	82,753	2,368	104,184	0.58
TRUE	Neutral	7.05	8.00	13.5	7.2	0.03	0.13	0.00	0.44	1.81	0.00	7.73	8.30	9.04	46	7	4	109,792	152,908	197,117	33,368	235,246	1.30
Internet																							
THCOM	Sell	12.00	9.00	(25.0)	13.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.01	6.07	9.33	-35	-15	-7	5,486	2,852	9,724	1,096	13,153	0.07
Other																							
INTUCH	Buy	59.25	70.00	18.1	68.8	4.13	4.10	4.47	6.97	6.92	7.54	16.12	14.83	13.47	-3	8	10	5,764	4,449	4,349	3,206	189,980	1.05
Insurance				**41.1**					**4.06**	**4.35**	**4.53**											**69,942**	**0.39**
BLA	Buy	33.00	50.00	51.5	42.4	0.54	0.74	0.76	1.64	2.23	2.29										1,708	56,350	0.31
THRE	Sell	1.73	1.60	(7.5)	1.6	0.10	0.10	0.10	5.78	5.78	5.78										4,215	7,292	0.04
THREL	Neutral	10.50	11.00	4.8	14.3	0.50	0.53	0.58	4.76	5.05	5.51										600	6,300	0.03
Media & Publishing				**0.9**					**1.19**	**1.44**	**3.32**	**16.04**	**12.53**	**10.94**	**25**	**26**	**16**	**14,777**	**8,511**	**7,265**		**201,070**	**1.11**
TV broadcasting																							
BEC	Sell	13.70	8.00	(41.6)	10.5	0.10	0.07	0.07	0.73	0.48	0.54	7.30	5.10	4.22	-25	15	14	2,055	-3,782	-5,230	2,000	27,400	0.15
GRAMMY	Sell	9.50	6.50	(31.6)	8.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	27.33	16.97	15.57	-25	56	21	5,909	5,453	6,853	820	7,790	0.04
MCOT	Sell	10.40	6.00	(42.3)	8.6	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	9.62	-6.53	-4.52	-3.86	n.m.	n.m.	n.m.	5,346	5,309	5,022	687	7,146	0.04
RS	Neutral	29.00	14.00	(51.7)	35.8	0.00	0.38	1.39	0.00	1.32	4.80	18.75	17.95	15.22	77	4	18	-476	-475	-476	1,010	29,294	0.16
WORK	Buy	64.00	115.00	79.7	95.5	1.39	1.72	2.02	2.17	2.69	3.16	15.16	11.64	10.27	108	37	14	-1,254	-412	-412	441	28,235	0.16
Cinema																							
MAJOR	Neutral	28.25	30.00	6.2	30.7	1.25	1.02	1.06	4.42	3.63	3.76	13.72	12.61	11.48	-1	8	9	3,702	3,370	3,160	895	25,274	0.14
Other																							
PLANB	Buy	6.00	9.00	50.0	7.7	0.05	0.09	0.13	0.83	1.58	2.15	22.11	15.56	11.95	21	39	26	-525	-967	-1,605	3,530	21,178	0.12
VGI	Buy	7.60	7.50	(1.3)	7.1	0.10	0.14	0.19	1.32	1.79	2.52	30.52	24.89	22.67	19	23	10	20	15	-48	7,204	54,753	0.30
Petrochemicals & Chemicals				**23.8**					**2.86**	**3.44**	**3.82**	**9.84**	**8.11**	**6.83**	**12**	**19**	**10**	**127,726**	**63,770**	**12,305**		**756,833**	**4.19**
GGC	Neutral	14.50	17.00	17.2	17.9	0.35	0.41	0.53	2.41	2.82	3.66	11.22	9.05	6.78	-20	33	22	-1,737	-736	-1,926	1,024	14,843	0.08
IVL	Buy	56.50	70.00	23.9	66.6	1.00	1.50	1.60	1.77	2.65	2.83	10.99	8.43	7.26	29	20	8	88,491	35,941	12,770	5,412	305,758	1.69
PTTGC	Buy	96.75	120.00	24.0	107.0	4.25	4.70	4.80	4.39	4.86	4.96	7.31	6.85	6.46	27	4	0	40,972	28,565	1,460	4,509	436,231	2.41
Property Development				**35.1**					**4.17**	**5.82**	**6.52**	**12.73**	**10.96**	**10.20**	**0**	**24**	**9**	**223,336**	**232,410**	**237,165**		**420,174**	**2.32**
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	21.40	31.00	44.9	27.5	0.53	0.74	0.89	2.49	3.45	4.14	14.45	11.90	10.50	-5	25	17	6,462	7,208	8,187	1,067	22,834	0.13
AMATAV	Buy	7.50	11.50	53.3	10.4	0.03	0.04	0.04	0.40	0.54	0.56	11.43	10.11	9.70	47	18	8	1,729	2,140	2,423	935	7,013	0.04
ROJNA	Neutral	6.85	7.00	2.2	7.8	0.30	0.18	0.21	4.38	2.63	3.00	12.01	11.53	10.53	0	1	5	23,040	22,066	20,617	2,020	13,840	0.08
WHA	Buy	4.00	5.20	30.0	4.7	0.14	0.16	0.22	3.50	3.96	5.52	21.16	21.30	18.92	-30	8	13	31,910	39,261	39,383	14,326	57,305	0.32
Residential																							
AP	Buy	8.50	11.00	29.4	9.7	0.35	0.40	0.40	4.12	4.68	4.73	10.97	10.20	10.42	16	13	2	17,348	19,512	21,538	3,146	26,740	0.15
LH	Buy	10.80	15.00	38.9	12.9	0.75	0.79	0.76	6.94	7.29	7.08	12.86	12.60	14.31	25	2	-10	43,692	43,549	46,987	11,950	129,057	0.71
LPN	Buy	10.80	16.00	48.1	11.9	0.50	0.79	0.93	4.63	7.30	8.57	15.13	9.63	8.52	-49	52	17	5,648	4,976	5,745	1,476	15,938	0.09
PSH	Neutral	21.70	24.00	10.6	24.6	1.29	1.43	1.63	5.94	6.61	7.51	9.00	8.21	7.38	-6	12	14	22,952	24,698	26,571	2,189	47,491	0.26
QH	Buy	2.98	4.10	37.6	3.5	0.20	0.22	0.24	6.71	7.45	8.15	12.04	10.52	9.56	1	16	13	20,212	20,939	22,148	10,714	31,929	0.18
SIRI	Buy	1.79	2.70	50.8	2.2	0.12	0.28	0.31	6.70	15.52	17.04	13.22	6.50	5.81	-15	108	8	30,886	32,312	30,139	14,863	26,604	0.15
SPALI	Buy	22.30	33.00	48.0	27.1	0.00	1.02	1.20	0.00	4.55	5.40	7.80	8.03	6.54	10	7	18	19,457	15,749	13,427	1,858	41,424	0.23

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 21 มี.ค. 61

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt) 17A	DPS (Bt) 18F	DPS (Bt) 19F	Dividend Yield (%) 17A	Dividend Yield (%) 18F	Dividend Yield (%) 19F	EV/EBITDA (x) 17A	EV/EBITDA (x) 18F	EV/EBITDA (x) 19F	EBITDA Growth (%) 17A	EBITDA Growth (%) 18F	EBITDA Growth (%) 19F	Net Debt (Btm) 17A	Net Debt (Btm) 18F	Net Debt (Btm) 19F	Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Tourism & Leisure				**28.9**					**1.21**	**1.28**	**1.48**	**14.91**	**13.68**	**12.63**	**8**	**11**	**9**	**14,094**	**14,770**	**14,296**		**83,239**	**0.46**
CENTEL	Buy	47.00	60.00	27.7	55.2	0.60	0.69	0.81	1.28	1.47	1.73	14.89	13.14	11.73	-1	12	10	6,105	5,220	3,880	1,350	63,450	0.35
ERW	Buy	7.90	10.50	32.9	9.6	0.09	0.09	0.10	1.14	1.10	1.24	14.94	14.22	13.54	16	11	8	7,990	9,550	10,416	2,505	19,789	0.11
Transportation & Logistics				**(6.5)**					**1.98**	**1.58**	**1.96**	**18.89**	**16.37**	**15.98**	**5**	**12**	**11**	**192,734**	**185,814**	**213,255**		**1,250,370**	**6.92**
Aviation																							
AAV	Buy	5.40	7.00	29.6	6.5	0.15	0.11	0.12	2.78	1.97	2.26	8.78	7.41	6.55	-11	19	11	12,634	12,923	12,032	4,850	26,190	0.14
AOT	Sell	68.50	60.00	(12.4)	70.5	0.86	0.89	1.01	1.26	1.29	1.48	27.35	24.86	22.28	8	11	11	-44,161	-35,286	-36,831	14,286	978,570	5.41
THAI	Sell	16.00	15.50	(3.1)	18.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.39	7.37	6.60	-6	-3	3	143,977	137,191	124,472	2,183	34,924	0.19
Mass Transit																							
BEM	Neutral	7.30	7.40	1.4	8.8	0.13	0.19	0.22	1.78	2.54	3.01	18.80	16.04	13.70	5	11	8	57,333	47,648	35,046	15,285	111,581	0.62
BTS	Buy	8.30	11.00	32.5	10.6	0.34	0.17	0.25	4.10	2.08	3.07	32.13	26.16	30.78	31	23	24	22,950	23,338	78,536	11,940	99,105	0.55
SCBS Coverage		**1801.43**		**16.5**					**2.89**	**3.15**	**3.40**	**11.63**	**10.45**	**9.81**	**7**	**10**	**5**	**2,127,641**	**1,895,807**	**1,643,200**		**13,264,849**	**73.37**

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 บริษัทในเครือของบริษัท อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

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, GFPT, GLOBAL, GLOW, GPSC, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, ITD, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, LPN, MAJOR, MALEE, 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, 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

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

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, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BKI, BLA, BROOK, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIMBT, CM, CNS, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, CSL, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GLOW, GOLD, GUNKUL, HANA, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, IFS, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LHBANK, LHK, LPN, M, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PB, PCSGH, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PSH, PSL, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SENA, SGP, SINGER, SIS, SITHAI, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SSF, SSI, SSSC, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGCI, THANI, THCOM, THRE, THREL, TICON, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMT, TNITY, TNL, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TVD, TVI, U, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AA, AIE, AJ, AMATAV, AOT, APCO, ARROW, ASIAN, BJC, BJCHI, BLAND, BLISS, BR, BRR, BTC, BUI, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHO, CHOTI, CI, CIG, COM7, CPR, EKH, EPCO, FN, FSMART, FTE, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEL, HARN, ILINK, INET, ITEL, JAS, JTS, JUBILE, KTECH, KWC, KWG, L&E, LDC, LEE, LIT, LRH, MAKRO, MALEE, MATCH, MATI, MFEC, MILL, MTLS, NCL, NEP, NNCL, NUSA, NWR, PACE, PAP, PATO, PDG, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, POST, PRINC, PRM, PRO, PSTC, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAUCE, SC, SCI, SELIC, SIRI, SMK, SPPT, SRICHA, SST, STA, SUPER, SWC, SYMC, TAKUNI, THE, THIP, TKN, TLUXE, TMC, TMILL, TNP, TNR, TOPP, TRITN, TTI, TU, TVT, TWPC, UBIS, UPA, UWC, VIBHA, VIH, WAVE

N/A

2S, AAV, ABICO, ABM, ACAP, ACC, ADAM, ADB, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AI, AIRA, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, ALUCON, AMA, AMARIN, AMATA, AMC, ANAN, APCS, APEX, APURE, AQ, AQUA, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, BA, BAT-3K, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BM, BOL, BPP, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, BTW, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHOW, CHUO, CITY, CK, CKP, CMO, CMR, CNT, COL, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DDD, DELTA, DIGI, DNA, DTCI, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EFORL, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, EVER, F&D, FANCY, FC, FER, FLOYD, FMT, FOCUS, FORTH, FPI, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GRAMMY, GRAND, GREEN, GTB, GULF, GYT, HFT, HOTPOT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICHI, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD, J, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCAR, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTX, LVT, MACO, MAJOR, MANRIN, MAX, MBAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MPG, MPIC, NC, NCH, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPP, NTV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OTO, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAPPE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOIL, SF, SFP, SGF, SHANG, SIAM, SIMAT, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPCG, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STANLY, STAR, STEC, STHAI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TBSP, TC, TCB, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TFD, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TUCC, TVO, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UEC, UKEM, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VCOM, VI, VNG, VPO, VTE, WG, WHAUP, WIIK, 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 February 1, 2018) 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