

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/55



ช่วงเวลาวัดใจ

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

ยุพเรศ ลิขิตแสนสุข
yupharet.likitsansuk@scb.co.th, (662) 949-1020

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์ไพบูลย์
chaipat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

วัสดุก่อสร้าง เหล็ก ขนส่ง

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

พาณิชย์ อาหาร รับเหมาก่อสร้าง

กานชนิ คาณียอ
kanchan.khanijou@scb.co.th, (662) 949-1006

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

ศลยา ณ สงขลา
solaya.na_songkhla@scb.co.th, (662) 949-1007

ยานยนต์ การแพทย์ สื่อและบันเทิง ก่อเกี่ยว

รวีบุษ ปิยศรีเกียรติ
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

นรฤทธิ์ วิสิทธนรภัทร
norarit.wisitnorapatt@scb.co.th, (662) 949-1008

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ฐานิดา ทรงพัฒน์โยธิน
tanida.songphanayothin@scb.co.th, (662) 949-1012

ผู้ช่วยกรรมการผู้จัดการ ฝ่ายกลยุทธ์การลงทุน

สุกิจ อุดมศิริกุล
sukit.udomsirikul@scb.co.th, (662) 949-1009

กลยุทธ์การลงทุนตราสารอนุพันธ์ วิชาคราะห์ทางเทคนิค

บันกชิต คงกระจันทร์
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

กลยุทธ์การลงทุน

นราธิป วงศ์ศิริวรางกูร
naratip.wongsiwarangkoon@scb.co.th, (662) 949-1019

ฐานข้อมูล

ธานีกร คลาภานนท์
thanin.klamanont@scb.co.th, (662) 949-1023

ฐานข้อมูล

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

บรรณาธิการ

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

แปลและเรียบเรียง

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

จัดพิมพ์

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

เลขานุการ

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

SCBS Market Strategy Report



ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์ได้ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

ช่วงเวลาว่างใจ.....	1
แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและการลงทุน	2

Stock Picks

ดี เอราวัณ กรุ๊ป (ERW)	23
ธนาคารกรุงไทย (KTB)	27
ควอลิตี้เฮาส์ (QH).....	31
ปูนซีเมนต์ไทย (SCC)	35
ซีโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น (STEC)	39

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์.....	45
ธนาคาร	47
วัสดุก่อสร้าง	49
รับเหมาก่อสร้าง	51
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	53
พลังงาน	55
เงินทุนและหลักทรัพย์	57
การแพทย์	59
นิคมอุตสาหกรรม	61
สื่อ	63
ปิโตรเคมี	65
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	67
ค้าปลีก	69
สื่อสาร	71
ท่องเที่ยว	73
ขนส่ง	75
สาธารณูปโภค	77
SCBS Stock Universe	79



This page is left blank intentionally



ช่วงเวลาวัดใจ

เกียรติศักดิ์ เสนาวิภากร CFA
0-2949-1022
andy@scb.co.th

การประกาศมาตรการ QE3 และคำตัดสินของศาลรัฐธรรมนูญเยอรมนีที่อนุมัติสมทบเงินให้กองทุน ESM ช่วยหนุนให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวจากจุดต่ำสุดในไตรมาส 2/55 SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 16% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/55 จนถึงปัจจุบัน และ 24% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน การคาดการณ์ของนักลงทุนในตลาดต่อนั้นอยู่ในด้านสูงแล้ว โดยปัจจุบันตลาดหุ้นไทยเทรดที่ PE ระดับ 13.8 เท่าในปี 2555 และ 11.6 เท่าในปี 2556 ทั้งนี้นอกเหนือจากการเปลี่ยนแปลงผู้นำประเทศที่กำลังจะเกิดขึ้นในสหรัฐฯ และจีนแล้ว ในไตรมาส 4/55 ดูเหมือนจะไม่ค่อยมีข่าวเกี่ยวกับนโยบายที่เป็นบวกมากนัก ถ้าสหรัฐฯไม่ตัดสินใจขยายระยะเวลามาตรการลดภาษีที่กำลังจะหมดอายุออกไปแต่เนิ่นๆ ดังนั้นเราจึงเลือกหุ้นเด่นสำหรับไตรมาส 4/55 ด้วยการวิเคราะห์แบบเจาะลึกเป็นรายบริษัทโดยเน้นไปที่หุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายภาครัฐ ซึ่งก็คือ STEC KTB SCC QH และ ERW

การคาดการณ์ในตอนนี้อยู่ในด้านสูงแล้วหลังจากตลาดปรับตัวขึ้นแรงในไตรมาส 3/55 เมื่อมองย้อนหลังกลับไปในเดือน พ.ค. พบว่าตลาดหุ้นไทยปรับลงแรงถึง 10% เนื่องจากความกังวลว่ายุโรปจะล่มสลายส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นทั่วโลก แต่หลังจากนั้น SET index ก็ปรับตัวขึ้นในเดือน มิ.ย. และปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากคำตัดสินของศาลรัฐธรรมนูญเยอรมนีที่อนุมัติสมทบเงินให้กองทุน ESM และการประกาศใช้มาตรการ QE3 ของเฟด ซึ่งช่วยหนุนให้ SET index ปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 16 ปี โดยตอนนี้ SET index เทรดที่ PE ระดับ 13.8 เท่าในปี 2555 และ 11.6 เท่าในปี 2556 สำหรับระยะสั้น Valuation ของ SET index ไม่ได้ถูกอีกต่อไป เพราะเทรดอยู่ที่ระดับ +1SD ของ PE เฉลี่ยในอดีต สะท้อนถึงการคาดการณ์ในด้านสูง แนวโน้ม Upside ของตลาดดูเหมือนจะมีจำกัดในระยะสั้นและมีความเสี่ยงต่อการปรับฐาน

ช่วงเวลาวัดใจ - ไตรมาส 4/55 เราไม่คาดหวังมากนักว่าจะมีข่าวเกี่ยวกับนโยบายที่เป็นบวกในไตรมาส 4 ปี 2555 ถ้ารัฐบาลสหรัฐฯ ไม่ตัดสินใจขยายระยะเวลามาตรการลดภาษีที่กำลังจะหมดอายุออกไปแต่เนิ่นๆ ในช่วงที่เกิดภาวะสับสนวุ่นวายหลังเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือน พ.ย. ขณะเดียวกันจีนก็กำลังใกล้เข้าสู่ช่วงการเปลี่ยนผู้นำประเทศที่มีขึ้นทุกๆ 10 ปีด้วยเช่นกัน สำหรับตลาดหุ้นทั่วโลกรวมถึงตลาดหุ้นไทยที่เคยชินกับการตอบรับการเปลี่ยนแปลงทางนโยบายมาตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินโลก สิ่งที่น่าตื่นตามากกว่าน่าจะอยู่ในไตรมาส 1 ปี 2556

กลยุทธ์การลงทุนและหุ้นเด่นในไตรมาส 4 ปี 2555 ในขณะที่ราคาน้ำมันฟื้นตัวขึ้นอย่างมากในไตรมาส 3 ปี 2555 สอดคล้องกับตลาดหุ้นทั่วโลก แต่กลยุทธ์การลงทุนของเราที่แนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุนในหุ้นที่อ่อนไหวต่อปัจจัยมหภาคและเน้นหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว 5 ตัวสามารถให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดได้ เรายังคงใช้แนวคิดการวิเคราะห์แบบ bottom-up (เจาะลึกเป็นรายบริษัท) ในการคัดเลือกหุ้นเด่นสำหรับไตรมาส 4 ปี 2555 แต่เน้นไปที่หุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายงบประมาณภาครัฐ ซึ่งเรามองว่าเป็นหนึ่งในองค์ประกอบของเศรษฐกิจที่มีแนวโน้มสดใสที่สุด

- **STEC** รัฐบาลวางแผนลงทุนในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐาน มูลค่า 2.2 ล้านล้านบาทในระยะ 7 ปีข้างหน้า ผู้ที่จะได้รับประโยชน์อย่างชัดเจนจากแผนนี้คือบริษัทรับเหมาก่อสร้างไทย STEC เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มนี้ เนื่องจากเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างเพียงรายเดียวที่มีสถานะเงินสดสุทธิ
- **KTB** ความกังวลที่ตลาดมีต่อ KTB ผ่อนคลายลงหลังจาก KTB และ SSI ประกาศเพิ่มทุน การที่ KTB มีสถานะเป็นธนาคารของรัฐทำให้ตลาดมองว่า KTB น่าจะเป็นหุ้นธนาคารที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการใช้จ่ายงบประมาณภาครัฐที่เราคาดว่าจะปรับตัวเร่งขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2555 เป็นต้นไป
- **SCC** เราเชื่อว่า SCC ผ่านพ้นสถานการณ์เลวร้ายไปเรียบร้อยแล้ว แต่ราคาหุ้นยังปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 9% ตั้งแต่ต้นปี 2555 ถึงปัจจุบัน เราคาดว่าธุรกิจปูนซีเมนต์/วัสดุก่อสร้างของ SCC จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก
- **QH** เราคาดว่า QH จะทำยอดขายได้สูงกว่าตลาดคาด ประมาณการกำไรปี 2556-2557 ของเราสูงกว่าตลาดคาดอยู่ 23-33%
- **ERW** ข้อมูลล่าสุดเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวชี้ให้เห็นถึงการเติบโตเพิ่มมากขึ้น โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 12% และในช่วง 8 เดือนแรกปี 55 เพิ่มขึ้น 8.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน การประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวทำให้ ERW เป็นหนึ่งในหุ้นที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย ผลการดำเนินงานของบริษัทฟื้นตัวแล้วและมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง

4Q12 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
ERW	Buy	2.86	3.3	16.1	n.m.	58.8	30.7	37.0	n.m.	91.3	1.70	1.83	1.76	(5.0)	3.2	5.8	2.8	0.8	1.3	13.9	10.9	9.7
KTB	Buy	17.30	21.0	27.2	11.4	10.3	8.0	14.2	10.1	28.4	1.49	1.37	1.22	13.3	15.3	16.0	3.6	5.8	5.0	-	-	-
QH	Buy	1.84	3.3	84.9	20.3	10.7	8.0	(56.8)	90.4	33.2	1.18	1.09	1.03	5.8	10.8	12.6	0.5	5.5	5.0	26.1	13.0	14.4
SCC	Buy	351.00	400.0	17.0	15.8	16.8	12.8	(2.5)	(6.3)	31.9	2.58	2.42	2.19	16.6	14.8	18.0	3.6	3.0	3.9	11.3	11.0	9.2
STEC	Buy	17.80	23.0	32.6	23.4	20.4	16.8	103.6	14.6	21.3	3.75	3.60	3.38	18.4	18.7	21.5	3.1	3.4	4.2	18.4	14.9	12.0
Average					17.7	23.4	15.3	19.1	27.2	41.2	2.14	2.06	1.92	9.8	12.5	14.8	2.7	3.7	3.9	13.9	10.0	9.1

Source: SCBS Investment Research

สุกิจ อุดมศิริกุล

0-2949-1009

sukit.udomsirikul@scb.co.th

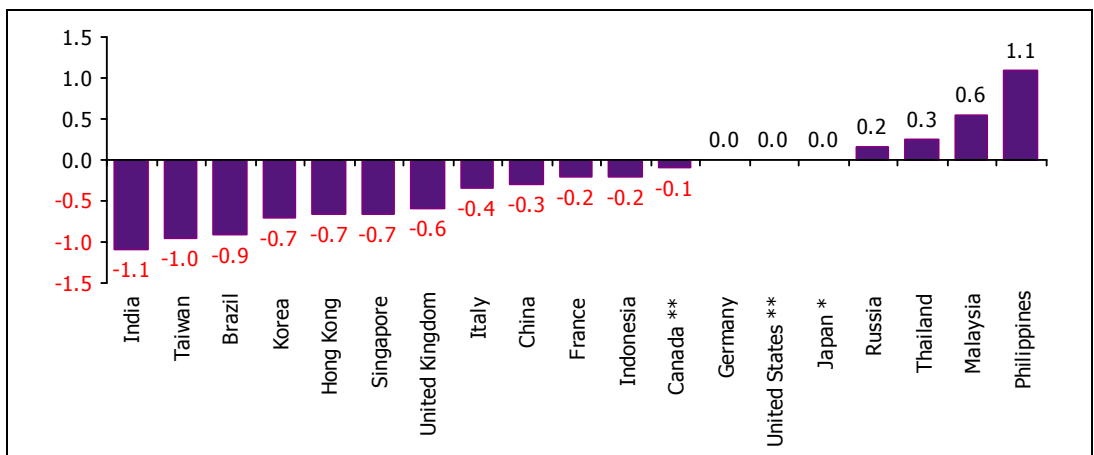
แนวโน้มการขยายตัวทางเศรษฐกิจและนโยบาย

ภาวะตลาดการเงินทั่วโลกปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 สะท้อนถึงการประกาศใช้นโยบายใหม่ๆ ของผู้กำหนดนโยบายในยุโรป แต่ในเวลาเดียวกัน เศรษฐกิจโลกกลับปรับตัวแย่ลง เนื่องจากยุโรปประสบภาวะเศรษฐกิจถดถอยรุนแรงมากกว่าคาด ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ รวมถึงธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP โลกปี 2555 ลดลงจาก -0.30% สู่ -0.60% ในเดือน ก.ย. โดยที่เราเฝ้าระวังการปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP โลกยังไม่ได้มาถึงจุดต่ำสุด ประเทศที่ถูกปรับลดประมาณการ GDP ลง ได้แก่ สมาชิกของกลุ่ม BRIC อย่างจีน อินเดีย และบราซิล ขณะที่ยังคงมีการปรับประมาณการ GDP ของประเทศในกลุ่มอาเซียนเพิ่มขึ้น (Figure 1) ทั้งนี้ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ภาวะเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปส่งผลกระทบด้านลบต่อการส่งออกของประเทศที่เน้นส่งออก โดยเฉพาะจีนที่กิจกรรมภาคการผลิตปรับตัวลดลงอย่างเห็นได้ชัด ณ เวลาที่เราจัดทำรายงานฉบับนี้ นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์อัตราเติบโตของ GDP ไตรมาส 3 ปี 2555 ของสหรัฐฯ ที่ 1.8% ยุโรปที่ -0.2% และจีนที่ 7.7%

ในไตรมาส 4 ปี 2555 เรายังมองว่าเศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่อัตราเติบโตอาจจะต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ จีนดูเหมือนจะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยหนุนให้เศรษฐกิจโลกเติบโต เนื่องจากรัฐบาลจีนได้อนุมัติโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน 30 โครงการ วงเงิน 1.57 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็น 2.1% ของ GDP เรียบร้อยแล้วในเดือน ก.ย. โครงการดังกล่าวจะลงทุนในถนนไฮเวย์ ท่าเรือ และระบบขนส่งมวลชน ซึ่งส่งสัญญาณว่ารัฐบาลจีนต้องการที่จะกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจ เนื่องจากจีนกำลังจะเข้าสู่วาระการเปลี่ยนถ่ายอำนาจผู้นำที่มีขึ้นทุกๆ 10 ปี โครงการนี้จะช่วยหนุนให้ GDP ปี 2555 ของจีนเติบโตสูงกว่า 8% จากปีก่อน

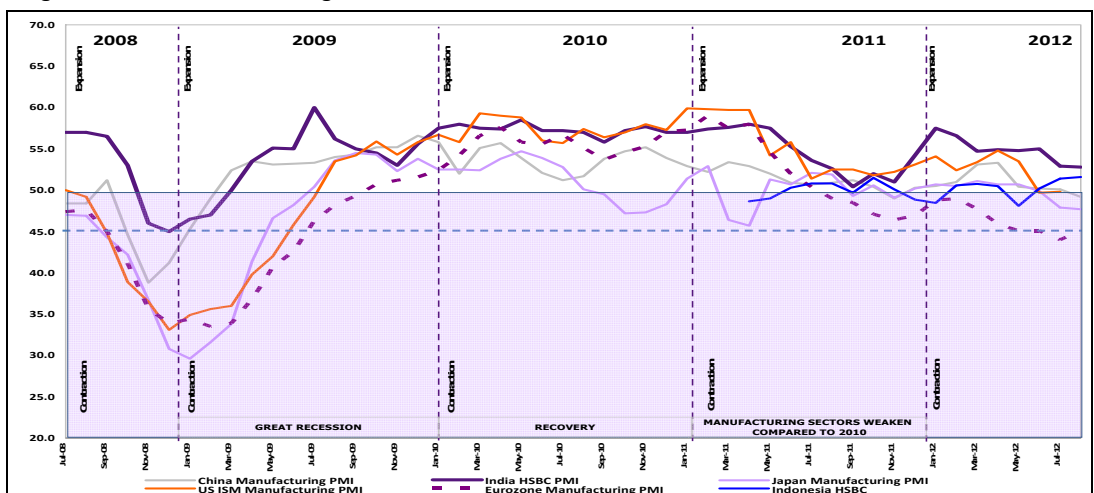
ปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตของเศรษฐกิจโลกในระยะสั้น คือ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยของยุโรป ส่วนในระยะยาว คือ การหมดอายุของมาตรการลดภาษีของสหรัฐฯ วงเงินประมาณ 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 5% ของ GDP ในวันที่ 31 ธ.ค. 2555 นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่าถ้ามาตรการทุกอย่างหมดอายุ GDP ปี 2556 ของสหรัฐฯ จะหดตัวลงสู่ระดับ -0.50%

Figure 1: การปรับประมาณการ GDP โลกในเดือน มิ.ย. เทียบกับเดือน ก.ย.



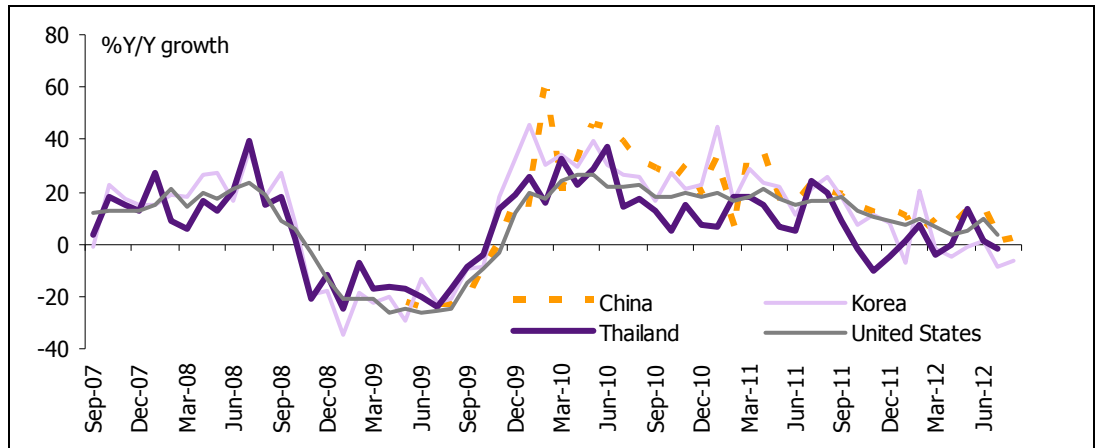
Source: Bloomberg, Note: ** United States, Canada and Japan using %QoQ SAAR and %YoY estimates

Figure 2: Global Manufacturing PMI



Source: Bloomberg

Figure 3: อัตราการขยายตัวของการส่งออกของประเทศที่เน้นส่งออก



Source: Bloomberg

Figure 4: ประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F
G7																		
Canada **	0.7	-2.8	3.2	1.9	2.0	2.3	3.6	-1.0	4.5	1.9	1.8	1.8	2.0	2.2	2.1	2.3	2.4	2.5
France	-0.1	-2.7	1.5	1.7	0.1	0.6	2.3	1.7	1.5	1.2	0.3	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.5	1.0	1.3
Germany	1.1	-5.1	3.7	3.0	0.9	1.2	4.8	3.0	2.7	1.9	1.2	1.0	0.6	0.9	0.8	0.9	1.3	1.7
Italy	-1.2	-5.5	1.8	0.4	-2.2	-0.3	1.4	1.0	0.4	-0.5	-1.5	-2.6	-2.8	-2.2	-1.4	-0.5	0.0	0.5
Japan *	-1.0	-5.5	4.5	-0.7	2.5	1.3	-7.9	-1.3	6.9	0.3	5.3	0.7	1.0	0.8	1.4	1.4	1.6	1.8
United Kingdom	-1.1	-4.4	2.1	0.7	-0.4	1.2	1.4	0.5	0.5	0.6	-0.2	-0.5	-0.5	-0.1	0.6	1.6	1.2	1.6
United States **	-0.3	-3.5	3.0	1.9	2.2	2.1	0.1	2.5	1.3	4.1	2.0	1.7	1.8	2.1	1.9	2.4	2.6	2.8
Simple average	-0.3	-4.2	2.8	1.3	0.7	1.2	0.8	0.9	2.5	1.4	1.3	0.3	0.3	0.5	0.8	1.2	1.4	1.7
BRIC																		
Brazil	5.2	-0.3	7.6	2.8	1.9	4.1	4.2	3.3	2.1	1.4	0.8	0.5	2.2	3.0	3.7	3.9	3.6	3.6
China	9.6	9.2	10.4	9.2	7.9	8.0	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.7	8.2	8.2	8.4	8.4	8.1
India	7.5	6.8	8.5	7.1	5.5	6.0	9.2	8.0	6.7	6.1	5.3	5.5	6.0	5.8	6.4	6.7	7.4	7.5
Russia	5.2	-7.8	4.3	4.3	3.8	3.7	4.0	3.4	5.0	4.8	4.9	4.0	3.2	3.0	2.9	3.5	3.8	3.8
Simple average	6.9	2.0	7.7	5.8	4.8	5.5	6.8	6.1	5.7	5.3	4.8	4.4	4.8	5.0	5.3	5.6	5.8	5.8
North Asia																		
China	9.6	9.2	10.4	9.2	7.9	8.0	9.7	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	7.7	8.2	8.2	8.4	8.4	8.1
Hong Kong	2.3	-2.7	7.0	5.0	2.3	4.2	7.8	5.1	4.3	2.8	0.7	1.2	3.0	3.8	1.9	2.9	3.7	n.a.
Korea	2.3	0.3	6.2	3.6	2.8	3.9	4.2	3.5	3.6	3.3	2.8	2.3	2.9	3.2	3.5	3.6	3.8	3.4
Taiwan	0.7	-1.8	10.7	4.0	1.8	3.8	6.6	4.5	3.5	1.9	0.4	-0.2	2.4	4.8	4.2	3.7	3.9	n.a.
Simple average	3.7	1.2	8.6	5.5	3.7	5.0	7.1	5.7	5.1	4.2	3.0	2.7	4.0	5.0	4.4	4.6	4.9	n.a.
ASEAN																		
Indonesia	6.0	4.6	6.2	6.5	6.0	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.3	6.4	6.1	5.9	5.8	4.6	5.8	6.3
Malaysia	4.8	-1.6	7.2	5.1	4.6	4.9	5.1	4.3	5.7	5.2	4.9	5.4	4.4	4.1	4.2	4.3	5.2	5.3
Philippines	3.9	1.1	7.7	3.8	5.3	5.2	4.9	3.6	3.2	4.0	6.3	5.9	4.7	4.6	4.2	4.9	4.8	5.1
Singapore	1.9	-0.8	14.6	5.0	2.4	3.5	9.1	1.2	6.0	3.6	1.5	2.0	2.2	3.9	2.1	3.3	n.a.	n.a.
Thailand	2.5	-2.3	7.8	0.1	5.4	4.6	3.2	2.7	3.7	-8.9	0.4	4.2	3.4	15.1	5.2	4.4	4.6	4.3
Simple average	3.8	0.2	8.7	4.1	4.7	4.9	5.7	3.7	5.0	2.1	3.9	4.8	4.1	6.7	4.3	4.3	n.a.	n.a.

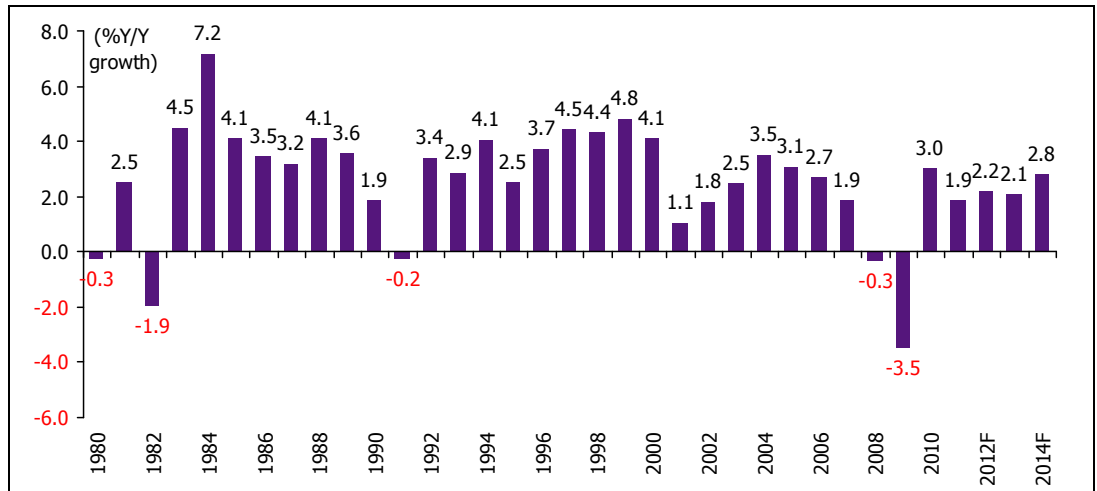
Note: ** United States, Canada and Japan using %QoQ SAAR and %YoY estimates

Source: Bloomberg consensus, Date as of 20 June 2012

สหรัฐฯ

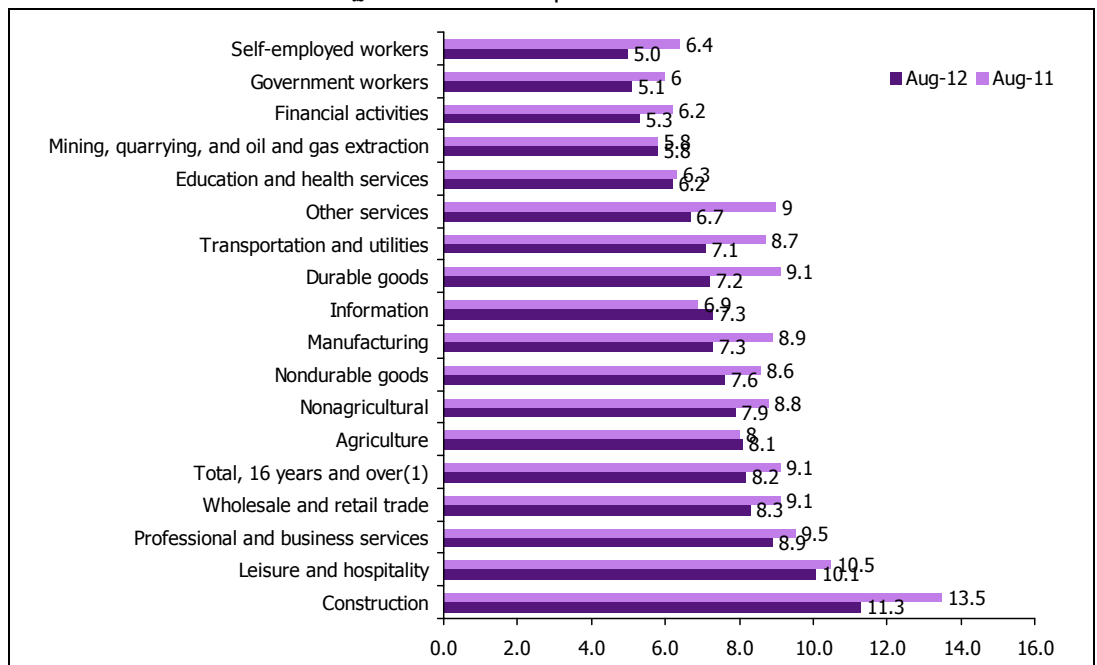
อัตราการเติบโตของ GDP สหรัฐฯ ปรับตัวลดลงสู่ระดับติดลบในปี 2551-52 ก่อนที่จะฟื้นตัวกลับขึ้นมาเมื่ออัตราเติบโต 3% ในปี 2553 อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจไม่มีเสถียรภาพ เนื่องจากอัตราเติบโตของ GDP ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2% ในปี 2554 และในงวดครึ่งแรกปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากวิกฤตหนี้ยุโรป การส่งออกสหรัฐฯ ที่ปรับตัวลดลง และอัตราการว่างงานสูง GDP ของสหรัฐฯ มีอัตราการขยายตัว (อัตราการปีปรับฤดูกาล หรือ SAAR) 1.7% ในไตรมาส 2 ปี 2555 ลดลงจากระดับ 1.9% ในไตรมาส 1 ปี 2555 และ 3.0% ในไตรมาส 4 ปี 2554 ดังนั้นหนึ่งในหน้าที่สำคัญของประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนต่อไป คือ การผลักดันให้ GDP กลับมามีอัตราเติบโตในระดับสูงมากพอที่จะสร้างงานใหม่ ทั้งนี้ ณ เดือน ส.ค. มีชาวอเมริกันว่างงาน 12.5 ล้านคน โดยคิดเป็นอัตราการว่างงานที่ 8.1% ใน Figure 6 แสดงอัตราการว่างงานตั้งแต่เดือน ส.ค. 2554 ถึงเดือน ส.ค. 2555 พบว่าอุตสาหกรรมการก่อสร้าง ท่องเที่ยว บริการวิชาชีพและธุรกิจ และการค้าส่งและค้าปลีก ยังคงมีอัตราการว่างงานสูงกว่าค่าเฉลี่ย แม้อัตราการว่างงานปรับตัวลดลงมาบ้างแล้ว

Figure 5: อัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ (%YoY)



Source: Bloomberg

Figure 6: อัตราการว่างงานในสหรัฐฯ แบ่งตามประเภทอุตสาหกรรมและระดับชั้นคนทำงาน



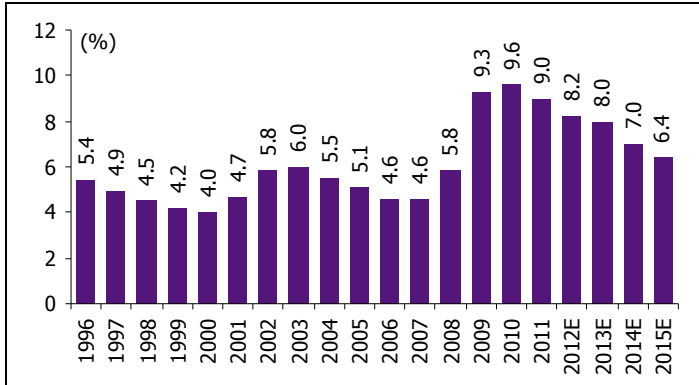
Source: Bloomberg, not seasonally adjusted

นอกจากนี้กิจกรรมภาคการผลิตก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตา เนื่องจากภาคการผลิตได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ทั่วโลกที่ปรับตัวลดลง ดัชนี ISM ภาคการผลิตในเดือน ส.ค. ของสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับต่ำกว่า 50 เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เกิดวิกฤตในปี 2552 นอกจากนี้แล้ว การจ้างงานนอกภาคเกษตร (Non-farm payroll) ในเดือน ส.ค. ก็มีจำนวนเพียง 96,000 ตำแหน่ง ทำให้เกิดความคาดหวังค่อนข้างสูงว่าสหรัฐฯ จะออกมาตรการใหม่เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

ด้านนโยบาย นายเบน เบอร์นันก์ ประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) เคยกล่าวไว้หลายครั้งแล้วว่า เฟดพร้อมที่จะดำเนินมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจถ้าหากมีความจำเป็น และในที่สุดเฟดก็ทำตามที่ได้พูดไว้ โดยประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณรอบที่ 3 (QE3) ในการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ เมื่อวันที่ 12-13 ก.ย. โดยตั้งเป้าเข้าซื้อหลักทรัพย์ที่มีอายุจำนองเป็นหลักทรัพย์ค้ำประกัน (MBS) ในวงเงิน 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน โดยไม่ได้กำหนดระยะเวลาของมาตรการ พร้อมกับขยายระยะเวลาสำหรับการคงอัตราดอกเบี้ยต่ำออกไปถึงกลางปี 2558 ด้วย ในขณะที่ยังคงส่งสัญญาณว่าพร้อมที่จะออกมาตรการผ่อนคลายเพิ่มเติมอีกในอนาคตหากมีความจำเป็น ทั้งนี้เฟดยังคงมาตรการ Operation Twist ต่อไปจนถึงสิ้นปี 2555 ตามแผนเดิม สำหรับเป้าหมายของการออกมาตรการ QE3 ในรอบนี้เพื่อกระตุ้นการเติบโตของเศรษฐกิจและลดอัตราการว่างงานเป็นหลัก ในขณะที่เดียวกันเฟดก็ได้ปรับเพิ่มประมาณการ GDP ในปี 2556-58 ขึ้นเป็น 2.75% (เดิม 2.6%) ในปี 2556 3.4% (เดิม 3.25%) ในปี 2556 และ 3.4% ในปี 2557 โดยคาดการณ์ว่าอัตราการว่างงานจะลดลงเหลือ 7% (เดิม 7.35%) ในปี 2557 และ 6.4% ในปี 2558

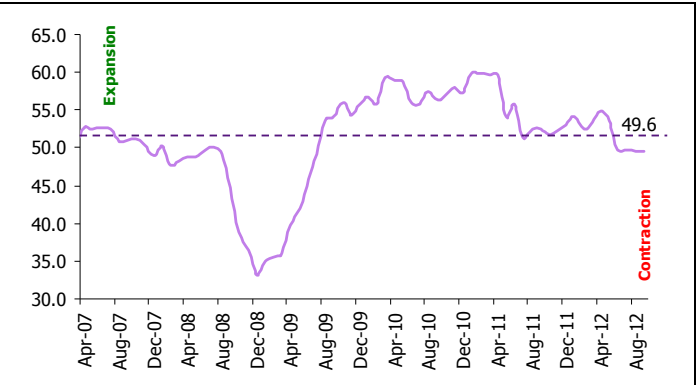
เรามองพัฒนาการเหล่านี้ในด้านบวก และมีวัตถุประสงค์ในการรองรับความเสี่ยงเกี่ยวกับการหมดอายุของมาตรการลดภาษีของสหรัฐฯ (Fiscal cliff) ดังนั้นเราจึงมองว่าเฟดไม่น่าจะออกมาตราการผ่อนคลายเพิ่มเติมอีกในปีนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากการประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ อีกสองครั้งข้างหน้าจะมีขึ้นในช่วงที่มีการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

Figure 7: เป้าหมายอัตราว่างงานในปี 2558



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 8: ดัชนี ISM ภาคการผลิตของสหรัฐฯ



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในปี 2555

การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ปี 2555 จะมีขึ้นในวันอังคารที่ 6 พ.ย. 2555 โดยมีนายบารัค โอบามา ประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนปัจจุบัน กับนายมิตต์ รอมนีย์ เป็นคู่แข่งตำแหน่งประธานาธิบดี โอบามาได้รับเลือกตั้งให้เข้ามาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีเชื้อสายแอฟริกัน-อเมริกันคนแรกของสหรัฐฯ เมื่อปลายปี 2551 เพื่อต่อสู้กับภาวะเศรษฐกิจถดถอยเลวร้ายสุดครั้งหนึ่งในสหรัฐฯ ต้องเผชิญนับตั้งแต่เกิดภาวะเศรษฐกิจตกต่ำครั้งใหญ่ (Great Depression) หรือเป็นที่รู้จักกันอีกชื่อว่า วิกฤตแฮมเบอร์เกอร์ ทั้งนี้ตั้งแต่โอบามาได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ โอบามาถูกวิพากษ์วิจารณ์ถึงภาวะความเป็นผู้นำเรื่อยมา เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงเผชิญกับการฟื้นตัวแบบอ่อนแอขาดพลัง (anemic recovery) อย่างต่อเนื่อง โดยอัตราการว่างงานยังอยู่ในระดับสูงที่ 8.1% ในเดือน ส.ค. ดังนั้นด้วยภาวะเศรษฐกิจจะชะลอตัวกลายเป็นตัวถ่วงต่อการได้รับเลือกตั้งกลับมาอีกครั้งหนึ่ง ประธานาธิบดีโอบามาจึงต้องเผชิญกับงานที่ท้าทายความสามารถอยู่

ผู้ชนะการเลือกตั้งครั้งนี้จะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันในการพิสูจน์ความสามารถที่จะนำพาประเทศสู่การฟื้นตัวและมีเสถียรภาพ Moody's Investors Services ซึ่งเป็นสถาบันจัดอันดับความน่าเชื่อถือระดับโลก ได้ออกมาเตือนแล้วถึงความเป็นไปได้ในการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐฯ ลงจากระดับ AAA ดังนั้นหนึ่งในบททดสอบอย่างแรกของประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนต่อไป คือ ความสามารถในการสร้างฉันทามติเพื่อต่อสู้กับวิกฤตที่เกิดจากเพดานหนี้สหรัฐฯ และมาตรการลดภาษีที่จะหมดอายุปลายปี 2555

ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

คู่แข่งตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ คือ นายบารัค โอบามา ประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนปัจจุบัน จากพรรคเดโมแครต กับนายมิตต์ รอมนีย์ จากพรรคริพับลิกัน ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ทั้งสองรายนี้นำเสนอแนวทางหลักในการหาเสียงเลือกตั้งที่แตกต่างกันอย่างมาก โดยประธานาธิบดีบารัค โอบามา เป็นที่รู้จักกันดีว่าเป็นผู้ที่ต่อสู้เพื่อคนชั้นกลาง ดังนั้นนโยบายภาษีของโอบามาจึงเน้นไปที่การขยายระยะเวลาการลดภาษีให้กับคนชั้นกลางและธุรกิจขนาดเล็ก ในขณะที่ขึ้นภาษีที่เรียกเก็บจากคนรวยเพื่อลดขาดดุลงบประมาณในระยะยาว นโยบายอย่างหนึ่งที่โอบามาทำได้สำเร็จในสมัยแรกที่ดำรงตำแหน่งประธานาธิบดี คือ การปฏิรูประบบประกันสุขภาพเพื่อช่วยเหลือคนชั้นกลาง โดยหากเขาได้รับเลือกตั้งให้ดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีอีกครั้ง เขาให้คำมั่นว่าจะประกาศใช้กฎหมายปฏิรูประบบประกันสุขภาพ (Affordable Care Act) ที่ผ่านสภากรองเกรสแล้วเมื่อปี 2553

ในทางกลับกัน นายมิตต์ รอมนีย์ อดีตผู้ว่าการรัฐแมสซาชูเซตส์ และอดีตผู้บริหารบริษัทเอกชนที่ประสบความสำเร็จ ยืนยันว่าประสบการณ์ในการทำธุรกิจมานานนับสิบๆ ปีทำให้เขาเข้าใจดีว่าจะต้องทำอะไรเพื่อให้เศรษฐกิจกลับมาขยายตัว นายรอมนีย์ยึดหลักความต้องการของตลาด โดยนโยบายหลักของเขามุ่งเน้นไปที่การลดอัตราภาษีและค่าใช้จ่ายภาครัฐลงอย่างมาก และระบบประกันสุขภาพ นโยบายหลายอย่างของเขามีเป้าหมายเพื่อสร้างสภาพแวดล้อมที่ดีขึ้นในการทำธุรกิจ เนื่องจากเขาเชื่อว่าผู้ประกอบการและธุรกิจเปรียบเสมือนโครงข่ายหลักในการสร้างงานซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้สหรัฐฯ เจริญเติบโตในระยะยาว โดยหากเขาได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดี เขาให้คำมั่นว่าจะยกเลิกกฎหมายสำคัญๆ ที่ผ่านออกมาในช่วงที่โอบามาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดี เช่น กฎหมายปฏิรูประบบประกันสุขภาพ หรือที่เรียกกันว่า "โอบามาแคร์" และ กฎหมายปฏิรูปภาคการเงิน (Dodd-Frank Act)

แผนขาดดุลงบประมาณ

ประธานาธิบดีโอบามาวางแผนเพิ่มการจ้างงานในประเทศด้วยการผ่านกฎหมายกระตุ้นการสร้างงานฉบับใหม่ (American Jobs Act) เพื่อสร้างงานมากขึ้นเพื่อให้ชาวอเมริกันมีงานทำ โอบามาไม่เพียงแต่ตั้งเป้าลดขาดดุลงบประมาณ 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐจาก พ.ร.บ.ขาดดุลงบประมาณเท่านั้น แต่ยังวางแผนลดอัตราภาษีและยกเลิกมาตรการลดภาษีที่ขาดประสิทธิภาพ นอกจากนี้โอบามาก็จะนำ Buffet Rule มาใช้โดยเก็บภาษีจากประชาชนที่มีรายได้สูงกว่า 1 ล้านดอลลาร์สหรัฐในอัตราขั้นต่ำ 30%

แผนทั้งหมดนี้จะช่วยประหยัดงบประมาณได้มากกว่า 3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในระยะ 10 ปีข้างหน้า และยังสามารถลดรายจ่ายได้อีกประมาณ 1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐจากกฎหมาย Budget Control Act ถ้าแผนมีประสิทธิภาพ สัดส่วนหนี้สินต่อ GDP จะลดลงจากระดับ 77% ของ GDP ในปี 2556 สู่ระดับ 73% ของ GDP ในปี 2564

Figure 9: แผนลดขาดดุลของโอบามา

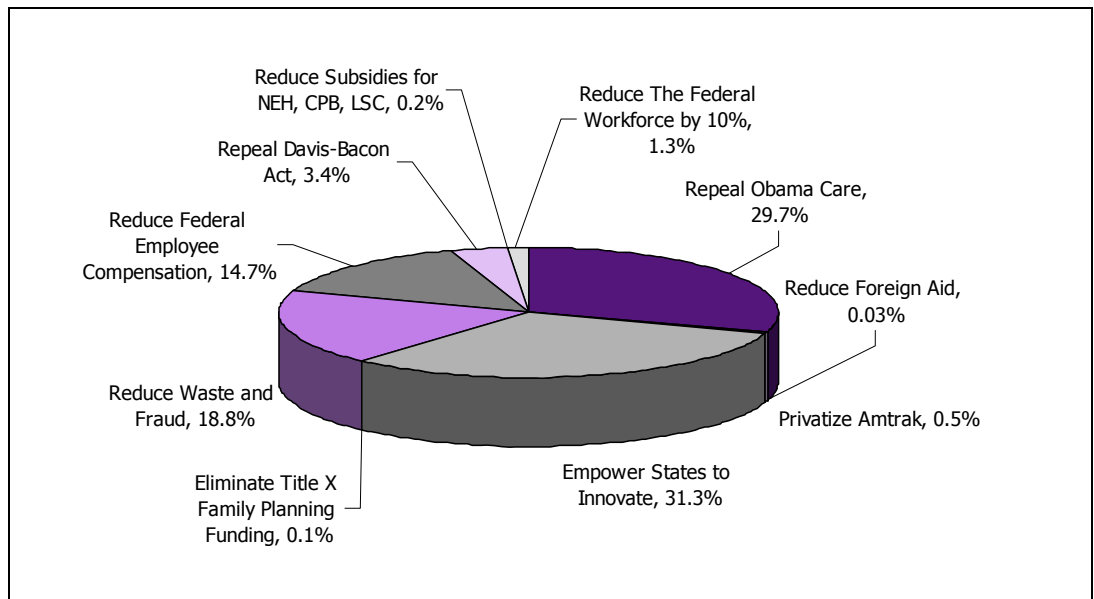
แผนลดขาดดุลตั้งแต่เดือน ม.ค. 2554	2555 – 2564 (-) หรือ (+) ในรูป US\$bn
Enactment of 2011 full- year appropriation	-357
Budget Control Act discretionary caps ¹	-992
Recommendation to the Joint Select Committee:	
American Jobs Act ²	447
Mandatory savings ²	-257
Health saving ²	-320
Cap overseas Contingency Operation (OCO) funding	-1,084
Tax reform	-1,573
Debt service	-715
Total deficit reduction	-4,850

¹ Includes program integrity and the cap adjustment for proposed disaster relief.

² Based on OMB estimates of CBO scoring.

Source: The President's Plan for Economic Growth and Deficit Reduction, 2011

Figure 10: แผนลดรายจ่ายของรอมนี



Source: Mitt Romney's Website, SCBS Investment Research

ในขณะที่นายรอมนีสัญญาว่าจะลดการใช้จ่ายของรัฐบาลลง 20% ของ GDP ซึ่งจะส่งผลทำให้รัฐบาลสหรัฐฯ ต้องลดรายจ่ายลงประมาณ 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐต่อปี โดยนายรอมนีตั้งเป้าที่จะบรรลุเป้าหมายนี้ด้วยการแก้ปัญหา 3 ด้าน คือ ลดรายจ่ายที่ไม่จำเป็นของรัฐบาล ให้อำนาจแต่ละรัฐจัดทำแผนของตนเอง และปรับปรุงประสิทธิภาพและประสิทธิผลของระบบรัฐบาล นโยบายของนายรอมนีจะช่วยลดรายจ่ายลงได้ทั้งหมดประมาณ 3.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ

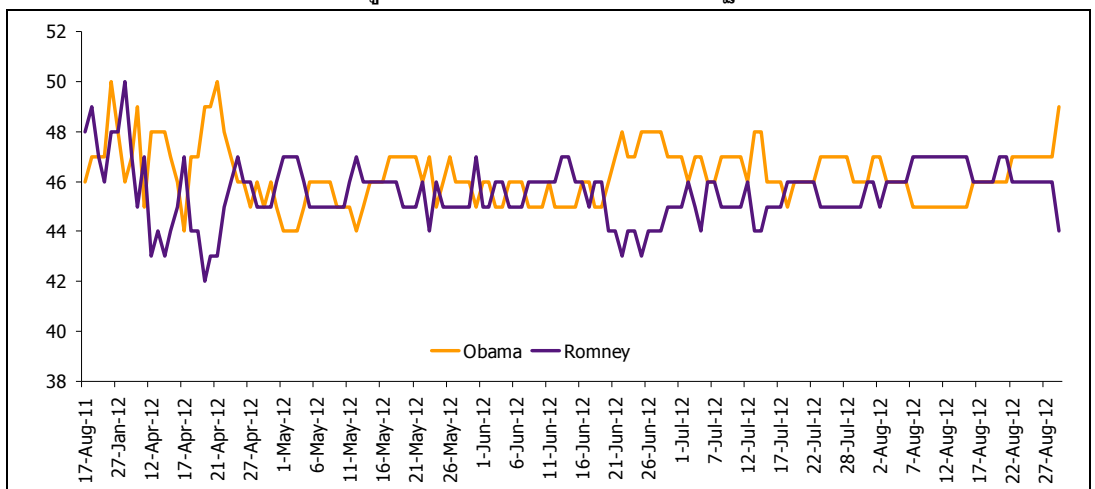
อย่างไรก็ตาม แผนงบประมาณของนายรอมนีถูกวิพากษ์วิจารณ์ว่าเป็นการเพิ่มภาระภาษีให้กับคนชั้นกลาง ทั้งนี้จากรายงานที่จัดทำโดยนักวิจัยที่ Urban-Brookings Tax Policy Center ระบุว่า นโยบายลดภาษีของนายรอมนีจะทำให้รายได้จากการการจัดเก็บภาษีปรับลดลง 3.6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2558 ดังนั้นเพื่อชดเชยรายได้ส่วนที่หายไป นายรอมนีจะต้องยกเลิกมาตรการลดภาษีหลายอย่างที่ส่วนใหญ่เป็นประโยชน์แก่คนชั้นกลาง

ความนิยมในตัวผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ

ผลการสำรวจความคิดเห็นของแกลล์พ โพลล์ (Gallup Poll) ระบุว่า นายมิตต์ รอมนีย์ ไม่ได้คะแนนเสียงเพิ่มหลังการประชุมใหญ่ของพรรคริพับลิกัน ในทางกลับกัน หลังจากประธานาธิบดีโอบามาตอบรับการเสนอชื่อเป็นตัวแทนพรรคเดโมแครตชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ สมัยที่ 2 อย่างเป็นทางการในการประชุมใหญ่พรรคเดโมแครต คะแนนเสียงของโอบามาก็ปรับเพิ่มขึ้นมาอีก 2% สู่ 49% ทั้งนี้ ณ วันที่ 10 ก.ย. 2555 โพลล์ที่จัดทำขึ้นตั้งแต่กลางเดือน ส.ค. 2554 จนถึงเมื่อไม่นานนี้ ชี้ให้เห็นถึงการแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ สองรายนี้ อย่างไรก็ดี หลังการประชุมใหญ่พรรคเดโมแครต พบว่าความนิยมของโอบามาเพิ่มขึ้น ในขณะที่ความนิยมของรอมนีย์ลดลง

คะแนนเสียงของผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสองรายนี้แตกต่างกันอยู่ 5% โดยโอบามามีคะแนนเสียง 49% ส่วนรอมนีย์มีคะแนนเสียง 44% ในอดีตที่ผ่านมาพบว่าผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีที่ดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีอยู่ในขณะนั้นมีโอกาสสูงกว่าผู้สมัครรายอื่นๆ ที่จะชนะได้รับการเลือกตั้งกลับมาอีกครั้ง อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์สำคัญที่อาจจะส่งผลกระทบต่อโพลล์สำรวจความคิดเห็น คือ การโหวตที่เพื่อแสดงวิสัยทัศน์ระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีในเดือน ต.ค. 2555

Figure 11: โพลล์สำรวจคะแนนเสียงผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ที่จัดทำโดย Gallup



Source: Gallup

Figure 12: วันสำคัญที่ต้องจับตา

ต.ค.55		พ.ย.55		ธ.ค.55		ม.ค.56	
3 ต.ค.	โหวตที่ระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ครั้งแรก	6 พ.ย.	วันเลือกตั้ง	3 ม.ค.	สภาครองเกรสชุดใหม่สาบานตน	20 ม.ค.	วันเข้ารับตำแหน่งเป็นทางการของประธานาธิบดีสหรัฐฯ
11 ต.ค.	โหวตที่ระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งรองประธานาธิบดีสหรัฐฯ						
16 ต.ค.	โหวตที่ระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ครั้งที่ 2						
22 ต.ค.	โหวตที่ระหว่างผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ครั้งที่ 3						

Source: SCBS Investment Research

ยุโรป

สถานการณ์วิกฤตหนี้ในยุโรปดูเหมือนจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 และส่งผลดีต่อตลาดการเงินทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในแง่ของราคาสินทรัพย์เสี่ยง แต่ในแง่ของภาคเศรษฐกิจจริง GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 ของยุโรปหดตัวลง 0.2% จากไตรมาสก่อนหน้า จากระดับ 0% ในไตรมาส 1 ปี 2555 ตัวเลขเศรษฐกิจจึงเริ่มต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน บ่งชี้ว่า GDP จะหดตัวลง 0.2% จากไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้เมื่อต้นเดือน ก.ย. ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ปรับลดคาดการณ์ GDP ยุโรปเป็น -0.2% ถึง -0.6% ในปี 2555 และ -0.4% ถึง +1.4% ในปี 2556 เรามองว่าอัตราการเติบโตของ GDP ยุโรปขึ้นอยู่กับนโยบายการคลังว่าจะเป็นไปในทางที่เข้มงวดมากขึ้นหรือผ่อนคลายลง

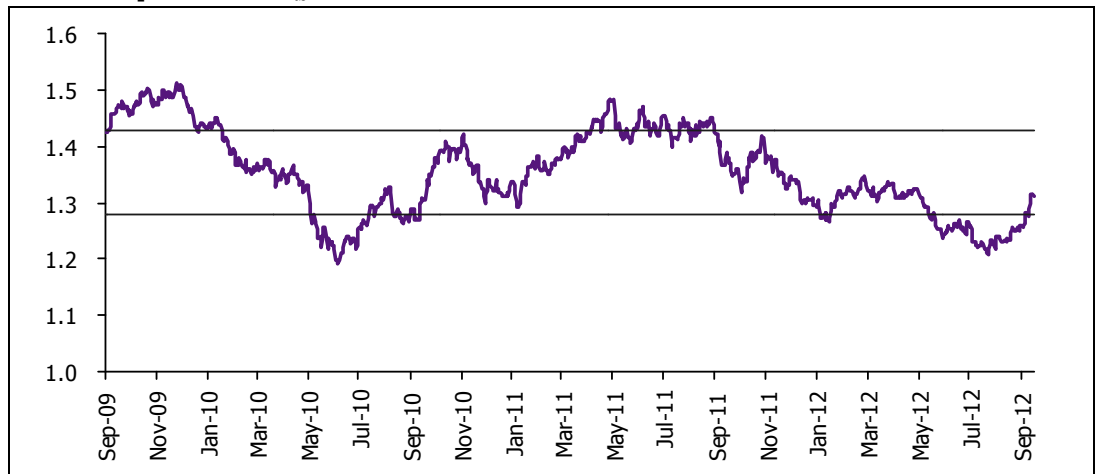
แนวโน้มการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจที่เปราะบางเป็นสาเหตุทำให้ผู้กำหนดนโยบายของยุโรปให้คำมั่นว่าจะต่อสู้กับวิกฤตและให้ประเทศสมาชิกประสานนโยบายทางการเงินโดยใช้สกุลเงินเดียว (Single Currency) คือ "เงินสกุลยูโร (Euro)"

ต่อไป โดยธนาคารกลางยุโรป (ECB) ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 0.25% สู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่

0.50% และออกมาตราการซื้อพันธบัตรรอบใหม่แบบไม่จำกัดวงเงินที่เรียกว่า “Outright Monetary Transactions หรือ OTM” เพื่อลดต้นทุนการกู้ยืมของประเทศในยูโรโซนที่มีปัญหาเศรษฐกิจ นอกจากนี้พัฒนาการด้านบวกอีกอย่างหนึ่งก็คือ ศาลรัฐธรรมนูญเยอรมนีอนุมัติสมทบเงินให้กองทุนกลไกรักษาเสถียรภาพยุโรป (ESM) เมื่อวันที่ 12 ก.ย. เรามองเรื่องนี้ว่าเป็นพัฒนาการด้านบวกมากที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตหนี้ยุโรปเริ่มเกิดขึ้นเมื่อเกือบ 3 ปีก่อน และคาดว่าสถานการณ์เลวร้ายสุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว ประเด็นต่อไปที่จะต้องจับตาดูเกี่ยวกับกองทุน ESM คือ วงเงินของกองทุน เนื่องจากวงเงินในปัจจุบันที่ 5 แสนล้านยูโรไม่มากพอที่จะช่วยเหลือสเปนและอิตาลีได้ ดังนั้นกองทุน ESM จะต้องมีความเคลื่อนไหวในการจัดหาเงินทุนเพิ่มอีกอย่างน้อย 1 ล้านล้านยูโร โดยตลาดเริ่มพูดกันถึงใบอนุญาตทำธุรกิจธนาคาร

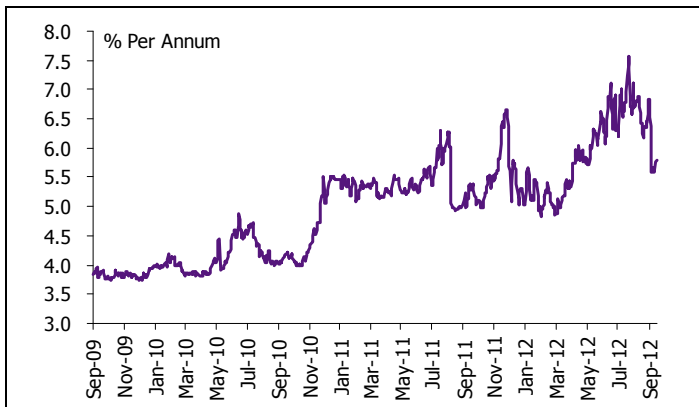
เราคาดว่านโยบายต่อไปน่าจะเป็นนโยบายด้านการคลังมากกว่าด้านการเงิน ประเทศใหญ่ 4 ประเทศในยุโรปได้บรรลุข้อตกลงร่วมกันในการประชุม EU summit ที่มีขึ้นระหว่างวันที่ 28-29 มิ.ย. แล้วว่าจะดำเนินแผนการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน 1.20 แสนล้านยูโร หรือ 1% ของ GDP ยูโรโซน เพื่อหนุนเศรษฐกิจยูโรโซนให้ขยายตัวและสร้างงาน นอกจากนี้แล้วเราไม่คิดว่าจะมีการประกาศใช้นโยบายอื่นเพิ่มเติม

Figure 13: ยูโร/ดอลลาร์สหรัฐ



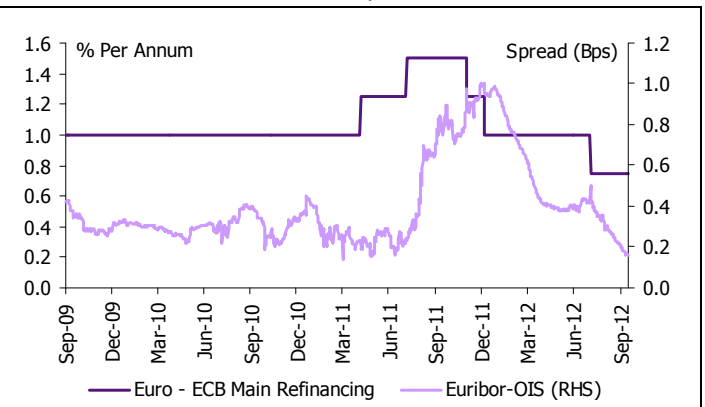
Source: Bloomberg, not seasonally adjusted

Figure 14: ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีของสเปน



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 15: สถานะตลาดการเงินของยุโรป



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 16: สรุปเหตุการณ์สำคัญในยุโรปงวดครึ่งหลังปี 55

July	August	September	October	November	December
1/07: ESM is set to activate / CPI 5/07: ECB Meeting (Int Rate) 12/07: EUR 16B French Treasury Note BTAN Due 16/07: Italy Due EUR 10.4 Bn 30/07: Spain Government Bond Due EUR 12.8 B	2/08: ECB Meeting (Int Rate) 10/08: CPI During Month: Greece IMF Review	6/09: ECB Meeting (Interest Rate) 12/09: CPI During month: Portugal and Ireland IMF review	11/10: CPI 14/10: ECB Meeting (Interest Rate) 12/10: EUR 18.4 Bn German Redemption 15/10: EUR 18.4Bn Italy bond redemption 18-19/10: EU council summit Meeting 25/10: France Government Bond OAT Due EUR 20B 31/10: Spain Govt Bond Due EUR 14B	8/11: ECB Meeting (Interest Rate) 9/11: CPI During Month: Greece IMF review	6/12: ECB Meeting (Interest Rate) 15/12: EUR 18.6 Bn Italy bond redemption During Month: Portugal, Ireland IMF review.

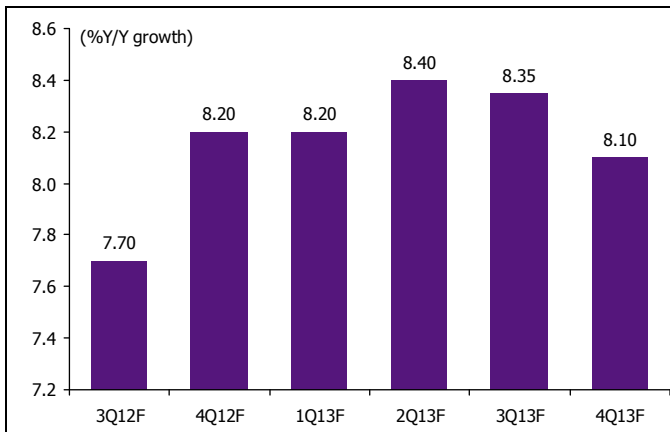
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

จีน

GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 ของจีนขยายตัว 7.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ชะลอตัวลงจากระดับ 8.1% ในไตรมาส 1 ปี 2555 ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์อัตราการเติบโตของ GDP จีนที่ 7.7% ในไตรมาส 3 ปี 2555 และ 8.2% ในไตรมาส 4 ปี 2555 อย่างไรก็ดี ในช่วงเศรษฐกิจชะลอตัว รัฐบาลจีนไม่ได้ปรับสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) หรืออัตราดอกเบี้ยนโยบายแต่อย่างใด รัฐบาลจีนเพิ่งกลับมากระตุ้นเศรษฐกิจในเดือน ก.ย. ด้วยการอนุมัติโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน 30 โครงการ วงเงิน 1.57 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ และตั้งเป้าใช้กองทุนรักษาเสถียรภาพการเงิน วงเงิน 1.58 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ในการกระตุ้นให้เศรษฐกิจขยายตัวหากมีความจำเป็น นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดว่านโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจรอบใหม่จะช่วยสนับสนุนให้ GDP ของจีนขยายตัว 7.9% ในปี 2555 และ 8% ในปี 2556

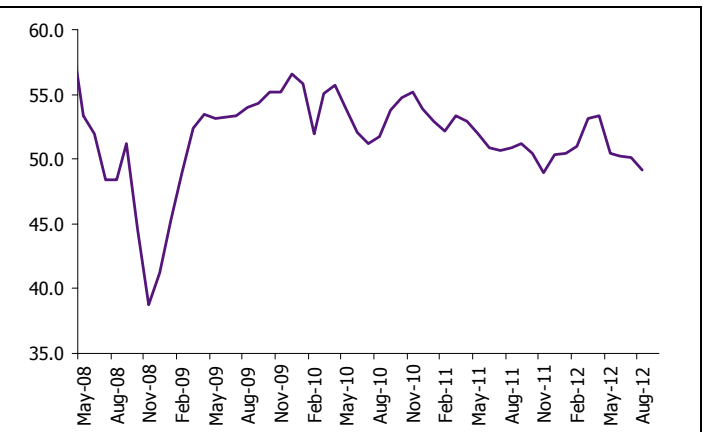
อย่างไรก็ตาม เรายังคงเล็งเห็นความเสี่ยงของการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจจีน เนื่องจากตัวเลขเศรษฐกิจรายเดือนในไตรมาส 3 ปี 2555 ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มอ่อนตัวลงไปจนถึงไตรมาส 4 ปี 2555 โดยเฉพาะอย่างยิ่งดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิต (PMI Manufacturing Index) ของจีน ซึ่งปรับตัวลงต่ำกว่าระดับ 50 และไม่มีสัญญาณของการฟื้นตัว นอกจากนี้อัตราการขยายตัวของการส่งออกและการนำเข้าก็ชะลอตัวลง สะท้อนถึงอุปสงค์ที่ลดลงทั้งจากในประเทศและทั่วโลก ยอดค้าปลีกเติบโตเพียง 13% นับตั้งแต่เดือน พ.ค. 2555 อุปสงค์ที่ลดลงส่งผลกระทบทำให้อัตราเงินเฟ้อปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับ 2% ต่ำกว่าระดับเป้าหมายที่รัฐบาลวางไว้ที่ 4% อย่างมาก เปิดโอกาสให้จีนผ่อนปรนนโยบายการเงินในอนาคต

Figure 17: ประมาณการ GDP รายไตรมาสของจีน



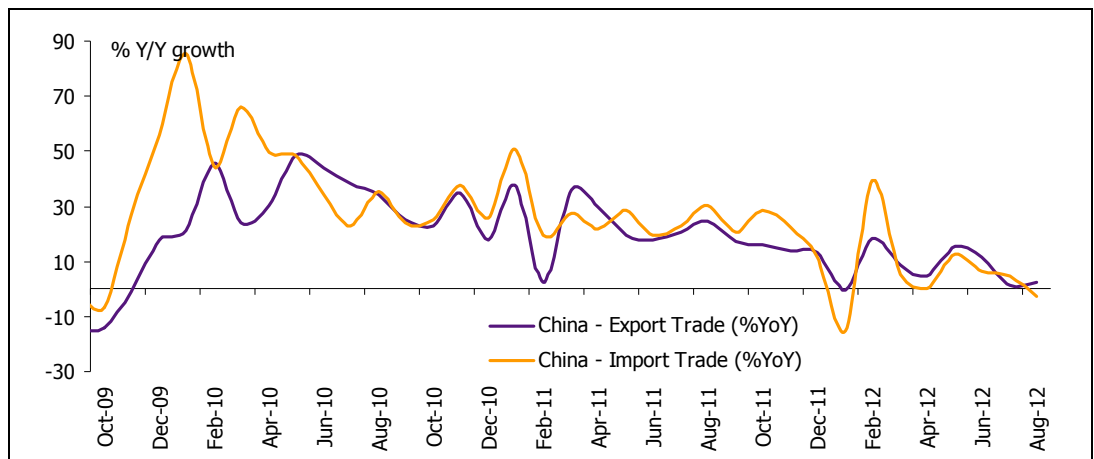
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 18: ดัชนี PMI Manufacturing Index ของจีน



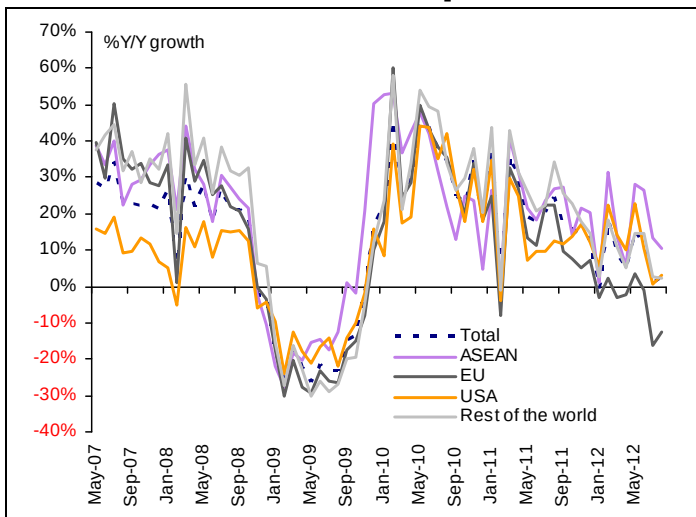
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 19: อัตราการขยายตัวของการส่งออกและการนำเข้า (%YoY)



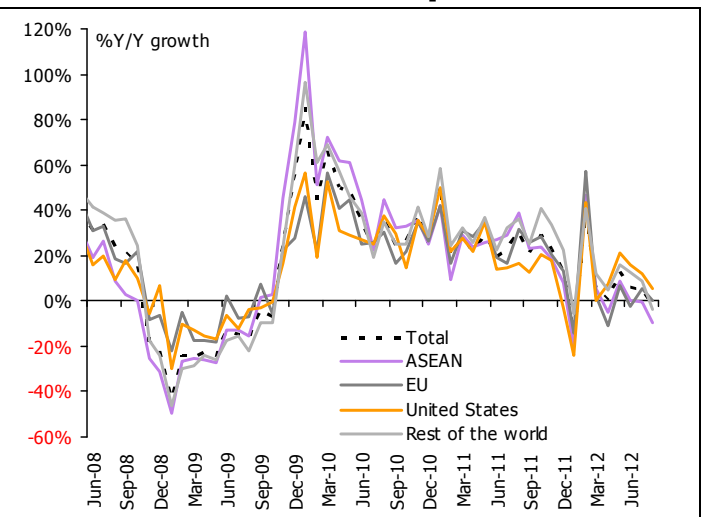
Source: SCBS Investment Research

Figure 20: การส่งออกแยกตามประเทศและภูมิภาค



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 21: การนำเข้าแยกตามประเทศและภูมิภาค



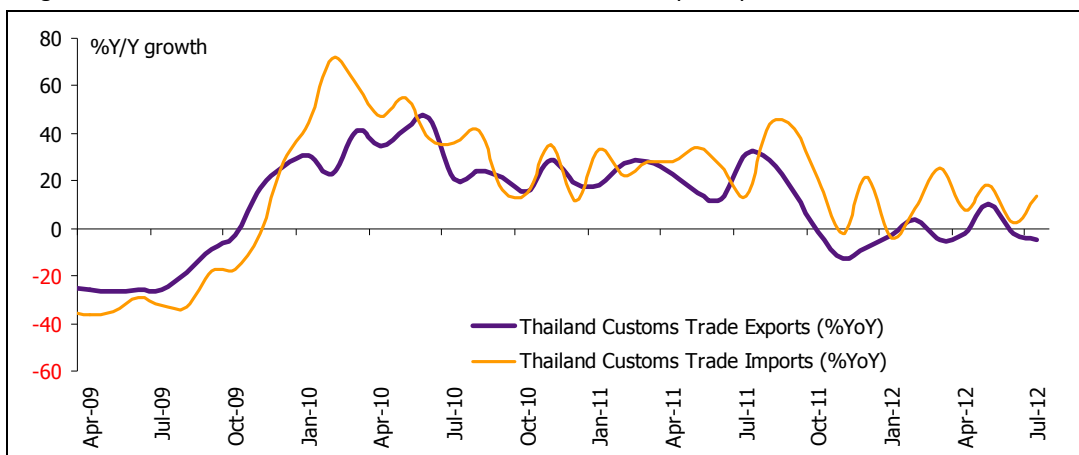
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ไทย

เศรษฐกิจไทยกลับมาดูน่าสนใจมากขึ้นอีกครั้งหลังจากฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วในงวดครึ่งแรกปี 2555 โดย GDP ขยายตัว 0.3% ในไตรมาส 1 ปี 2555 และ 4.2% ในไตรมาส 2 ปี 2555 ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5-10% ขณะที่หากดูเป็นรายอุตสาหกรรมพบว่า อุตสาหกรรมยานยนต์เป็นอุตสาหกรรมหลักที่ช่วยหนุนให้ GDP ขยายตัว ซึ่งเป็นผลสืบเนื่องมาจากยอดขายรถยนต์ในประเทศที่มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่แนวโน้มในไตรมาส 3 ปี 2555 แตกต่างออกไป เนื่องจากอัตราการขยายตัวของการส่งออกต่ำกว่าคาด โดยปรับตัวลดลง 0.6% ในงวดครึ่งแรกปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ทั่วโลกปรับตัวลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งอุปสงค์จากตลาดยุโรป ส่งผลทำให้ SCB EIC ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2555 ลงจาก 5.6-5.8% สู่ 5.5% และคาดว่าอัตราการขยายตัวของ GDP จะชะลอตัวลงต่อเนื่องสู่ระดับ 4.7% ในปี 2556 อย่างไรก็ดี เศรษฐกิจจะได้รับการสนับสนุนจากการใช้จ่ายและการลงทุนภาครัฐที่น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงที่เหลือของปีนี้และในปีหน้า หลังจากรอบประมาณปี 2556 ผ่านความเห็นชอบจากสภาฯ แล้ว และที่สำคัญที่สุด คือ การเบิกจ่ายเงินงบประมาณจาก พ.ร.ก. บริหารจัดการน้ำ วงเงิน 3.5 แสนล้านบาทที่นับถึงปัจจุบันยังมีความคืบหน้าช้า ได้เร็วขึ้น

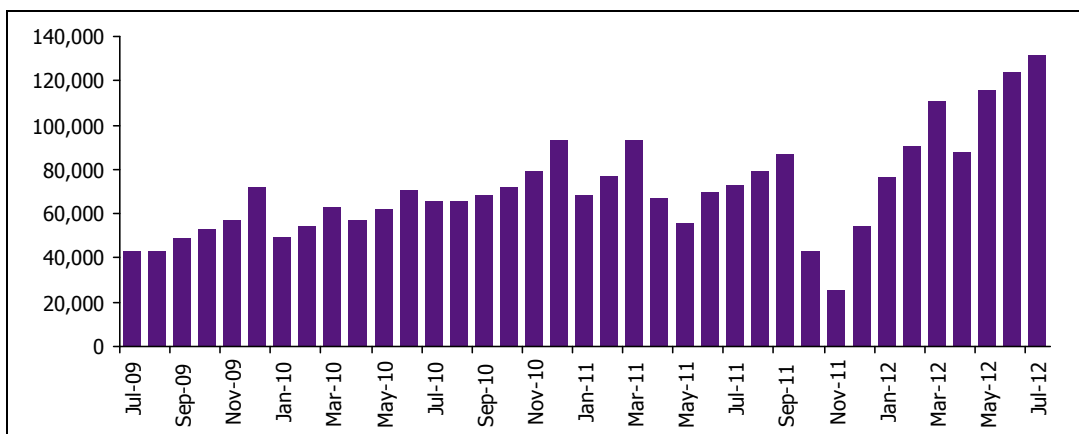
ในแง่ของความเสี่ยงภัยทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในกรอบที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้ โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปตั้งแต่เดือน ม.ค. ถึงเดือน ส.ค. มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ +2.75% ต่ำกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ SCB EIC คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อที่ 3.2% ในปีนี้ และ 3.3% ในปี 2556 ลดลงเมื่อเทียบกับอัตราเงินเฟ้อที่ +3.8% ในปี 2554 ขณะที่คาดว่าอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานจะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 2.2% ในปี 2555 เมื่อเทียบกับระดับ 2.4% ในปี 2554 ดังนั้น SCB EIC จึงคาดว่า กนง.จะตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับ 3% ไปจนถึงสิ้นปีนี้

Figure 22: อัตราการขยายตัวของส่งออกและการนำเข้าของไทย (%YoY)



SCBS Investment research, SCB EIC forecast

Figure 23: ยอดขายรถยนต์ทั้งระบบของประเทศไทย



SCBS Investment research, SCB EIC forecast

Figure 24: สรุปประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญ ๆ ของ SCB EIC

Key indicators	2011	Unit	Actual		SCB EIC forecast						Consensus	BOT
	Share (%)		2011	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	2012	2013		2012	2012
Real GDP growth		% YOY	0.1%	0.3%	3.6%	3.4%	16.5%	5.6-5.8%	4.7-5.2%		5.3%	6.0%
Demand-side												
Private consumption	52.0%	% YOY	1.3%	2.7%	3.0%	3.6%	7.1%	4.1%	3.7%		4.1%	5.7%
Public consumption	10.1%	% YOY	1.4%	-1.6%	4.0%	3.0%	7.0%	3.0%	5.0%			4.9%
Investment (GFCF)	21.5%	% YOY	3.3%	5.2%	9.3%	10.8%	19.3%	11.0%	7.5%	12.3%		
Private investment	16.8%	% YOY	7.2%	9.2%	9.1%	11.1%	18.0%	11.7%	5.0%			14.3%
Public investment	4.7%	% YOY	-8.7%	-9.6%	10.0%	10.0%	25.0%	8.2%	17.0%			17.9%
Supply-side												
Agriculture	8.6%	% YOY	3.8%	2.8%	2.1%	1.2%	1.4%	1.9%	1.7%			
Manufacturing	39.0%	% YOY	-4.3%	-4.2%	3.0%	2.6%	36.0%	7.7%	6.3%			
Services	52.4%	% YOY	2.9%	3.4%	4.4%	4.3%	7.4%	4.8%	5.2%			
External sector												
Export of Goods (USD)		% YOY	17%	-3.9%	3.5%	4.7%	44%	10.8%	15.4%		6.4%	7.0%
Import of Goods (USD)		% YOY	25%	10.4%	6.9%	10.1%	34.1%	15.1%	11.4%		12.6%	11.7%
Current account		USD bln	11.9	0.6	-0.6	0.1	2.5	2.5	9.5		3.5	-4.9
Key rates												
Headline inflation		% YOY	3.8%	3.4%	2.5%	3.0%	4.2%	3.2-3.7%	3.5-4.0%		3.1%	3.5%
Core inflation		% YOY	2.4%	2.7%	2.0%	2.2%	2.6%	2.2-2.7%	2.0-2.5%			2.5%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	3.25%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.50%			
THB/USD (end period)		THB/USD	31.2	30.8	31.6	31.0	30.5	30-31	29.5-31			
THB/EUR (end period)		THB/EUR	41.0	41.1	40.0	38.8	39.4	39.4	39.1			
THB/JPY (end period)		THB/100JPY	40.2	37.2	39.6	39.2	38.5	38.5	37.0			
THB/CNY (end period)		THB/CNY	4.9	4.9	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8			
Oil prices –Brent (period average)		USD/bbl	111.1	118	110	99	103	108	106			
International tourists		%YOY	14%	7.1%	10.5%	1.3%	25.2%	10.4%	4.0-6.0%			

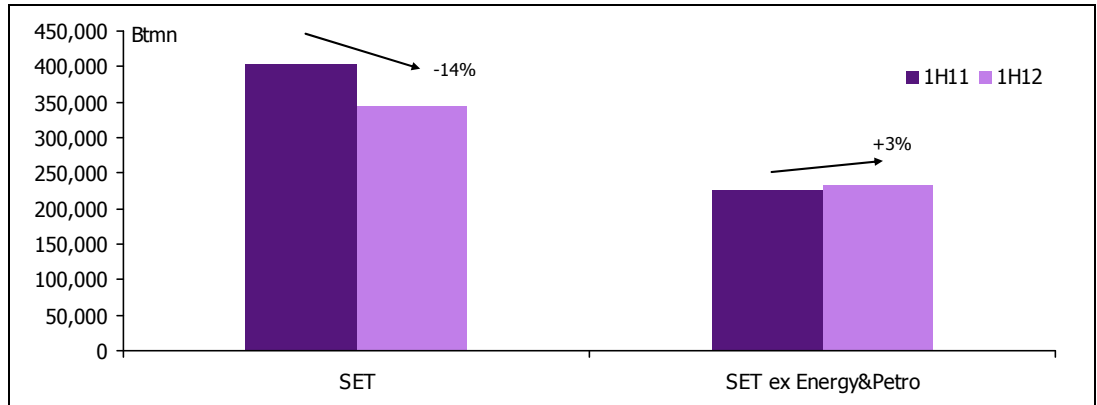
For 12Q2, actuals are reported for External sector, Key rates and Oil prices.

Sources: SCB EIC forecasts, Asia Pacific Consensus Forecasts (July 2012), May 2012 Bank of Thailand's Inflation Report, and Foreign research houses.

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

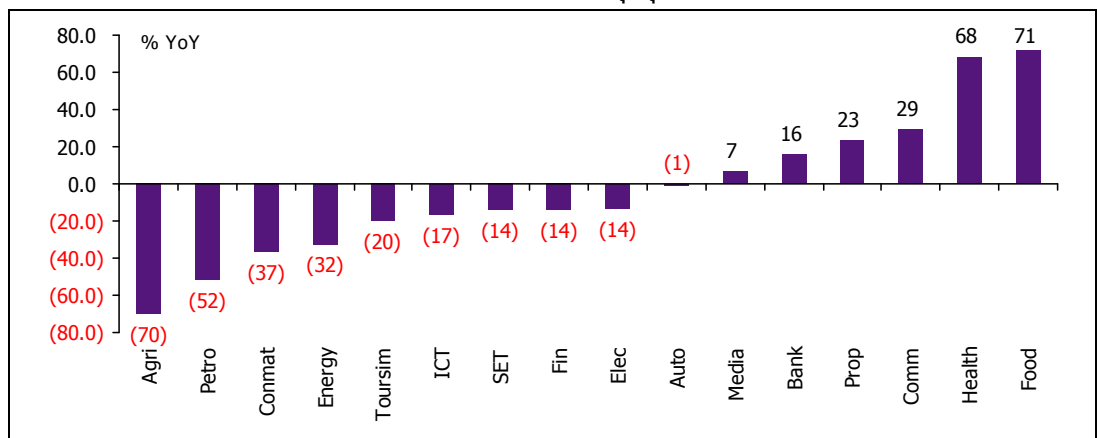
บริษัทจดทะเบียนรายงานกำไรไตรมาส 2 ปี 2555 รวม 1.30 แสนล้านบาท ลดลง 23.2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และลดลง 39% จากไตรมาสก่อนหน้า กำไรทั้งหมดในงวดครึ่งแรกปี 2555 มีจำนวน 3.44 แสนล้านบาท ลดลง 14.3% จากงวดครึ่งแรกปี 2554 อย่างไรก็ดี หากตัดกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมีออกไป พบว่ากำไรสุทธิงวดครึ่งแรกปี 2555 ยังคงเพิ่มขึ้น 3% จากงวดครึ่งแรกปี 2554 กลุ่มที่กำไรปรับตัวลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน คือ พลังงาน -77% (PTT -74%) ปิโตรเคมี -69% (PTTGC -90%) และวัสดุก่อสร้าง -45% (SCC -43%) สาเหตุหลักที่ทำให้กำไรปรับตัวลดลง คือ ขาดทุนจากสินค้าคงคลังซึ่งเกิดจากราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมที่ผันผวนอย่างหนัก ขณะที่กลุ่มที่กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน คือ ไอซีที +35% (ADVANC +43%) ยานยนต์ +29% (AH +456%) และธนาคาร +23% (KTB +40%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ภายในประเทศที่แข็งแกร่ง

Figure 25: กำไรสุทธิงวดครึ่งแรกปี 55 เทียบกับงวดครึ่งแรกปี 54



Source: SCBS Investment Research

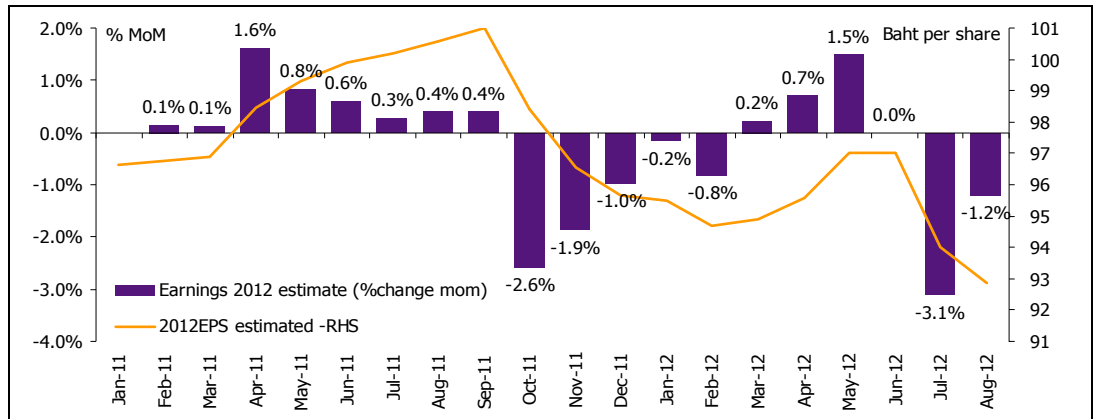
Figure 26: อัตราเติบโตของกำไรงวดครึ่งแรกปี 55 ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม (%YoY)



Source: SET data, SCBS Investment Research

ประมาณการกำไรปี 2555 ถูกปรับมาแล้วหลายครั้งด้วยกันนับตั้งแต่ปี 2554 เป็นต้นมา โดยในไตรมาส 1 ปี 2555 นักวิเคราะห์ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนถึงเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวจากน้ำท่วมในปีที่แล้วเร็วกว่าคาด และเซอร์ไพรส์ด้านบวกจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ ที่ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น 20% แต่ตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2555 เป็นต้นมา นักวิเคราะห์ก็เปลี่ยนมุมมองแนวโน้มผลประกอบการในด้านที่เป็นลบมากขึ้น และปรับประมาณการกำไรปี 2555 ลดลง 4.35% เพื่อสะท้อนถึงเซอร์ไพรส์ด้านลบจากตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการจ้างงาน และความกังวลเกี่ยวกับปัญหาหนี้ของสเปนและการปรับตัวลงแรงของเศรษฐกิจจีน

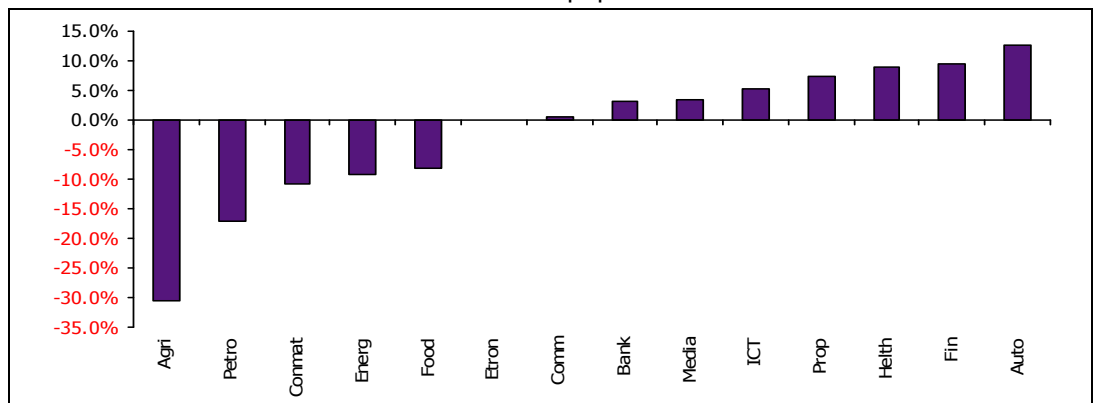
Figure 27: การปรับประมาณการกำไรปี 2555



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

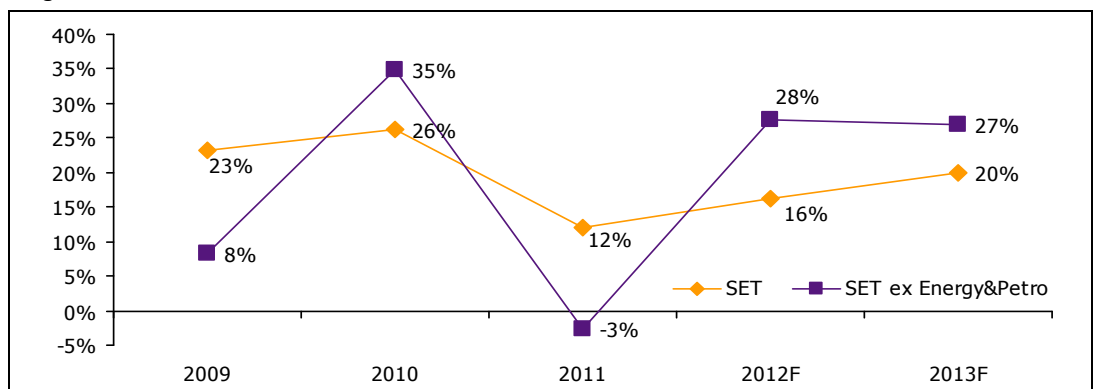
กลุ่มที่ถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นมากที่สุด คือ ยานยนต์ สื่อ และสังหาริมทรัพย์ หลังจากฤดูประกาศผลประกอบการจบลง การปรับประมาณการก็กลายเป็นประเด็นที่น่าสนใจ ทั้งนี้เมื่ออิงกับตัวเลขจาก Bloomberg consensus พบว่า กลุ่มที่ถูกปรับประมาณการเพิ่มขึ้น คือ กลุ่มยานยนต์ เพื่อสะท้อนถึงยอดผลิตรถยนต์ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 2 ปี 2555 กลุ่มสื่อ เพราะรายได้โฆษณาสูงกว่าคาด กลุ่มสังหาริมทรัพย์ เพราะมีความต้องการซื้อจำนวนมากหลังน้ำลด กลุ่มไอซีที เพราะรายได้ค่าบริการ non-voice เติบโตสูง บวกกับอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลปรับลดลง และกลุ่มธนาคาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากไตรมาส 1 ปี 2555 และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิที่ปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า ส่วนกลุ่มที่ถูกปรับประมาณการลดลงมากที่สุด คือ กลุ่มธุรกิจการเกษตรและอาหาร โดยมีสาเหตุมาจากราคาเนื้อสัตว์ที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ไตรมาส 3 ปี 2555 กลุ่มปิโตรเคมี เพราะมีขาดทุนจากสต็อกจำนวนมาก (PTTGC มีขาดทุนจากสต็อกประมาณ 6.2 พันล้านบาท) กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ โดยส่วนใหญ่เกิดจาก SMT ที่พื้นตัวซ้ำที่สุดหลังน้ำลด กลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยส่วนใหญ่เกิดจากผลขาดทุนในธุรกิจปิโตรเคมีของ SCC ซึ่งมีขาดทุนจากสินค้าคงคลังประมาณ 2 พันล้านบาท และความเสียหาย 600 ล้านบาทจากการปิดโรงงาน BST หลังเหตุเพลิงไหม้เมื่อวันที่ 5 พ.ค. และกลุ่มพลังงาน ที่เกิดจากขาดทุนจากสินค้าคงคลังในธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมี

Figure 28: การปรับประมาณการกำไรปี 2555 แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 29: ประมาณการกำไรปี 2555-56



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

สำหรับปี 2555 SCBS คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานสุทธิของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 16% จากปีก่อน ซึ่งเป็นตัวเลขที่ลดลงจากระดับที่คาดการณ์ไว้เมื่อเดือน มิ.ย. ที่ 24.6% แต่ถ้าตัดกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมีซึ่งผลการดำเนินงานมีความผันผวนสูงออกไป พบว่ากำไรปี 2555 จะเติบโต 28% จากปีก่อน ส่วนปี 2556 กำไรของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมจะเติบโต 20% และถ้าตัดกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมี กำไรจะเติบโต 27% กลุ่มที่ช่วยหนุนให้กำไรเติบโตในปี 2555-56 คือ ทองเที่ยว ยานยนต์ อสังหาริมทรัพย์ พาณิชย์ การแพทย์ และธนาคาร

นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดว่ากำไรไตรมาส 3 ปี 2555 จะเติบโต 16% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 45% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยอิงกับข้อมูลจาก Bloomberg consensus ในขณะที่คาดว่ากำไรปี 2555 จะเติบโต 19% จากปีก่อน สูงกว่าประมาณการของ SCBS

SCBS มีมุมมองด้านบวกต่อกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ รับเหมาก่อสร้าง พลังงาน และปิโตรเคมี เมื่อดูเป็นรายกลุ่ม เราคาดว่ากลุ่มยานยนต์ ธนาคาร รับเหมาก่อสร้าง พลังงาน การแพทย์ ไอซีที ปิโตรเคมี และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะรายงานกำไรไตรมาส 3 ปี 2555 เติบโตจากไตรมาสก่อนหน้า ขณะที่คาดว่ากลุ่มธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง ประกัน สื่อ และขนส่ง จะรายงานกำไรลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า (ดูรายละเอียดเกี่ยวกับแนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 3 ปี 2555 และไตรมาส 4 ปี 2555 ของแต่ละกลุ่มได้ใน Figure 30)

Figure 30: แนวโน้มกำไรของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

	ไตรมาส 3/55	ไตรมาส 4/55	Top pick
ธุรกิจการเกษตร	(-) ผลการดำเนินงานไม่น่าปรับตัวดีขึ้น เพราะได้รับแรงกดดันจากราคาเนื้อสัตว์ระดับต่ำและต้นทุนที่สูงขึ้น	ราคาเนื้อสัตว์อาจจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงปลายปี (ต้นทุนสูงขึ้น)	-
ยานยนต์	(+) ไม่น่าเป็นบวกต่อเนื่องเพราะภาวะอุตสาหกรรมเป็นบวก	(+) ตลาดในประเทศจะได้รับปัจจัยหนุนจากงานมอเตอร์โชว์	SAT
ธนาคาร	(+) สินเชื่อขยายตัวต่อเนื่อง; ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิทรงตัว	(+) สินเชื่อขยายตัวต่อเนื่อง; (+) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิทรงตัว; (+) รายได้ค่าธรรมเนียมแข็งแกร่ง; (-) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงตามฤดูกาล	KTB, KBANK
พาณิชย์	ไตรมาส 3 เป็นไตรมาสที่ผู้ประกอบการค้าปลีกมียอดขายระดับต่ำ มีแนวโน้มที่จะเห็นโปรโมชันส่งเสริมการขาย	กำไรน่าจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากโดยปกติแล้วจะมีการใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้นในช่วงปลายปี	CPALL, ROBINS
วัสดุก่อสร้าง	(-) ต้นทุนเชื้อเพลิงสูง / (+) ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีสูงตามราคาน้ำมัน และหุ้นที่มีธุรกิจปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จะมีกำไรจากสินค้าคงคลัง	(+) อุปสงค์แข็งแกร่งหลังจากฤดูฝนผ่านไป	SCC
รับเหมาก่อสร้าง	(+) กระแสข่าวด้านบวกหลายอย่างเกี่ยวกับการเร่งเดินหน้าโครงการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล	(+) อาจจะเริ่มเปิดประมูลโครงการ 2-3 โครงการ	STEC
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	(-) สินค้าคงคลังต่ำ แต่แนวโน้มเศรษฐกิจไม่สดใส	(=) แนวโน้มเศรษฐกิจไม่ชัดเจน แต่โรงงานทุกแห่งน่าจะฟื้นตัวจากน้ำท่วมเรียบร้อยแล้ว	SVI, KCE
พลังงาน	(+) กำไรจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะราคาน้ำมันสูงขึ้น และค่าการกลั่นดี	(+) กำไรจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะไตรมาส 4 เป็นช่วง high season ของอุตสาหกรรมพลังงาน	PTT, TOP
เงินทุน	(+) ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากน้ำท่วม	(+) ไตรมาส 4 เป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายสูง	-
การแพทย์	(+) การเปลี่ยนแปลงทางสภาพอากาศจะหนุนให้ปริมาณผู้ป่วยเพิ่มขึ้น (+) ผู้ป่วยต่างชาติจะเริ่มเข้ามามากขึ้น	(-) กำไรจะลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล แต่คาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน	BGH
ไอซีที	(+) เปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz	(-) ขาดปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น	DTAC, INTUCH, THCOM
ประกัน	(-) ได้รับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง	(+) ไตรมาส 4 เป็นช่วงที่มีเบี้ยประกันรับปีแรกจำนวนมาก	-
สื่อ	(-) กำไรจะลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล	(+) กำไรจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะเป็นช่วง high season ของอุตสาหกรรมโฆษณา	-
ปิโตรเคมี	(+) กำไรจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะกระตุ้นให้ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้น	(+) กำไรจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะเป็นช่วง high season ของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี	PTTGC
อสังหาริมทรัพย์	(+) Presales สูงขึ้นและรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า	(+) Presales สูงขึ้นและรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า; ผลการดำเนินงานของ LH QH PS SIRI และ LPN จะทำจุดสูงสุด	QH, SPALI
เหล็ก	(-) ราคาเหล็กปรับตัวลดลงต่อเนื่องเพราะภาวะอุปสงค์/อุปทานเยลลง	(=) ราคาเหล็กปรับตัวลดลงต่อเนื่องเพราะภาวะอุปสงค์/อุปทานเยลลง	-
ท่องเที่ยว	(=) ผลการดำเนินงานจะไม่แน่นอนเมื่อเทียบกับไตรมาส 2/55	(+) ผลการดำเนินงานจะเริ่มเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นในไตรมาส 4/55 และทำจุดสูงสุดในไตรมาส 1/56	ERW, CENTEL
ขนส่ง	(-) ราคาน้ำมันสูง เป็นลบต่อสายการบิน และเรือคอนเทนเนอร์ / (+) ความคืบหน้าของหุ้นที่มีปัจจัยเฉพาะตัว (AOT – ค่าธรรมเนียมการใช้สนามบินและคิวตีร์ / BECL – ทางด่วนใหม่	(+) ไตรมาส 4 เป็นช่วงที่มีปริมาณการจราจรจำนวนมาก	AOT, BECL

Source: SCBS Investment Research

Figure 31: Sector valuation and forecasts

	Core PE (x)			Core Profit Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Agribusiness	7.7	32.2	7.8	3.4	(76.2)	310.3	1.56	1.47	1.31	21.4	4.7	17.7	4.5	1.4	4.1
Automotive	23.4	10.7	9.1	(35.6)	70.9	17.0	1.86	1.64	1.47	7.9	16.3	16.9	1.3	3.3	3.7
Banking	15.1	12.0	10.0	20.7	25.6	20.3	2.04	1.75	1.56	14.2	15.7	16.6	0.5	0.6	0.7
Commerce	35.7	25.7	20.3	31.1	39.0	26.8	9.66	7.95	6.74	29.1	33.9	36.0	1.5	2.4	3.1
Construction Materials	16.2	17.5	13.5	2.4	(7.5)	30.0	2.27	2.16	1.99	14.3	12.6	15.4	3.6	3.2	4.1
Electronic Components	13.5	11.4	8.4	(42.9)	26.3	24.8	1.32	1.18	1.06	9.7	10.9	13.3	4.1	4.8	5.9
Energy & Utilities	10.3	9.8	8.9	25.0	4.8	9.4	1.69	1.51	1.36	17.6	16.3	16.0	3.8	4.3	4.7
Finance & Securities	n.m.	13.6	11.5	(47.5)	60.4	19.0	1.63	1.58	1.50	(1.5)	11.8	13.4	5.1	5.3	5.7
Food & Beverage	20.5	20.9	12.6	22.9	(1.8)	65.6	4.27	2.75	2.43	21.8	16.0	20.4	2.9	3.1	3.9
Health Care Services	39.4	27.5	23.8	44.9	43.4	15.5	5.48	4.71	4.23	19.3	22.3	21.6	1.2	1.7	1.8
ICT	25.9	20.8	19.5	(15.9)	23.3	4.4	6.47	6.04	5.99	26.4	32.5	33.9	7.4	5.2	5.4
Insurance	15.7	14.4	11.3	22.2	8.8	28.0	4.00	3.27	2.64	28.1	24.9	25.9	1.6	1.7	2.2
Media & Publishing	26.2	22.9	20.7	6.0	14.6	10.8	7.02	6.77	6.45	26.8	30.1	32.0	3.8	4.1	4.5
Petrochemicals & Chemicals	10.5	10.9	9.5	113.6	(3.8)	15.5	1.63	1.48	1.34	15.7	14.2	14.9	3.8	3.6	3.9
Property Development	23.2	13.2	11.0	(8.5)	40.0	20.3	2.45	2.17	1.97	10.8	17.4	18.8	3.0	4.3	4.9
Steel	n.m.	n.m.	7.2	n.m.	(107.1)	n.m.	0.43	0.77	0.70	(24.1)	(57.9)	10.2	-	-	3.5
Tourism & Leisure	66.7	26.3	19.8	n.m.	60.0	33.0	2.92	2.74	2.53	4.6	10.7	13.3	1.3	1.5	2.0
Transportation & Logistics	n.m.	26.1	17.1	(10.6)	n.m.	31.3	1.13	1.01	0.97	(1.1)	4.1	5.8	1.8	2.4	2.5
SCBS Universe	17.67	15.21	12.67	15.3	16.2	20.1	2.35	2.08	1.88	15.07	15.79	16.96	3.54	3.70	4.14

Source: SCBS Investment Research

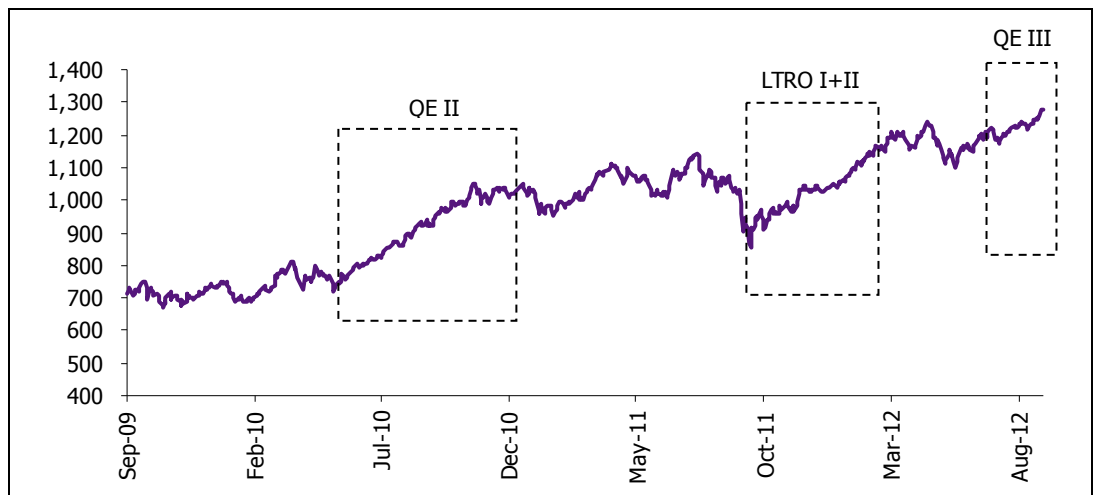
แนวโน้มตลาดหุ้น

สรุปภาวะตลาดไตรมาส 3 ปี 2555

อะไรที่เป็นเซอร์ไพรส์ด้านบวก? SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 16 ปีในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยเพิ่มขึ้น 16% จากระดับ 1,100 จุด และสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 3 ปี 2555 ปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญคือ: 1) กรีซยังคงเป็นสมาชิกของกลุ่มยูโรโซนหลังจากสถานการณ์ทางการเมืองกลับคืนสู่ภาวะปกติ; 2) รัฐบาลสเปนขอรับความช่วยเหลือทางการเงินจำนวน 1 แสนล้านยูโรจากยุโรปเพื่อนำเงินมาช่วยเหลือธนาคารพาณิชย์; 3) ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ตัดสินใจลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจาก 0.75% สู่ 0.50% และออกโครงการซื้อพันธบัตรที่เรียกว่า Outright Monetary Transaction (OMT) ซึ่งช่วยให้ผลตอบแทนพันธบัตรระยะ 10 ปีของสเปนปรับลดลงจากระดับประมาณ 7% เหลือประมาณ 5.50%; 4) ความกังวลว่าเศรษฐกิจจีนจะปรับตัวลงแรงผ่อนคลายลงหลังจากรัฐบาลจีนประกาศตัวเลข GDP ไตรมาส 2 ปี 2555 สอดคล้องกับที่นักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่คาดการณ์ที่ระดับ +7.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน; และ 5) เฟดประกาศมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณรอบที่ 3 (QE3) พร้อมกับขยายระยะเวลาสำหรับการคงอัตราดอกเบี้ยต่ำออกไปถึงกลางปี 2558

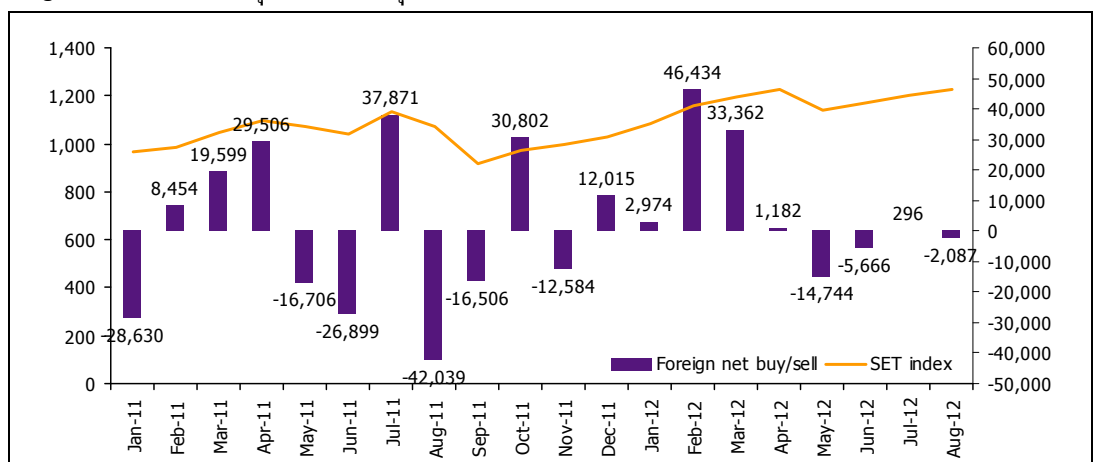
อะไรที่เป็นเซอร์ไพรส์ด้านลบ? – เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้า!!! ตั้งแต่นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิเพียง 2 พันล้านบาท ต่ำกว่ายอดซื้อสุทธิจำนวน 4.64 หมื่นล้านบาทในเดือน ก.พ. และ 3.34 หมื่นล้านบาทในเดือน มี.ค. อย่างมาก

Figure 32: SET index return



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 33: ยอดซื้อ/ขายสุทธิของนักลงทุนต่างชาติ



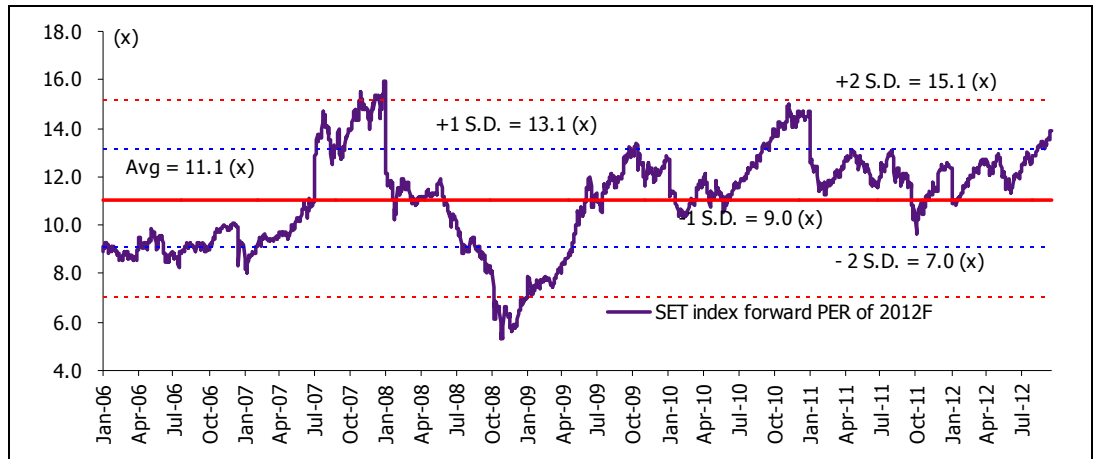
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

แนวโน้มไตรมาส 4 ปี 2555 และต่อจากนั้น

ข่าวดีมาถึงจุด peak แล้ว

หลังจากธนาคารกลางยุโรป (ECB) เฟด และรัฐบาลจีน ประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจออกมาหมดแล้วในเดือน ก.ย. เราเชื่อว่าไม่แน่ว่าจะมีการประกาศมาตรการสำคัญๆ ออกมาอีกในช่วงที่เหลือของปีนี้ และเมื่ออิงกับตลาดการเงินที่ปรับตัวดีขึ้นและความไม่แน่นอนของแนวโน้มเศรษฐกิจโลก ทำให้เรายังคงเป้าหมาย SET index ในปีนี้ไว้ที่ 1,300 จุด ทั้งนี้อาจจะมีบางคนแย้งว่า Upside จากระดับปัจจุบันมีค่อนข้างจำกัด ซึ่งเราก็เชื่อว่าเป็นเช่นนั้น เพราะเมื่ออิงกับประมาณการ EPS ปี 2555 ที่นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่คาดการณ์ไว้ที่ 92 บาท/หุ้น พบว่า SET เทรดที่ PER ระดับ 13.5 เท่า หรือเท่ากับระดับ +1SD PER เฉลี่ย 6 ปี แม้เราคาดว่า EPS ปี 2556 ที่คาดการณ์ไว้ที่ระดับ 110 บาท/หุ้น จะกดให้ PER ปรับลดลงมาอยู่ที่ระดับเพียง 11.4 เท่า แต่ยังเร็วเกินไปที่จะสรุปเช่นนั้น เนื่องจากเรามองว่าความเสี่ยงยังมีอยู่ในไตรมาส 4 ปี 2555 ปัจจัยเพียงอย่างเดียวที่น่าจะทำให้ SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับเป้าหมายของเรา คือ เม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าจำนวนมาก ซึ่งอาจจะทำให้ SET index ปรับตัวผ่านระดับ 1,300 จุด ขึ้นมาถึงระดับ 1,350 จุดได้

Figure 34: SET index forward PER of 2012F



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

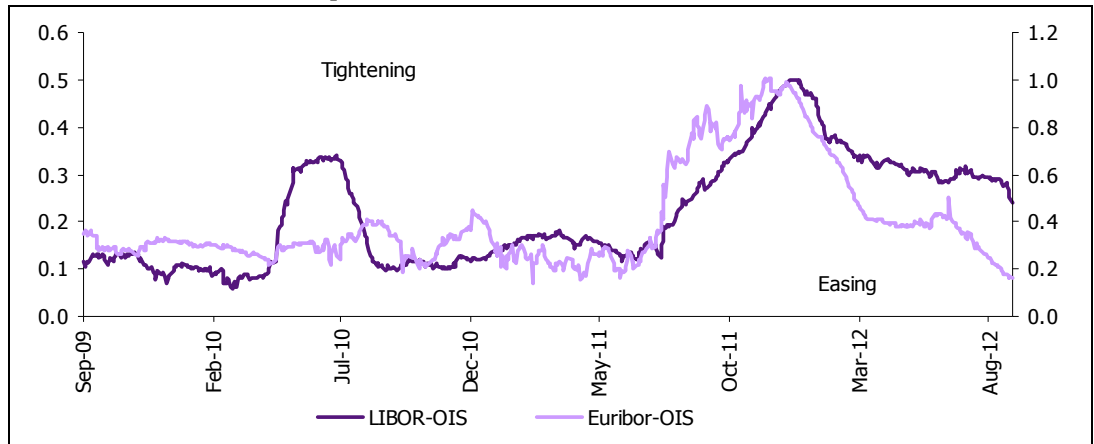
วิธีอีกวิธีที่สามารถนำมาใช้วิเคราะห์แนวโน้มตลาด คือ ดูที่พฤติกรรมตลาด เรายืนยันความคิดที่เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 3 ปี 2555 ว่าในตอนนี้นักลงทุนตั้งความหวังไว้กับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจค่อนข้างมาก หรืออีกนัยหนึ่งก็คือ ความคาดหวังมีมากขึ้นจนห่างไกลจากความเป็นจริง แม้เราเคยประเมินแนวโน้มตลาดและจัดทำกลยุทธ์การลงทุนโดยคาดการณ์ถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่ก็เฉพาะแค่ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินเท่านั้น ซึ่งเราคิดว่าเหตุการณ์ดังกล่าวได้ผ่านพ้นไปแล้ว (Figure 36) และราคาในปัจจุบันก็ไม่ได้ถูกเหมือนกับช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เนื่องจาก SET index ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 200% นับตั้งแต่เดือน ต.ค. 2551 ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าผู้จัดทำนโยบายจะออกมาตรการสำคัญๆ ที่ใหญ่มากพอจะกระตุ้นตลาดออกมาอีกในช่วงที่เหลือของปีนี้ และเมื่อนักลงทุนรับรู้ความจริงข้อนี้ sentiment ตลาดก็จะเปลี่ยนเป็นลบ และ SET index ก็อาจจะเผชิญกับช่วงของการปรับฐาน

Figure 35: สถิติการออกมาตรการ QE กับการเคลื่อนไหวของ SET index

Date	Event	SET index at beginning	SET index return			Foreign net buy/sell in 3M Billion Baht
			1-Week	1-Month	3-Month	
1	25-Nov-08 QE1, \$600 bn in MBS purchases	392	-1%	13%	11%	-21,752
2	18-Mar-08 QE1, \$ 1.15 tr expansion, "extended period"	426	3%	9%	34%	26,814
3	27-Aug-10 Bernanke's speech at Jackson Hole	900	3%	7%	12%	54,361
4	3-Nov-10 QE2, \$600 bn in UST purchases	1,014	3%	2%	-3%	-5,102
5	9-Aug-11 FOMC "exceptionally low level...mid-2013"	1,042	5%	2%	-7%	-27,829
6	21-Sep-11 "Operation Twist" maturity extension	1,030	-10%	-11%	1%	16,037
7	21-Dec-11 ECB LTRO I+II, \$1.3tr lending to European commercial banks	1,043	-1%	2%	16%	83,842
8	25-Jan-12 FOMC "exceptionally low level...mid-2014"	1,056	3%	7%	14%	17,361
9	20-Jun-12 FOMC "extended Operation Twist to year end" (High expectation for QE3)	1,173	-2%	3%	-	-
10	1-Aug-12 Speculation on QE3	1,200	1%	2%	-	-
11	31-Aug-12 Bernanke's speech at Jackson Hole	1,227	2%	-	-	-
Average (1+2+3+4)			2%	8%	13%	

Source: SCBS Investment Research

Figure 36: ความต้องการปล่อยกู้ระหว่างธนาคาร

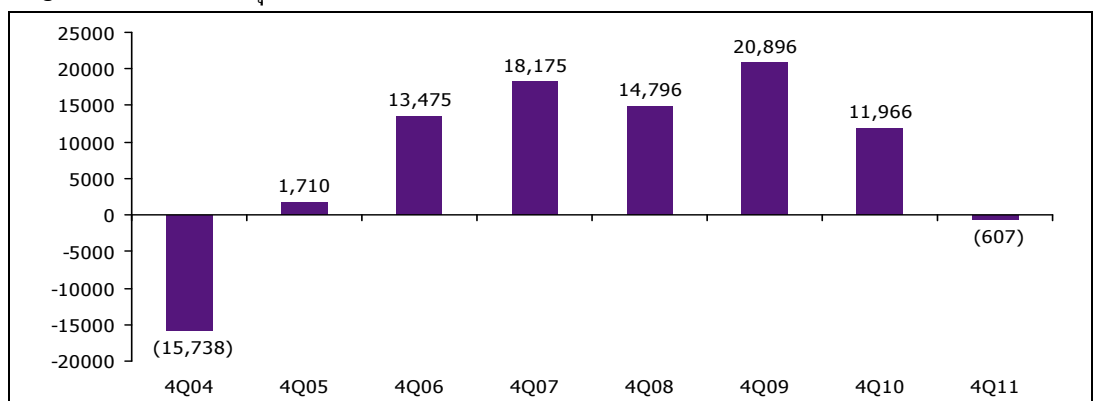


Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

เมื่อพิจารณาเป็นรายเดือน เราคาดว่า SET จะมีโมเมนตัมบวกต่อไปจนถึงเดือน ต.ค. โดยได้รับการสนับสนุนจากการประกาศใช้มาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณรอบที่ 3 (QE3) ของเฟด และการคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 3 ปี 2555 จะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาส 2 ปี 2555 โดยเฉพาะหุ้นกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมี เนื่องจากราคาน้ำมันดิบและราคาผลิตภัณฑ์ในปัจุบันบ่งชี้ว่าจะมีกำไรจากสินค้าคงคลัง นอกจากนี้สเปนก็น่าจะสามารถหาทางออกในการรีไฟแนนซ์หนี้ได้ แต่เราคาดว่าเดือน พ.ย. จะเป็นเดือนที่ตลาดหุ้นทั่วโลกผันผวน เนื่องจากการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ จะมีขึ้นในวันที่ 6 พ.ย. และหลังจากนั้นสหรัฐฯ ก็จะเข้าสู่ช่วงสัญญาภาคจนกว่าประธานาธิบดีคนใหม่จะเข้ามารับตำแหน่งอย่างเป็นทางการในวันที่ 20 ม.ค. 2556 โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้ามาตรการลดภาษีส่วนใหญ่ที่ออกมาตั้งแต่สมัยประธานาธิบดีจอร์จ ดับเบิลยู บุช หมดอายุในวันที่ 31 ธ.ค. 2555 โดยไม่ได้มีการต่ออายุของมาตรการใดๆ ก็จะสร้างความเสี่ยงขาดต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปี 2556

ในเดือน ธ.ค. อาจจะมีปัจจัยบวกสนับสนุนจากเม็ดเงินลงทุนไหลเข้ากองทุน LTF เนื่องจากประชาชนส่วนใหญ่มีแนวโน้มที่ไม่ต้องการเข้าซื้อกองทุน LTF ในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา เนื่องจาก SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม เราไม่สามารถตั้งความคาดหวังไว้กับเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าได้เหมือนกับในปี 2549-53 เนื่องจากตอนนั้นเงินส่วนใหญ่ที่เข้าลงทุนในกองทุน LTF ในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา พร้อมทั้งจะกลับเข้าลงทุนใหม่อีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลทำให้ประโยชน์จากการเข้าซื้อกองทุน LTF มีลดน้อยลง

Figure 37: ยอดซื้อ/ขายสุทธิสะสมของสถาบันในประเทศในไตรมาสที่ 4

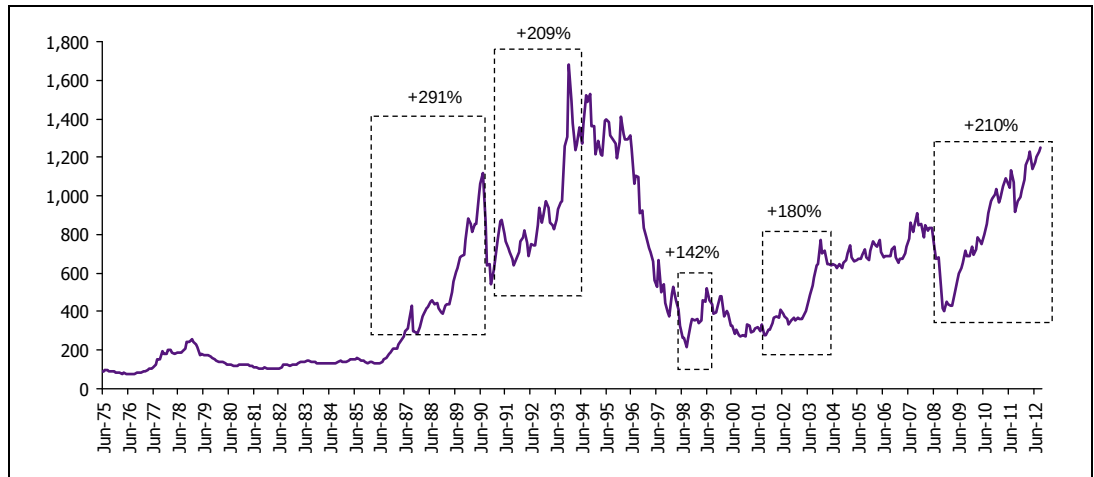


Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

สำหรับปี 2556 เราคาดการณ์ถึงความเสี่ยงขาดในงวดครั้งแรกปี 2556 โดยอิงกับความไม่แน่นอนในสหรัฐฯ และ Valuation ที่ค่อนข้างแพงในระยะสั้น แต่ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและเงินปันผลจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนตลาดในงวดครั้งหลังปี 2556 ถ้าเรามองย้อนกลับไปดูข้อมูลตั้งแต่ปี 2518 (1975) จะพบว่าผลตอบแทนของตลาดในปัจจุบันที่ระดับประมาณ 210% จากจุดต่ำสุดที่ 408 จุดในเดือน พ.ย. 2551 (พ.ย. 2008) เป็นหนึ่งในผลตอบแทนที่น่าประทับใจสำหรับตลาดหุ้นไทย สูงกว่าผลตอบแทน 209% ในระหว่างปี 2534-37 (1991-94) หรือก่อนเกิดวิกฤต "ต้มยำกุ้ง" และต่ำกว่าผลตอบแทน 291% ในปี 2530-33 (1987-90) ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดอยู่ในระยะแรกของกาเรตติ้งเพียงช่วงเดียวเท่านั้น

SCBS คาดว่ากำไรในปี 2556 จะเติบโต 20% จากปี 2555 หรือเท่ากับ EPS ที่ 110 บาท/หุ้น ซึ่งคิดเป็น PER ได้ที่ระดับ 11.6 เท่า ณ ระดับดัชนี 1,250 จุด ขณะที่เราประเมิน PER ที่เหมาะสมของ SET ที่ 12-13.5 เท่า ดังนั้น SET index จึงน่าจะอยู่ที่ระดับ 1,320-1,485 จุดในปี 2556

Figure 38: SET index ช่วงที่ปรับตัวขึ้นแรงตั้งแต่ปี 2518 (1975)



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

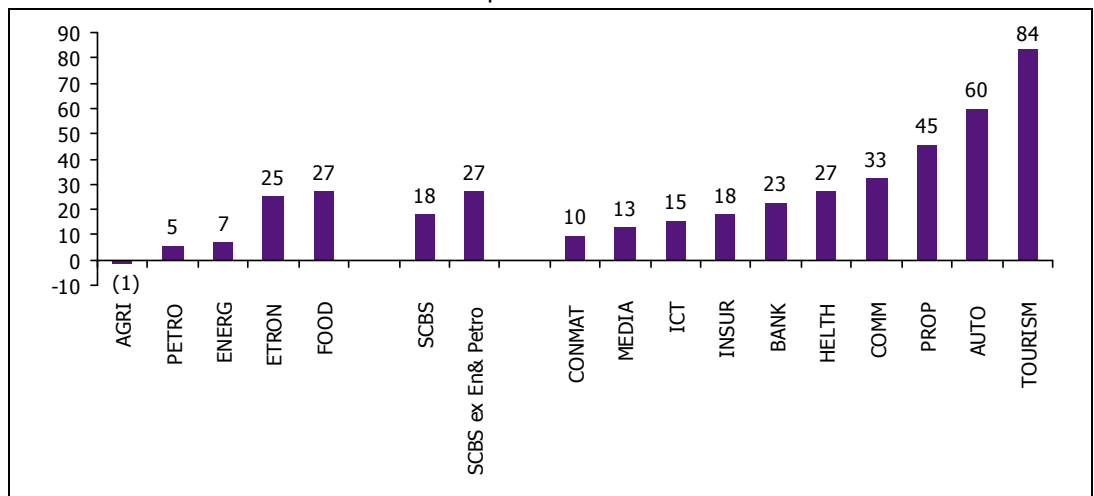
กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4 ปี 2555

หนึ่งในหลักการลงทุนที่มีประสิทธิภาพมากที่สุดในมุมมองของเราคือ “ซื้อเมื่อตลาดคาดการณ์ต่ำ และขายเมื่อตลาดคาดการณ์สูง”

ตลาดเริ่มต้นปีนี้ด้วยการคาดการณ์ต่ำเกี่ยวกับอัตราเติบโตของเศรษฐกิจโลก และกลัวว่ายุโรปจะประสบปัญหาหนี้รุนแรงจนอาจนำไปสู่การล่มสลายของยูโรโซน ความกังวลเหล่านี้ทำให้ตลาดมี Valuation ถูก แต่ในตอนนี้ตลาดพลิกกลับมาเป็นบวกและความคาดหวังด้านบวกก็หนุนให้ราคาหุ้นส่วนใหญ่ปรับตัวขึ้นมาถึงเป้าในปี 2555 แล้ว

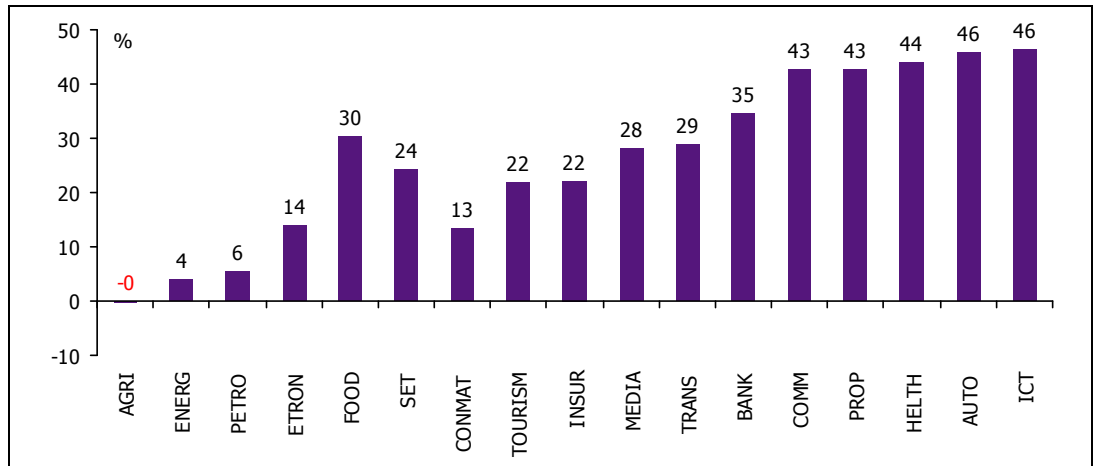
ดังนั้นเราจึงมีมุมมองด้านลบต่อตลาดในไตรมาส 4 ปี 2555 และแนะนำนักลงทุนให้ลดน้ำหนักการลงทุนในหุ้นขนาดใหญ่ โดยเฉพาะหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมามากกว่าตลาดอย่างหุ้นในกลุ่มธนาคาร ยานยนต์ ไอซีที และพาณิชย์ ทั้งนี้หากดูจาก Figure 39 พบว่า แม้กำไรของหุ้นกลุ่มเหล่านี้มีแนวโน้มเติบโตสูงในปี 2554-56 แต่ก็สะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว กลุ่มไอซีที การแพทย์ และพาณิชย์เป็นกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนในเดือน ม.ค.-ส.ค. ติดต่อกันติดต่อกัน โดยกลุ่มไอซีทีที่ปรับตัวขึ้นมามากกว่าสามเท่าของอัตราเติบโตของกำไร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากประเด็นการประมูลใบอนุญาต 3G ในขณะที่ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ไม่ได้ปรับขึ้นสูงไปกว่าอัตราเติบโตของกำไร เราแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นรายตัวที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายของภาครัฐ เช่น กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ซึ่งมีแนวโน้มถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยกำไรจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4 ปี 2555 และกลุ่มท่องเที่ยวซึ่งเป็นกลุ่มที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุด และมีช่วง high season ของธุรกิจอยู่ในไตรมาส 4 เป็นปัจจัยสนับสนุนด้วย หุ้น top picks ของเราคือ STEC KTB SCC QH และ ERW

Figure 39: อัตราเติบโตของกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเฉลี่ยต่อปี % (2554-56)



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 40: Sector performance (YTD)



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ปัจจัยเสี่ยงในไตรมาส 4 ปี 2555

- การหมดอายุของมาตรการลดภาษีของสหรัฐฯ (Fiscal cliff)** มาตรการลดภาษีของสหรัฐฯ วงเงิน 6 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ออกมาตั้งแต่สมัยประธานาธิบดีจอร์จ ดับเบิลยู บุช จะหมดอายุในวันที่ 31 ธ.ค. 2555 ถ้าไม่มีการต่ออายุมาตรการออกไป คาดว่า GDP ของสหรัฐฯ จะหดตัวลงสู่ระดับ -0.50% และในเวลาเดียวกัน การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือน พ.ย. ก็อาจทำให้เป็นการยากที่สภาคองเกรสจะมีมติขยายระยะเวลาของมาตรการลดภาษี สมมติฐานกรณีฐานของเราคือ มาตรการส่วนใหญ่จะถูกขยายระยะเวลาออกไปหลังจากประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนใหม่เข้ารับตำแหน่งในวันที่ 20 ม.ค. 2556 ดังนั้นในช่วงที่เกิดภาวะสูญญากาศเกือบ 3 เดือน ก็จะไม่ส่งผลดีต่อตลาดนัก
- ความเสี่ยงน้ำท่วม** เราเชื่อว่าตลาดไม่ได้กังวลเกี่ยวกับน้ำท่วม ดังนั้นผลกระทบด้านลบจะมีมากถ้าเกิดเหตุการณ์น้ำท่วมในกรุงเทพฯ อีกครั้งในไตรมาส 4 ปี 2555 แม้พื้นที่ภาคเหนือของประเทศไทยเกิดภาวะน้ำท่วมแล้ว แต่ก็ยังเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นทุกปี และเป็นสิ่งที่คนส่วนใหญ่ยอมรับได้ สมมติฐานกรณีฐานของเราคือสถานการณ์น้ำท่วมจะเป็นอุปสรรคต่อการขนส่งและโลจิสติกส์ แต่ไม่สร้างความเสียหายต่อสายการผลิต
- ความเสี่ยงเกี่ยวกับเศรษฐกิจของประเทศไทย** เป็นที่ค่อนข้างแน่นอนแล้วว่าการส่งออกของประเทศไทยจะเติบโตไม่ถึงเป้าที่ตั้งไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ทั่วโลกปรับตัวลดลง ดังนั้นสำนักงานเศรษฐกิจการคลัง (สศค.) จึงปรับลดเป้าอัตราการขยายตัวของการส่งออกลงสู่ระดับ 4.5% ทั้งนี้เราจะต้องจับตาดูการใช้จ่ายของภาครัฐว่าหากเกิดความล่าช้าจะส่งผลกระทบต่อ GDP ในปี 2555 และปี 2556 หรือไม่ นอกจากนี้แล้วเราก็พบว่าอัตราการขยายตัวของการลงทุนและการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในงวดครึ่งแรกปี 2555 ส่วนใหญ่เกิดจากอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งเรามองว่าจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ เนื่องจากอุปสงค์ของกลุ่มยานยนต์ได้รับการสนับสนุนจากมาตรการลดภาษีสรรพสามิตแก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกที่จะหมดอายุในปีนี้

Top Picks



This page is left blank intentionally



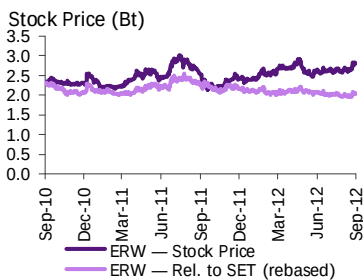
ซื้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	2.86
12-m target price (Bt)	3.30
Upside (Downside) to TP (%)	15.38
Mkt cap (Btbn)	6.42
Mkt cap (US\$m)	208

Bloomberg code	ERW TB
Reuters code	ERW.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	0.57
Shares issued (mn)	2,245
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	3 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$m)	0.11
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	29.4
Dividend policy (%)	35

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	7.5	9.2	13.5
Relative to SET	3.8	0.6	-9.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีญะ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดใหม่ในฤดูกาลท่องเที่ยวปีนี้

ข้อมูลล่าสุดเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวชี้ให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเติบโตเพิ่มมากขึ้น โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในเดือน ส.ค. เพิ่มขึ้น 12% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และในช่วง 8 เดือนแรกปี 55 เพิ่มขึ้น 8.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในฤดูกาลท่องเที่ยวปีนี้จะมีแนวโน้มที่จะทำสถิติสูงสุดใหม่แม้กระทั่งในกรณีที่เรคาดผลกระทบจากฐานต่ำของปีก่อนเพราะเกิดปัญหาน้ำท่วมรุนแรงออกไป ERW เป็นหนึ่งในหุ้นที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มที่แข็งแกร่งเช่นนี้ เนื่องจากบริษัทเป็นผู้ประกอบการโรงแรมเพียงรายเดียวที่ให้บริการครอบคลุมตั้งแต่โรงแรมระดับห้าดาวลงไปจนถึงโรงแรมราคาประหยัด การฟื้นตัวของผลการดำเนินงานปี 2555 มีความเป็นไปได้สูง จากผลประกอบการงวดครึ่งแรกปี 55 ที่ออกมาแข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรในปี 2555-2557 จะเติบโตที่อัตราเฉลี่ย 66% ต่อปี แนะนำ "ซื้อ"

ข้อมูลเกี่ยวกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยปรับตัวดีขึ้น ข้อมูลจากกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬาชี้ให้เห็นว่า แนวโน้มจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ส.ค. ปรับตัวเร่งขึ้นสู่ระดับที่มีอัตราเติบโต 12% จากปีก่อน เทียบกับอัตราเติบโต 8.7% ในช่วง 8 เดือนแรกปี 2555 ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรป ส่งผลลบต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แต่เราเชื่อว่าผลกระทบดังกล่าวจะถูกชดเชยได้จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโตอย่างมากจากประเทศจีนและอินเดีย โดยการเดินทางออกนอกประเทศของประชากรจีนและอินเดียเพียงอยู่ในช่วงต้นของการเติบโต

ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวครอบคลุมทุกตลาด เราเห็นว่านักลงทุนที่ต้องการมองหาหุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมากที่สุดควรจะหันมามองที่ ERW แม้โดยปกติแล้ว MINT กับ CENTEL มักจะเป็นหุ้นที่ได้รับความนิยมมากกว่า ERW เพราะมีมูลค่าตลาด (market capitalization) ใหญ่กว่าและมีสภาพคล่องในการซื้อขายสูงกว่า แต่ผลการดำเนินงานของ MINT กับ CENTEL มีส่วนแบ่งจากธุรกิจอื่น ๆ (เช่น ร้านอาหารบริการด่วน อสังหาริมทรัพย์ที่พักอาศัย และการค้าปลีก) รวมอยู่ด้วย นอกจากนี้เราก็คงชอบ ERW ตรงที่บริษัททำธุรกิจโรงแรมครอบคลุมทุกตลาดตั้งแต่โรงแรมระดับห้าดาวไปจนถึงโรงแรมราคาประหยัด โดยโรงแรมราคาประหยัดเป็นตลาดที่มีบทบาทสำคัญเพิ่มมากขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างของนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยโดยมีจีนกับอินเดียเป็นตลาดสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต โรงแรมที่ ERW จะเปิดในอนาคตส่วนใหญ่เป็นโรงแรมระดับกลางและโรงแรมราคาประหยัด และเราคาดว่าส่วนแบ่งรายได้จากโรงแรมระดับกลางและโรงแรมราคาประหยัดต่อรายได้จากธุรกิจโรงแรมทั้งหมดของ ERW จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจากเพียง 1% ในปี 2550 สู่ 39% ในปี 2556

ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปีนี้ และต่อจากนั้นจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทยและปัญหาเศรษฐกิจทั่วโลกส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ ERW อย่างรุนแรงในระหว่างปี 2552-54 แม้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทยมีความแข็งแกร่งมากในปี 2554 โดยจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 20% จากปี 2553 แต่ผลการดำเนินงานของ ERW ก็ยังปรับตัวแย่ลงโดยมีสาเหตุมาจากผลขาดทุนจากรีสอร์ทระดับบนของบริษัท จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นและการปรับเปลี่ยนรูปแบบของโรงแรมเพื่อลดผลขาดทุนจากรีสอร์ทระดับบนดังกล่าว ทำให้เราคาดว่า ERW จะพลิกกลับมามีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวน 120 ล้านบาทในปี 2555 ฟื้นตัวดีขึ้นจากขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติ 172 ล้านบาทในปี 2554 และคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในระยะ 2 ปีข้างหน้าจะเติบโตที่อัตราเฉลี่ย 66% ต่อปี

แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ที่ 3.3 บาท/หุ้น เราเชื่อว่าราคาหุ้น ERW ยังไม่ได้สะท้อนถึงแนวโน้มธุรกิจที่ปรับตัวดีขึ้น การฟื้นตัวของผลการดำเนินงาน และ ROE ที่สูงขึ้น เนื่องจากราคาหุ้น ERW ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว โดยตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น ERW +22% เทียบกับ MINT +50% และ CENTEL +65% ปัจจุบัน ERW เทรดที่ PB ปี 2555 ระดับ 1.8 เท่า เท่ากับ PB เฉลี่ยในอดีตของบริษัท และเรามองว่ามีโอกาสที่จะปรับขึ้นได้อีก เนื่องจาก ROE ของ ERW จะฟื้นตัวกลับมาอยู่ในระดับที่น่าดึงดูดหลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปี 2550 โดยที่เราคาดว่า ROE จะเพิ่มขึ้นจากระดับ -5% ในปี 2554 สู่ระดับ 8% ในปี 2557 เราแนะนำ "ซื้อ" ERW ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ที่ 3.3 บาท/หุ้น โดยอิงกับ EV/EBITDA 12 เท่า ซึ่งให้ Upside ที่น่าดึงดูดในระดับ 15%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	3,321	3,756	4,250	4,787	5,193
EBITDA	(Btmn)	801	969	1,296	1,499	1,658
Core profit	(Btmn)	(279)	(176)	120	230	330
Reported profit	(Btmn)	(275)	489	139	230	330
Core EPS	(Bt)	(0.12)	(0.08)	0.05	0.09	0.13
DPS	(Bt)	0.00	0.08	0.02	0.04	0.05
P/E, core	(x)	n.m.	n.m.	58.8	30.7	21.4
EPS growth, core	(%)	19.4	(37.0)	N.A.	91.3	43.5
P/BV, core	(x)	2.0	1.7	1.8	1.8	1.7
ROE	(%)	(8.2)	(5.0)	3.2	5.8	8.0
Dividend yield	(%)	0.0	2.8	0.8	1.3	1.8
EV/EBITDA	(x)	18.5	13.9	10.9	9.7	8.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	3,321	3,756	4,250	4,787	5,193
Cost of goods sold	(2,327)	(2,435)	(2,501)	(2,833)	(3,044)
Gross profit	994	1,320	1,748	1,954	2,149
SG&A	(916)	(1,062)	(1,132)	(1,233)	(1,311)
Other income	40	65	64	72	78
Interest expense	361	407	415	426	432
Pre-tax profit	(243)	(83)	236	367	484
Corporate tax	(20)	(53)	(72)	(87)	(101)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(16)	(39)	(44)	(50)	(54)
Core profit	(279)	(176)	120	230	330
Extra-ordinary items	4	664	19	0	0
Net Profit	(275)	489	139	230	330
EBITDA	801	969	1,296	1,499	1,658
Core EPS (Bt)	(0.12)	(0.08)	0.05	0.09	0.13
Net EPS (Bt)	(0.12)	0.22	0.06	0.09	0.13
DPS (Bt)	0.00	0.08	0.02	0.04	0.05

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	557	771	922	762	935
Total fixed assets	10,152	9,494	10,413	10,875	10,809
Total assets	12,949	12,238	13,148	13,455	13,566
Total loans	8,599	7,499	8,239	8,331	8,147
Total current liabilities	1,371	1,445	1,710	2,051	2,160
Total long-term liabilities	7,830	6,728	7,331	7,147	6,935
Total liabilities	9,677	8,468	9,293	9,450	9,347
Paid-up capital	2,245	2,245	2,245	2,245	2,245
Total equity	3,273	3,769	3,855	4,004	4,219
BVPS (Bt)	1.46	1.68	1.72	1.78	1.88

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	(279)	(176)	120	230	330
Depreciation and amortization	684	646	645	706	742
Operating cash flow	526	275	666	892	1,045
Investing cash flow	(428)	113	(1,500)	(1,100)	(600)
Financing cash flow	32	(1,227)	694	11	(307)
Net cash flow	(56)	(571)	21	(202)	134

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	29.9	35.2	41.1	40.8	41.4
Operating margin(%)	2.4	6.9	14.5	15.1	16.1
EBITDA margin(%)	24.1	25.8	30.5	31.3	31.9
EBIT margin(%)	3.5	8.6	15.3	16.6	17.6
Net profit margin(%)	(8.3)	13.0	3.3	4.8	6.3
ROE (%)	(8.2)	(5.0)	3.2	5.8	8.0
ROA (%)	(2.1)	(1.4)	0.9	1.7	2.4
Net D/E (x)	2.6	1.9	2.0	2.0	1.8
Interest coverage (x)	2.2	2.4	3.1	3.5	3.8
Debt service coverage (x)	0.6	0.8	1.1	1.1	1.0
Payout Ratio (%)	0.0	36.7	35.0	35.0	35.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total revenue	850	927	853	1,168	998
Cost of goods sold	(604)	(597)	(594)	(648)	(623)
Gross profit	246	331	259	520	374
SG&A	(255)	(271)	(268)	(285)	(271)
Other income	42	9	8	7	19
Interest expense	99	103	103	100	98
Pre-tax profit	(67)	(36)	(103)	142	25
Corporate tax	(8)	(19)	2	(23)	(20)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(8)	(13)	(1)	(21)	(21)
Core profit	(83)	(68)	(103)	99	(15)
Extra-ordinary items	664	0	(0)	0	19
Net Profit	582	(68)	(103)	99	4
EBITDA	188	226	157	400	282
Core EPS (Bt)	(0.04)	(0.03)	(0.05)	0.04	(0.01)
Net EPS (Bt)	0.26	(0.03)	(0.05)	0.04	0.00

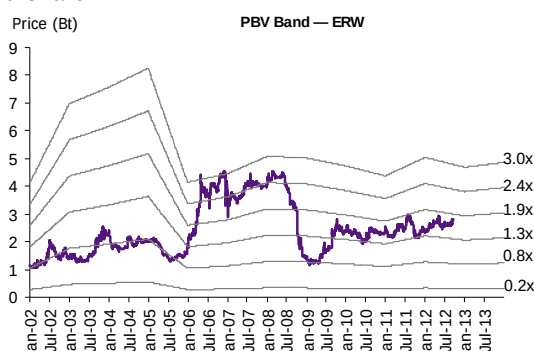
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total current assets	1,297	1,164	771	952	677
Total fixed assets	9,444	9,473	9,494	9,515	9,502
Total assets	12,584	12,464	12,238	12,433	12,124
Total loans	7,827	7,685	7,499	7,451	7,481
Total current liabilities	1,290	1,335	1,445	1,732	1,570
Total long-term liabilities	7,111	6,996	6,728	6,505	6,558
Total liabilities	8,665	8,596	8,468	8,543	8,426
Paid-up capital	2,245	2,245	2,245	2,245	2,245
Total equity	3,920	3,867	3,769	3,890	3,698
BVPS (Bt)	1.75	1.72	1.68	1.73	1.65

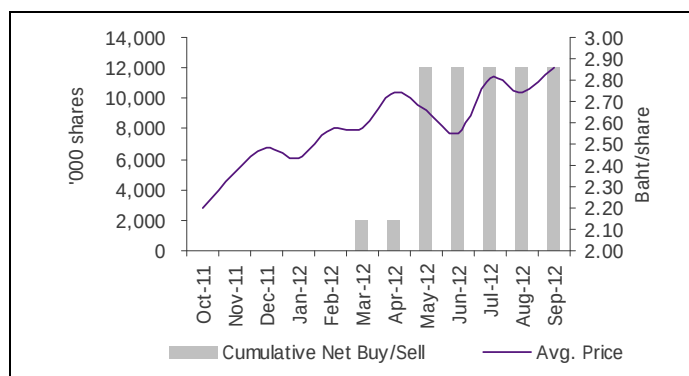
Main Assumptions

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
Occupancy rate (percent)	58	69	74	74	77
Average room rate (ARR, Bt/room/night)	2,399	2,326	2,380	2,432	2,586
Revenues per available room (RevPar, Bt/room/night)	1,400	1,615	1,746	1,801	1,984

PBV Band Chart

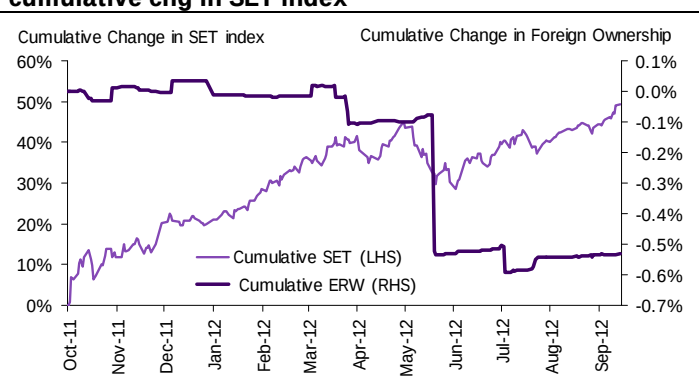


12-Month Cumulative directors trade



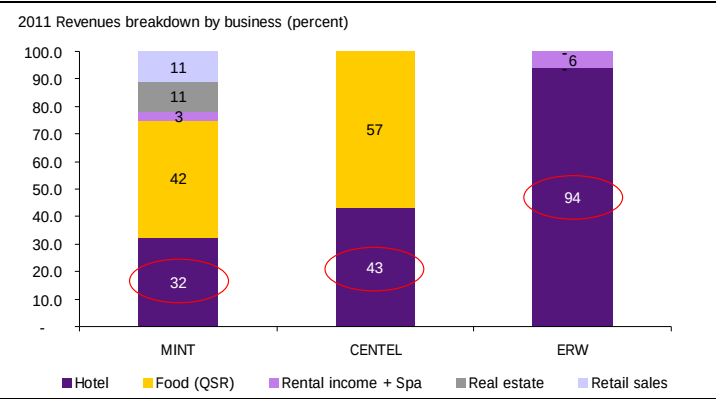
Source: SEC

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



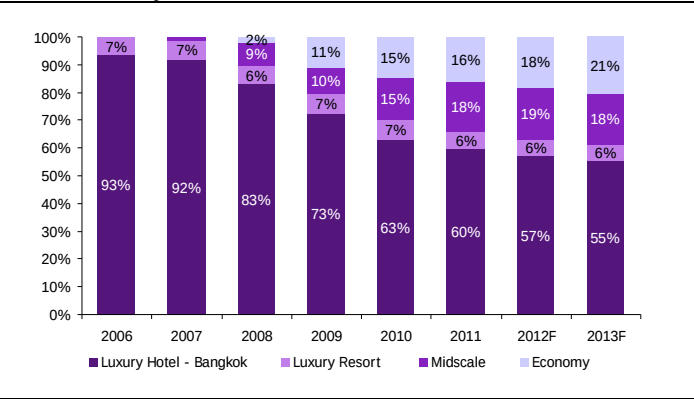
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1 ERW is a pure hotel play



Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 2 More revenue contribution from midscale and economy hotels



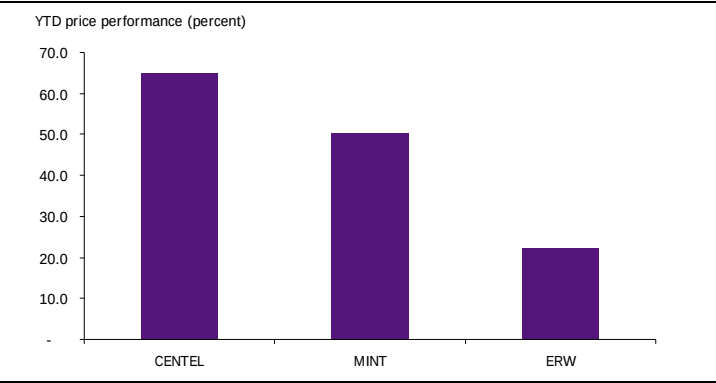
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 3 ERW covers a broader hotel segment from five-star to economy hotels

	Thailand				Overseas
	Luxury (5-star)	First class (4-Star)	Midscale (3-Star)	Budget/Economy hotel	
CENTEL	Centara Grand (e.g. Centara Grand & Bangkok Convention Center, Centara Grand Mirage Beach Resort Pattaya)	Centara (e.g. Centara Villas Samui)		Plan to open the first budget/economy hotel in 2014	
ERW	- Grand Hyatt Erawan Bangkok - JW Marriott - Naka Island at Phuket - Six Sense at Samui		- Courtyard by Marriott - Holiday Inn Pattaya	8 hotels under brand "Ibis"	
MINT	- Anantara (e.g. Anantara Bangkok Riverside, Anantara Hua Hin) - Four Seasons (e.g. Four Seasons Bangkok, Four Seasons Chiang Mai) - Marriott (e.g. Pattaya Marriott) - St. Regis Hotel				Oaks Hotels and Resorts: Operate and rent residential condominium units and serviced suites (Australia)

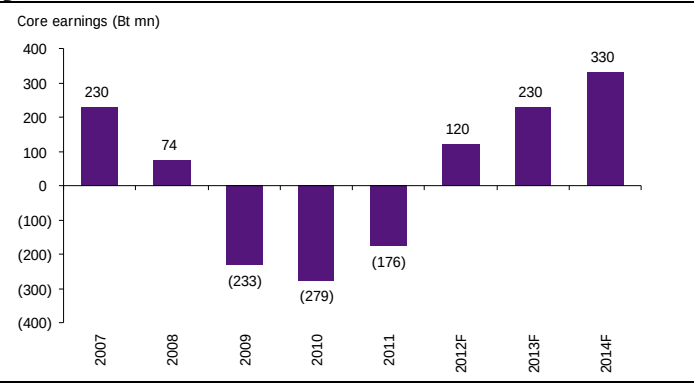
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 4 In its sector, ERW is a laggard play



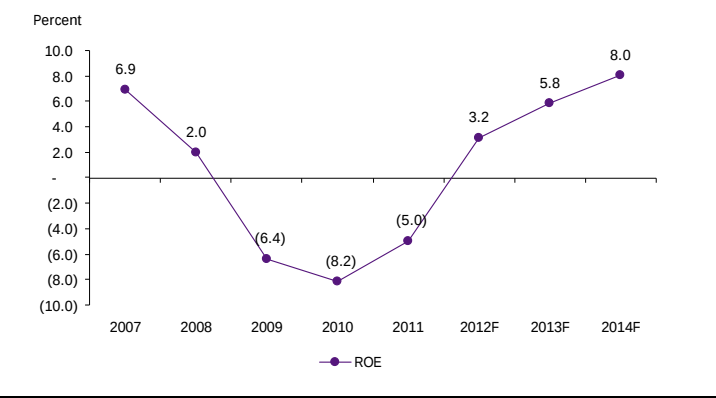
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 5 Earnings turnaround this year and healthy growth onward



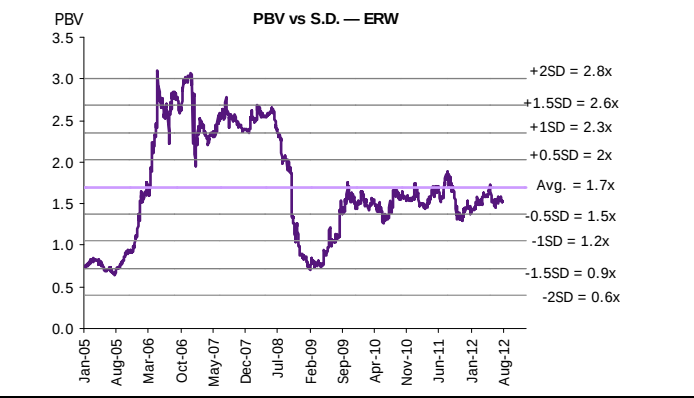
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6 ROE improvement



Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 7 ERW is trading at its historical average



Source: SET, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

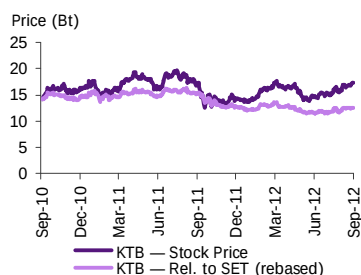
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	17.30
12-m target price (Bt)	21.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.61
Mkt cap (Btbn)	193.41
Mkt cap (US\$mn)	6,269

Bloomberg code	KTB TB
Reuters code	KT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.83
Sector % SET	19.00
Shares issued (mn)	11,180
Par value (Bt)	5
12-m high / low (Bt)	18.9 / 13
Avg. daily 6m (US\$mn)	19.49
Foreign limit / actual (%)	25 / 23
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	8.8	17.8	2.7
Relative to SET	5.1	8.6	-17.9

Source: SET, SCBS Investment Research

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

ความกังวลหมดไป; ได้ประโยชน์จากการลงทุนภาครัฐ

การเพิ่มทุนทั้งของ KTB เอง และ SSI ช่วยให้หนี้ลงทุนคลายความวิตกกังวล โดยการเพิ่มทุนของ KTB จะทำให้ธนาคารมีโอกาสเพิ่ม LLR coverage ส่วนการเพิ่มทุนของ SSI จะทำให้หนี้ลงทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ KTB เป็นธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่กำลังจะมาถึง

Top pick เราเลือก KTB เข้ามาเป็นหุ้น top pick ในกลุ่มธนาคารร่วมกับ KBANK ด้วยเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) การเพิ่มทุนจะช่วยเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจและเปิดโอกาสให้ธนาคารเพิ่ม LLR coverage เพื่อป้องกันความเสี่ยงขาด 2) ความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์มีน้อยลงหลังจาก SSI เพิ่มทุน และ 3) KTB เป็นธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 เราปรับราคาเป้าหมายของ KTB เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 21 บาท (PBV เฉลี่ยปี 2555 และปี 2556 ที่ 1.55 เท่า โดยอิงกับ ROE ระยะยาวที่ 15.8% cost of equity 11.98% และอัตราเติบโต 5%) เนื่องจากเราปรับ PBV เป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 1.4 เท่า สู่ 1.55 เท่า เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มเติบโตในระยะยาวสูงขึ้นอันเป็นผลมาจากฐานเงินกองทุนที่เพิ่มขึ้น

การเพิ่มทุนเป็นการเคลื่อนไหวเชิงบวก KTB กำลังดำเนินการออกหุ้นใหม่จำนวน 2,796,312,250 หุ้น เพื่อเสนอขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมในอัตรา 4 หุ้นเดิม ต่อ 1 หุ้นสามัญเพิ่มทุนใหม่ โดยเสนอขายในราคาหุ้นละ 12.60 บาท เรามองว่าการเพิ่มทุนครั้งนี้เป็นการเคลื่อนไหวเชิงบวก เนื่องจากจะช่วยเพิ่มความสามารถในการขยายธุรกิจและเปิดโอกาสให้ธนาคารเพิ่ม LLR coverage เพื่อป้องกันความเสี่ยงขาด การเพิ่มทุนจะหนุนให้อัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงของธนาคารปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับประมาณ 15% (10% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1) จากระดับประมาณ 13% (8% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1)

การเพิ่มทุนของ SSI ช่วยลดความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ SSI ซึ่งเป็นบริษัทที่ KTB ปลอยสินเชื่อก้อนใหญ่ให้ กำลังดำเนินการเพิ่มทุน 1.32 หมื่นล้านบาท โดยส่วนใหญ่จะได้รับการสนับสนุนจาก Vanomet ที่เป็นพันธมิตรใหม่ของบริษัท และผู้ถือหุ้นรายใหญ่ การเพิ่มทุนจะช่วยให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ SSI ปรับลดลงจากระดับ 3.1 เท่า สู่ระดับ 1.6 เท่า ซึ่งจะช่วยให้เจ้าหนี้ของบริษัทซึ่งมี KTB รวมอยู่ด้วย มีความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ลดลง ในจำนวนเจ้าหนี้ 3 รายใหญ่ที่ปล่อยกู้ให้กับ SSI (SCB KTB และ TISCO) KTB เป็นธนาคารเพียงแห่งเดียวที่อาจจะมี LLR ส่วนเกิน (เพียง 2.9 พันล้านบาท) ไม่มากพอรองรับความจำเป็นในการตั้งสำรองเพิ่มถ้า SSI เปลี่ยนสถานะกลายเป็น NPL ดังนั้นความเสี่ยงที่ลดลงสำหรับสินเชื่อที่ปล่อยให้กับ SSI จะส่งผลดีต่อ KTB มากที่สุด เราประเมินมูลค่าเมื่อหนี้สงสัยจะสูญพิเศษจำนวน 6 พันล้านบาทในงวดครึ่งหลังปี 2555 และ 4 พันล้านบาทในปี 2556 (เพิ่มเติมจากค่าเมื่อหนี้สงสัยจะสูญตามปกติจำนวน 6 พันล้านบาทต่อปี) เข้ามาไว้ในงบคำนวณของเราแล้ว ซึ่งจะทำให้ LLR coverage ปรับเพิ่มขึ้นจากระดับ 70% ณ ไตรมาส 2 ปี 2555 สู่ระดับ 80% ณ สิ้นปี 2555 และ 90% ณ สิ้นปี 2556 SSI จะเริ่มชำระคืนเงินกู้ให้กับธนาคารสามแห่งนี้ในไตรมาส 2 ปี 2556

ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐ ในฐานะธนาคารของรัฐ KTB จึงเป็นหนึ่งในธนาคารหลักที่ทำหน้าที่ปล่อยกู้ให้กับโครงการภาครัฐ เราคาดว่าโครงการลงทุนภาครัฐจะปรับตัวเร่งขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 และปี 2556 ขณะที่ ธปท.คาดการณ์อัตราการขยายตัวของการลงทุนภาครัฐที่ 10.5% ในปี 2555 และ 22% ในปี 2556 รัฐบาลเพิ่งกู้เงินเพียง 1 หมื่นล้านบาท (จาก KTB) จากงบลงทุนทั้งหมด 3.5 แสนล้านบาทสำหรับโครงการป้องกันน้ำท่วม เราคาดว่า KTB จะขยายสินเชื่อได้ถึงถึง 12% ในปี 2555 และ 14% ในปี 2556

กรรมการผู้จัดการใหญ่คนใหม่ นายวรภัต ชันยาวงษ์ ดูเหมือนจะมีแนวโน้มสูงสุดที่จะเข้ามาดำรงตำแหน่ง กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ KTB แทนนายอภิศักดิ์ ตันติวรวงศ์ ในเดือน พ.ย. 2555 เรามองบวกหากนายวรภัตเข้ามาดำรงตำแหน่งกรรมการผู้จัดการใหญ่ของ KTB เนื่องจากนายวรภัตมีประสบการณ์ทำงานในธุรกิจการธนาคารมานานกว่า 20 ปี ปัจจุบันนายวรภัตดำรงตำแหน่งประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหาร บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันซ่า อดีตเคยดำรงตำแหน่งรองผู้จัดการใหญ่ กลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ 1 ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ในปี 2552-2553 กรรมการผู้จัดการใหญ่กลุ่มธนาคาร และบริษัทหลักทรัพย์เจมัวร์แแกน (ประเทศไทย) จำกัด ในปี 2537-2552 กรรมการผู้จัดการ ธนาคารดอยช์แบงก์ สาขาประเทศไทย ในปี 2534-2537 นายวรภัตเริ่มต้นทำงานด้านการธนาคารกับแบงก์ค้อฟอเมริกา สาขาประเทศไทย ในตำแหน่งนักวิเคราะห์สินเชื่อ และลาออกเมื่อครั้งที่อยู่ในตำแหน่งกรรมการผู้จัดการใหญ่

Forecasts and valuation

FY Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Pre-provision profit	(Bt mn)	21,037	30,572	35,510	40,859	44,236
Net profit	(Bt mn)	14,913	17,027	23,424	30,070	34,556
PPP/Sh	(Bt)	1.88	2.73	2.54	2.92	3.16
EPS	(Bt)	1.33	1.52	1.68	2.15	2.47
BVPS	(Bt)	11.25	11.61	12.66	14.16	15.77
DPS	(Bt)	0.51	0.62	1.01	0.86	0.99
PER	(x)	12.98	11.36	10.33	8.04	7.00
P/PPP	(x)	9.20	6.33	6.81	5.92	5.47
EPS growth	(%)	22.35	14.18	10.05	28.37	14.92
PBV	(x)	1.54	1.49	1.37	1.22	1.10
ROE	(%)	12.52	13.32	15.27	16.04	16.51
Dividend yields	(%)	2.95	3.58	5.81	4.97	5.71

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Interest & dividend income	60,857	82,938	98,316	107,242	117,465
Interest expense	21,089	32,554	39,526	41,984	47,040
Net interest income	39,768	50,384	58,790	65,258	70,425
Non-interest income	15,427	18,868	19,903	21,978	24,292
Non-interest expenses	29,712	33,175	37,154	40,159	43,194
Earnings before tax & provision	25,483	36,077	41,539	47,076	51,523
Tax	5,535	5,777	6,829	7,057	8,169
Equities & minority interest	(1,089)	(272)	(800)	(840)	(882)
Core pre-provision profit	21,037	30,572	35,510	40,859	44,236
Provision	6,124	13,544	12,086	10,789	9,680
Core net profit	14,913	17,027	23,424	30,070	34,556
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	14,913	17,027	23,424	30,070	34,556
EPS (Bt)	1.33	1.52	1.68	2.15	2.47
DPS (Bt)	0.51	0.62	1.01	0.86	0.99

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Cash	35,328	37,331	38,883	40,163	41,303
Interbank assets	210,965	198,203	243,347	255,514	268,290
Investments	201,596	226,500	226,500	226,500	226,500
Gross loans	1,247,841	1,423,172	1,593,953	1,817,106	1,962,475
Accrued interest receivable	3,954	5,810	5,810	5,810	5,810
Loan loss reserve	45,126	44,271	56,357	67,146	76,826
Net loans	1,206,670	1,384,712	1,543,406	1,755,770	1,891,459
Total assets	1,762,476	1,964,999	2,154,187	2,381,370	2,532,380
Deposits	1,248,051	1,285,390	1,645,299	1,875,640	2,004,122
Interbank liabilities	142,739	161,503	161,503	161,503	161,503
Borrowings	181,317	308,934	91,067	66,860	66,860
Total liabilities	1,636,689	1,835,174	1,977,216	2,183,351	2,311,832
Minority interest	0	0	0	0	0
Paid-up capital	57,604	57,604	72,005	72,005	72,005
Total Equities	125,787	129,825	176,971	198,020	220,548
BVPS (Bt)	11.25	11.61	12.66	14.16	15.77

Key Assumptions and Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Growth					
YoY loan growth	16.43	14.05	12.00	14.00	8.00
YoY fee & insurance income growth	11.54	10.06	12.00	12.00	12.00
Profitability					
Yield on earn'g assets (%)	3.90	4.70	5.00	4.92	4.94
Cost on int-bear'g liab (%)	1.42	1.96	2.16	2.10	2.17
Spread (%)	2.48	2.75	2.84	2.82	2.77
Net interest margin(%)	2.55	2.86	2.99	2.99	2.96
ROE (%)	12.52	13.32	15.27	16.04	16.51
Asset Quality					
NPLs/Total Loans(%)	6.10	4.49	4.37	4.05	3.98
LLR/NPLs(%)	59.11	68.97	80.90	91.17	98.25
Provision expense/Total loans (%)	0.49	0.95	0.76	0.59	0.49
Liquidity					
Loans/Deposits & borrowings (%)	87.30	89.26	91.80	93.54	94.76
Efficiency					
Cost to income ratio (%)	53.83	47.90	47.21	46.04	45.60
Capital Fund					
Capital adequacy ratio(%)	15.52	13.66	15.74	15.19	15.37
Tier-1(%)	9.90	8.64	11.28	11.23	11.67
Tier-2(%)	5.62	5.02	4.46	3.97	3.70

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Interest & dividend income	19,917	21,910	22,962	23,521	25,305
Interest expense	7,587	8,572	9,611	9,802	11,016
Net interest income	12,330	13,338	13,351	13,719	14,289
Non-interest income	3,968	5,379	4,539	4,748	5,125
Non-interest expenses	7,614	8,398	9,267	8,872	8,678
Earnings before tax & provision	8,684	10,318	8,623	9,595	10,736
Tax	2,208	1,913	(135)	1,970	2,210
Equities & minority interest	(278)	(100)	447	(279)	(360)
Core pre-provision profit	6,754	8,505	8,311	7,904	8,885
Provision	1,513	3,012	7,505	1,527	1,543
Core net profit	5,241	5,493	805	6,377	7,343
Extra item	0	0	0	0	0
Net profit	5,241	5,493	805	6,377	7,343
EPS (Bt)	0.47	0.49	0.07	0.57	0.66

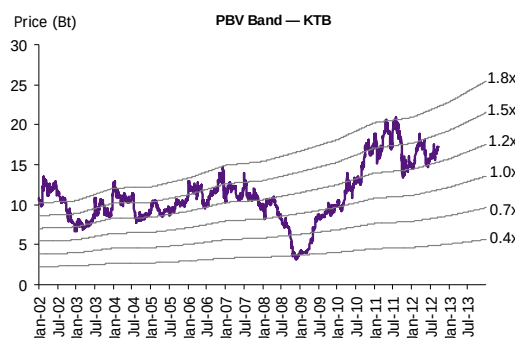
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash	30,907	30,179	37,331	29,631	27,595
Interbank assets	188,522	243,940	198,203	254,905	280,169
Investments	232,625	233,230	226,500	261,393	279,362
Gross loans	1,327,810	1,317,298	1,423,172	1,488,171	1,499,375
Accrued interest receivable	3,709	3,683	5,810	5,987	5,620
Loan loss reserve	35,850	38,174	44,271	42,642	43,560
Net loans	1,295,670	1,282,807	1,384,712	1,451,517	1,461,435
Total assets	1,849,248	1,918,532	1,964,999	2,153,242	2,145,343
Deposits	1,312,387	1,269,009	1,285,390	1,460,582	1,578,018
Interbank liabilities	135,141	180,884	161,503	202,880	179,870
Borrowings	211,297	246,124	308,934	264,528	180,670
Total liabilities	1,727,381	1,792,977	1,835,174	2,017,189	2,007,740
Minority interest	0	0	0	0	0
Paid-up capital	57,604	57,604	57,604	57,604	57,604
Total Equities	121,867	125,555	129,825	136,054	137,603
BVPS (Bt)	10.90	11.23	11.61	12.16	12.30

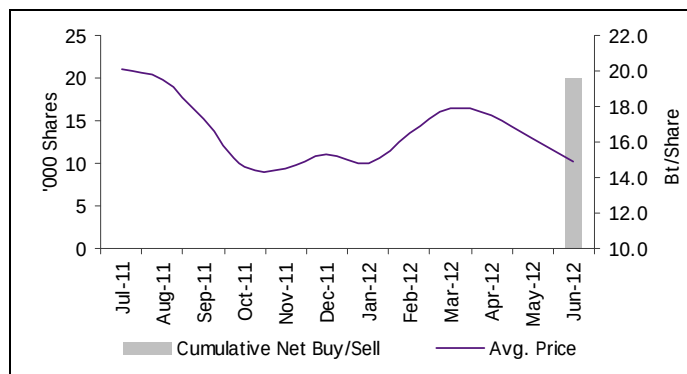
Financial Ratios

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
YoY loan growth	14.18	12.62	14.05	14.39	12.92
YoY fee & insurance income growth	14.33	10.98	(0.48)	5.98	7.08
Yield on earn'g assets (%)	4.46	4.90	4.97	4.82	4.95
Cost on int-bear'g liab (%)	1.63	1.86	1.98	1.99	2.04
Net interest margin(%)	2.76	2.98	2.89	2.81	2.79
Cost to income ratio (%)	46.72	44.87	51.80	48.04	44.70
NPLs/Total Loans(%)	5.09	5.09	4.51	4.34	4.17
LLR/NPLs(%)	53.08	56.90	68.97	65.96	69.71
Provision expense/Total loans (%)	0.46	0.91	2.11	0.41	0.41

PBV Band Chart

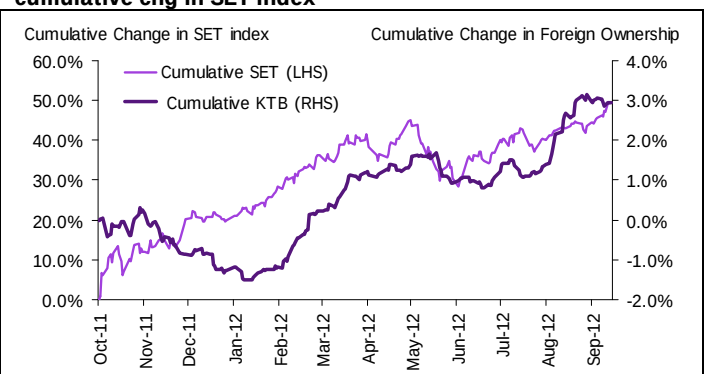


12-Month Cumulative directors trade



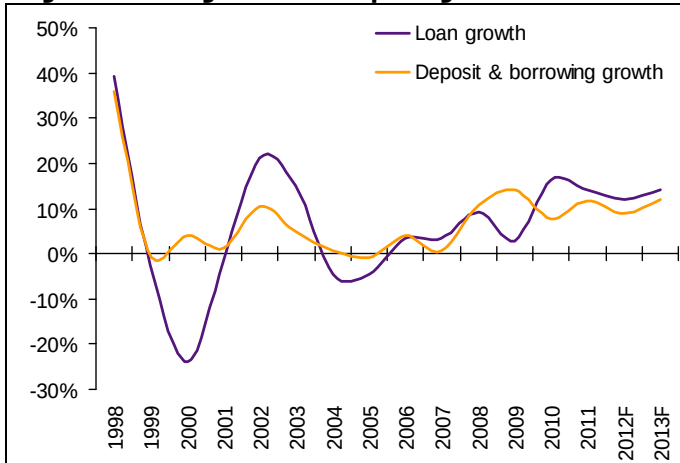
Source: SEC

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



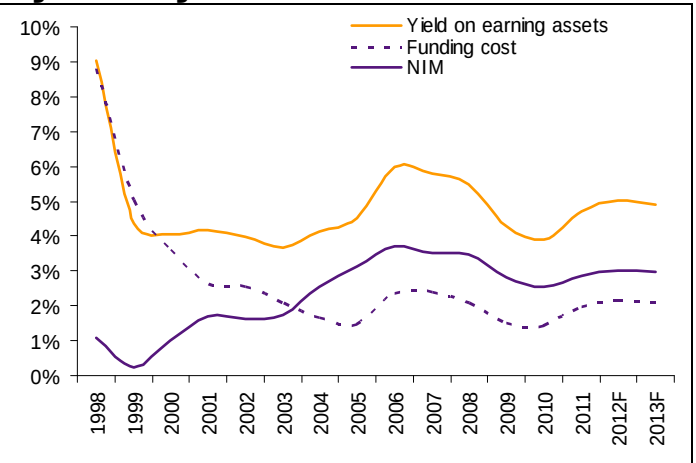
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Loan growth vs. deposit growth



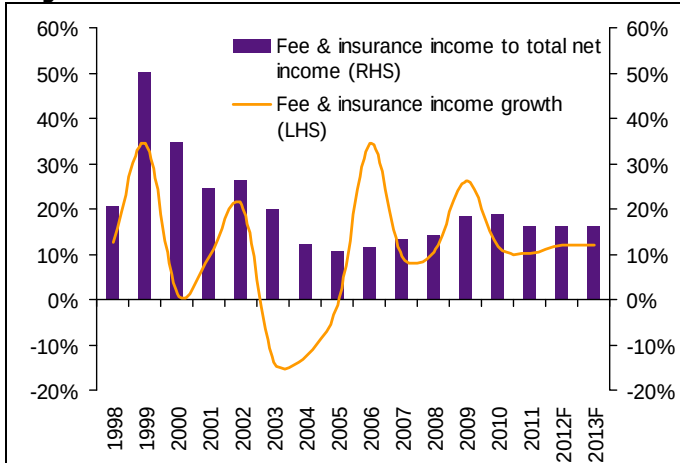
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 2: Margin



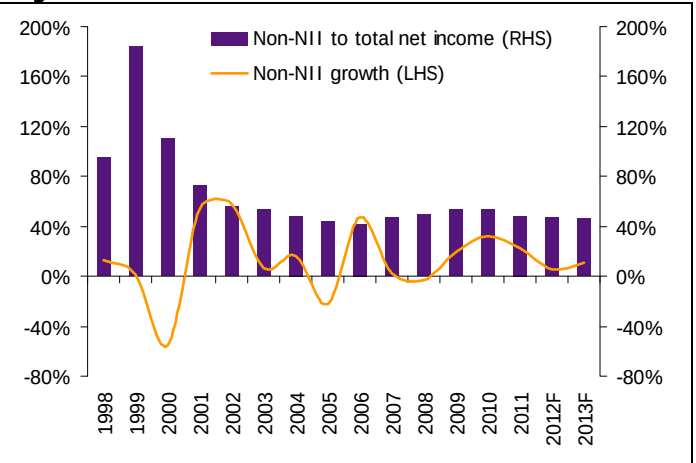
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 3: Fee income



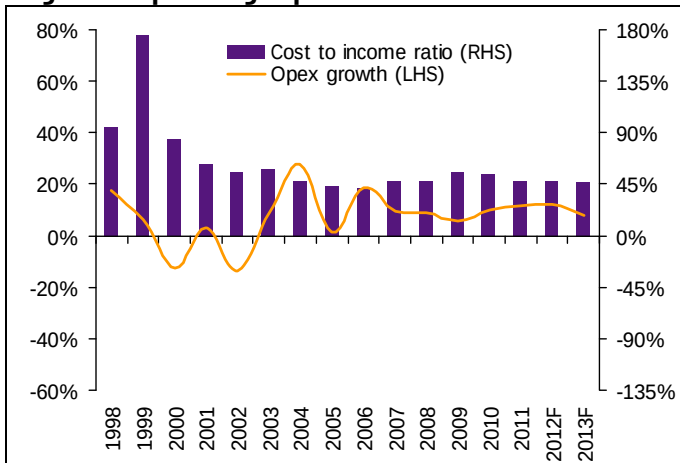
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 4: Non-interest income



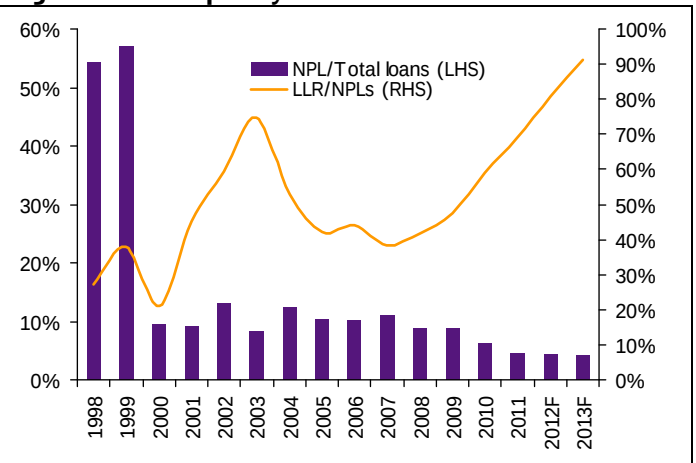
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: Operating expenses



Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 6: Asset quality



Source: KTB and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



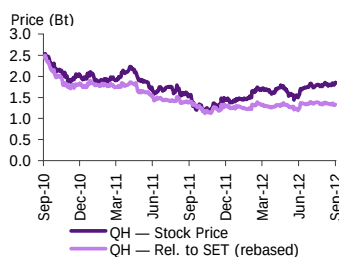
ข้อ

Stock data

Last close (Sep 18) (Bt)	1.84
12-m target price (Bt)	3.30
Upside (Downside) to TP (%)	79.35
Mkt cap (Btbn)	16.90
Mkt cap (US\$mn)	548

Bloomberg code	QH TB
Reuters code	QH.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.16
Sector % SET	6.39
Shares issued (mn)	9,184
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	2 / 1.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.53
Foreign limit / actual (%)	40 / 22
Free float (%)	62.8
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.2	16.5	19.5
Relative to SET	-1.3	7.3	-4.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ยุฬรภี ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

มิเชอร์ไพรส์ด้านบวกรออยู่ข้างหน้า

QH ยังคงเป็นหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าทางปัจจัยพื้นฐานมากที่สุดในการวิเคราะห์ของเรา โดยราคาหุ้นปัจจุบันมี **Upside** มากกว่า 70% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ของเรา ซึ่งเราเชื่อว่าน่าจะเกิดจากความผิดหวังที่ตลาดมีต่อธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยของบริษัท ในขณะที่เราเชื่อว่าตลาดประเมินยอดขายของ QH ไว้ต่ำเกินไป และจะเซอร์ไพรส์เมื่อยอดขายในช่วงที่เหลือของปีนี้สูงกว่าคาด ประมาณการกำไรปี 2556-2557 ของเราสูงกว่าตลาดคาดอยู่ 23-33% แนะนำ “ซื้อ” QH

การเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นในครึ่งปีหลังส่งสัญญาณยอดขายสูงกว่าคาด ในงานประชุมนักวิเคราะห์เพื่อชี้แจงผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ที่ QH จัดขึ้นเมื่อเดือนก่อน QH ประกาศปรับเปลี่ยนแผนเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2555 คิดเป็นมูลค่ารวม 3.3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 23% จากแผนเดิมที่ 2.67 หมื่นล้านบาท โครงการหลักๆ ที่เพิ่มเติมเข้ามา คือ โครงการคอนโด 4 โครงการ มูลค่า 5 พันล้านบาท และโครงการแนวราบ 1 โครงการ มูลค่า 831 ล้านบาท ทั้งนี้แม้บริษัทจะเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่ม แต่ผู้บริหารก็ยังคงเป้าหมายยอดขายทั้งปี 2555 เอาไว้ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท ซึ่งดูเหมือนจะเป็นไปในทางเดียวกับประมาณการของนักวิเคราะห์ในตลาด เนื่องจากประมาณการยอดขายที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาดการณ์ไว้สำหรับ QH ไม่ได้เปลี่ยนแปลงไปมากนักนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2555

ยอดขายมีแนวโน้มสูงกว่าตลาดคาด เราคาดว่า QH จะทำยอดขายได้ถึง 1.7 หมื่นล้านบาทในปี 2555 สูงกว่าเป้าหมายของบริษัทและประมาณการของตลาดอยู่ 13% เราคาดการณ์ยอดขายคอนโดที่ 7 พันล้านบาท (อิงกับอัตราการขายตามหลักอนุรักษนิยมที่ 20%) และยอดขายโครงการแนวราบที่ 1 หมื่นล้านบาท (อิงกับยอดขายเฉลี่ยต่อเดือนในช่วง 8 เดือนแรกปี 2555 ที่ 825 ล้านบาท/เดือน) เนื่องจากยอดขายโครงการแนวราบมีแนวโน้มเติบโตตามโครงการที่เปิดตัวใหม่ ดังนั้นประมาณการยอดขายโครงการแนวราบของเราจึงเป็นตัวเลขด้านอนุรักษนิยมอย่างมาก เนื่องจากไม่ได้คำนึงถึงผลกระทบของการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นในครึ่งปีหลัง (มูลค่าโครงการเปิดตัวใหม่ในครึ่งหลังปี 2555 คิดเป็น 2.5 เท่าของมูลค่าโครงการเปิดตัวใหม่ในครึ่งแรกปี 2555) นอกจากนี้ยอดขายในช่วง 8 เดือนแรกปี 2555 ของ QH ก็คิดเป็น 80% ของเป้าหมายยอดขายทั้งปีของบริษัท เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 70% ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยอื่นๆ ในการวิเคราะห์ของเรา

การโอนกรรมสิทธิ์จะปรับตัวเร่งขึ้นก่อนสิ้นปีนี้ มาตรการคินภาสี 10% ให้กับผู้ซื้อบ้านหลังแรกกำลังจะหมดอายุลงในสิ้นปีนี้ ดังนั้นเรามิแนวโน้มที่จะเห็นผู้ซื้อบ้านหลังแรกเร่งโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลดีต่อบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่มีสต็อกบ้านสร้างเสร็จก่อนขาย (พร้อมโอน) อยู่มาก QH เป็นหนึ่งในบริษัทที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มเช่นนี้

ประมาณการกำไรปี 2556-2557 ของเราสูงกว่าตลาดคาดอยู่ 23-33% ประมาณการกำไรปี 2555 ที่เราทำไว้สำหรับ QH ก่อนช่วงใกล้เคียงกับประมาณการของตลาด แต่สูงกว่าตลาดคาดอยู่ 23-33% ในปี 2556 และปี 2557 เพราะสมมติฐานยอดขายของเราสูงกว่าของตลาด เราคาดว่าจะเห็นตลาดปรับประมาณการกำไรของ QH เพิ่มขึ้นเมื่อบริษัทประกาศตัวเลขยอดขายใหม่ในเดือนต่อไป

ราคาหุ้นมี **Upside** มากกว่า 70% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา ราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ของ QH ที่ 3.3 บาท/หุ้น คำนวณได้จากวิธี sum-of-the-parts (SOTP) ซึ่งประกอบด้วย: 1) มูลค่าธุรกิจพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่ 1.4 บาท/หุ้น; และ 2) มูลค่าเงินลงทุนที่ 1.9 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	13,241	9,849	13,619	15,696	17,448
EBITDA	(Btmn)	2,776	1,503	3,097	2,947	3,292
Core profit	(Btmn)	1,778	767	1,583	2,108	2,410
Reported profit	(Btmn)	2,002	853	2,333	2,108	2,410
Core EPS	(Bt)	0.21	0.09	0.17	0.23	0.26
DPS	(Bt)	0.12	0.01	0.10	0.09	0.10
P/E, core	(X)	8.9	20.7	10.8	8.1	7.1
EPS growth, core	(%)	10.1	(56.8)	90.4	33.2	14.3
P/BV, core	(X)	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
ROE	(%)	13.7	5.8	10.8	12.6	13.3
Dividend yield	(%)	6.4	0.5	5.4	4.9	5.6
EV/EBITDA	(X)	11.5	26.3	13.1	14.5	13.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	13,241	9,849	13,619	15,696	17,448
Cost of goods sold	9,359	6,981	9,549	11,024	12,254
Gross profit	3,882	2,868	4,070	4,672	5,195
SG&A	1,943	2,346	2,920	3,181	3,604
Other income	71	98	98	98	98
Interest expense	259	309	321	364	391
Pre-tax profit	1,751	311	926	1,225	1,298
Corporate tax	515	182	213	245	260
Equity a/c profits	543	639	870	1,128	1,372
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	1,778	767	1,583	2,108	2,410
Extra-ordinary items	223	86	750	0	0
Net Profit	2,002	853	2,333	2,108	2,410
EBITDA	2,776	1,503	3,097	2,947	3,292
Core EPS (Bt)	0.21	0.09	0.17	0.23	0.26
Net EPS (Bt)	0.24	0.10	0.25	0.23	0.26
DPS (Bt)	0.12	0.01	0.10	0.09	0.10

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	12,205	18,176	22,337	25,603	28,675
Total fixed assets	18,344	19,790	17,912	18,022	18,133
Total assets	30,549	37,966	40,250	43,626	46,808
Total loans	14,690	22,601	21,924	23,924	25,424
Total current liabilities	4,944	11,269	12,592	18,792	25,008
Total long-term liabilities	12,232	13,529	11,529	7,529	2,929
Total liabilities	17,176	24,798	24,121	26,322	27,937
Paid-up capital	8,477	8,477	9,184	9,184	9,184
Total equity	13,373	13,168	16,128	17,304	18,871
BVPS (Bt)	1.58	1.55	1.76	1.88	2.05

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,778	767	1,583	2,108	2,410
Depreciation and amortization	223	244	229	230	231
Operating cash flow	-830	-5,685	-1,309	-966	-83
Investing cash flow	21	-1,033	1,122	-340	-342
Financing cash flow	738	6,718	-50	1,067	657
Net cash flow	-72	-1	-236	-239	232

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin (%)	29.3	29.1	29.9	29.8	29.8
Operating margin (%)	14.6	5.3	8.4	9.5	9.1
EBITDA margin (%)	21.0	15.3	22.7	18.8	18.9
EBIT margin (%)	19.3	12.8	21.1	17.3	17.5
Net profit margin (%)	15.1	8.7	17.1	13.4	13.8
ROE (%)	13.7	5.8	10.8	12.6	13.3
ROA (%)	6.0	2.2	4.0	5.0	5.3
Net D/E (x)	1.0	1.6	1.3	1.3	1.3
Interest cover (x)	10.7	4.9	9.6	8.1	8.4
Debt service cover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
Payout Ratio (%)	50.8	9.2	40.0	40.0	40.0

12-Month Cumulative directors trade

NA

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total revenue	2,852	3,026	1,786	2,411	2,612
Cost of goods sold	2,005	2,153	1,249	1,669	1,778
Gross profit	847	874	536	742	834
SG&A	587	587	652	518	612
Other income	21	20	34	25	46
Interest expense	63	91	91	91	70
Pre-tax profit	218	216	-172	158	198
Corporate tax	84	97	-29	42	45
Equity a/c profits	151	156	195	188	185
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	286	275	52	304	337
Extra-ordinary items	79	0	3	0	0
Net Profit	365	275	55	304	337
EBITDA	494	519	182	500	515
Core EPS (Bt)	0.03	0.03	0.01	0.04	0.04
Net EPS (Bt)	0.04	0.03	0.01	0.04	0.04
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00

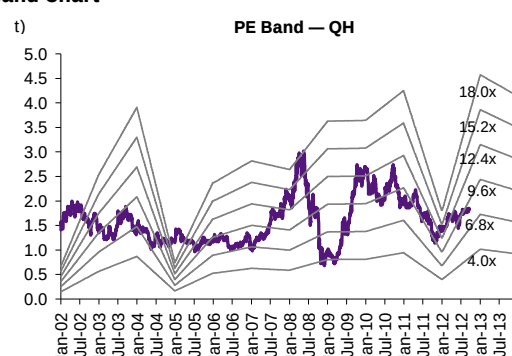
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total current assets	16,085	16,263	18,176	19,446	21,958
Total fixed assets	18,613	20,417	19,790	19,434	18,943
Total assets	34,699	36,680	37,966	38,879	40,901
Total Loans	19,456	21,107	22,601	22,949	24,521
Total current liabilities	9,185	10,525	11,269	11,051	13,260
Total long-term liabilities	12,728	13,094	13,529	14,390	13,943
Total liabilities	21,913	23,619	24,798	25,441	27,203
Paid-up capital	8,477	8,477	8,477	8,477	9,184
Total equity	12,785	13,061	13,168	13,438	13,698
BVPS (Bt)	1.51	1.54	1.55	1.59	1.49

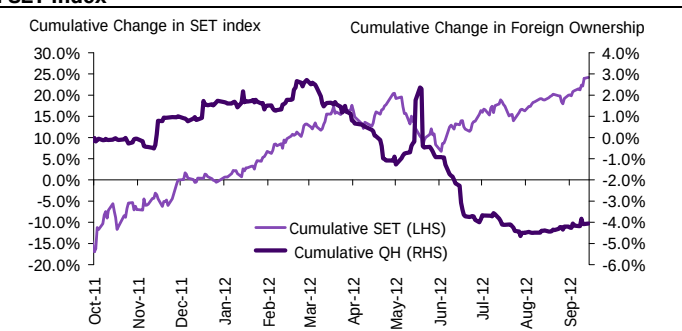
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
SDH and TH revenue (Btbn)	9,364	7,638	9,055	10,057	11,031
Condo revenue (Btbn)	2,870	1,176	3,550	4,664	5,404
Rental revenue (Btbn)	1,006	1,035	1,013	975	1,013
Gross margin for RE (%)	29.2	28.3	30.2	30.2	30.2
SG&A/revenue (%)	14.7	23.8	21.4	20.3	20.7
Effective tax rate (%)	29.4	58.6	23.0	20.0	20.0

PE Band Chart

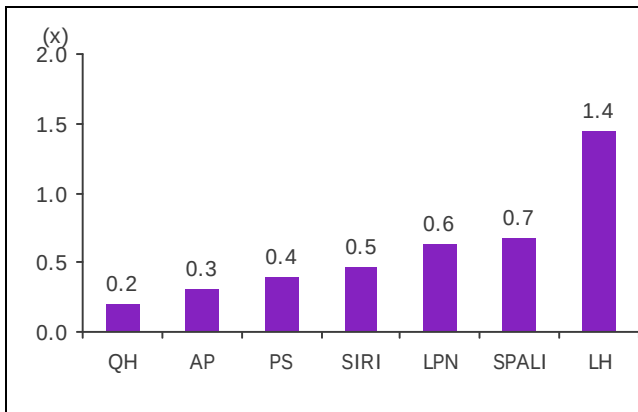


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



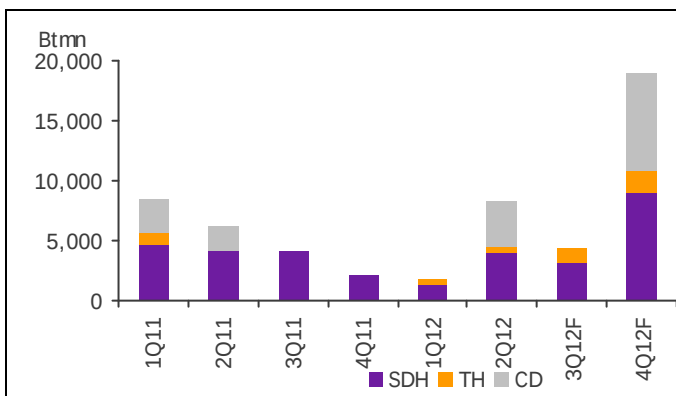
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: QH is cheapest PEG valuation



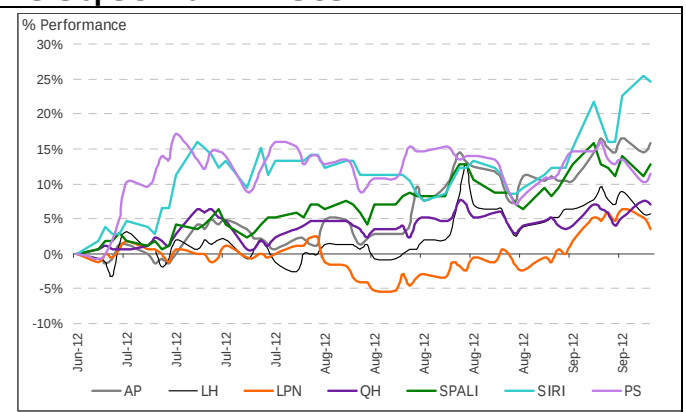
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Planned new launches



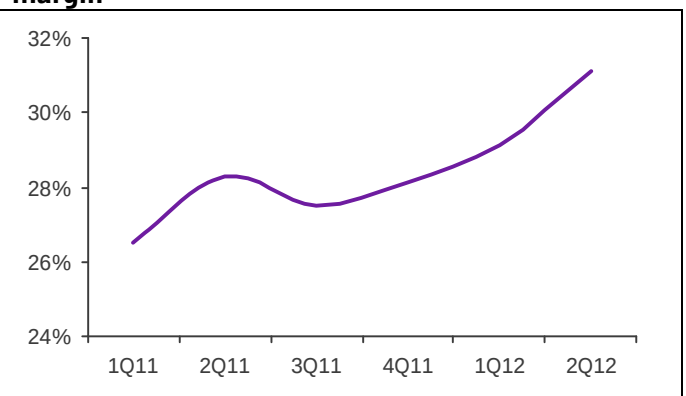
Source: Company

Figure 2: Share price performance of residential developers in our universe



Source: Bloomberg

Figure 4: Steadily improving low-rise product margin



Source: Company

Figure 5: Planned new launches in 2H12

Projects	Location	TYPE	Total (Units)	Project Value (Btmn)	Target Launch
Trust Ville Kanchanapisek-Hathairat	Bangkok	SDH	435	1,400	3Q12
Gusto Tanam-nonnt	Bangkok	TH	340	762	3Q12
Total projects to be launched in 3Q12			775	2,162	
Q. House Villa Nakorn Ping	Chiangmai	SDH	37	331	4Q12
Casa Grand Outer Ring Road-On nut	Bangkok	SDH	226	1,800	4Q12
Casa Legend Kaset-Nawamintr	Bangkok	SDH	130	1,500	4Q12
Casa Legend Ratchaphruk-Pinklao	Bangkok	SDH	125	1,483	4Q12
Casa Premium Ratchaphruk-Pharam 5	Bangkok	SDH	311	2,065	4Q12
Casa Presto Pharam 5 - Ratchaphruk	Bangkok	SDH	373	2,117	4Q12
Casa Ville Bangna-Teparak	Bangkok	SDH	340	1,000	4Q12
The Trust City Kaset - Navamintr	Bangkok	TH	104	500	4Q12
Gusto Ramkhamhang	Bangkok	TH	471	1,013	4Q12
Gusto Sathorn	Bangkok	TH	205	451	4Q12
Gusto Phahon Yothin-Ramintra	Bangkok	TH	171	376	4Q12
Q. Asoke	Bangkok	Condo	482	3,120	4Q12
The Trust Residence Ngam Wong Wan	Bangkok	Condo	1200	2,100	4Q12
The Trust Residence Hua Hin	Hua Hin	Condo	671	1,530	4Q12
The Trust Residence South Pattaya	Chonburi	Condo	609	923	4Q12
The Trust Residence Nakhon Pathom	Nakhon Pathom	Condo	500	500	4Q12
Total projects to be launched in 4Q12			5,955	20,809	

Source: Company

This page is left blank intentionally

ข้อ

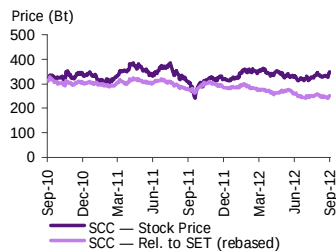
แนวโน้มธุรกิจปรับตัวดีขึ้น

Stock Data

Last close (Sep 18) (Bt)	351.00
12-m target price (Bt)	400.00
Upside (Downside) to TP (%)	13.96
Mkt cap (Btbn)	421.20
Mkt cap (US\$mn)	13,653

Bloomberg code	SCC TB
Reuters code	SCC.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.99
Sector % SET	5.60
Shares issued (mn)	1,200
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	365 / 236
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.24
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	67.7
Dividend policy (%)	40-50

Share performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.5	6.7	15.8
Relative to SET	0.0	-1.7	-7.4

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ราคาหุ้น SCC ปรับตัว underperform SET อยู่ 10% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน โดยได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ในงวดครึ่งแรกปี 55 คือ เหตุระเบิดที่ BST และขาดทุนจากสินค้าคงเหลือ ณ ระดับราคาตอนนี้ เราเชื่อว่าผลประกอบการที่แย่งในงวดครึ่งแรกปี 55 และการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาดสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว และเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม เนื่องจาก 1) กำไรงวดครึ่งหลังปี 55 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากครึ่งปีแรก (เทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่คาดว่าจะรายงานกำไรลดลงในครึ่งปีหลัง); 2) กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 27% ต่อปี (สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ 25%); และ 3) Valuation ถูก โดยเทรดที่ PE ปี 56 ระดับ 12 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณจากวิธี SOTP ที่ 400 บาท

ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่งและการปรับลดประมาณการกำไรสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว ราคาหุ้น SCC ปรับตัว underperform SET อยู่ 10% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน โดยได้รับผลกระทบจากปัจจัยที่ไม่สามารถคาดการณ์ได้ในงวดครึ่งแรกปี 2555 คือ เหตุระเบิดที่ BST และขาดทุนจากสินค้าคงเหลือ ณ ระดับราคาตอนนี้ เราเชื่อว่าผลประกอบการที่แย่งในงวดครึ่งแรกปี 2555 และการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาดสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว (-10% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา)

ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 55 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากครึ่งปีแรก เราคาดว่าผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2555 ของ SCC จะมีแนวโน้มดีกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน กำไรงวดครึ่งแรกปี 2555 ของ SCC คิดเป็น 41% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา และเราคาดว่ากำไรงวดครึ่งปีหลังจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก แทนที่จะปรับตัวลดลงตามปัจจัยฤดูกาลเหมือนกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) แนวโน้มที่จะมีกำไรจากสินค้าคงเหลือในไตรมาส 3 ปี 2555 (เทียบกับขาดทุน 2 พันล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555) เพราะราคาขายผลิตภัณฑ์พื้นผิวดีขึ้นตามราคาน้ำมัน แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมียังอยู่ในระดับต่ำ; 2) ผลกระทบที่ลดน้อยลงจากการปิดโรงงาน BST (600 ล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555) หลังจากแก้ปัญหาเรื่องขาดแคลนวัตถุดิบได้เดือน ก.ค. และคาดว่าจะกลับมาเปิดโรงงาน BST ได้อีกครั้งในไตรมาส 4 ปี 2555 (จากการประเมินของการนิคมอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย); 3) ปริมาณขายกระดาษเคมีภัณฑ์ พื้นผิวดีขึ้นจากการฟื้นตัวอย่างเต็มที่ของห่วงโซ่อุปทานหลังน้ำท่วม; และ 4) ปริมาณขายปูนซีเมนต์/วัสดุก่อสร้างอยู่ในระดับที่ต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

กำไรเติบโตสูงในระยะยาว และ Valuation ถูก เราคาดว่า SCC จะรายงานกำไรเติบโตสูงในระยะยาว โดยคาดว่าจะกำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าจะเติบโตที่อัตราเฉลี่ย 27% ต่อปี เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ 25% โดยจะได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ธุรกิจปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวถึงจุดต่ำสุดแล้วในปี 2555 เพราะอุปสงค์ทั่วโลกเติบโตอย่างต่อเนื่อง และไม่มีอุปทานเพิ่ม; และ 2) ธุรกิจที่ไม่ใช่ปิโตรเคมีแข็งแกร่งต่อเนื่อง Valuation ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยปัจจุบันหุ้น SCC เเทรดที่ PE ปี 2556 ระดับ 12 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าที่ระดับเฉลี่ย 27% ต่อปี

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SCC ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ซึ่งคำนวณได้จากวิธี sum-of-the-parts (SOTP) ที่ 400 บาท ซึ่งประกอบด้วย EV/EBITDA ของธุรกิจปิโตรเคมีที่ 8.5 เท่า EV/EBITDA ของธุรกิจกระดาษที่ 9.0 เท่า EV/EBITDA ของธุรกิจปูนซีเมนต์ที่ 12.0 เท่า EV/EBITDA ของธุรกิจวัสดุก่อสร้างที่ 10.0 เท่า และ EV/EBITDA ของธุรกิจอื่นๆ ที่ 8.0 เท่า

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	301,323	368,579	395,865	424,483	447,753
EBITDA	(Btmn)	50,333	48,931	50,189	59,064	69,164
Core profit	(Btmn)	27,387	26,706	25,023	33,001	40,303
Reported profit	(Btmn)	37,382	27,281	25,023	33,001	40,303
Core EPS	(Bt)	22.82	22.25	20.85	27.50	33.59
DPS	(Bt)	12.50	12.50	10.67	13.75	16.79
P/E, core	(x)	15.38	15.77	16.83	12.76	10.45
EPS growth, core	(%)	12.25	(2.49)	(6.30)	31.88	22.13
P/BV, core	(x)	2.64	2.58	2.42	2.19	1.96
ROE	(%)	18.82	16.56	14.85	18.00	19.79
Dividend yield	(%)	3.56	3.56	3.04	3.92	4.78
EV/EBITDA	(x)	10.03	11.31	10.98	9.18	7.63

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	301,323	368,579	395,865	424,483	447,753
Cost of goods sold	247,915	315,811	342,045	364,338	378,137
Gross profit	53,408	52,768	53,821	60,145	69,616
SG&A	30,326	32,923	36,679	39,304	41,750
Other income	6,384	9,104	11,416	12,574	13,527
Interest expense	4,670	6,048	5,277	4,782	4,895
Pre-tax profit	24,795	22,901	23,282	28,633	36,498
Corporate tax	5,922	6,504	4,587	4,909	6,135
Equity a/c profits	8,390	6,774	6,852	10,245	11,754
Minority interests	123	3,535	(524)	(969)	(1,814)
Core profit	27,387	26,706	25,023	33,001	40,303
Extra-ordinary items	9,995	575	0	0	0
Net Profit	37,382	27,281	25,023	33,001	40,303
EBITDA	50,333	48,931	50,189	59,064	69,164
Core EPS (Bt)	22.82	22.25	20.85	27.50	33.59
Net EPS (Bt)	31.15	22.73	20.85	27.50	33.59
DPS (Bt)	12.50	12.50	10.67	13.75	16.79

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total revenue	93,876	94,281	87,944	102,884	100,542
Cost of goods sold	80,527	81,432	77,234	89,704	87,699
Gross profit	13,349	12,850	10,710	13,180	12,843
SG&A	8,296	8,166	8,354	8,958	9,439
Other income	3,189	1,432	2,619	2,294	2,566
Interest expense	1,412	1,375	1,703	1,242	2,204
Pre-tax profit	6,829	4,741	3,273	5,274	3,765
Corporate tax	1,692	1,208	1,500	1,264	954
Equity a/c profits	1,673	1,939	121	344	-309
Minority interests	686	805	1,831	1,619	1,778
Core profit	7,496	6,277	3,725	5,972	4,280
Extra-ordinary items	0	1,100	-525	0	0
Net Profit	7,496	7,377	3,200	5,972	4,280
EBITDA	13,226	11,367	8,476	10,179	9,183
Core EPS (Bt)	6.25	5.23	3.10	4.98	3.57
Net EPS (Bt)	6.25	6.15	2.67	4.98	3.57

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	141,395	116,764	93,136	96,125	117,973
Total fixed assets	217,823	257,974	264,626	271,588	277,454
Total assets	359,219	374,738	357,762	367,712	395,427
Total loans	153,252	162,268	130,286	118,076	120,865
Total current liabilities	63,725	89,676	64,514	51,471	61,835
Total long-term liabilities	135,924	122,093	119,106	123,651	118,843
Total liabilities	199,649	211,770	183,619	175,122	180,678
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	159,571	162,969	174,142	192,590	214,749
BVPS (Bt)	132.98	135.81	145.12	160.49	178.96

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total current assets	107,952	107,370	116,764	135,853	134,631
Total fixed assets	265,261	265,107	257,974	250,928	249,487
Total assets	373,213	372,477	374,738	386,780	384,118
Total loans	158,107	157,944	162,268	169,529	171,573
Total current liabilities	97,423	97,574	106,452	134,962	117,631
Total long-term liabilities	113,360	115,157	105,318	103,904	113,185
Total liabilities	210,783	212,731	211,770	238,866	230,816
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Total equity	162,430	159,747	162,969	147,915	153,302
BVPS (Bt)	135.36	133.12	135.81	123.26	127.75

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	27,387	26,706	25,023	33,001	40,303
Depreciation and amortization	12,478	13,208	14,779	15,403	16,016
Operating cash flow	56,638	21,964	40,388	45,469	53,135
Investing cash flow	(4,416)	(53,359)	(21,430)	(22,365)	(21,883)
Financing cash flow	(11,332)	(8,548)	(48,403)	(26,478)	(13,977)
Net cash flow	40,890	(39,943)	(29,446)	(3,374)	17,275

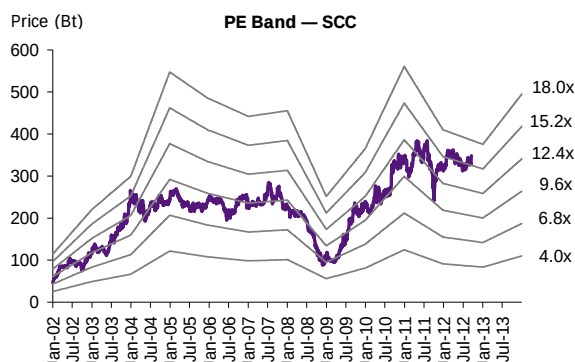
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Local cement sales (Mn tons)	10.5	10.8	11.6	12.2	12.8
Cement exports (Mn tons)	7.3	6.5	6.7	6.7	6.7
Domestic cement price (Bt/ton)	1,656	1,844	1,844	1,872	1,900
Petrochemical volume (Mn tons)	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
PE-naphtha spread (US\$/ton)	500	434	410	440	500
PP-naphtha spread (US\$/ton)	628	648	460	490	550
FX (Bt/US\$1)	31.6	30.3	30.5	30.5	30.5

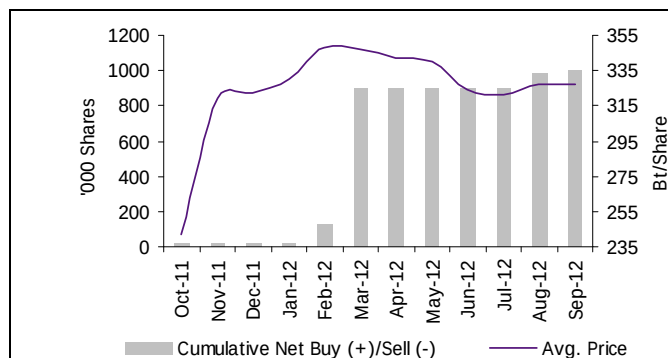
Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin (%)	17.7	14.3	13.6	14.2	15.5
Operating margin (%)	7.7	5.4	4.3	4.9	6.2
EBITDA margin (%)	16.7	13.3	12.7	13.9	15.4
EBIT margin (%)	9.8	7.9	7.2	7.9	9.2
Net profit margin (%)	12.4	7.4	6.3	7.8	9.0
ROE (%)	18.8	16.6	14.8	18.0	19.8
ROA (%)	8.1	7.3	6.8	9.1	10.6
Net D/E (x)	0.8	1.2	1.1	0.9	0.7
Interest coverage (x)	10.8	8.1	9.5	12.4	14.1
Debt service coverage (x)	1.4	0.8	1.6	3.4	2.6
Payout Ratio (%)	40.1	55.0	51.2	50.0	50.0

PE Band Chart

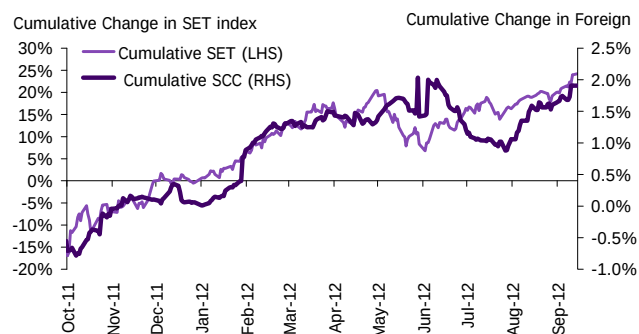


12-month cumulative directors trade



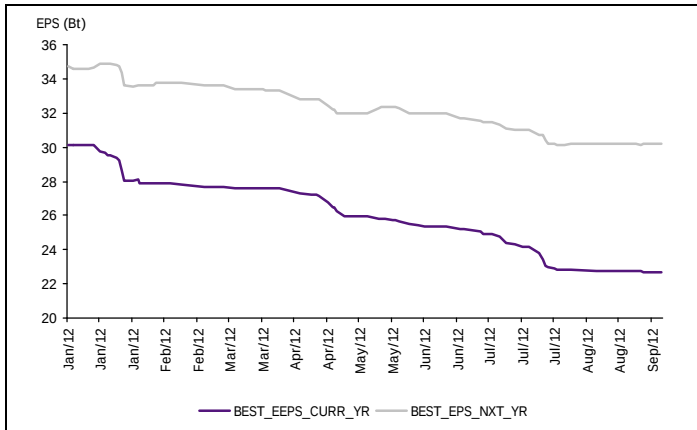
Source: SEC

12-month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



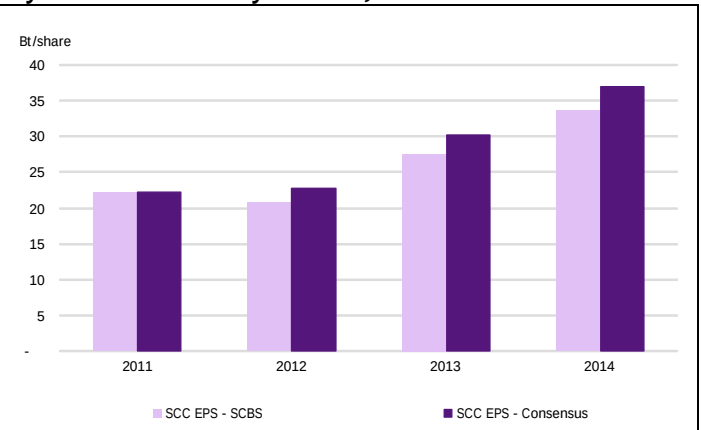
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings downgrades close to an end



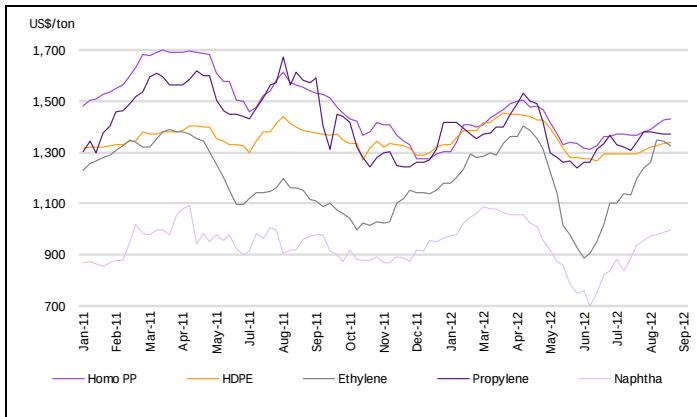
Source: Bloomberg

Figure 2: Our 2012F forecast is still 8% below market, but its two-year earnings growth is the same (+27% by SCBS and +28% by market)



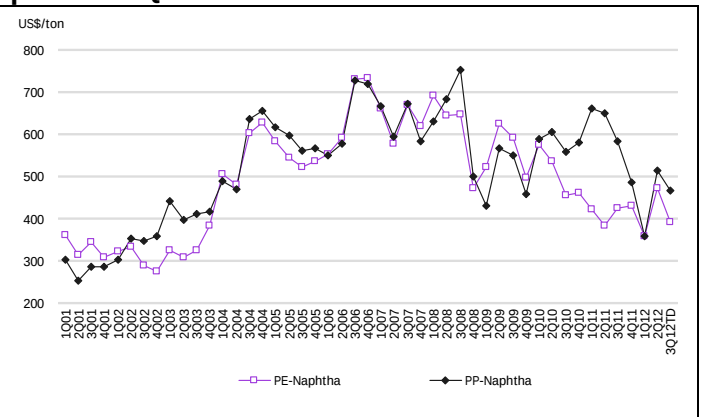
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: Chemical selling prices picked up in 3Q12TD, alleviating concern of inventory loss similar to 2012



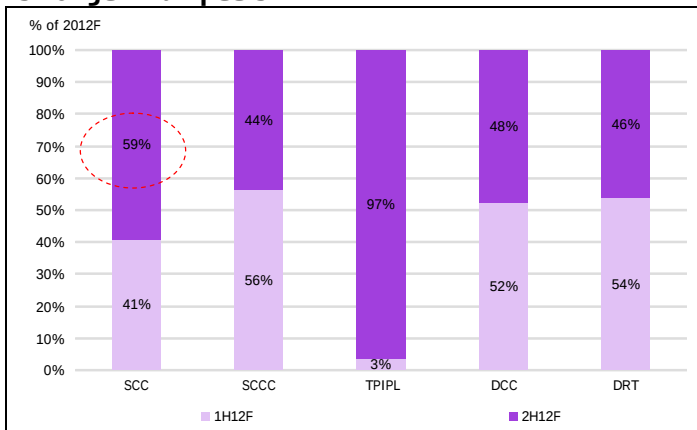
Source: Platts; SCBS Investment Research

Figure 4: Despite being in trough, chemical spread improved in 3Q12TD, passing the abnormally low period in 1Q12



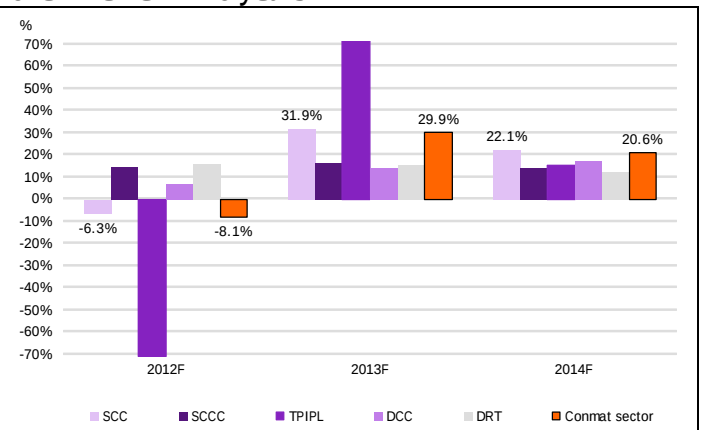
Source: Platts; SCBS Investment Research

Figure 5: In 2H12F, SCC earnings momentum to be stronger than peers



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: SCC earnings growth to be above the sector over the next two years



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



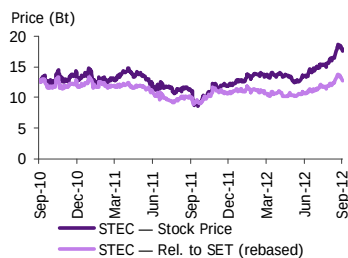
ข้อ

Stock data

Last close (Sep 18) (Bt)	17.80
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.21
Mkt cap (Btbn)	21.11
Mkt cap (US\$mn)	684

Bloomberg code	STEC TB
Reuters code	STEC.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.20
Sector % SET	6.39
Shares issued (mn)	1,186
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	18.9 / 8.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.72
Foreign limit / actual (%)	49 / 39
Free float (%)	69.1
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	9.2	30.9	61.8
Relative to SET	5.4	20.6	29.3

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

รัฐบาลเดินหน้าโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐาน + กำไรจะพุ่งสูงสุดใหม่!

แนวโน้มอุตสาหกรรมก่อสร้างปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก เนื่องจากรัฐบาลหันมาเร่งเดินหน้าโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานตามที่ตั้งใจไว้ โดยวางแผนใช้งบลงทุน 2.2 ล้านล้านบาท ในระยะ 7 ปีข้างหน้า นอกจากนี้แล้วกำไรของ STEC ก็จะมีสถานะเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่เพียงรายเดียวที่มีฐานะเงินสดสุทธิด้วย ทำให้เราเลือก STEC เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง เราแนะนำ “ซื้อ” STEC และปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 23 บาท

รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐาน รัฐบาลวางแผนใช้งบลงทุน 2.2 ล้านล้านบาทในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานในระยะ 7 ปีข้างหน้า โดยโครงการขนส่งทางรางได้รับจัดสรรงบลงทุนมากที่สุดที่ 1.2 ล้านล้านบาท ซึ่งประกอบด้วยโครงการระบบราง (รถไฟทางคู่ รถไฟความเร็วสูง และ airport link) มูลค่า 8.13 แสนล้านบาท และโครงการระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพฯ 10 สาย มูลค่า 4.76 แสนล้านบาท โดยโครงการที่จะเปิดประมูลในอนาคตันใกล้นี้ ได้แก่: 1) โครงการรถไฟสายสีเขียว (หมอชิต-สะพานใหม่-คูคต) ที่จะเปิดขายเอกสารการประมูลในเดือน พ.ย. และ 2) โครงการรถไฟรางคู่ (จะเข้-เทรา-คลอง 19) โดยกำหนดเปิดประมูลด้วยระบบอิเล็กทรอนิกส์ (E-auction) ในเดือน ก.พ. 2556 STEC จะเข้าประมูลทั้งสองโครงการ

งานในมือของ STEC จะทำจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก STEC จะเซ็นสัญญาโครงการรถไฟสายสีแดง สัญญาที่ 1 และสัญญาโครงการขยายท่าอากาศยานภูเก็ต ในเดือนนี้ ซึ่งจะช่วยหนุนให้งานในมือของบริษัทปรับเพิ่มขึ้น 53% สู่จำนวน 6.5 หมื่นล้านบาท การเซ็นสัญญาสองโครงการนี้จะทำให้ตั้งแต่ต้นปี 2555 STEC เซ็นสัญญาโครงการใหม่มูลค่ารวม 2.5 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 84% ของสมมติฐานทั้งปีของเรา นอกจากนี้ STEC ก็มีโครงการใหม่อีก 2 โครงการ มูลค่ารวม 7-8 พันล้านบาท ที่มีการเซ็นสัญญาในไตรมาส 4 ปี 2555 ด้วย ซึ่งจะทำให้โครงการใหม่ที่เซ็นสัญญาในปีนี้มีมูลค่าถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ทั้งปี ปัจจุบันเราคาดว่า STEC จะเซ็นสัญญางานใหม่ มูลค่ารวมประมาณ 4 หมื่นล้านบาทต่อปีในปี 2556 และปี 2557 เพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ 3 หมื่นล้านบาทต่อปี เนื่องจากเราเปลี่ยนมุมมองบวกมากขึ้นว่ารัฐบาลจะเร่งเดินหน้าโครงการระบบขนส่งมวลชน

กำไรเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปีที่ผ่านมา จะเติบโตอีก 15% ในปีนี้ และ 21% ในปี 2556 (และมีแนวโน้ม upside) เราคาดว่ากำไรของ STEC จะเติบโตอีก 15% ในปีนี้ สู่จำนวน 1.04 พันล้านบาท หลังจากเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปี 2554 กำไรวัดครั้งแรกปี 2555 ของ STEC คิดเป็น 55% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา เรามีแนวโน้มที่จะประมาณการอัตรากำไรขั้นต้นในปี 2555 และปี 2556 เพิ่มขึ้น เนื่องจาก STEC รายงานอัตรากำไรขั้นต้นที่ 9.3% ในงวดครั้งแรกปี 2556 เทียบกับสมมติฐานของเราที่ 8.2% ในปี 2555 และ 9.3% ในปี 2556 ผู้บริหารอธิบายว่าอัตรากำไรขั้นต้นระดับสูงในงวดครั้งแรกปี 2555 เกิดจากการเปลี่ยนมาใช้เครื่องจักรแทนแรงงานคนเพิ่มมากขึ้น และราคาเหล็กปรับตัวขึ้นในปัจจุบัน โดยบริษัทตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นระยะยาวไว้ที่ระดับ 8% ส่วนอัตรากำไรสุทธิในปีนี้จะลดลง 0.60% สู่ระดับ 5.5% เนื่องจาก STEC เริ่มจ่ายภาษีแล้ว (ผลประโยชน์ทางภาษีหมดลงในไตรมาส 1 ปี 2555)

ยืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายใหม่เป็น 23 บาท/หุ้น เราเชื่อว่างานในมือของ STEC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในอนาคต ซึ่งจะช่วยให้ Valuation ปรับเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในอดีตเมื่อมีการเปิดประมูลโครงการขนาดใหญ่ เราปรับราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือน (กลางปี 2556) ของ STEC เพิ่มขึ้นจาก 20 บาท เป็น 23 บาท หลังจากปรับสมมติฐานมูลค่างานใหม่เพิ่มขึ้น และใช้ EV/backlog เพิ่มขึ้นจาก 0.3 เท่า เป็น 0.4 เท่า (ค่าเฉลี่ย 3 ปี เทียบกับก่อนหน้านี้ที่ใช้ค่าเฉลี่ย 5 ปี เนื่องจากงานในมือของ STEC สร้างฐานใหม่และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น) ซึ่งยังอยู่ในระดับอนุรักษนิยมเมื่อเทียบกับ EV/backlog ในช่วง 0.6-1.7 เท่าที่เคยเทรดในปีก่อนๆ เมื่อครั้งที่รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการขนาดใหญ่ นอกจากนี้หากดูที่ P/BV แล้ว STEC ก็น่าสนใจเช่นกัน โดยปัจจุบันเทรดที่ P/BV 3.6 เท่า เทียบกับระดับ 3-6 เท่าที่เคยเทรดในช่วงที่รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการขนาดใหญ่ในอดีต

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	9,291	14,854	18,811	23,161	25,477
EBITDA	(Btmn)	831	1,125	1,410	1,749	1,974
Core profit	(Btmn)	444	904	1,035	1,255	1,429
Reported profit	(Btmn)	444	904	1,035	1,255	1,430
Core EPS	(Bt)	0.37	0.76	0.87	1.06	1.20
DPS	(Bt)	0.22	0.55	0.61	0.74	0.84
P/E, core	(x)	47.58	23.37	20.40	16.82	14.78
EPS growth, core	(%)	45.58	103.60	14.56	21.27	13.81
P/BV, core	(x)	4.71	3.75	3.60	3.38	3.16
ROE	(%)	10.31	18.41	18.67	21.46	22.86
Dividend yield	(%)	1.24	3.09	3.43	4.16	4.74
EV/EBITDA	(x)	23.12	18.38	14.94	11.99	10.29

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	9,291	14,854	18,811	23,161	25,477
Cost of goods sold	8,431	13,622	17,260	21,330	23,413
Gross profit	860	1,232	1,551	1,830	2,063
SG&A	441	482	527	556	611
Other income	55	64	81	100	110
Interest expense	-5	-93	-144	-160	-190
Pre-tax profit	479	907	1,250	1,535	1,752
Corporate tax	2.5	23.3	241.5	307.0	350.4
Equity a/c profits	-33	23	29	35	39
Minority interests	0	3	2	8	12
Core profit	444	904	1,035	1,255	1,429
Extra-ordinary items	0	0	0	0	1
Net Profit	444	904	1,035	1,255	1,430
EBITDA	831	1,125	1,410	1,749	1,974
Core EPS (Bt)	0.37	0.76	0.87	1.06	1.20
Net EPS (Bt)	0.37	0.76	0.87	1.06	1.21
DPS (Bt)	0.22	0.55	0.61	0.74	0.84

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	7,290	11,688	12,254	14,069	15,713
Total fixed assets	2,917	4,386	4,520	5,542	6,096
Total assets	10,208	16,074	16,774	19,611	21,809
Total loans	168	410	755	948	1,143
Total current liabilities	5,533	10,006	9,993	12,250	13,817
Total long-term liabilities	96	230	716	916	1,116
Total liabilities	5,629	10,236	10,708	13,166	14,933
Paid-up capital	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
Total equity	4,579	5,838	6,066	6,444	6,876
BVPS (Bt)	3.78	4.75	4.94	5.26	5.63

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	9.26	8.29	8.25	7.90	8.10
Operating margin(%)	4.51	5.05	5.45	5.50	5.70
EBITDA margin(%)	8.95	7.57	7.50	7.55	7.75
EBIT margin(%)	4.51	5.05	5.45	5.50	5.70
Net profit margin(%)	4.77	6.10	5.51	5.45	5.65
ROE (%)	10.31	18.41	18.67	21.46	22.86
ROA (%)	4.35	5.62	6.17	6.40	6.56
Net gearing (x)	-0.42	-0.08	-0.01	-0.02	-0.12
Interest coverage (x)	nm	nm	nm	nm	nm
Debt service coverage (x)	11.5	51.7	-13.8	-13.9	-12.2
Payout Ratio (%)	58.81	72.21	70.00	70.00	70.00

12-Month Cumulative directors trade

N/A

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total revenue	3,792	4,270	3,429	4,254	4,399
Cost of goods sold	3,468	3,921	3,143	3,869	3,983
Gross profit	324	349	285	385	416
SG&A	124	115	122	123	143
Other income	11	20	19	17	21
Interest expense	-12	-25	-47	-36	-39
Pre-tax profit	225	279	230	316	333
Corporate tax	7	13	2	20	76
Equity a/c profits	9	21	-2	5	9
Minority interests	6	10	-13	0	0
Core profit	221	277	239	301	266
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	221	277	239	301	266
EBITDA	294	334	258	357	365
Core EPS (Bt)	0.19	0.23	0.20	0.25	0.22
Net EPS (Bt)	0.19	0.23	0.20	0.25	0.22

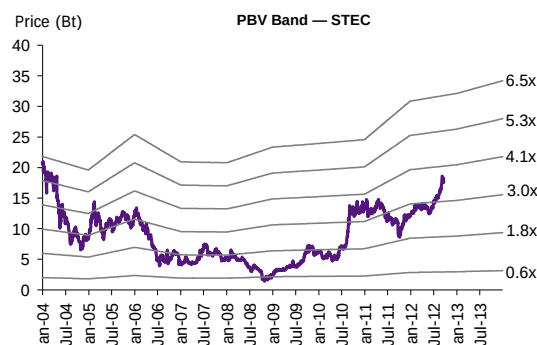
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Total current assets	10,645	11,967	11,688	12,394	12,468
Total fixed assets	3,686	3,706	4,386	4,359	4,343
Total assets	14,332	15,673	16,074	16,754	16,811
Total loans	300	244	410	362	321
Total current liabilities	8,702	9,830	10,006	10,374	10,805
Total long-term liabilities	307	232	230	241	253
Total liabilities	9,008	10,062	10,236	10,615	11,058
Paid-up capital	1,186	1,186	1,186	1,186	1,186
Total equity	5,324	5,612	5,838	6,139	5,753
BVPS (Bt)	4.32	4.55	4.75	5.01	4.68

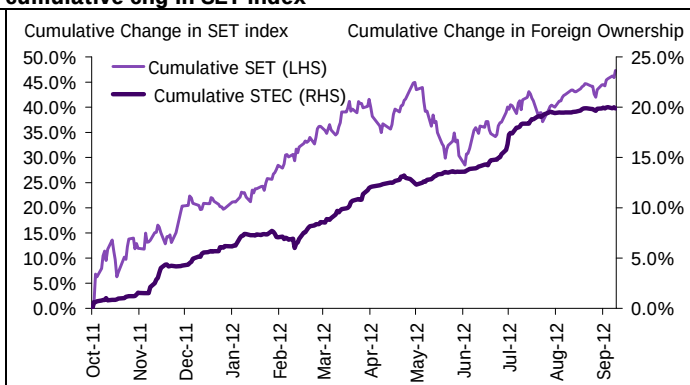
Main Assumptions

	2009	2010	2011	2012F	2013F
Backlog year beginning	12,099	17,212	21,049	48,395	59,584
Add: New projects	17,094	13,128	42,200	30,000	40,000
Minus: Sales recognised	11,981	9,291	14,854	18,811	23,161
Backlog year end	17,212	21,049	48,395	59,584	76,424
SG&A / Sales	3.1	4.7	3.2	2.8	2.4

PBV Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Current backlog at Bt42bn and soon to sign projects worth Bt25bn

	(Btmn)
Backlog end 2010	21,049
Backlog end 2011	48,935
YTD new projects signed	2,517
Hi-Tech Industrial Estate	522
Sports Complex	248
Parking, CPN	531
Others	1,216
Minus:1H12 Revenue booked	8,632
Current backlog	42,042
Project close to signing:	25,089
Red Line Contract 1 (60% stake) in September	17,784
Phuket airport extension	4,800
Pre-assembly module	6,000
Highway no. 3 Bangpu, DOH	550
Hospital, Metta Pracharuk	755

Source: STEC, SCBS Investment Research

0

Figure 2: Mass transit rail projects worth Bt154bn to go up for bidding soon

Line	Project description	Civil work (Btbn)	Possibly go up for bidding
Green Line	Morchit-Sapanmai-Khookot	27	4Q12
Pink Line	Kaerai-Pak Kred-Minburi	30	1Q13
Orange Line	Talingchan- Minburi	97	2H13
Total		154	

Source: MRTA, CK, STEC, OTP, SCBS Investment Research

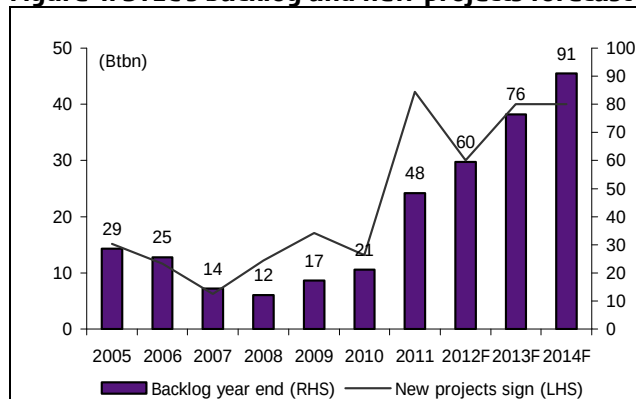
0

Figure 3: E-auction for double track railway for first 3 routes in 1H13

Double Track Route	Length (km)	(Btmn)	Schedule
Chachoengsao - Klong 19 - Kangkoi	106	11,348	1Q13
Jira junction - Khonkean	185	17,046	2Q13
Prajuabkirkhan - Chumporn	167	10,312	2Q13
Mapkabao - Jira junction	132	19,017	2013
Nakornpathom - Nongpraduk - Huahin	165	17,856	2013
Lopburi - Nakornsawan	118	10,938	2014
Kangkoi - Bua Yai	220	18,075	2014
Nakornsawan - Taphanhin	69	6,259	2015-2020
Huahin - Prajuabkirkhan	89	5,499	2015-2020
Chumporn - Surarthani	166	17,000	2015-2020
Jira junction - Ubonratchathani	309	23,174	2015-2020
Khonkaen - Nongkhai	172	14,877	2015-2020
Total	1,898	171,401	

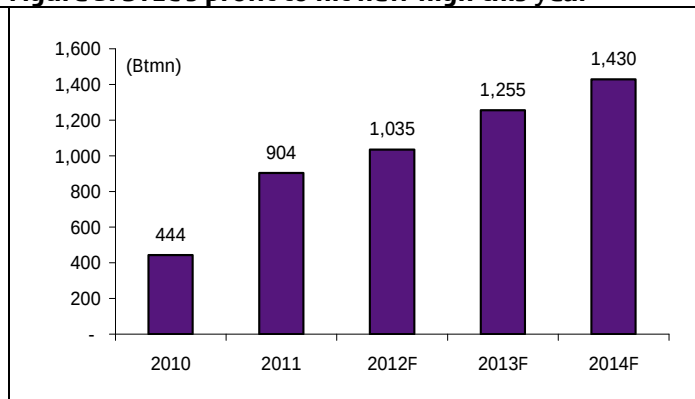
Source: STEC, OTP, SCBS Investment Research

Figure 4: STEC's backlog and new projects forecast



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: STEC's profit to hit new high this year



Source: Company, SCBS Investment Research

0

This page is left blank intentionally



กลุ่มอุตสาหกรรม



This page is left blank intentionally



กลับสู่ภาวะปกติในปี 2556

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร
0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

■ มองบวกน้อยลง เนื่องจากการผลิตรถยนต์กำลังเข้าสู่โค้งสุดท้ายของการเติบโตด้วยอัตราเร่งในไตรมาส 4/55 และจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2556

■ SAT เป็น top pick

ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 - พื้นตัวต่อเนื่อง หุ่นกลุ่มยานยนต์ในการวิเคราะห์ของเรา (AH SAT และ STANLY) รายงานผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการผลิตรถยนต์เพิ่มมากขึ้นของบริษัทผลิตรถยนต์และความต้องการซื้อจำนวนมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งในตลาดภายในประเทศ อันเป็นผลสืบเนื่องมาจากนโยบายลดภาษีสรรพสามิตแก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกของรัฐบาล ยอดผลิตรถยนต์ในไตรมาส 2 ปี 2555 มีจำนวน 550,000 คัน เพิ่มขึ้น 61% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 10% จากไตรมาสก่อนหน้า

ตัวเลขเกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์ในเดือน ส.ค. - ยอดขายในประเทศเป็นปัจจัยกระตุ้นหลัก ในเดือน ส.ค. ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวน 210,000 คัน เพิ่มขึ้น 37% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แลลดลง 1% จากเดือนก่อนหน้า ยอดขายรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 130,000 คัน เพิ่มขึ้น 64% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แลลดลง 2% จากเดือนก่อนหน้า ยอดส่งออกรถยนต์มีจำนวน 85,000 คัน เพิ่มขึ้น 18% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แลลดลง 10% จากเดือนก่อนหน้า

มองบวกน้อยลง เนื่องจากไตรมาส 4/55 จะเป็นโค้งสุดท้ายของการเติบโตด้วยอัตราเร่ง เราคาดว่ายอดขายผลิตรถยนต์ในปี 2555 จะเพิ่มขึ้นถึง 44% จากปีก่อน สู่จำนวน 2.1 ล้านคัน โดยเกิดจากฐานต่ำของปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากปัญหาขาดแคลนชิ้นส่วนเพราะเกิดภัยพิบัติที่ญี่ปุ่นในเดือน มี.ค. 2554 กับสถานการณ์น้ำท่วมในประเทศไทยในเดือน ต.ค.-พ.ย. 2554 และความต้องการซื้อรถยนต์จำนวนมากอันเป็นผลมาจากนโยบายลดภาษีสรรพสามิตแก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกของรัฐบาล อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองต่อกลุ่มยานยนต์ในด้านที่เป็นบวกน้อยลง เนื่องจากเรามองว่ายอดขายผลิตรถยนต์จะเข้าสู่โค้งสุดท้ายของการเติบโตด้วยอัตราเร่งในไตรมาส 4 ปี 2555 บริษัทผลิตรถยนต์กลับมามีการผลิตได้ตามปกติแล้ว เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการผลิตปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 100% แล้วในเดือน พ.ค.-ก.ค. และจะไม่ปัจจัยกระตุ้นจากมาตรการรัฐบาลอีกต่อไปหลังจากนโยบายลดภาษีสรรพสามิตแก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกสิ้นสุดลง เมื่อสถานการณ์กลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่ายอดขายผลิตรถยนต์จะเติบโต 10% จากปี 2555 สู่จำนวน 2.3 ล้านคันในปี 2556

SAT เป็น top pick - ผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 เป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น SAT ปรับตัว underperform หุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน สะท้อนถึงผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ที่แย่กว่าคาด อย่างไรก็ตาม ยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 จะช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น โดยกำไรงวดครึ่งหลังปี 2555 จะเพิ่มขึ้นจากครึ่งปีแรก ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า SAT จะได้รับประโยชน์จากการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 เพราะบริษัทใช้อัตราการผลิตอยู่ที่ระดับ 75% ทำให้มีโอกาสที่จะทำยอดขายเพิ่มขึ้น นอกจากนี้แล้ว การดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงงาน ICP2 ในงวดครึ่งหลังปี 2555 หลังจากช่วงที่เริ่มเดินเครื่องผลิตในไตรมาส 2 ปี 2555 ผ่านพ้นไป ก็น่าจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นด้วย เราคาดว่าโรงงาน ICP2 จะเดินเครื่องผลิตได้อย่างเต็มที่ในไตรมาส 2 ปี 2556 ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นของ SAT ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับ 17% ในปี 2555 สู่ระดับ 19% ในปี 2556 เราคาดว่า SAT จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น 90% ในปี 2555 และ 23% ในปี 2556

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AH	Sell	20.80	19.0	(4.6)	n.m.	10.5	9.1	n.m.	n.m.	15.7	1.36	1.23	1.13	(1.4)	12.3	13.0	0.8	4.1	3.8	18.1	9.7	8.4
SAT	Buy	29.00	34.0	20.2	22.7	11.9	9.7	(46.5)	90.2	23.2	2.36	2.08	1.83	10.4	18.5	20.1	1.6	3.0	3.6	10.5	8.1	6.2
STANLY	Buy	217.00	230.0	9.3	17.3	10.7	9.3	(32.5)	62.1	14.1	1.96	1.70	1.52	11.5	17.1	17.2	1.4	3.3	3.7	8.1	5.4	4.6
Average					20.0	11.0	9.4	(39.5)	76.2	17.7	1.89	1.67	1.49	6.8	16.0	16.8	1.2	3.4	3.7	12.2	7.8	6.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings improvement continued in 2Q12

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
AH	48	143	(371)	95	190	294.1	99.6	(61)	531	615	(117.0)	N.A.	15.7
SAT	102	233	(106)	191	167	64.4	(12.5)	434	825	1,017	(41.5)	90.2	23.2
STANLY*	234	451	(39)	316	364	55.5	15.2	962	1,560	1,780	(32.5)	62.1	14.1
Automotive sector	384	827	(516)	602	721	87.8	19.8	1,336	2,917	3,412	(47.1)	118.4	17.0

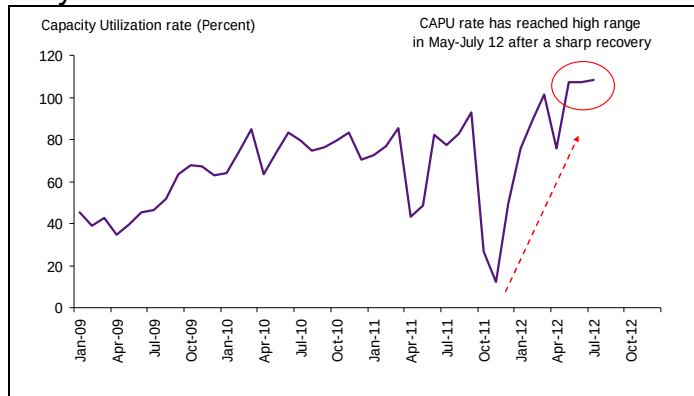
Source: SCBS Investment Research

*STANLY's fiscal year is end of March

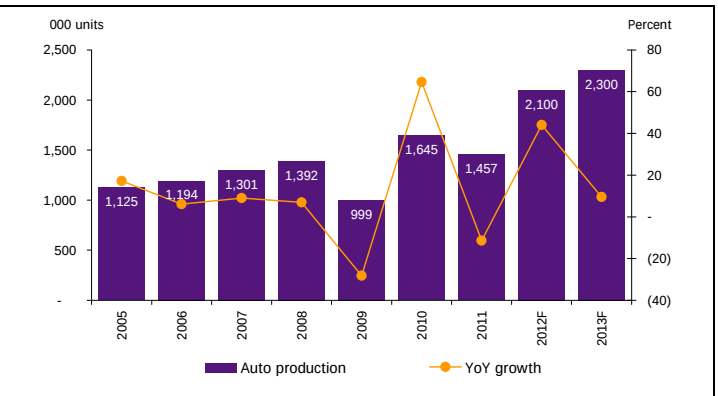
Figure 2: Auto industry data

000 Units									SCBS forecast		
	Aug-12	Aug-11	YoY	Jul-12	MoM	8M12	8M11	YoY	12F SCBS	YoY	% of projection
Domestic auto sales	129.5	79.0	63.8%	131.6	-1.6%	866.9	584.0	48.5%	1,200	51%	72%
Auto export	85.3	72.3	18.0%	94.8	-10.1%	637.6	549.0	16.1%	900	22%	71%
Auto production	210.3	153.2	37.3%	212.7	-1.1%	1,473.1	1,110.9	32.6%	2,100	44%	70%

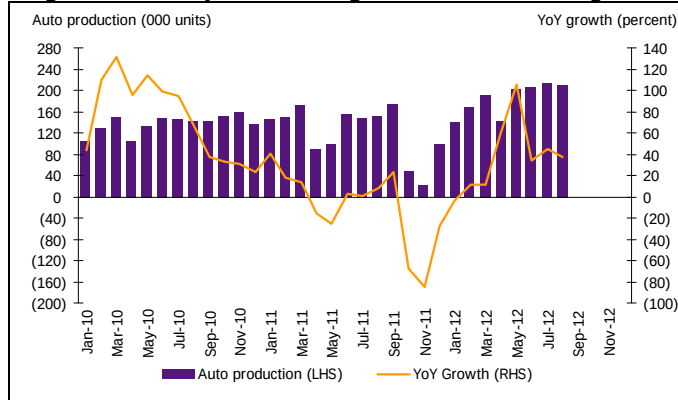
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Capacity utilization reached 100% in May-July

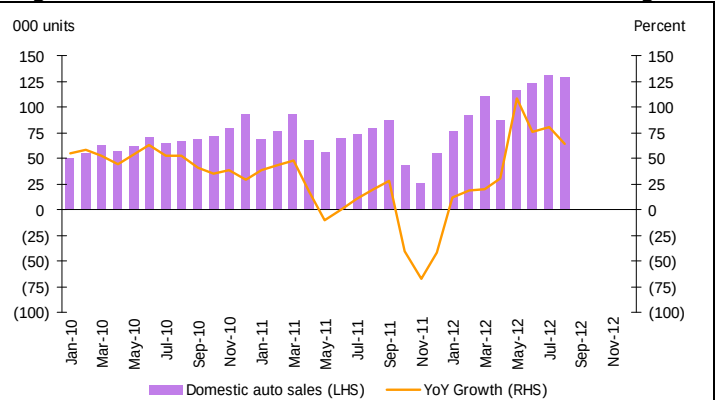
Source: The Office of Industrial Economics and SCBS Investment Research

Figure 4: We expect auto production to grow 10% YoY in 2013

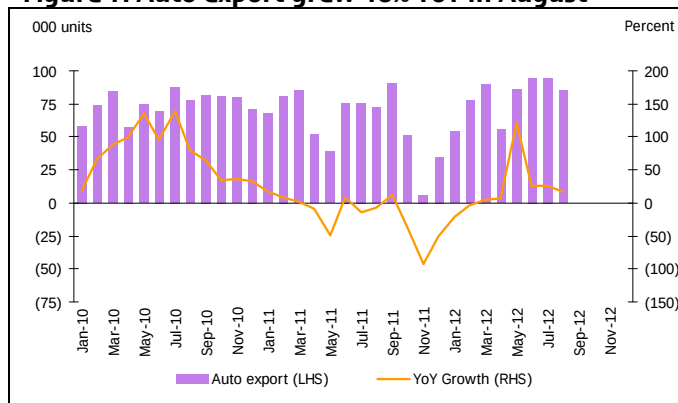
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production grew 37% YoY in August

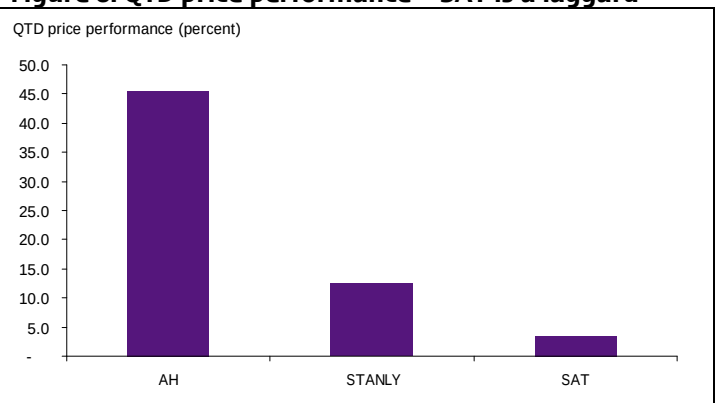
Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 6: Domestic market increased 64% YoY in August

Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 7: Auto export grew 18% YoY in August

Source: The Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 8: QTD price performance – SAT is a laggard

Source: SET and SCBS Investment Research

ตีง่าที่จะดีได้แล้ว

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

■ **แนวโน้มครึ่งหลังปี 55:** สินเชื่อขยายตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิทรงตัวโดยมีความเสี่ยงลดลง รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยสูงขึ้น ธนาคารที่มี **LLR coverage** ต่ำจะตั้งสำรองเพิ่ม และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล

■ **Top picks: KTB กับ KBANK**

สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/55 กำไรสุทธิไตรมาส 2 ปี 2555 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้น 25% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 8% จากไตรมาสก่อนหน้า สะท้อนถึง: 1) อัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ต่อเนื่องจากไตรมาส 1 ปี 2555 (+3% QoQ, 6.2% YTD) ทั้งสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ สินเชื่อ SME และสินเชื่อรายย่อย (หลักๆ มาจากสินเชื่อรถยนต์และบ้าน) โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาคเอกชนที่ปรับตัวสูงขึ้น (หลักๆ เกิดจากการฟื้นฟูหลังน้ำท่วม การขยายการลงทุน และเงินทุนหมุนเวียน); 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น (+0.07%); 3) การเพิ่มขึ้นของรายได้ค่าธรรมเนียมและประกัน; 4) อัตราส่วนสำรองต่อสินเชื่อ (LLR coverage) เพิ่มขึ้น (ยกเว้น BBL) โดย SCB TISCO และ KK มีการตั้งสำรองพิเศษเพื่อความระมัดระวัง; และ 5) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่มีทิศทางผสมกันในแต่ละธนาคาร

แนวโน้มผลประกอบการครึ่งปีหลัง เราคาดว่า: 1) สินเชื่อจะเติบโตเพิ่มมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 และคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อทั้งปี 2555 ไว้ที่ 14% (เทียบกับ 7.3% ในช่วง 7 เดือนแรกปี 2555) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องจากการลงทุนและการบริโภคภาคเอกชน การเร่งตัวของการลงทุนภาครัฐ และความต้องการสินเชื่อเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนตามปัจจัยฤดูกาล; 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยทรงตัว จากการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยจะอยู่ในระดับทรงตัว; 3) รายได้ค่าธรรมเนียมและประกันจะปรับตัวเร่งขึ้นอย่างต่อเนื่อง; 4) ธนาคารบางแห่ง โดยเฉพาะ TCAP และ KTB จะตั้งค่าเผื่อหนี้สูญเพิ่มขึ้น เพื่อสร้างสำรองส่วนเกินให้เพียงพอตามที่ ธปท. ขอความร่วมมือ; และ 5) ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

สินเชื่อจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อที่ ธปท. จัดทำพบว่า สถาบันการเงินที่เข้าร่วมการสำรวจคาดว่าความต้องการสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อ SME จะปรับตัวเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับวัฏจักรการลงทุนเพื่อรองรับการขยายตัวของอุปสงค์ในประเทศ อย่างไรก็ดี สถาบันการเงินประเมินว่าเศรษฐกิจโลกมีความไม่แน่นอนเพิ่มขึ้น จึงมีการติดตามดูแลธุรกิจส่งออกอย่างใกล้ชิด สถาบันการเงินคาดว่าความต้องการสินเชื่อภาคครัวเรือนทุกประเภท โดยเฉพาะสินเชื่อที่อยู่อาศัย และสินเชื่อรถยนต์ จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3 ปี 2555 ทั้งนี้ สถาบันการเงินเห็นว่าความต้องการซื้อบ้านมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง อีกทั้งครัวเรือนมีเงินออมมากขึ้นซึ่งเป็นผลดีต่อการปล่อยสินเชื่อเพื่อซื้อบ้าน ขณะเดียวกันอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ความต้องการสินเชื่อที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้น ความต้องการสินเชื่อรถยนต์จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะบริษัทรถยนต์สามารถกลับมาผลิตได้เป็นปกติและเร่งผลิตเพื่อตอบสนองความต้องการที่สะสมจากช่วงก่อนหน้า รวมทั้งความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากนโยบายคิกออฟรถยนต์คันแรก

ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิมีความเสี่ยงลดลง กนง. มีมติ 3 ต่อ 2 เสียง ให้คงดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 3% ในการประชุมครั้งล่าสุด โดย 2 เสียงต้องการให้ลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.25% ซึ่งเห็นถึงความเสี่ยงของประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่เราคาดการณ์ไว้ที่ระดับ 3% ในช่วงที่เหลือของปีนี้ ซึ่งหมายความว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิของธนาคารส่วนใหญ่มีความเสี่ยงลดลง ยกเว้น TISCO KK และ TCAP ซึ่งได้ประโยชน์จากการลดอัตราดอกเบี้ย กนง. มองว่าเศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจโลกมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตามอุปสงค์ภายในประเทศยังขยายตัวในระดับสูงและภาวะการเงินในขณะนี้ ยังอยู่ในระดับที่ผ่อนคลายเพียงพอที่จะสนับสนุนให้เศรษฐกิจในประเทศขยายตัวได้

KTB กับ KBANK เป็น top picks เรายังคงเลือก KTB กับ KBANK เป็นหุ้น top pick ในกลุ่มธนาคาร KTB: 1) การเพิ่มทุนจะทำให้ปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นหมดไป โดยจะทำให้ธนาคารสามารถเพิ่มอัตราส่วนสำรองต่อสินเชื่อ (LLR coverage) ได้; 2) ความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์มีน้อยลงหลังจาก SSI ประกาศเพิ่มทุน; และ 3) KTB เป็นหุ้นธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น KBANK: 1) รายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง; 2) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จะปรับตัวลดลงเมื่อเสร็จสิ้นการอัปเดตระบบไอที; และ 3) สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้นในอัตราเร่งจากการฟื้นตัวของความต้องการสินเชื่อธุรกิจ SME

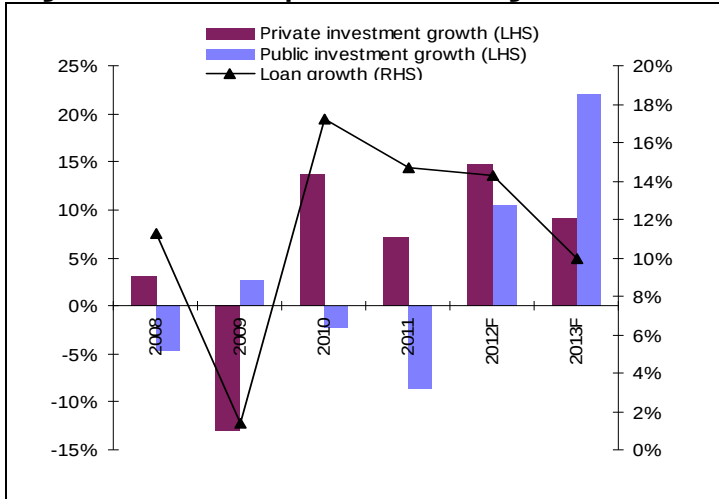
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BAY	Sell	35.75	31.00	(10.5)	23.4	14.5	12.3	5.4	61.4	17.7	2.12	1.92	1.74	9.2	13.9	14.8	2.0	2.8	3.2
BBL	Buy	193.00	210.00	12.3	13.5	11.4	9.7	11.2	17.8	17.6	1.51	1.39	1.27	11.5	12.6	13.6	3.1	3.5	4.1
KBANK	Buy	181.00	200.00	12.5	17.9	12.7	10.4	20.8	41.0	21.4	2.80	2.37	2.01	16.7	20.2	20.8	1.4	2.0	2.4
KK	Neutral	47.50	46.00	0.9	10.5	12.2	10.0	(10.2)	(13.9)	22.7	1.30	1.17	1.11	13.0	11.3	11.4	5.1	4.1	5.0
KTB	Buy	17.30	21.00	27.2	11.4	10.3	8.0	14.2	10.1	28.4	1.49	1.37	1.22	13.3	15.3	16.0	3.6	5.8	5.0
LHBANK	Sell	1.33	1.30	(0.5)	30.8	23.0	19.8	(41.6)	33.6	16.3	1.15	1.13	1.09	5.1	5.0	5.6	0.3	1.7	2.0
TCAP	Buy	36.75	41.00	15.4	9.8	9.3	7.8	(11.3)	5.7	18.8	1.28	1.13	1.02	13.5	12.7	13.8	3.5	3.8	4.1
TISCO	Buy	44.00	47.00	12.2	9.8	9.3	8.0	13.1	5.5	16.6	1.98	1.79	1.58	21.1	20.2	21.1	5.3	5.4	6.3
TMB	Sell	1.73	1.40	(17.2)	18.8	15.9	15.1	25.2	18.2	5.2	1.44	1.35	1.27	7.9	8.8	8.7	1.7	1.9	2.0
Average					16.1	13.2	11.2	7.7	19.3	18.5	1.80	1.61	1.45	13.3	14.1	14.7	2.8	3.4	3.8

Source: SCBS Investment Research

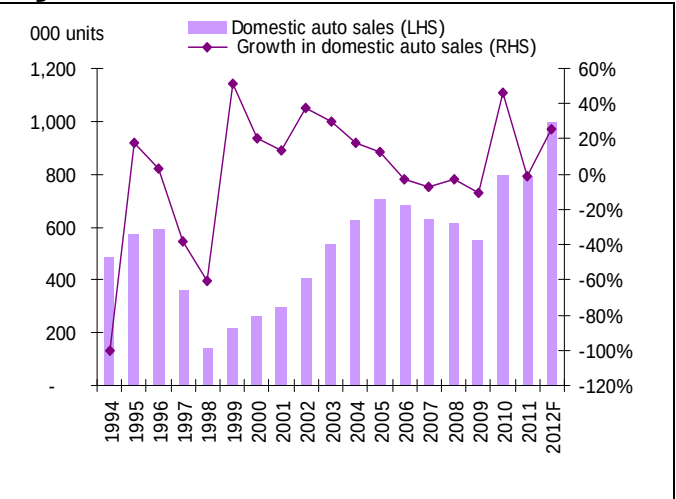
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใด ๆ ที่ได้ที่มีเกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and public investment growth



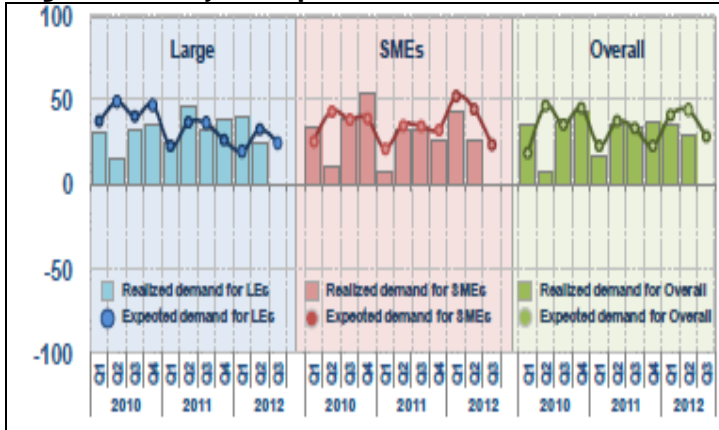
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



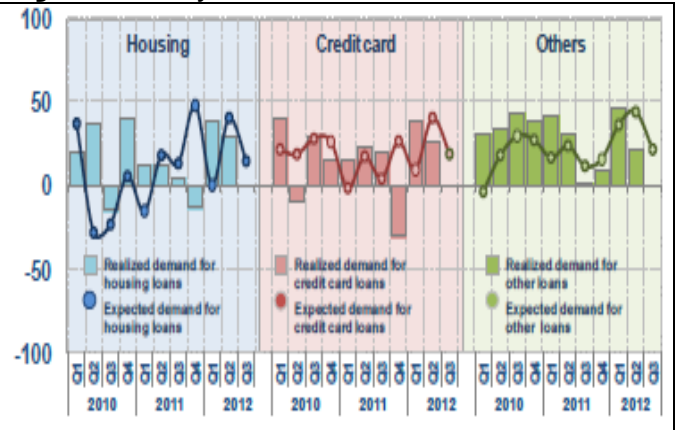
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Survey of corporate & SME loan demand



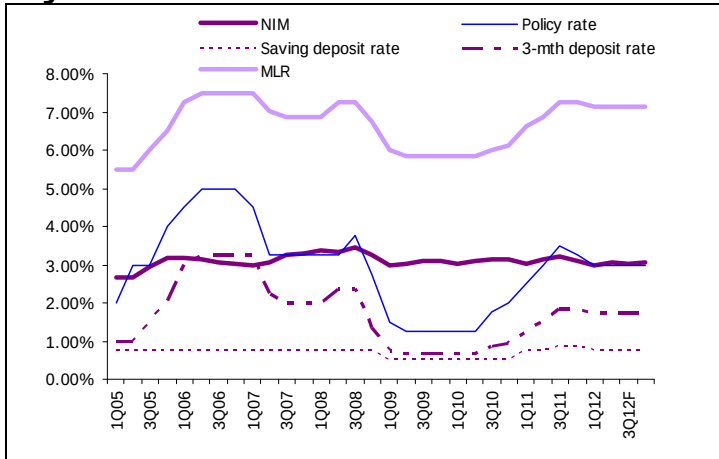
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Survey of consumer loan demand



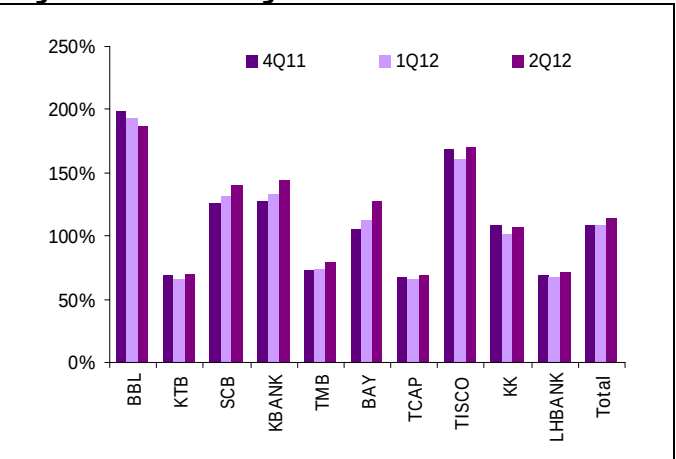
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NIM vs. interest rates



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: Banks and SCBS Investment Research

ปริมาณขายเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรลดลง

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

- มองบวกต่อฝั่งอุปสงค์เพราะการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะปรับตัวเพิ่มขึ้น
- อัตรากำไรยังคงน่าเป็นห่วงเพราะราคาขายผลิตภัณฑ์ลดลงในขณะที่ต้นทุนสูงขึ้น
- **SCC เป็น top pick** ของเรา เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มดีกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างในงวดครึ่งหลังปี 55 และในระยะยาว; 2) **Valuation** อยู่ในระดับต่ำ

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างรายงานผลการดำเนินงานแยกลงในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยปริมาณขายเพิ่มขึ้นปานกลาง (+8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) แต่อัตรากำไรลดลง (-3.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้นและราคาขายผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลง (Figure 1) สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจเพียงธุรกิจเดียวพบว่า บริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานดีขึ้นคือ DRT (+11% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) ขณะที่บริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานแยกลงคือ SCCC (-4% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) และ DCC (-5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) บริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่ที่สุด คือ บริษัทที่ประกอบธุรกิจเกี่ยวข้องกับปิโตรเคมี คือ SCC (-43% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) และ TPIPL (พลิกเป็นขาดทุน) เพราะได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงเหลือในธุรกิจปิโตรเคมี

ภาคเอกชน: หลังจากซ่อมแซมเสร็จ การลงทุนใหม่ก็จะตามมา ทางฝั่งภาคเอกชน (อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย นิคมอุตสาหกรรม และอาคารพาณิชย์) ภายหลังจากซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจากน้ำท่วมในงวดครึ่งแรกปี 2555 คาดว่าจะมีกิจกรรมการก่อสร้างใหม่ๆ เพิ่มขึ้นผ่านทางการเปิดตัวโครงการที่พักอาศัยใหม่ๆ โดยเฉพาะโครงการแนวราบ รวมถึงการย้ายฐานการผลิตของบริษัทญี่ปุ่น และการขยายกำลังการผลิตในนิคมอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 2555 ทั้งนี้ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัว 11.7% ในปี 2555 (ได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นฟูซ่อมแซมและการลงทุนใหม่หลังน้ำท่วม) และ 5.0% ในปี 2556 (กลับมาเติบโตตามปกติ) หลังจากขยายตัว 7.2% ในปี 2554

ภาครัฐ: การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำจะปรับตัวเร่งขึ้น ทางฝั่งภาครัฐ การลงทุนในระบบบริหารจัดการน้ำระยะยาวและแผนลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานจะเป็นปัจจัยบวกที่สำคัญ โครงการบริหารจัดการน้ำ วงเงิน 3.5 แสนล้านบาท โดยใช้แหล่งเงินทุนจาก พ.ร.ก.บริหารจัดการน้ำ จะทยอยเบิกจ่ายในงวดครึ่งหลังปี 2555 และส่วนที่เหลือจะถูกจัดซื้อเข้าระบบในปี 2556-57 นอกจากนี้ โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล วงเงิน 2.2 ล้านล้านบาท ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการลงทุนในปี 2555-62 ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือการดำเนินการตามแผนเหล่านี้ได้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากความล่าช้าเป็นเวลานานของโครงการขนาดใหญ่ๆ ที่ผ่านๆ มา SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะขยายตัว 8.2% ในปี 2555 (ได้รับปัจจัยหนุนจากการทยอยเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) และ 17.0% ในปี 2556 (เร่งเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว)

จับตาอัตรากำไรอย่างระมัดระวัง เรายังคงต้องจับตาอัตรากำไรของบริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างอย่างระมัดระวังในระยะใกล้ เพราะ 1) ราคาขายผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (ราคาปูนซีเมนต์ในเดือน ก.ค. 2555 ลดลง 1.4% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และในช่วง 7 เดือนแรกปี 2555 ลดลง 1.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยอิงกับข้อมูลจาก REIC); และ 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงสูง โดยต้นทุนถ่านหินคิดเป็นสัดส่วน 35% ของต้นทุนการผลิตปูนซีเมนต์ ต้นทุนก๊าซธรรมชาติคิดเป็นสัดส่วน 30% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องเซรามิกปูพื้น และ 3% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องหลังคา ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ (ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาถ่านหิน +3% และราคาน้ำมัน +19% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) จะไม่สามารถส่งผ่านไปยังต้นทุนการผลิตได้ในทันที เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้จนถึง 6 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติก็ปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ยประมาณ 6 เดือน ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังเกิดขึ้นต่อเนื่อง อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างก็จะขึ้นอยู่กับบริษัททุกแห่งว่าสามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นด้วยการปรับราคาขายผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้นได้สำเร็จหรือไม่

SCC เป็น top pick ของเรา แนวโน้มผลการดำเนินงานของกลุ่มวัสดุก่อสร้างน่าจะอยู่ในระดับกลางๆ ในขณะที่มีปริมาณขายน่าจะเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรยังคงน่าเป็นห่วงเพราะราคาขายผลิตภัณฑ์ลดลงในสถานการณ์ที่ต้นทุนเชื้อเพลิงสูง เราเลือก SCC เป็น top pick เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากครึ่งปีแรก (เทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากครึ่งปีแรกตามปัจจัยฤดูกาล) จากแนวโน้มที่จะมีกำไรจากสินค้าคงเหลือในธุรกิจปิโตรเคมีในไตรมาส 3 ปี 2555 (เทียบกับขาดทุน 2 พันล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555) และผลกระทบที่ลดน้อยลงจากเหตุการณ์ระเบิด/เพลิงไหม้โรงงาน; 2) กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 27% ต่อปีในระหว่างปี 2555-57 (สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ 25%); และ 3) Valuation อยู่ในระดับต่ำ โดยเทรดที่ PE ปี 2556 ระดับ 12 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าระดับเฉลี่ย 27% ต่อปี

Valuation summary

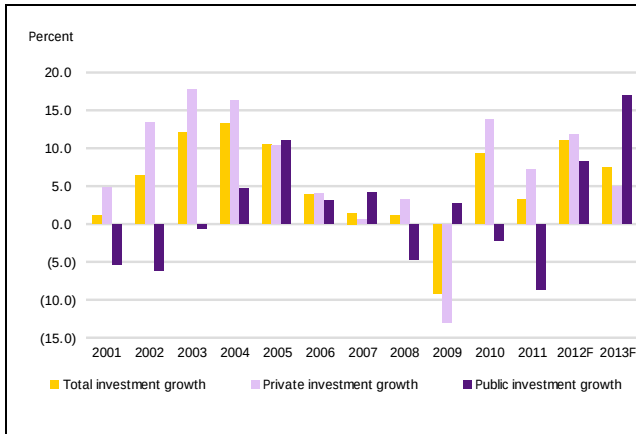
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
DCC	Sell	50.00	50.00	6.5	16.4	15.4	13.5	5.7	6.8	14.0	7.66	7.53	7.44	46.1	49.4	55.5	6.1	6.5	7.4	10.3	10.8	9.9
DRT	Neutral	6.95	6.80	4.1	15.3	13.5	11.7	(0.6)	13.3	15.4	3.42	3.28	3.08	23.5	25.1	27.2	5.5	6.2	6.6	8.9	8.3	7.5
SCC	Buy	351.00	400.00	17.0	15.8	16.8	12.8	(2.5)	(6.3)	31.9	2.58	2.42	2.19	16.6	14.8	18.0	3.6	3.0	3.9	11.3	11.0	9.2
SCCC	Sell	367.00	330.00	(6.0)	23.8	20.7	17.9	30.0	14.7	16.2	4.96	4.72	4.40	19.4	21.6	24.7	3.5	4.1	5.0	15.3	14.7	13.1
TPIPL	Neutral	13.00	13.00	0.6	10.4	27.6	16.2	30.7	(62.3)	70.5	0.43	0.42	0.41	4.4	1.5	2.6	1.2	0.6	0.9	5.6	9.1	7.1
Average					16.3	18.8	14.4	12.7	(6.8)	29.6	3.81	3.67	3.50	22.0	22.5	25.6	4.0	4.1	4.8	10.3	10.8	9.4

Source: SCBS Investment Research

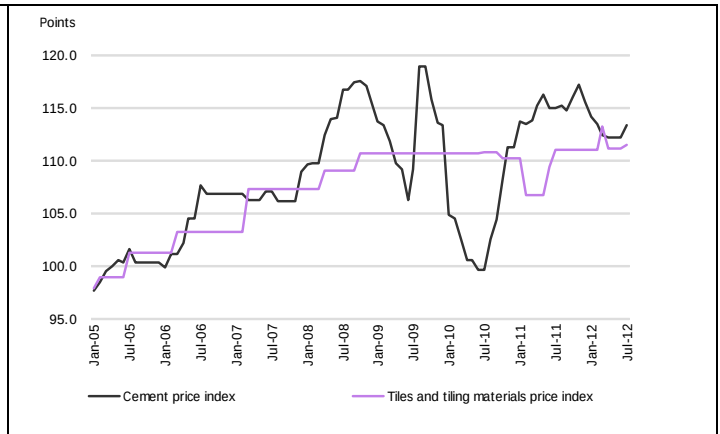
Figure 1: Framework for LT infrastructure plan during 2012-2019

Infrastructure type	Budget (Btmn)	%
1 Land transport	1,469,879	65
<i>Motorway network development</i>	<i>187,305</i>	<i>8</i>
<i>Rail system/ new rail routes</i>	<i>298,238</i>	<i>13</i>
<i>High speed rail development</i>	<i>481,066</i>	<i>21</i>
<i>Mass transit development</i>	<i>321,316</i>	<i>14</i>
<i>Road networks and integrated system development</i>	<i>181,954</i>	<i>8</i>
2 Air and sea freight	148,504	7
3 Energy	499,449	22
4 Communication	35,181	2
5 Public infrastructure	117,072	5
Total	2,270,087	100

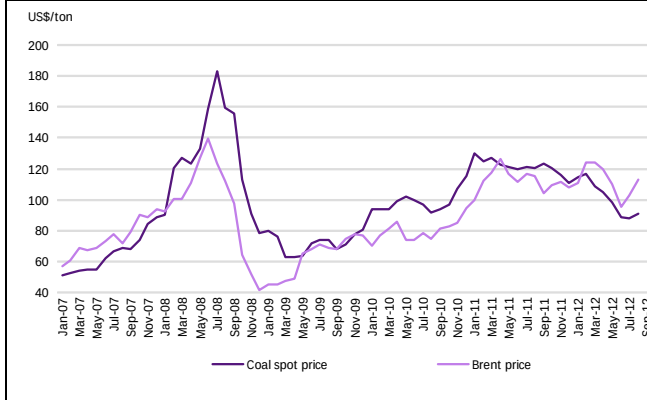
Source: NESDB; FPO; and SCBS Investment Research

Figure 2: Private and public investment to improve in 2012-13

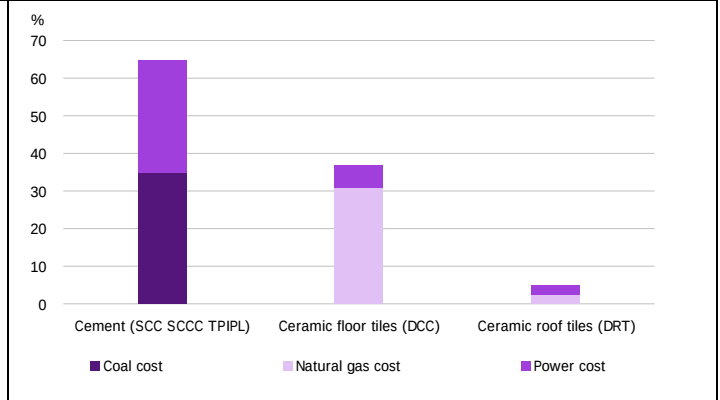
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Wholesale price in 7M12: -2% for cement and +3% for ceramic tile

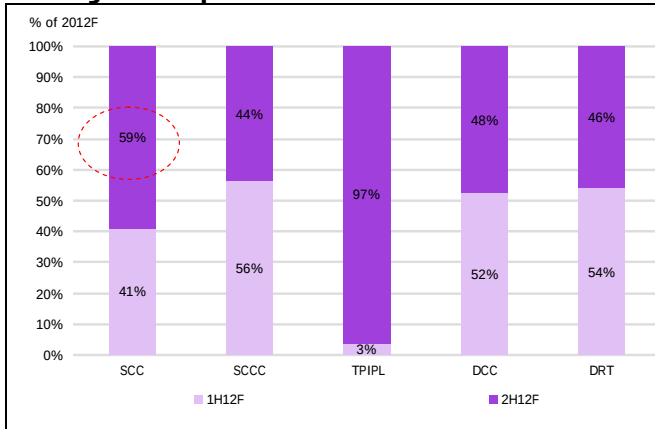
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 4: A recent rise in fuel cost negative to costs

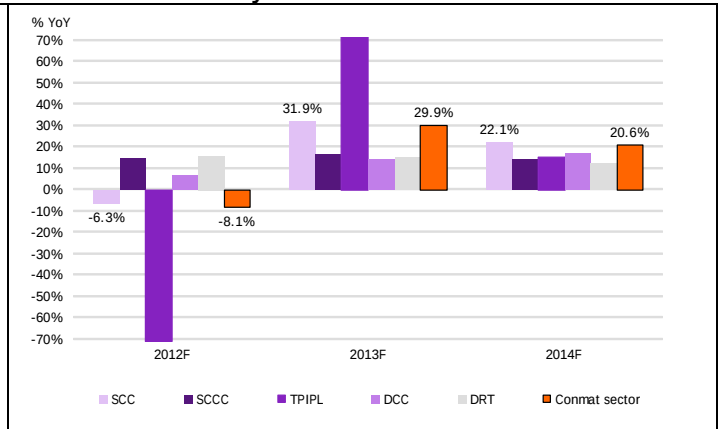
Source: Barlow Junker, Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: Portion of fuel cost to total production costs

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: In 2H12F, SCC earnings momentum to be stronger than peers

Source: SCBS Investment Research

Figure 7: SCC earnings growth to be above the sector over the next two years

Source: SCBS Investment Research

กานจน์ คานียอ
0-2949-1006
kanchan.khanijou@scb.co.th

โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานเริ่มต้นหน้า

- รัฐบาลจะเริ่มกระบวนการประมูลโครงการระบบขนส่งมวลชนทางรางเส้นใหม่ในไม่ช้า
- นอกจากนี้ก็จะเปิดประมูลแบบ E-auction สำหรับโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงด้วย
- งานในมือของบริษัทรับเหมาก่อสร้างมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก
- STEC ยังคงเป็นหุ้นเด่นในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ตามด้วย CK

รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐาน รัฐบาลกำลังจัดทำร่าง พ.ร.บ. เพื่อการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งจะเปิดโอกาสให้รัฐบาลกู้เงิน 2.2 ล้านล้านบาทเพื่อนำไปลงทุนในโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานในระยะ 7 ปีข้างหน้า ร่าง พ.ร.บ. ฉบับนี้จะถูกส่งให้สภาฯ พิจารณานอมนิติ และถ้าผ่านออกมา ก็จะทำให้รัฐบาลสามารถกู้เงินนอกงบประมาณได้ ทั้งนี้รัฐบาลจะจัดสรรงบประมาณ 1.98 ล้านล้านบาทจากงบประมาณเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานทั้งหมด 2.2 ล้านล้านบาทเพื่อลงทุนในภาคการขนส่ง โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อลดต้นทุนด้านโลจิสติกส์ ซึ่งเป็นจุดอ่อนในการทำธุรกิจในประเทศไทยมาเป็นเวลานาน นอกจากนี้รัฐบาลก็ตั้งงบประมาณ 3.5 แสนล้านบาทสำหรับโครงการบริหารจัดการน้ำด้วย

โครงการขนส่งทางรางได้รับจัดสรรงบประมาณมากที่สุด และจะเริ่มประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวในไม่ช้า งบประมาณ 1.98 ล้านล้านบาทที่จัดสรรให้กับภาคขนส่ง แบ่งเป็นงบประมาณสำหรับโครงการขนส่งทางราง 65% การขนส่งทางถนน 24% การขนส่งทางน้ำ 6.5% และการขนส่งทางอากาศ 4.2% โดยในส่วนของงบประมาณจำนวน 1.2 ล้านล้านบาทที่จัดสรรให้กับโครงการขนส่งทางรางนั้น ประกอบด้วยงบประมาณสำหรับโครงการรถไฟฟ้าและโครงการรถไฟความเร็วสูงของ รฟท. จำนวน 8.13 แสนล้านบาท และงบประมาณสำหรับโครงการระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพฯ 10 สาย วงเงิน 4.76 แสนล้านบาท กระทรวงคมนาคมวางแผนเริ่มเปิดขายเอกสารการประมูลสัญญาก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว (หมอชิต-สะพานใหม่-คูคต) มูลค่า 3 หมื่นล้านบาทก่อนสิ้นปีนี้

กรม.กำหนดวันเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าแล้ว โครงการหลักๆ ในส่วนของโครงการระบบราง มูลค่า 8.13 แสนล้านบาท คือ โครงการรถไฟความเร็วสูง โครงการ airport link เส้นใหม่ (มูลค่า 4.81 แสนล้านบาท) และโครงการรถไฟฟ้า (6 โครงการ มูลค่า 1.31 แสนล้านบาท) รัฐบาลอนุมัติโครงการรถไฟฟ้าสายแรก ระหว่างจะเข็ชเรากับคลอง 19 มูลค่า 1.16 หมื่นล้านบาทแล้ว โดยกำหนดเปิดประมูลด้วยระบบอิเล็กทรอนิกส์ (E-auction) ในเดือน ก.พ. 2556 และหลังจากนั้นก็เปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายที่สอง (ชุมทางจิระ-ขอนแก่น) มูลค่า 1.7 หมื่นล้านบาท และสายที่สาม (ประจวบคีรีขันธ์-ชุมพร) มูลค่า 1 หมื่นล้านบาท แบบ E-auction ในเดือน พ.ค. 2556

งานในมือของบริษัทรับเหมาก่อสร้างมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีก ปีนี้ CK เชื้อสัญญาโครงการใหม่ (ไม่รวมโครงการไฮเยนบุรี มูลค่า 7.4 หมื่นล้านบาท) มูลค่ารวม 2.5 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็น 84% ของสมมติฐานทั้งปีของเราเรียบร้อยแล้ว และส่งผลทำให้งานในมือปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.3 แสนล้านบาท ส่วน STEC จะเชื้อสัญญาโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดง สัญญาที่ 1 (มูลค่า 1.78 หมื่นล้านบาท) และสัญญาโครงการขยายท่าอากาศยานภูเก็ต (มูลค่า 4.8 พันล้านบาท) ภายในเดือน ก.ย. นี้ ซึ่งก็จะช่วยหนุนให้ STEC มีงานในมือเพิ่มขึ้นสู่จำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 6.5 หมื่นล้านบาทด้วยเช่นกัน (เชื้อสัญญาโครงการใหม่ มูลค่ารวม 2.5 หมื่นล้านบาท คิดเป็น 84% ของสมมติฐานทั้งปีของเรา) นอกจากนี้ STEC ก็มีโครงการใหม่อีก 2 โครงการ มูลค่ารวม 7-8 พันล้านบาท ที่มีกำหนดเชื้อสัญญาในไตรมาส 4 ปี 2555 ด้วย

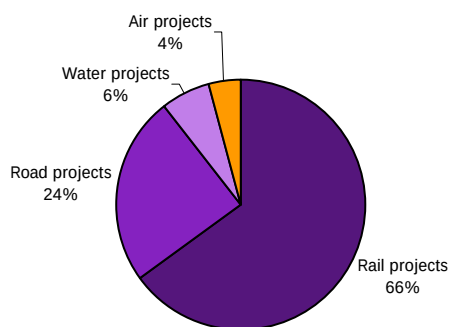
หุ้นรับเหมาก่อสร้างน่าจะปรับตัว outperform ตลาดได้อย่างมาก เนื่องจากรัฐบาลหันมาเร่งเดินหน้าโครงการด้านโครงสร้างพื้นฐานเร็วขึ้น ดังนั้นเราเชื่อว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้าง 3 รายใหญ่ของประเทศไทย (ITD CK และ STEC) จะมีงานในมือเพิ่มขึ้นอย่างมากในอนาคต ซึ่งจะช่วยหนุนให้ Valuation ปรับเพิ่มขึ้นเช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในอดีตเมื่อมีการเปิดประมูลโครงการใหญ่ๆ P/BV และ EV/Backlog ในปัจจุบันของหุ้นรับเหมาก่อสร้างยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับระดับที่เคยเทรดในปีก่อนๆ เมื่อครั้งที่รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการใหญ่ๆ เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” STEC และ CK

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CK	Buy	8.25	10.80	33.3	n.m.	27.4	24.2	42.5	n.m.	13.4	2.14	1.98	1.99	(10.7)	7.6	8.3	4.2	2.4	2.4	nm	28.3	21.0
ITD	Neutral	3.62	3.50	(3.3)	n.m.	25.7	21.7	14.2	n.m.	18.3	1.88	1.76	1.70	(12.7)	7.3	8.2	0.0	0.0	0.0	15.4	12.2	11.3
STEC	Buy	17.80	23.00	32.6	23.4	20.4	16.8	103.6	14.6	21.3	3.75	3.60	3.38	18.4	18.7	21.5	3.1	3.4	4.2	18.4	14.9	12.0
Average					23.4	24.5	20.9	53.4	14.6	17.6	2.59	2.45	2.36	(1.7)	11.2	12.7	2.4	2.0	2.2	16.9	18.5	14.8

Source: SCBS Investment Research

โปรดอ่านข้อสงวนสิทธิ์ท้ายรายงานฉบับนี้

Figure 1: Breakdown of gov't plan for infrastructure projects worth Bt1.98tn

Source: OTP, SCBS Investment Research

Figure 2: Mass transit projects worth Bt150bn waiting government action

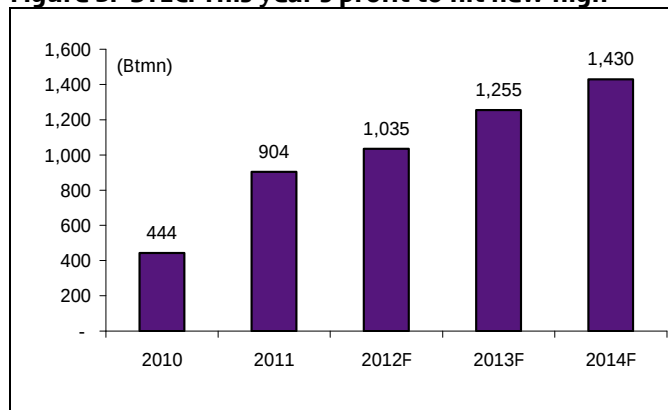
Line	Project description	Civil work (Btbn)	Possibly go up for bidding
Green Line	Morchit-Sapanmai-Khookot	27	4Q12
Pink Line	Kaerai-Pak Kred-Minburi	30	1Q13
Orange Line	Talingchan- Minburi	97	2H13
Total		154	

Source: MRTA, CK, STEC, OTP, SCBS Investment Research

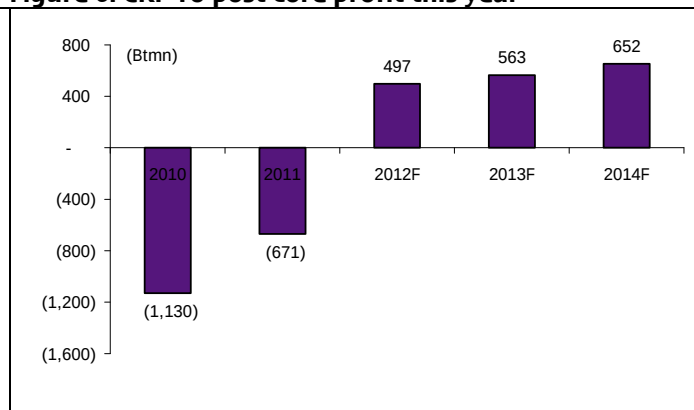
Figure 3: E-auction for first-three route scheduled in 1H13

Double Track Route	Length (km)	(Btmn)	Schedule
Chachoengsao - Klong 19 - Kangkoi	106	11,348	2013
Jira junction - Khonkean	185	17,046	2013
Prajuabkirikhan - Chumporn	167	10,312	2013
Mapkabao - Jira junction	132	19,017	2013
Nakornpathom - Nongpraduk - Huahin	165	17,856	2013
Lopburi - Nakornsawan	118	10,938	2014
Kangkoi - Bua Yai	220	18,075	2014
Nakornsawan - Taphanhin	69	6,259	2015-2020
Huahin - Prajuabkirikhan	89	5,499	2015-2020
Chumporn - Surarathani	166	17,000	2015-2020
Jira junction - Ubonratchathani	309	23,174	2015-2020
Khonkaen - Nongkhai	172	14,877	2015-2020
Total	1,898	171,401	

Source: STEC, SCBS Investment Research

Figure 5: STEC: This year's profit to hit new high

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: CK: To post core profit this year

Source: Company, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนของแนวโน้มเศรษฐกิจ

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55: ยังฟื้นตัวจากสถานการณ์น้ำท่วมไม่เต็มที่ (แม้กระทั่งในไตรมาส 3/55)
- มีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มหุ้นอิเล็กทรอนิกส์ เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจไม่สดใส
- ได้รับผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำและความเชื่อมั่นลูกค้าสั่นคลอน
- **Top pick: KCE** เพราะผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 โรงงานที่ถูกน้ำท่วมยังคงอยู่ในช่วงของการฟื้นฟู แม้อุปกรณ์เครื่องจักรส่วนใหญ่ติดตั้งเสร็จเรียบร้อยแล้ว แต่ขั้นตอนการอนุมัติจากลูกค้าต้องใช้เวลาจนถึงไตรมาส 2-3 ปี 2555 กำไรไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทในกลุ่มหุ้นอิเล็กทรอนิกส์ 6 แห่งในภาวะวิกฤติของเรา ปรับตัวลดลง 17% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน (เนื่องจากการกำลังการผลิตหลังน้ำท่วมยังไม่ฟื้นกลับคืนมาเต็มที่ ในขณะที่อัตราค่าจ้างถูกกดดันจากการขึ้นค่าจ้าง) แต่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 113% จากไตรมาสก่อนหน้า สู้จำนวน 1.7 พันล้านบาท บริษัททุกแห่งยกเว้น CCET รายงานกำไรลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า

มีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มหุ้นอิเล็กทรอนิกส์ เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจไม่สดใส แนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอนในยุโรปและสหรัฐฯ รวมถึงการที่ Intel ปรับลดเป้ากำไรไตรมาส 3 ปี 2555 ของบริษัทลดลง ทำให้ปัจจุบันเรามีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มหุ้นอิเล็กทรอนิกส์ เรามองว่าออกเดอร์ในไตรมาส 4 ปี 2555 น่าจะดีขึ้น นอกจากนี้แล้ว Semiconductor Industry Association (SIA) ก็รายงานว่า ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกช่วง 7 เดือนแรกของปี 2555 ลดลง 5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู้จำนวน 1.67 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อดูรายละเอียดของยอดขายแยกตามภูมิภาคพบว่า ยอดขายลดลงทั่วทุกภูมิภาค โดยตลาดยุโรปลดลงมากที่สุด (-14% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) SIA มีความเห็นในทางเดียวกันกับสำนักงานสถิติการค้าเซมิคอนดักเตอร์โลก (World Semiconductor Trade Statistics – WSTS) ที่คาดการณ์ว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 2555 จะเพิ่มขึ้นเพียง 0.4% สู้จำนวน 3.01 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ

ได้รับผลกระทบจากการขึ้นค่าจ้างและความเชื่อมั่นลูกค้าสั่นคลอน ผู้บริหารบริษัทในกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์เปิดเผยว่า แม้การฟื้นฟูกำลังการผลิตหลังน้ำท่วมจะเสร็จสิ้นแล้ว แต่ออเดอร์ก็ยังกลับคืนมาไม่ถึง 100% ลูกค้าส่วนหนึ่งแบ่งออเดอร์ส่งให้กับคู่แข่งเพื่อกระจายความเสี่ยง ในขณะที่ลูกค้าบางส่วนยังไม่มีความมั่นใจว่าจะกลับมาสั่งซื้อออเดอร์ นอกจากนี้บริษัททุกแห่งก็ได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการขึ้นค่าจ้างในเดือน เม.ย. และเงินชดเชยความเสียหายจากน้ำท่วมและการหยุดชะงักของธุรกิจก็อยู่ระหว่างการดำเนินการจ่ายเงินชดเชยงวดสุดท้ายที่คาดว่าจะขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 หรือไตรมาส 1 ปี 2556 ปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจ่ายเงินปันผลของบริษัทต่างๆ โดยเฉพาะ SVI

มีโอกาสอยู่บ้างในวิกฤต แม้ได้รับความเสียหายรุนแรงจากน้ำท่วม แต่ SMT กับ KCE ก็ใช้โอกาสนี้ฟื้นฟูกำลังการผลิตโดยปรับปรุงเทคโนโลยีและประสิทธิภาพการผลิตเพื่อให้ได้อัตรากำไรและผลตอบแทนที่ดีขึ้น ผลการดำเนินงานปี 2556 ของสองบริษัทนี้น่าจะออกมาดีกว่าตัวเลขในช่วง 9 เดือนแรกปี 2554 (ก่อนน้ำท่วม)

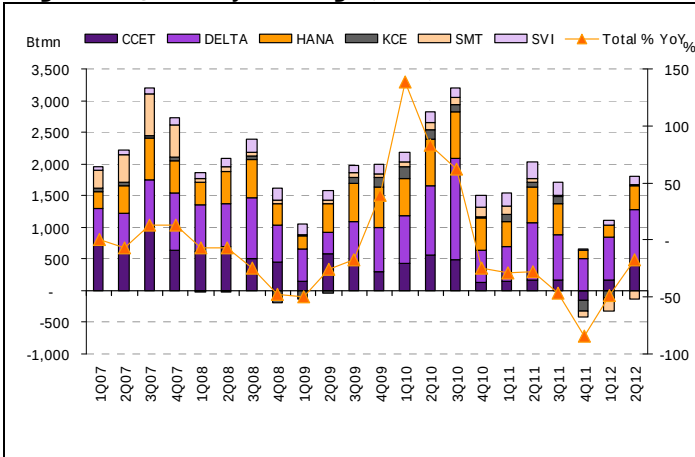
KCE เป็น top pick โอกาสที่เกิดจากน้ำท่วมมีให้เห็นแล้ว สายการผลิตใหม่ที่โรงงาน KCE-Tech ซึ่งมีปัญหาใหญ่เกี่ยวกับของเสียจากการผลิตและเสถียรภาพของความสามารถในการทำกำไรในอดีต มีประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้นมากตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เรามองว่า KCE เป็นหุ้นที่น่าสนใจในประเด็นผลการดำเนินงานฟื้นตัว กำลังการผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก รวมถึงการมีลูกค้าใหม่หลายรายเข้ามาในงวดครึ่งหลังปี 2555 ทำให้เราคาดว่า KCE จะรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 481 ล้านบาท หรือ 1.02 บาท/หุ้นในไตรมาส 2 ปี 2556

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CCET	Neutral	2.74	3.1	19.0	32.2	8.1	7.6	(78.6)	295.5	6.6	0.65	0.62	0.60	2.0	7.8	8.0	5.8	5.8	5.8	9.4	8.0	6.5
DELTA	Buy	24.80	31.0	31.0	11.7	9.5	8.1	(33.4)	23.8	16.3	1.56	1.43	1.31	13.5	15.8	16.8	4.8	6.0	6.5	6.4	5.3	4.5
HANA	Neutral	20.80	24.0	20.7	10.8	11.3	8.6	(37.5)	(4.5)	31.2	1.19	1.06	0.98	11.2	9.8	11.7	4.8	5.3	6.3	4.0	4.1	2.9
KCE	Buy	8.00	8.5	10.0	30.7	31.3	7.9	(73.1)	(2.0)	298.5	1.50	1.31	1.17	4.8	4.5	15.7	1.3	3.8	4.4	10.1	11.0	7.1
SMT	Sell	10.60	8.0	(23.1)	30.8	n.m.	12.7	(72.4)	n.m.	n.m.	4.13	1.90	1.79	8.7	(16.2)	14.6	1.9	1.4	1.8	9.3	(82.3)	8.1
SVI	Neutral	3.88	4.1	5.7	11.0	13.8	9.4	(4.8)	(20.7)	46.8	6.05	3.11	1.48	33.6	29.6	21.2	0.0	0.0	6.4	7.6	10.5	5.5
Average					21.2	14.8	9.1	(50.0)	58.4	79.9	2.51	1.57	1.22	12.3	8.5	14.7	3.1	3.7	5.2	7.8	(7.2)	5.8

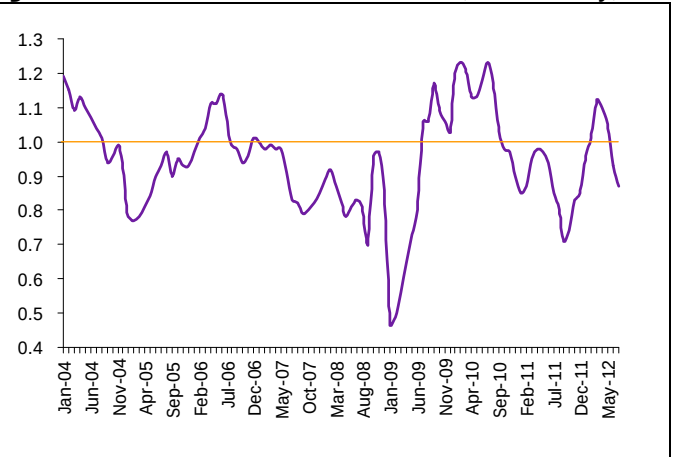
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



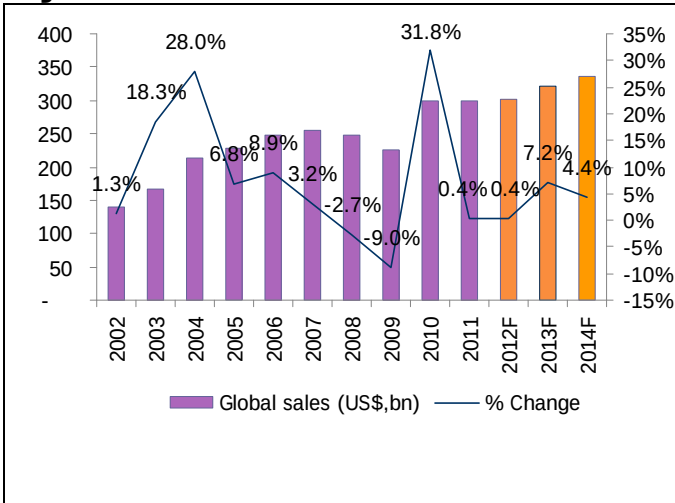
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: N. America book-to-bill ratio (0.87x in July)



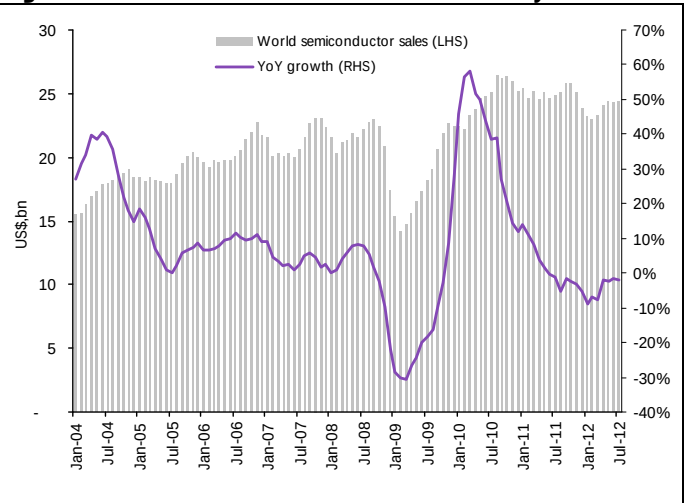
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



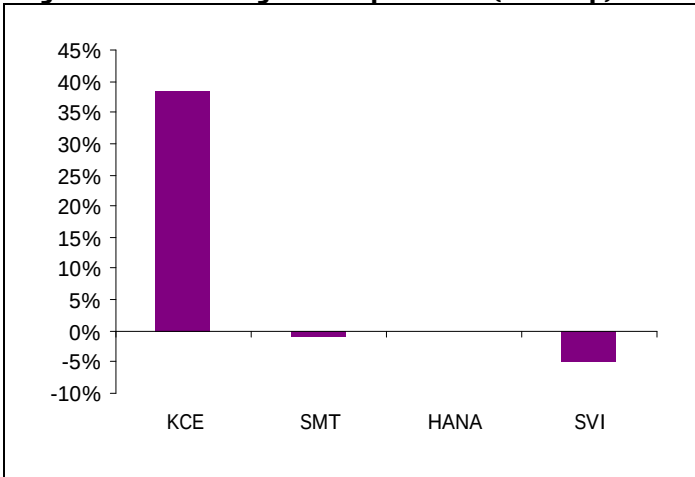
Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



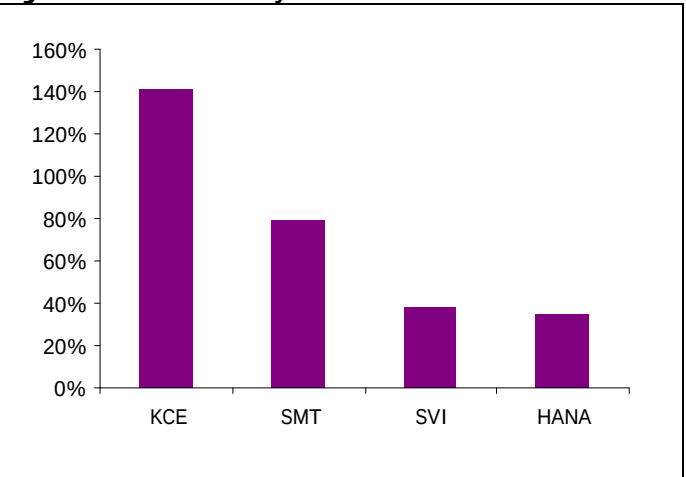
Source: SIA

Figure 5: Price changes from pre-flood (mid-Sep)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Price recovery after floods hit in Oct 2011



Source: SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ราคาน้ำมันปรับตัวกลับขึ้นมาแล้ว

- ราคาน้ำมันกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/55 ทำให้มีโอกาสปรับประมาณการปี 2555 เพิ่มขึ้น
- ราคาถ่านหินมีความเสี่ยงขาลงจำกัด
- ยังคงเลือก PTT เป็น top pick ในสถานการณ์ราคาน้ำมันผันผวน

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 – ไตรมาสที่แย่สุดของปี 2555 ผ่านพ้นไปแล้ว ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงส่งผลกระทบอย่างมากต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทในกลุ่มพลังงาน กำไรสุทธิไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวลดลงมากถึง 90% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 93% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันซึ่งรายงานขาดทุนจำนวนมากโดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและการตีราคามูลค่าสินค้าน้ำมันให้เป็นที่ไปตามราคาตลาด BANPU เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด โดยกำไรสุทธิลดลงเพียง 2% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 14% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เราเชื่อว่าไตรมาสที่แย่ที่สุดของกลุ่มพลังงานผ่านพ้นไปแล้วเมื่อพิจารณาจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นในปัจจุบัน

แนวโน้มงวดครึ่งหลังปี 55 – คาดผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นเพราะราคาน้ำมันฟื้นตัว ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มพลังงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 เพราะราคาน้ำมันฟื้นตัวดีขึ้น โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน ราคาน้ำมันดิบดูไบในปัจจุบันปรับตัวขึ้นมาแล้ว 21% สู่ระดับ 112 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จากระดับ 93 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลเมื่อปลายไตรมาส 2 ปี 2555 ถ้าราคาน้ำมันยังสามารถทรงตัวอยู่ที่ระดับนี้ต่อไปได้ เราคาดว่ากำไรจากสต็อกน้ำมันในไตรมาส 3 ปี 2555 น่าจะชดเชยขาดทุนจากสต็อกน้ำมันในไตรมาส 2 ปี 2555 ได้มากกว่า 60% อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันดิบดูไบโดยเฉลี่ยในไตรมาส 3 ปี 2555 ยังอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้าที่ 106.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ดังนั้นผลกระทบต่อราคาขายผลิตภัณฑ์โดยเฉลี่ยของ PTTEP จึงน่าจะมีจำกัด

ราคาน้ำมันที่ร่วงลงแรงในไตรมาส 2/55 ฟื้นตัวกลับขึ้นมาแล้ว หลังจากราคาน้ำมันดิบ (เบรนท์) ร่วงลงแรง 22% ในไตรมาส 2 ปี 2555 ราคาที่ฟื้นตัวกลับขึ้นมาแล้ว 20% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน สู่ระดับ 114 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล โดยมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดทางฝั่งอุปทานที่หลักๆ เกิดจากมาตรการคว่ำบาตรน้ำมันอิหร่านของ EU และความเสี่ยงด้านภูมิศาสตร์การเมืองในตะวันออกกลาง นอกจากนี้อุปทานน้ำมันทั่วโลกที่ต่ำกว่าคาดด้วย เพราะมีการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนในประเทศ non-OPEC ในขณะที่การผลิตของ OPEC ยังไม่มากพอชดเชยอุปทานที่หายไป ทางฝั่งอุปสงค์นั้น IEA ยังคงคาดการณ์ว่าอุปสงค์น้ำมันจะเติบโตเฉลี่ย 8 แสนบาร์เรลต่อวันในปี 2555-56 โดยส่วนใหญ่จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มประเทศ non-OECD Asia เราเชื่อว่าราคาน้ำมันน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ แม้ upside อาจจะถูกจำกัดด้วยแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ปรับตัวแย่ลง เรายังคงเห็นความเสี่ยงขึ้นสำหรับประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2555 ที่ 108 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เนื่องจากราคาเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันอยู่ที่ 109.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล

ราคาถ่านหินน่าจะถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว เราคาดว่าราคาถ่านหินจะค่อยๆ ฟื้นตัวในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากการลดการผลิตที่ส่วนใหญ่เกิดจากผู้ผลิตถ่านหินคุณภาพต่ำที่มีต้นทุนสูง และยังคงมองบวกต่อแนวโน้มราคาถ่านหินในระยะกลาง ซึ่งก็สะท้อนถึงปัจจัยคุกคามที่ลดน้อยลงจากการส่งออกถ่านหินของสหรัฐด้วย เนื่องจากผู้ผลิตถ่านหินคุณภาพต่ำส่วนใหญ่ประสบผลขาดทุนค่อนข้างมาก ณ ราคาถ่านหินปัจจุบัน ดังนั้นอุปทานถ่านหินจากสหรัฐ ที่มีน้อยลงจึงน่าจะส่งผลดีต่อราคาถ่านหิน ในขณะที่อุปสงค์จากญี่ปุ่นยังมีอยู่มากเพื่อใช้ทดแทนพลังงานนิวเคลียร์

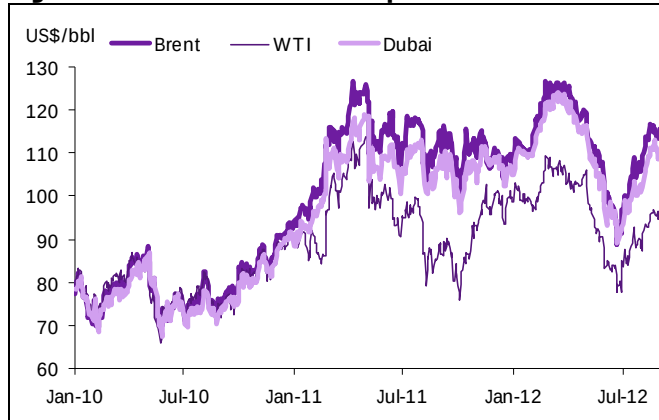
ค่าการกลั่นมีแนวโน้มดีต่อเนื่องโดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาลและอุปทานที่หายไป ค่าการกลั่น (GRM) น่าจะแกว่งตัวอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนของโรงกลั่นหลายแห่งและการปิดโรงกลั่นถาวรในสหรัฐ และยุโรปเพิ่มมากขึ้น ล่าสุดโรงกลั่น Shell Clyde ในชัตินี (กำลังการผลิต 90,000 บาร์เรล/วัน) จะปิดดำเนินการถาวรปลายเดือน ก.ย. นอกจากนี้เรายังคาดว่าอุปสงค์ตามฤดูกาลก่อนเข้าสู่ฤดูหนาวจะช่วยกระตุ้นให้ค่า crack spread ของ gasoil และน้ำมันเตาปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยเฉพาะญี่ปุ่นซึ่งยังต้องพึ่งพาน้ำมันเตาสำหรับใช้ผลิตไฟฟ้า

ยังคงเลือก PTT เป็น top pick แม้เรามีมุมมองที่เป็นบวกต่อราคาน้ำมันมากกว่าไตรมาสก่อน แต่เรายังคงชอบ PTT มากกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน เนื่องจาก PTT มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันซึ่งมีความผันผวนน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน

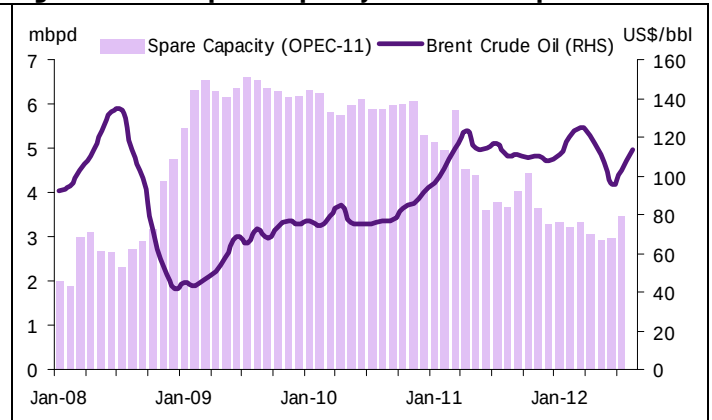
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BANPU	Buy	446.00	560.0	29.8	14.1	10.8	11.4	(12.6)	29.9	(5.3)	1.60	1.49	1.40	12.6	14.2	12.6	4.7	4.3	4.0	6.3	6.2	6.8
BCP	Neutral	24.00	22.5	(2.1)	4.1	9.8	7.8	293.3	(58.3)	26.1	1.11	1.06	0.98	26.3	10.7	13.1	6.9	4.2	5.4	4.1	6.5	6.0
ESSO	Sell	10.90	8.5	(19.3)	40.1	13.2	7.9	(43.2)	204.9	67.5	1.54	1.39	1.22	3.8	11.1	16.6	0.9	2.8	4.6	16.0	8.5	6.9
IRPC	Neutral	4.32	4.0	(6.5)	15.0	28.4	12.2	44.1	(47.1)	133.0	1.16	1.16	1.07	7.8	4.1	9.1	2.8	0.9	2.3	10.1	13.4	8.2
PTT	Buy	338.00	380.0	17.5	8.7	8.0	8.2	38.2	9.7	(2.5)	1.50	1.31	1.18	18.4	17.6	15.2	3.8	5.1	5.1	5.7	5.2	5.7
PTTEP	Neutral	157.50	170.0	11.8	11.1	10.3	8.5	(2.9)	7.9	20.9	2.61	2.25	1.93	26.0	23.6	24.4	3.4	3.9	4.7	5.0	4.3	3.8
TOP	Buy	68.00	72.0	9.1	9.1	12.9	11.0	167.9	(29.6)	17.2	1.63	1.53	1.40	19.0	12.3	13.3	4.4	3.2	3.7	5.5	6.3	5.2
Average					14.6	13.3	9.6	69.3	16.8	36.7	1.59	1.46	1.31	16.3	13.4	14.9	3.9	3.5	4.3	7.5	7.2	6.1

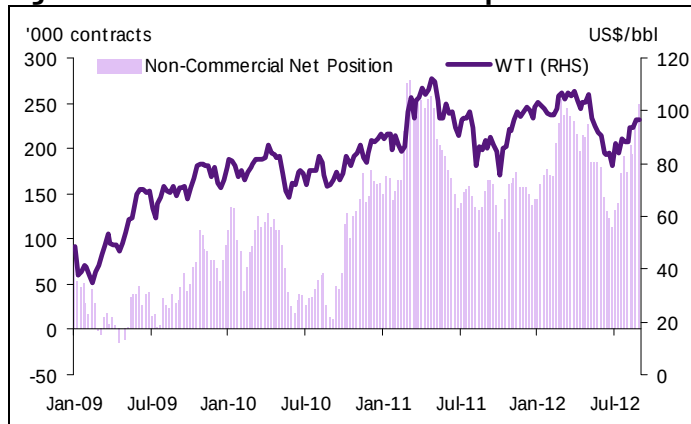
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

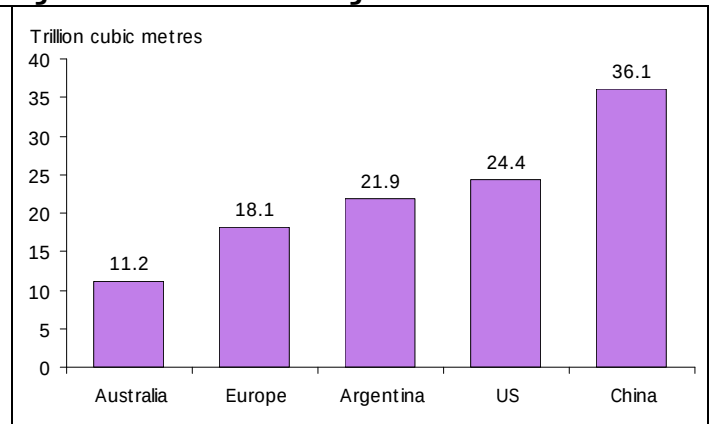
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: OPEC spare capacity vs. Brent oil price

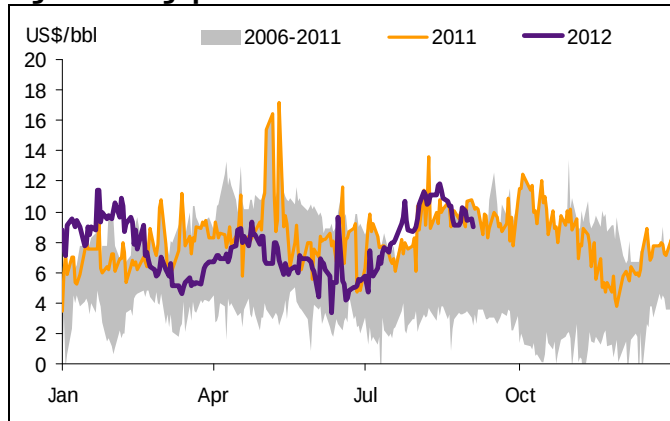
Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

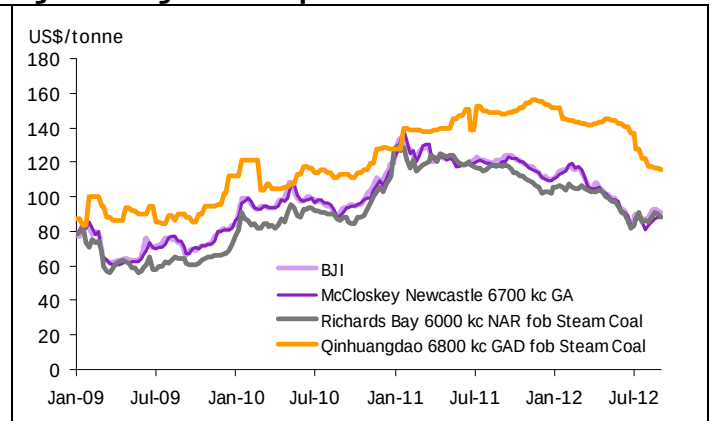
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Worldwide shale-gas reserves

Source: US Energy Information Administration, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM

Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price

Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

แนวโน้มธุรกิจและ Valuation ไม่น่าดึงดูด

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

- **ASP และ MBKET** มีส่วนแบ่งการตลาดและอัตราค่าคอมมิชชั่นลดลง
- **KTC** กำลังดำเนินการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จะหนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทฟื้นตัวดีขึ้น
- **AEONTS** เข้าซื้อกิจการโบรกเกอร์ประกัน มีแนวโน้มได้รับประโยชน์อย่างมากจากการขึ้นค่าจ้าง

ASP และ MBKET: คาดรายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 3/55 อยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า รายได้ค่านายหน้าในไตรมาส 3 ปี 2555 ของ ASP และ MBKET น่าจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาส 2 ปี 2555 โดยอิงกับข้อมูลตลาดในเดือน ก.ค.-ส.ค. มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในเดือน ก.ค.-ส.ค. อยู่ที่ 2.49 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 2.5 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555 อัตราค่าคอมมิชชั่นของ ASP กับ MBKET ฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 2 ปี 2555 หลังจากลดลงในไตรมาส 1 ปี 2555 เราคาดว่าอัตราค่าคอมมิชชั่นจะอยู่ในระดับทรงตัวในไตรมาส 3 ปี 2555

คาด ASP มีผลการดำเนินงานที่ดีในไตรมาส 3/55 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรจากเงินลงทุน เราคาดว่า ASP จะได้รับประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ SET index ในไตรมาส 3 ปี 2555 (ปรับขึ้นมาแล้ว 9% นับถึงวันที่ 14 ก.ย.) เพราะบริษัทมีพอร์ตลงทุนอยู่ 1.6 พันล้านบาท ขาดทุนจากเงินลงทุนจำนวน 23 ล้านบาทน่าจะพลิกกลับมาเป็นกำไรจำนวนมากได้ในไตรมาส 3 ปี 2555 ขณะที่ MBKET มีพอร์ตลงทุนไม่มากนัก ดังนั้นจะได้รับประโยชน์ไม่มากนักจากตลาดที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ธุรกิจ consumer finance จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการขึ้นค่าจ้าง ธุรกิจ consumer finance โดยเฉพาะสินเชื่อส่วนบุคคล น่าจะได้รับประโยชน์จากนโยบายขึ้นค่าจ้างของรัฐบาล เงินเดือนขั้นต่ำของข้าราชการที่จบปริญญาตรีถูกปรับเพิ่มขึ้นเป็น 15,000 บาทตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 เป็นต้นมา และตั้งแต่เดือน เม.ย. 2555 ค่าจ้างขั้นต่ำใน 7 จังหวัด (รวมถึง กทม. และจังหวัดใกล้เคียงด้วย) ก็ปรับเพิ่มขึ้น 36-40% จาก 215-221 บาท เป็น 300 บาท/วัน ส่วนค่าจ้างขั้นต่ำในจังหวัดอื่นๆ จะเริ่มปรับขึ้นเป็น 300 บาท/วันในปีหน้า การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจะทำให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลขยายใหญ่ขึ้น และจะช่วยหนุนให้ฐานะการเงินของลูกค้าปรับตัวดีขึ้นด้วย ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ ในฐานะที่ AEONTS เป็นบริษัท consumer finance ชื่อนำของประเทศไทยที่ตั้งเป้าไปที่ตลาดระดับล่าง ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากเหตุการณ์นี้มากกว่า KTC และธนาคารพาณิชย์

KTC กำลังดำเนินการลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ KTC จะฟื้นตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3 ปี 2555 หลังจากพลิกกลับมาทำกำไรในไตรมาส 2 ปี 2555 การลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเป็นปัจจัยสำคัญที่นำไปสู่การฟื้นตัว KTC ปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ว่าง มาใช้พนักงานของบริษัทแทนเพื่อลดต้นทุน ซึ่งจะเห็นผลอย่างเต็มที่ในไตรมาส 3 ปี 2555 เรายังคงมุมมองของเราที่ว่าตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัวแล้ว และการแข่งขันเพิ่มมากขึ้นจากธนาคารพาณิชย์

AEONTS เข้าซื้อกิจการโบรกเกอร์ประกัน AEONTS กำลังดำเนินการซื้อหุ้น 100% ในบริษัท ACS Insurance Broker บริษัท ACS Life Insurance Broker และบริษัท ACS Servicing (ให้บริการติดตามเร่งรัดหนี้สิน) จากบริษัท ACS Capital Corporation (บริษัทที่มีส่วนเกี่ยวข้องกับ AEONTS) ภายหลังการเข้าซื้อหุ้น ผลการดำเนินงานของบริษัททั้งสามแห่งนี้จะถูกรวมเข้ามาในงบการเงินของ AEONTS ทั้งนี้เมื่ออิงกับการเงินปีบัญชี 2554 (สิ้นสุดวันที่ 20 ก.พ. 2555) บริษัทสามแห่งนี้มีกำไรสุทธิรวม 79 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 8% ของกำไรสุทธิของ AEONTS

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AEONTS	Sell	50.25	32.00	(32.1)	78.0	12.5	11.2	(83.2)	523.9	11.3	2.05	1.90	1.74	2.6	15.8	16.2	4.2	4.2	4.2
ASP	Sell	2.30	2.40	13.1	9.6	10.3	10.8	(32.8)	(6.5)	(5.2)	1.22	1.20	1.20	12.2	11.8	11.1	8.7	8.8	8.3
KTC	Sell	24.60	18.00	(25.5)	n.m.	30.9	11.7	n.m.	n.m.	164.4	1.30	1.25	1.15	(28.4)	4.1	10.2	0.0	1.3	3.4
MBKET	Sell	13.90	14.00	8.8	12.1	12.4	12.1	(18.8)	(2.1)	2.2	1.80	1.80	1.80	14.4	14.5	14.9	8.4	8.1	8.2
Average					33.2	16.5	11.5	(44.9)	171.8	43.2	1.59	1.54	1.47	0.2	11.6	13.1	5.3	5.6	6.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	14.2	2.7
Bt24bn	16.3	2.9
Bt26bn — base case	14.0	2.4
Bt28bn	20.5	3.2
Bt30bn	22.6	3.4
2012F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.87	0.19
Bt24bn	0.99	0.20
Bt26bn — base case	1.12	0.22
Bt28bn	1.25	0.23
Bt30bn	1.38	0.24
2012F DPS (Bt) at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.87	0.17
Bt24bn	0.99	0.18
Bt26bn — base case	1.12	0.20
Bt28bn	1.25	0.21
Bt30bn	1.38	0.22
Dividend payout		
2012F	100%	90%
Implied target PE (x)	12.5	11.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly market share and commission rate

	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12*
Daily market turnover (Bt mn)	28,529	19,503	26,886	25,041	24,881
Market share					
MBKET	11.93%	12.66%	12.47%	11.79%	11.60%
ASP	4.75%	4.56%	4.45%	3.94%	4.04%
PHATRA	4.81%	4.51%	4.62%	4.01%	4.13%
Commission rate					
MBKET	0.157%	0.145%	0.132%	0.138%	NA.
ASP	0.200%	0.198%	0.187%	0.199%	NA.
PHATRA	0.163%	0.152%	0.165%	0.150%	NA.

Note: * As of August, 2012

Source: SET and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

กำไรเติบโตแน่นอน โดยมีปัจจัยหนุนจากการขยายธุรกิจ

■ กำไรเติบโตแน่นอนเพราะความต้องการใช้บริการทางการแพทย์เพิ่มขึ้น และการขยายธุรกิจเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตระยะยาว

■ BGH เป็น top pick เพราะแนวโน้มธุรกิจแข็งแกร่ง

กำไรจะทำจุดสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3/55 กลุ่มการแพทย์ (BCH BGH และ BH) รายงานกำไรไตรมาส 2 ปี 2555 ลดลงตามคาด โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบทางฤดูกาล ในขณะที่กลุ่มการแพทย์เริ่มเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นทั้งผู้ป่วยในประเทศและผู้ป่วยต่างชาติเพราะเป็นช่วงที่มีผู้ป่วยไข้หวัดจำนวนมากในประเทศไทย บวกกับเป็นช่วงเริ่มต้นฤดูกาลท่องเที่ยว ภาพรวมธุรกิจที่เป็นบวกเช่นนี้ทำให้เรามองว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3 ปี 2555 โดย BH จะรายงานกำไรเติบโตสูงที่สุด เพราะมีกำไรพิเศษจำนวน 579 ล้านบาทจากการขายเงินลงทุนใน BCH

กำไรเติบโตแน่นอนเพราะความต้องการใช้บริการทางการแพทย์เพิ่มขึ้น กลุ่มการแพทย์เป็นหนึ่งในกลุ่มที่น่าสนใจลงทุนเพราะกำไรมีความแน่นอนโดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นในระยะยาว เนื่องจากสัดส่วนรายจ่ายเพื่อใช้บริการทางการแพทย์ต่อ GDP ในประเทศไทยยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ที่พัฒนาแล้ว เรามองว่ากำไรมีความเสี่ยงต่ำจำกัด เพราะความจริงแล้วการรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็นไม่ใช่สิ่งฟุ่มเฟือย ทำให้กลุ่มการแพทย์มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคน้อยกว่ากลุ่มธุรกิจอื่นๆ เราคาดว่ากลุ่มการแพทย์จะรายงานกำไรเติบโตสูงถึง 39% ในปี 2555 และ 11% ในปี 2556

การขยายธุรกิจเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตระยะยาว การลงทุนใหม่จะเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กลุ่มการแพทย์เติบโตในระยะยาว เราคาดว่าจะเห็นการขยายธุรกิจในกลุ่มการแพทย์ผ่านการสร้างโรงพยาบาลใหม่และการเข้าซื้อ/ควบรวมกิจการ เนื่องจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีมากขึ้น และคาดว่าโรงพยาบาลต่างๆ จะต้องการสร้างความมั่นคงให้กับตำแหน่งและธุรกิจของตนก่อนที่จะเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน หรือ AEC ในปี 2558 ทั้งนี้ในกลุ่มการแพทย์ เรามองว่า BGH มีแผนขยายธุรกิจในอนาคตที่ชัดเจนมากที่สุด โดย BGH วางแผนเปิดโรงพยาบาลใหม่เพิ่ม 2-3 แห่งต่อปี โดยเน้นไปที่ต่างจังหวัด โดยเฉพาะภาคเหนือและภาคตะวันออกเฉียงเหนือ เนื่องจากบริษัทยังมีโรงพยาบาลในพื้นที่เหล่านี้้อยู่ และมีความได้เปรียบด้านบุคลากรทางการแพทย์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน ส่วน BH จะเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้ป่วยนอก (OPD) อีก 33% ในปี 2556 และผู้ป่วยใน (IPD) อีก 22% ในปี 2557 โดยบริษัทวางแผนสร้างโรงพยาบาลระดับพรีเมียมขนาด 150-200 เตียงย่านใจกลางเมืองกรุงเทพฯ และคาดว่าจะเปิดให้บริการได้ในปี 2560 ขณะที่ BCH จะเปิดโรงพยาบาลใหม่โดยตั้งเป้าไปที่ตลาดระดับบนชื่อว่า "The World Medical Center (WMC)" ที่ถนนแจ้งวัฒนะในเดือน ธ.ค. ปีนี้ เลื่อนมาจากเดือน ต.ค. ที่กำหนดไว้ก่อนหน้านี้

BGH เป็น top pick เพราะแนวโน้มธุรกิจแข็งแกร่ง BGH เป็นตัวเลือกลงทุนที่ดีในระยะยาว เพราะบริษัทมีเครือข่ายโรงพยาบาลมากถึง 29 แห่ง (27 แห่งในประเทศไทย และ 2 แห่งในกัมพูชา) ครอบคลุมผู้ป่วยทุกกลุ่ม และมีโอกาสที่จะขยายธุรกิจได้อีก นอกจากนี้ BGH ยังอยู่ในตำแหน่งที่จะได้รับประโยชน์จากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 ในแง่ของการมีผู้ป่วยเข้ามาเพิ่มขึ้นและสามารถเพิ่มรายได้ต่อหัวได้ ซึ่งหมายถึงแนวโน้ม upside ในอนาคต รายได้จากผู้ป่วยอาเซียน (ไม่รวมประเทศไทย) คิดเป็นสัดส่วนเพียง 3% ของรายได้ทั้งหมดในไตรมาส 2 ปี 2555 สะท้อนถึงโอกาสที่จะปรับเพิ่มขึ้นได้อีกเมื่ออิงกับประชากรในอาเซียนที่มีจำนวนมากถึง 600 ล้านคน หุ้น BGH เทรดที่ระดับ +0.5SD PE เฉลี่ยในอดีต ต่ำกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ซึ่งเทรดอยู่ในระดับสูงที่ +2.0SD PE เฉลี่ยในอดีต สะท้อนถึงโอกาสที่ราคาหุ้น BGH จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก

BCH แนะนำ Neutral เราแนะนำ Neutral ใน BCH เนื่องจาก upside ต่อราคาเป้าหมายที่จำกัด แนวโน้ม upside ของกำไรจะมาจากโรงพยาบาลใหม่ที่กำลังได้เร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2558 และการเข้าซื้อกิจการโรงพยาบาล

คงคำแนะนำ "ขาย" BH เราแนะนำ "ขาย" BH เนื่องจาก upside ต่อราคาเป้าหมายไม่น่าสนใจ แนวโน้ม upside ของกำไรจะมาจากการลงทุนใหม่ที่สามารถสร้างผลตอบแทนสูงมากพอหลังจากบริษัทขายเงินลงทุนใน BCH ออกไป

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BCH	Neutral	9.60	10.00	6.5	28.5	21.6	20.5	5.3	31.6	5.3	5.3	4.7	4.2	18.5	22.9	21.4	2.1	2.3	2.4	12.1	11.5	10.8
BGH	Buy	105.50	115.00	10.4	41.7	28.2	23.7	35.8	48.0	19.1	4.6	4.2	3.8	15.7	16.0	16.8	1.0	1.4	1.7	19.1	16.7	14.5
BH	Sell	79.25	70.00	(9.2)	45.5	33.2	30.2	16.6	36.9	9.9	10.2	8.5	7.5	23.6	28.0	26.4	1.4	2.4	2.0	22.2	16.3	14.7
Average					38.6	27.7	24.8	19.2	38.8	11.4	6.7	5.8	5.2	19.3	22.3	21.6	1.5	2.1	2.0	17.8	14.8	13.3

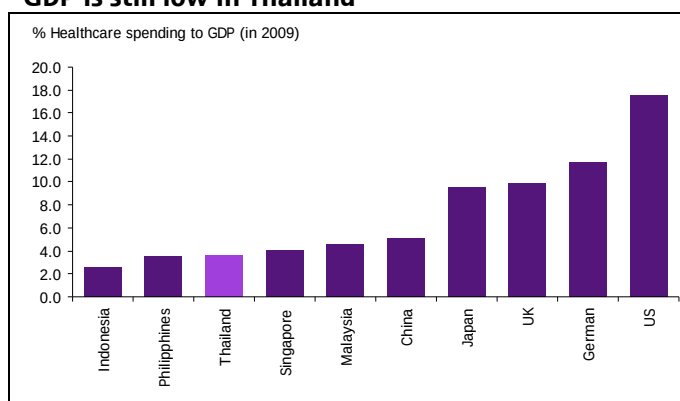
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Expect sector earnings to hit another record high in 3Q12F

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12F	% YoY	% QoQ
BCH									
Core profit (Bt mn)	143	174	195	147	223	220	235	20.4	6.5
Net profit (Bt mn)	143	174	195	147	223	220	235	20.4	6.5
BGH									
Core profit (Bt mn)	836	908	1,273	766	1,432	1,294	1,590	24.9	22.9
Net profit (Bt mn)	836	1,387	1,273	891	3,227	1,294	1,590	24.9	22.9
BH									
Core profit (Bt mn)	405	382	444	339	574	475	583	31.3	22.8
Net profit (Bt mn)	416	344	454	374	583	500	1,162	155.9	132.3
Sector									
Core profit (Bt mn)	1,384	1,464	1,912	1,252	2,228	1,989	2,408	25.9	21.0
Net profit (Bt mn)	1,395	1,905	1,922	1,412	4,032	2,014	2,987	55.4	48.3

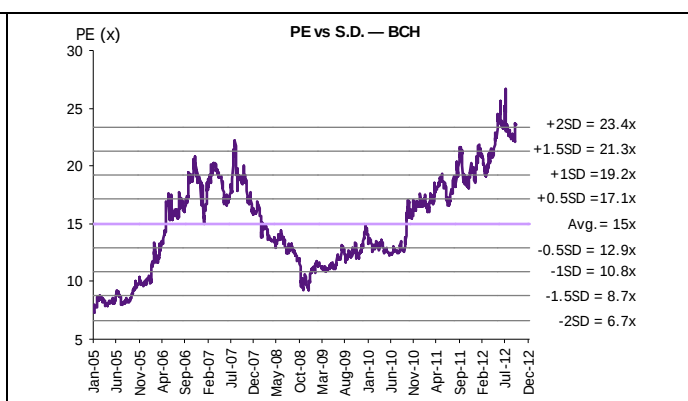
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: The proportion of healthcare expenditure to GDP is still low in Thailand



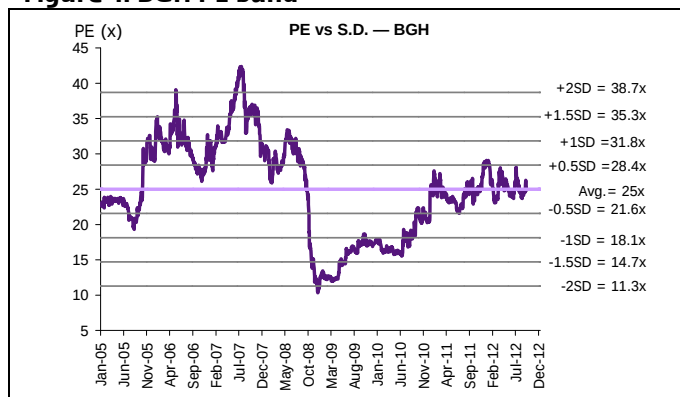
Source: World Health Organization, BGH and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH PE band



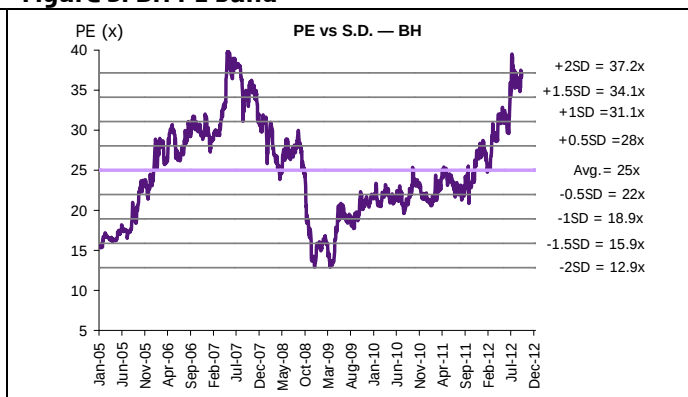
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: BGH PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BH PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Regional peer valuation

Company name	Country	Mkt Cap US\$ mn.	PE (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		Div. Yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
			12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
Bangkok Chain Hospital	Thailand	627	21.6	20.5	31.6	5.3	4.7	4.2	2.3	2.4	22.9	21.4	11.5	10.8
Bangkok Dusit Medical	Thailand	5,284	28.2	23.7	48.0	19.1	4.2	3.8	1.4	1.7	16.0	16.8	16.7	14.5
Bumrungrad Hospital	Thailand	1,883	33.2	30.2	36.9	9.9	8.5	7.5	2.4	2.0	28.0	26.4	16.3	14.7
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,271	25.0	21.8	-7.3	14.8	3.7	3.5	2.1	2.4	15.9	16.4	14.9	12.9
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	8,381	43.0	33.5	142.6	28.4	1.4	1.4	0.1	0.2	4.3	4.5	24.6	20.4
Raffles Medical Group	Singapore	1,070	23.7	19.8	6.3	19.8	3.5	3.1	1.7	1.6	15.6	16.2	17.0	14.7
Apollo Hospitals Enterprise	India	1,799	33.6	26.6	27.5	26.1	3.6	3.2	0.7	0.7	11.4	12.5	16.9	13.9
Ramsay Health Care	Australia	4,933	18.4	16.1	19.4	13.7	3.3	3.0	2.8	3.1	18.4	18.9	9.4	8.6
Ryman Healthcare	New Zealand	1,709	17.5	15.9	1.9	10.2	2.9	2.6	2.3	2.6	16.9	17.6	16.0	13.6
Acurity Health Group	New Zealand	84	13.1	11.3	48.8	16.1	1.0	1.1	3.0	3.5	6.8	7.6	7.7	6.9
Fortis Healthcare	India	750	n.m.	60.8	-95.9	1787.9	1.2	1.1	n.a	n.a	0.7	2.4	19.6	13.0
Average			25.7	25.5	23.6	177.4	3.5	3.1	1.9	2.0	14.3	14.6	15.5	13.1

Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

ยิวสิริ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

สภาพแวดล้อมทางธุรกิจเป็นบวก

- ยอดขายที่ดินในไตรมาส 2/55 ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามคาด โดยอัตราการเข้าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูป (RBF) ปรับตัวลดลง
- ปัจจัยบวกช่วยสนับสนุนประมาณการยอดขายที่ดินของเราที่ 9,000 ไร่ในปีนี้ (+50% จากปีก่อน) โดยคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้นมากในงวดครึ่งหลังปี 55
- การจัดตั้งนิคมอุตสาหกรรมใหม่หลายแห่งในจังหวัดระยองและปราจีนบุรีช่วยยืนยันว่าความต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรมโยกมาทางภาคตะวันออก
- การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์เป็นปัจจัยเสี่ยงระยะกลาง
- Top picks: ยังคงเลือก AMATA และ HEMRAJ

ยอดขายที่ดินไตรมาส 2/55 ลดลงตามคาด ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมของประเทศไทยลดลง 39% จากไตรมาส 1 ปี 2555 สู่จำนวน 1,390 ไร่ในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงในไตรมาส 1 ปี 2555 ส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินในงวดครึ่งแรกปี 2555 มีจำนวน 3,675 ไร่ คิดเป็น 40% ของประมาณการยอดขายที่ดินทั้งปี 2555 ของเรา HEMRAJ มีส่วนแบ่งตลาดใหญ่สุดที่ 40% ตามด้วย AMATA ที่ 29% และ ROJNA ที่ 4% โดยในงวดครึ่งแรกปี 2555 HEMRAJ ทำยอดขายที่ดินได้ถึง 63% ของเป้าหมายที่วางไว้ทั้งปีแล้ว (1,447 ไร่ จากเป้า 2,300 ไร่) ส่วน AMATA ทำยอดขายที่ดินได้ 36% (1,080 ไร่ จากเป้า 3,000 ไร่) ในขณะที่ ROJNA ทำยอดขายที่ดินได้เพียง 7% (147 ไร่ จากเป้า 2,000 ไร่)

อัตราการเข้าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูป (RBF) ปรับลดลง เราคาดว่าอัตราการเข้าพื้นที่โรงงานสำเร็จรูป (RBF) จะลดลงจากระดับ 91% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับประมาณ 86% ในไตรมาส 2 ปี 2555 เนื่องจากพื้นที่ปล่อยเช่าเพิ่มขึ้นเพียง 2% ในขณะที่อุปทานใหม่เพิ่มขึ้น 8.1% เราพบว่าความต้องการเช่าโยกจากจังหวัดอยุธยาและปทุมธานีซึ่งถูกนำท่วม ไปยังพื้นที่ที่น้ำไม่ท่วมในปีที่แล้ว โดย AMATA และปิ่นทองได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม ส่วน TICON กับ TFUND มีส่วนแบ่งตลาดลดลง

คงประมาณการยอดขายที่ดินไว้เท่าเดิม เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินในปีนี้อยู่ที่ประมาณ 9,000 ไร่ (+55% จากปีก่อน) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยบวก เนื่องจากเราคาดว่าบริษัทญี่ปุ่นจะย้ายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่อง เพราะเงินเยนยังคงแข็งค่าอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลักอื่นๆ นอกจากนี้ญี่ปุ่นก็ผลิตไฟฟ้าลดลง และต้นทุนค่าไฟฟ้าปรับตัวสูงขึ้น ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบทำให้ต้นทุนการผลิตของบริษัทญี่ปุ่นปรับตัวสูงขึ้น จนทำให้ความสามารถในการแข่งขันลดน้อยลง ดังนั้นการใช้ประเทศไทยเป็นฐานการผลิตและส่งออกกลับมายังญี่ปุ่นจึงดูเหมือนจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่า นอกจากนี้ยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นก็ส่งสัญญาณถึงแนวโน้มยอดขายที่ดินที่ดีในอนาคตด้วย ทั้งนี้เราเล็งเห็นความเสี่ยงที่ ROJNA จะทำยอดขายที่ดินได้ไม่ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ ในขณะที่ AMATA กับ HEMRAJ มีแนวโน้มที่จะทำยอดขายที่ดินได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้

ความต้องการที่ดินโยกไปทางภาคตะวันออก ความต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในภาคตะวันออกปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างเห็นได้ชัด โดย AMATA กับ HEMRAJ จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงครั้งนี้ ขณะที่ ROJNA กับ Hitech ก็สร้างนิคมอุตสาหกรรมใหม่ในระยองและปราจีนบุรีเพื่อรองรับลูกค้าที่ต้องการหลีกเลี่ยงพื้นที่น้ำท่วมในปีก่อน

การแข่งขันในตลาดคลังสินค้าให้เข้ามามีมากขึ้น TPARK ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ TICON ถือหุ้นทั้งหมด เริ่มขยายโลจิสติกส์พาร์คที่ตั้งอยู่ใกล้กับ HESIE และ ESIE ส่วน HEMRAJ ก็สร้างโลจิสติกส์พาร์คใน Hitech Kabin Industrial Park ซึ่งเป็นคลังสินค้าแห่งแรกที่ตั้งอยู่นอกนิคมอุตสาหกรรมของบริษัท ซึ่งชี้ให้เห็นถึงการแข่งขันสูงในตลาดคลังสินค้าให้เช่า

ความเสี่ยง/ความกังวล สำนักงานคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (บีโอไอ) กำลังพิจารณาปรับโครงสร้างสิทธิประโยชน์ใหม่ จากเดิมที่ให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีเงินได้นิติบุคคลแบ่งเป็นโซนหรือเขตส่งเสริมการลงทุน เปลี่ยนมาเป็นรายอุตสาหกรรม โดยยังไม่มีความชัดเจนว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะได้รับสิทธิประโยชน์จากบีโอไอภายใต้หลักเกณฑ์ใหม่หรือไม่ บีโอไอวางแผนจัดทำร่างสิทธิประโยชน์ใหม่เสร็จภายในสิ้นปีนี้ และส่งให้กรมพิจารณาอนุมัติในปีหน้า ถ้ากรณีแล้วร้ายเกิดขึ้นเราเชื่อว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะขอสิทธิประโยชน์จากบีโอไอสำหรับที่ดินที่มีอยู่ในปัจจุบันก่อนที่หลักเกณฑ์ใหม่จะมีผลบังคับใช้ ซึ่งจะทำให้ไม่ต้องเสียภาษีเป็นเวลา 5 ปีสำหรับรายได้จากการขายที่ดินเหล่านี้

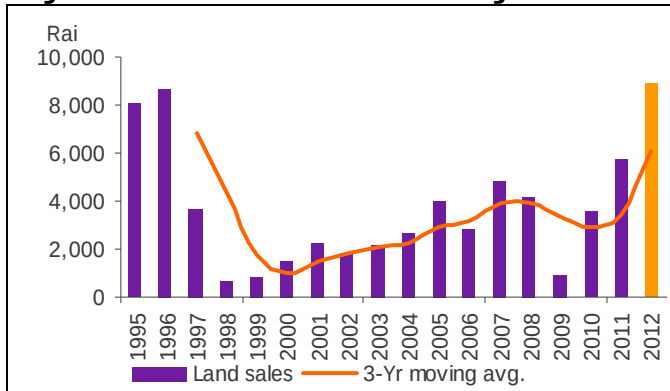
Top picks คือ AMATA กับ HEMRAJ เราชอบ AMATA เพราะบริษัทมีแนวโน้มขายที่ดินจำนวนมากได้อย่างต่อเนื่อง และ HEMRAJ เพราะโครงสร้างรายได้ของบริษัทกระจายตัวและปลอดภัยมากกว่าบริษัทอื่นๆ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AMATA	Buy	16.70	23.00	41.6	19.1	11.7	9.5	34.0	63.5	23.2	2.64	2.27	1.98	14.5	20.9	22.3	2.4	3.9	4.8	13.5	10.8	9.4
HEMRAJ	Buy	3.14	3.70	21.8	55.0	12.5	9.0	(56.6)	340.9	39.4	3.34	2.70	2.26	6.1	23.9	27.5	0.9	4.0	5.6	59.3	24.0	18.9
ROJNA	Neutral	10.20	7.30	(25.5)	n.m.	22.2	19.9	n.m.	n.m.	11.8	1.87	1.80	1.73	(12.3)	8.2	8.8	2.0	2.9	3.3	(33.7)	33.7	29.8
TICON	Neutral	12.20	14.50	29.9	21.1	7.2	6.7	(52.0)	192.2	7.5	1.61	1.38	1.31	7.7	20.8	20.0	1.6	11.1	11.9	17.2	8.6	8.7
Average					31.8	13.4	11.3	(24.9)	198.9	20.5	2.37	2.04	1.82	4.0	18.5	19.6	1.7	5.5	6.4	14.1	19.3	16.7

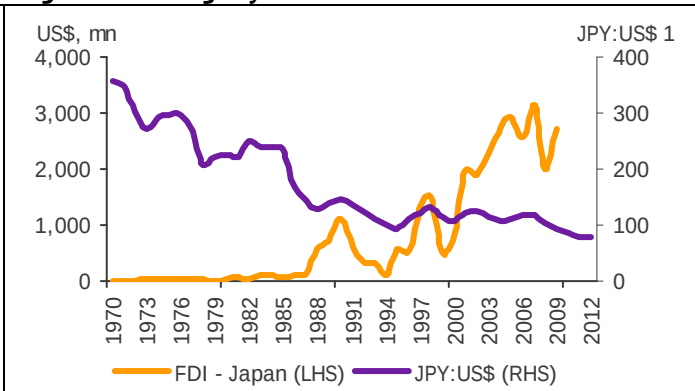
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales to reach record high in 2012F



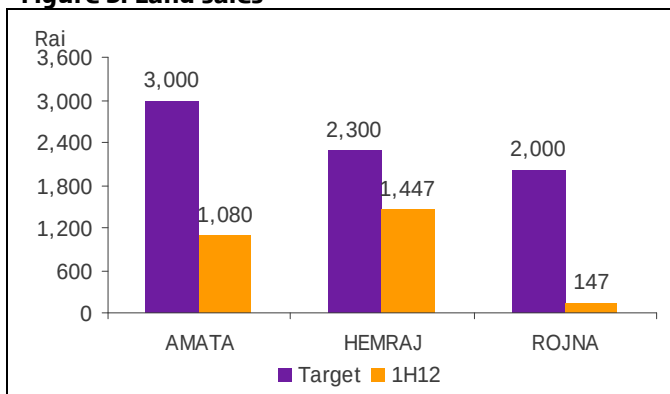
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Stronger yen means more FDI to Thailand



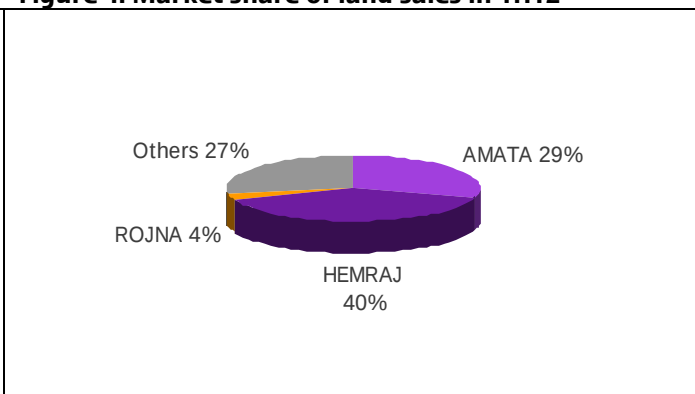
Source: BoT, Reuters

Figure 3: Land sales



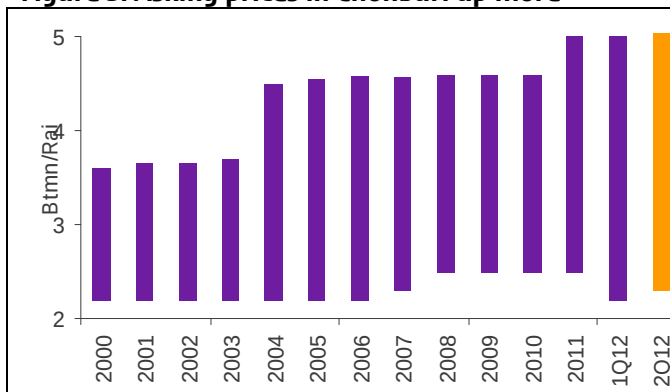
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Market share of land sales in 1H12



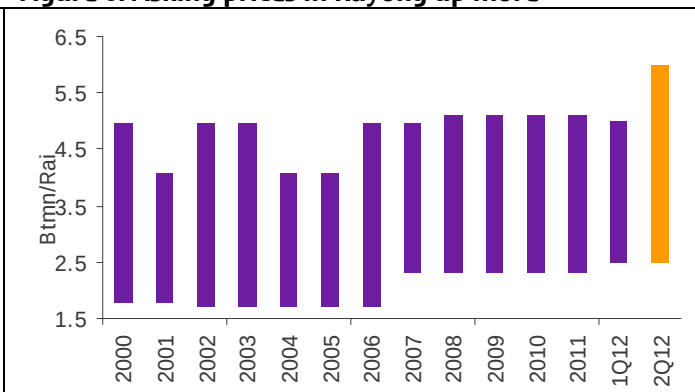
Source: CBRE

Figure 5: Asking prices in Chonburi up more



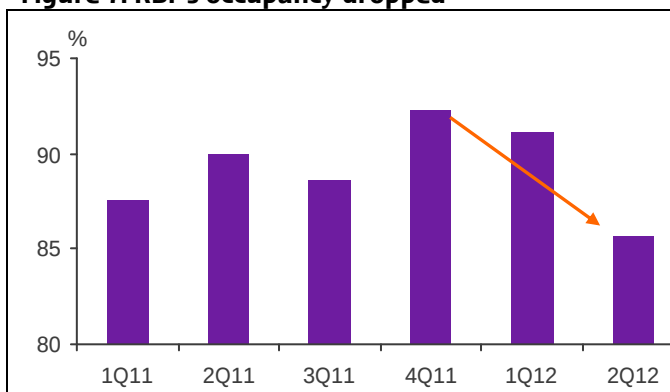
Source: CBRE

Figure 6: Asking prices in Rayong up more



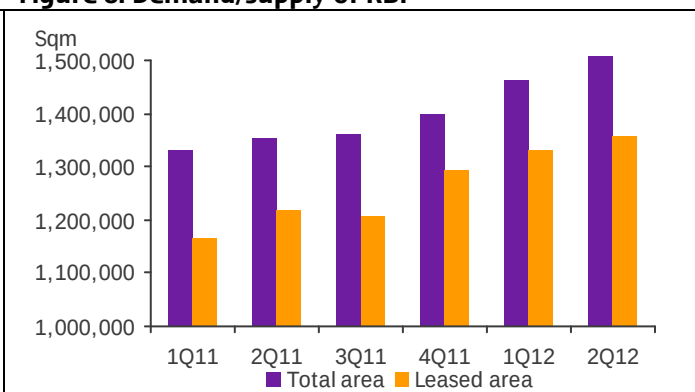
Source: CBRE

Figure 7: RBF's occupancy dropped



Source: CBRE

Figure 8: Demand/supply of RBF



Source: CBRE

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

เบ็ดเงินโฆษณาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/55

- โดยปกติแล้วเบ็ดเงินโฆษณามักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4
- ประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของกิจการกระจายเสียงและโทรทัศน์จะมีให้เห็นในไตรมาส 4/55 การแข่งขันสูงขึ้น รายการที่น่าสนใจเป็นปัจจัยสำคัญ
- มีภาพยนตร์ที่น่าสนใจหลายเรื่องรอเข้าฉายในวคครึ่งหลังปี 55
- ชอบ MAJOR มากที่สุด เพราะผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในวคครึ่งหลังปี 55

ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 - ดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า กลุ่มสื่อ (BEC MAJOR และ MCOT) รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ดีขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาส 1 ปี 2555 เนื่องจากอุตสาหกรรมโฆษณาอยู่ในช่วง high season โดยเบ็ดเงินโฆษณาในไตรมาส 2 ปี 2555 มีจำนวน 3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการโฆษณาจำนวนมากและรายการกีฬา เช่น การแข่งขันฟุตบอลชิงแชมป์แห่งชาติยุโรป 2012 ในช่วงเดือน มิ.ย.-ก.ค.

โมเมนตัมดีในเดือน ก.ค. เบ็ดเงินโฆษณาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/55 ข้อมูลเดือน ก.ค. ที่จัดทำโดย Nielsen แสดงให้เห็นว่า เบ็ดเงินโฆษณาในเดือน ก.ค. มีจำนวน 1.03 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 13% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 3% จากเดือนก่อนหน้า สื่อที่ได้รับเบ็ดเงินโฆษณาไปมากที่สุดคือโรงภาพยนตร์ (13% ของเบ็ดเงินโฆษณาทั้งหมด) โดยเพิ่มขึ้นเป็นเท่าตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 14% จากเดือนก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากจำนวนโรงภาพยนตร์ที่เพิ่มขึ้นในกลุ่มตัวอย่างของ Nielsen เบ็ดเงินโฆษณาที่ใช้จ่ายผ่านสื่อโทรทัศน์ซึ่งเป็นสื่อหลักโดยคิดเป็น 57% ของเบ็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 4% จากเดือนก่อนหน้า ทั้งนี้เมื่อดูเป็นรายไตรมาส เบ็ดเงินโฆษณามีแนวโน้มปรับตัวลดลงในไตรมาส 3 ปี 2555 และจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 จากปัจจัยฤดูกาล เนื่องจากผู้โฆษณาจะใช้จ่ายโฆษณาจำนวนมากเพื่อกระตุ้นการใช้ของผู้บริโภคในเทศกาลวันหยุด

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: มีโอกาสขึ้นอัตราค่าโฆษณา ในเดือน ต.ค. ช่อง 7 ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายใหญ่สุดซึ่งวัดได้จากส่วนแบ่งตลาดเบ็ดเงินโฆษณา จะปรับอัตราค่าโฆษณาของรายการหลายรายการเพิ่มขึ้นอีก 4-10% โดยเฉพาะละครที่ออกอากาศในช่วงไพรม์ไทม์ ซึ่งจะปรับอัตราค่าโฆษณาขึ้นอีก 4% สู่ 500,000 บาท/นาทิจ ซึ่งเป็นอัตราค่าโฆษณาช่วงไพรม์ไทม์สูงสุดของอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับอัตราค่าโฆษณาช่วงไพรม์ไทม์ของ BEC ที่ 480,000 บาท/นาทิจ และ MCOT ที่ 430,000 บาท/นาทิจ การขึ้นอัตราค่าโฆษณาของช่อง 7 ครั้งนี้ สะท้อนถึงความต้องการโฆษณาจำนวนมาก และน่าจะส่งผลทำให้ช่องอื่นๆ ขึ้นอัตราค่าโฆษณาตามมา ซึ่งหากเป็นเช่นนั้นก็จะหนุนให้เราปรับประมาณการกำไรของ BEC กับ MCOT เพิ่มขึ้น

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: สื่อใหม่กำลังจะมา รายการที่น่าสนใจเป็นปัจจัยสำคัญ เราคาดว่าจะมีประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์ของกิจการกระจายเสียงและโทรทัศน์เกิดขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยเลื่อนมาจากไตรมาส 3 ปี 2555 ได้แก่ 1) การออกใบอนุญาต 2 ประเภท จาก 4 ประเภท (การให้บริการโครงข่ายกระจายเสียงหรือโทรทัศน์ และการให้บริการสิ่งอำนวยความสะดวกด้านกระจายเสียงหรือโทรทัศน์) เกี่ยวกับกระบวนการออกใบอนุญาตทีวีดิจิทัล และ 2) การออกใบอนุญาตที่ถูกต้องตามกฎหมายให้กับผู้ประกอบการเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของอุตสาหกรรมจะทำให้ผู้ประกอบการเพิ่มมากขึ้นจากสื่อใหม่ๆ เช่น เคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม และทีวีดิจิทัล ซึ่งหมายความว่าความแข่งขันสำหรับผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิม เช่น BEC และ MCOT จะปรับตัวสูงขึ้น ทั้ง BEC และ MCOT สนใจที่จะเข้าไปลงทุนในสื่อใหม่ๆ เช่น เคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม ถ้าทุกอย่างมีความชัดเจนมากขึ้น เรามองว่า BEC อยู่ในสถานะที่ดีกว่า MCOT เพราะรายการที่มีอยู่เป็นจำนวนมากจะทำให้ BEC มีความสามารถในการแข่งขันสูงถ้าบริษัทตัดสินใจเข้าไปทำธุรกิจใหม่นี้

โรงภาพยนตร์: แนวโน้มดีขึ้นในวคครึ่งหลังปี 55 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ MAJOR จะปรับตัวดีขึ้นในวคครึ่งหลังปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาพยนตร์ที่น่าสนใจรอเข้าฉายเพิ่มมากขึ้น ได้แก่ The Amazing Spider man, The Dark Knight Rises, และ ตำนานสมเด็จพระนเรศวร ภาค 5 รวมถึงรายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดโรงภาพยนตร์ใหม่ที่เมกาบางนา ทั้งนี้นอกเหนือจากยอดขายตั๋วแล้ว เรายังคาดการณ์ถึงรายได้โฆษณาที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น รวมถึงเงินสนับสนุนทำกิจกรรมร่วมกับเจ้าของสินค้าต่างๆ และประโยชน์การโครงการควบคุมต้นทุนด้วย

ชอบ MAJOR มากที่สุด เราชอบ MAJOR มากที่สุดในกลุ่มสื่อ ราคาหุ้น MAJOR ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 6% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน โดยมีสาเหตุมาจากผลการดำเนินงานที่ปรับตัวแย่ลงในวคครึ่งแรกปี 2555 เพราะยอดขายตั๋วลดลงและต้นทุนสูงขึ้น การคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานของ MAJOR จะปรับตัวดีขึ้นในวคครึ่งหลังปี 2555 จะเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่เรามองว่าผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ดีขึ้น แต่ราคาหุ้นมีแนวโน้มที่จะถูกกดด้วยประเด็นเกี่ยวกับหลักเกณฑ์

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BEC	Neutral	56.50	53.00	(2.7)	32.0	27.5	24.2	6.9	16.6	13.5	15.21	14.22	12.98	46.4	53.5	56.1	3.2	3.5	3.9	15.1	15.3	14.2
MAJOR	Neutral	17.80	21.00	23.5	20.3	16.9	15.3	26.2	20.0	10.7	2.59	2.63	2.58	13.2	15.6	17.0	4.6	5.5	6.1	9.4	8.4	7.8
MCOT	Neutral	28.50	30.00	11.8	14.4	13.8	13.4	(4.7)	4.6	3.0	2.56	2.50	2.43	17.7	18.3	18.4	7.0	6.5	6.7	7.2	8.0	7.9
Average					22.3	19.4	17.6	9.5	13.7	9.1	6.79	6.45	6.00	25.8	29.1	30.5	4.9	5.2	5.6	10.6	10.6	10.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q12 earnings – Recovery continued

	Core earnings (Bt mn)				Growth	
	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	% YoY % QoQ
BEC	1,020	984	689	1,104	1,244	22.0 12.7
MAJOR	306	205	82	161	184	(39.7) 14.5
MCOT	499	361	132	355	443	(11.2) 25.0
The sector	1,825	1,550	904	1,620	1,872	2.6 15.6

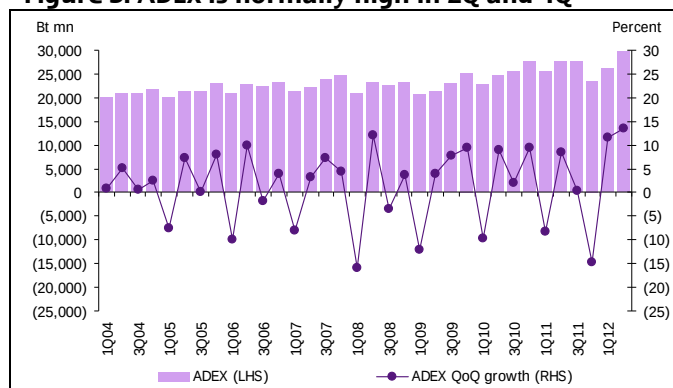
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: July ADEX grew 13% YoY and 3% MoM

	Jul-12	Jul-11	YoY	Jun-12	MoM	7M12	7M11	YoY
TV	5,875	5,584	5.2%	5,671	3.6%	38,651	38,074	1.5%
Radio	547	508	7.7%	557	-1.8%	3,576	3,376	5.9%
Newspaper	1,271	1,210	5.0%	1,354	-6.1%	8,810	8,367	5.3%
Magazine	340	495	-31.3%	380	-10.5%	2,910	3,216	-9.5%
Cinema	1,314	641	105.0%	1,155	13.8%	6,588	3,975	65.7%
Outdoor	388	349	11.2%	390	-0.5%	2,642	2,459	7.4%
TRANSIT	257	240	7.1%	259	-0.8%	1,598	1,464	9.2%
IN STORE	323	137	135.8%	299	8.0%	1,565	1,216	28.7%
Internet	49	41	19.5%	51	-3.9%	336	268	25.4%
Total	10,364	9,205	12.6%	10,116	2.5%	66,676	62,415	6.8%

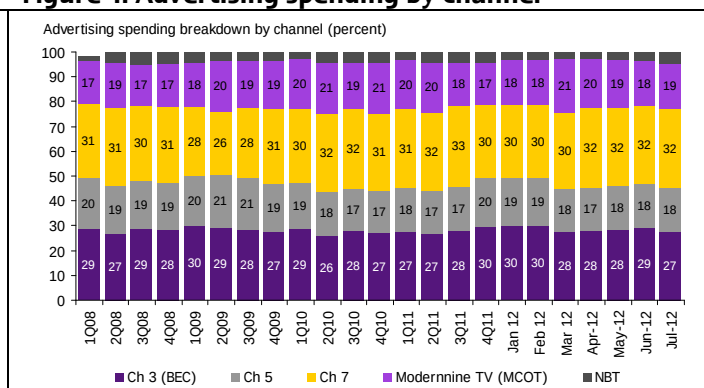
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: ADEX is normally high in 2Q and 4Q



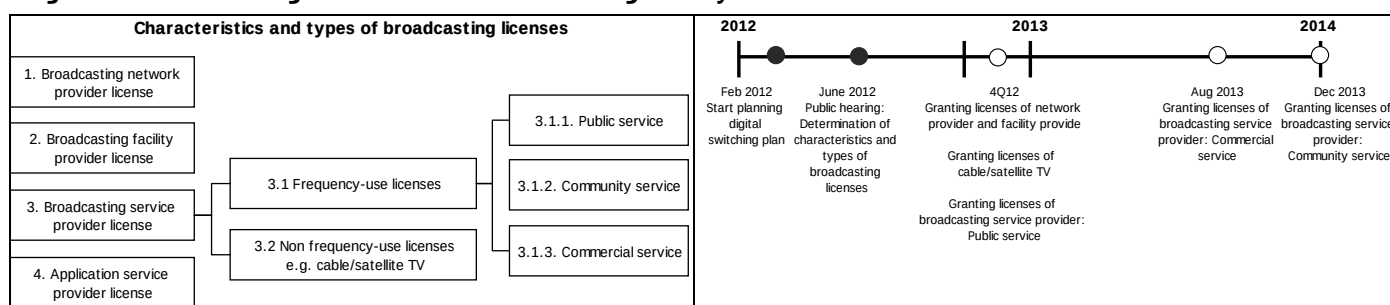
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Advertising spending by channel



Source: MCOT, Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Broadcasting license and timeline of regulatory issues



Source: NBTC and SCBS Investment Research

Source: NBTC, MCOT and SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ถึงจุดต่ำสุดแล้ว แต่ยังไม่มีความเห็นว่า จะปรับขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง

- ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะผ่านจุดต่ำสุดของปีไปแล้วเมื่อต้นไตรมาส 3/55
- อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังไม่น่าจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก
- PTTGC ยังคงเป็น top pick เพราะ Valuation ถูกเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันในภูมิภาคเอเชีย

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 – ผลการดำเนินงานได้รับผลกระทบจากราคาผลิตภัณฑ์และราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง ราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงและขาดทุนจากสินค้าคงเหลือสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS โดยเฉพาะ PTTGC ที่รายงานกำไรสุทธิลดลง 91% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 90% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้กำไรสุทธิของ IVL ลดลงในอัตราที่น้อยลง แต่ก็ได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษจากเงินชดเชยความเสียหายที่มีสาเหตุมาจากน้ำท่วมเมื่อปลายปี 2554

แนวโน้มงวดครึ่งหลังปี 55 – sentiment ตลาดที่แย่ลง ส่งสัญญาณว่าผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 55 ไม่น่าจะมีอะไรที่น่าตื่นเต้น ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและส่วนต่างราคาโดยเฉลี่ยในไตรมาส 3 ปี 2555 ปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่ราคาน้ำมันสูงขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นว่าอุปสงค์โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากจีนยังคงปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวกลับขึ้นมาในระยะหลังนี้ เนื่องจากตลาดคาดการณ์ถึงผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจล่าสุดของจีนผ่านโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานใหม่ๆ เราคาดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ เนื่องจากเราเชื่อว่าอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะอยู่ในระดับต่ำ ทรายบดที่ผู้ซื้อจากจีนยังคงชะลอคำสั่งซื้อและนโยบายขายเชื้อเพลิงที่จำเป็น ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีก็ไม่น่าจะเปลี่ยนแปลงไปจากระดับปัจจุบันมากนัก

ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวถึงจุดต่ำสุดแล้ว... เราเชื่อว่าราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีส่วนใหญ่น่าจะปรับตัวถึงจุดต่ำสุดของปีไปแล้วเมื่อต้นไตรมาส 3 ปี 2555 ยกตัวอย่างเช่น ราคาเอทิลีนปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 19 สัปดาห์ที่ 1,285 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่ค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ซึ่งก็ช่วยหนุนให้ราคาผลิตภัณฑ์ HDPE และ LLDPE ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 18 สัปดาห์ ในส่วนของผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์นั้น ความต้องการซื้อเบนซีน (BZ) ยังมีอยู่มากในสถานการณ์ที่อุปสงค์จากผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ คือ styrene monomer และ polystyrene มีมากขึ้น ในขณะเดียวกัน อุปทาน BZ ก็มีจำกัดเพราะวัตถุดิบจากโรงแครงเกอร์แนฟตามีน้อยลง

...แต่ยังไม่มีความเห็นว่า จะอยู่ในช่วงขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกที่ขยายตัวน้อยลงนำไปโดยยุโรปและจีนจะเป็นอุปสรรคที่คอยขัดขวางไม่ให้อุตสาหกรรมปิโตรเคมีเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น เนื่องจากดูเหมือนว่าผู้ซื้อจะใช้ความระมัดระวังมากขึ้นในการเพิ่มระดับสินค้าคงคลังแม้ว่าจะใกล้เข้าสู่ช่วงที่มีความต้องการซื้อจำนวนมากแล้วก็ตาม ปัจจัยคุกคามจากก๊าซที่ใช้เป็นวัตถุดิบซึ่งมีราคาถูกโดยมีสาเหตุมาจากการพัฒนา shale gas ในสหรัฐ ก็ทำให้แนวโน้มของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีปรับตัวแย่ลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งผลิตภัณฑ์ต้นน้ำ commodity grade โดยมีสาเหตุจากความได้เปรียบจากการใช้ก๊าซอื่นแทนเป็นวัตถุดิบ แม้แนวโน้มดังกล่าวอาจจะยังไม่เกิดขึ้นในระยะเวลานี้ก็ตาม ทั้งนี้เราคาดว่าอุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะไม่เข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นอย่างน้อยจนกว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวขึ้น

ราคาน้ำมันและวัตถุดิบที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร เราคาดการณ์การปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันว่าเป็นความเสี่ยงหลักต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมี เนื่องจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วไม่ได้สะท้อนถึงอุปสงค์ที่แท้จริง แต่เกิดจากการคาดการณ์ของตลาดว่าสภาพคล่องที่มีมากขึ้นจากมาตรการ QE3 ล่าสุดในสหรัฐ จะเข้าซื้อสินค้า commodity และดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง ในขณะที่ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลง อัตรากำไรของผู้ผลิตก็จะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันให้ปรับตัวลดลง

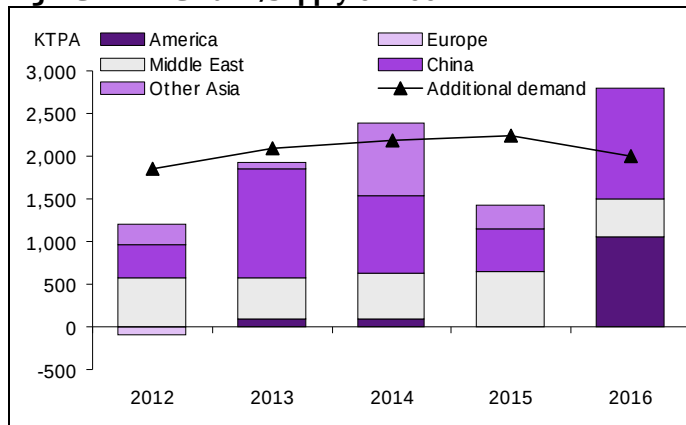
เลือก PTTGC เป็น top pick เพราะต้นทุนแข่งขันได้แม้มีการปรับสูตรราคาวัตถุดิบใหม่ เราชอบ PTTGC เพราะต้นทุนของบริษัทสามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นๆ ในตลาดภูมิภาคได้ ความกังวลเกี่ยวกับการปรับสูตรราคาก๊าซที่ใช้เป็นวัตถุดิบหมดไปแล้ว และผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนของบริษัทก็มีจำกัด เราเชื่อว่านักลงทุนน่าจะหันมาให้ความสนใจกับหุ้นตัวนี้มากขึ้น นอกจากนี้แล้ว PTTGC ก็ดูน่าดึงดูดมากกว่าหุ้นปิโตรเคมีตัวอื่นๆ ในประเทศไทยและตลาดภูมิภาค โดยเทรดที่ P/E เพียง 8.2 เท่า (ปี 2556) เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.6 เท่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
IVL	Buy	30.5	37.0	23.6	14.2	14.2	9.2	4.8	0.5	53.1	2.46	2.21	1.87	22.4	16.6	21.9	2.3	2.3	3.3	10.9	9.3	6.5
PTTGC	Buy	64.0	72.0	16.7	9.2	9.8	9.6	190.7	(5.8)	2.2	1.45	1.34	1.24	14.3	13.5	12.7	4.5	4.2	4.2	7.4	6.6	6.1
Average					11.7	12.0	9.4	97.7	(2.6)	27.7	1.96	1.77	1.56	18.3	15.0	17.3	3.4	3.3	3.7	9.2	8.0	6.3

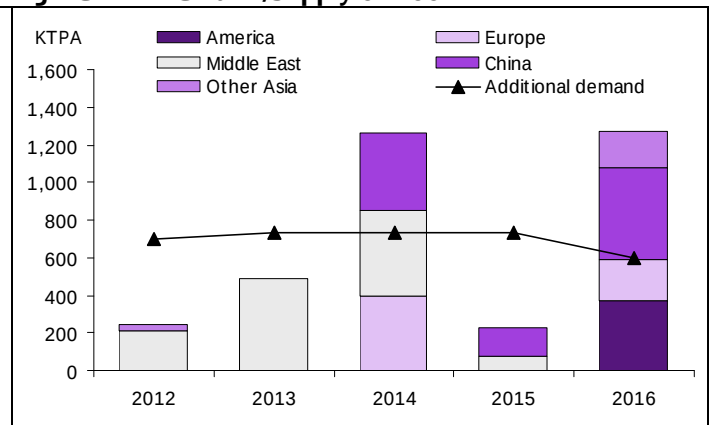
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 1: LT demand/supply outlook – HDPE



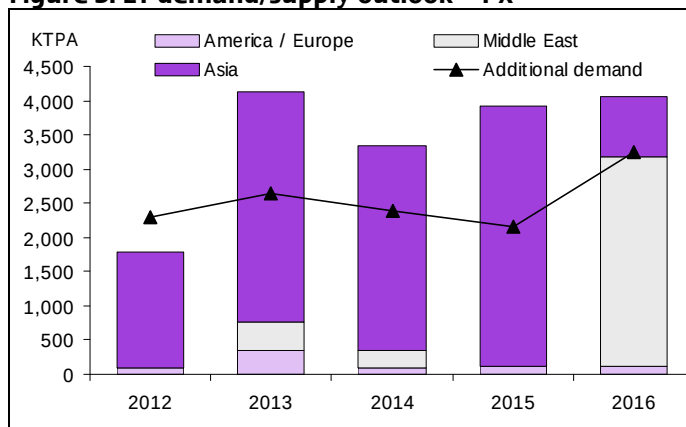
Source: CMAI (Jul 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: LT demand/supply outlook – LDPE



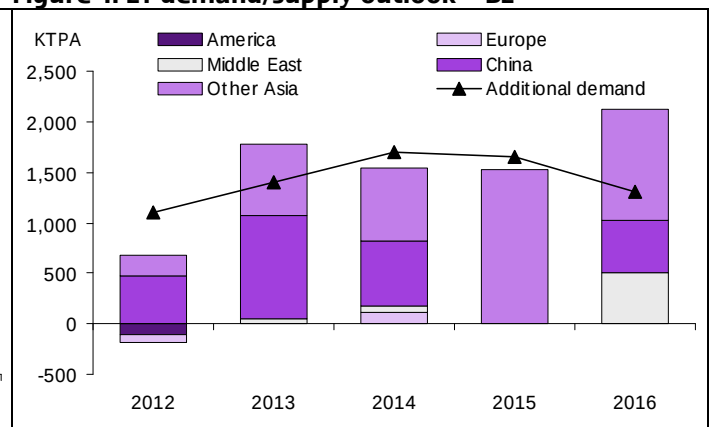
Source: CMAI (Jul 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: LT demand/supply outlook – PX



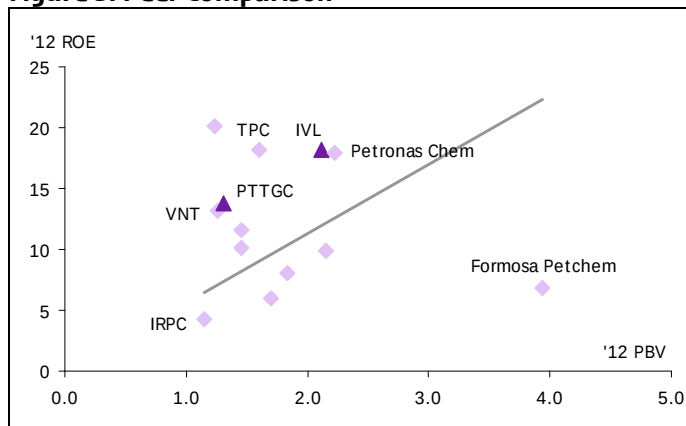
Source: CMAI (Jul 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: LT demand/supply outlook – BZ



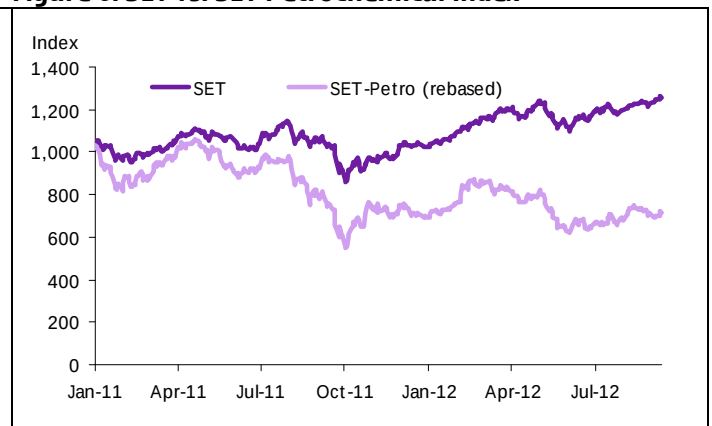
Source: CMAI (Jul 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: Peer comparison



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: SET vs. SET Petrochemical Index



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ยิวสิริ ลิขิตแสนสุข
0-2949-1020
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ยอดขายไตรมาส 3/55 จะมาจากโครงการแนวราบเป็นส่วนใหญ่

- ยอดขายอยู่ในระดับที่ดีในไตรมาส 2/55 โดยคอนโดมิเนียมครองตลาด
- ยอดขายตั้งแต่ต้นปี 55 จนถึงปัจจุบัน คืบหน้าตามเป้าที่วางไว้ LH กับ QH มีแนวโน้มทำยอดขายได้สูงกว่าเป้า
- โครงการแนวราบจะทำยอดขายได้มากที่สุดไตรมาส 3/55 หลังจากนั้นคอนโดมิเนียมจะกลับมาทวงตำแหน่งผู้นำในไตรมาส 4/55
- **Top picks: QH SPALI และ SIRI (เพิ่มเข้ามาใหม่)**

ยอดขายดีในไตรมาส 2/55 ยอดขายที่อยู่อาศัยยังคงแข็งแกร่งในไตรมาส 2 ปี 2555 หลังจากฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในไตรมาส 1 ปี 2555 บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่สุทธายอดขายรวม 4.44 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 10.5% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แม้คอนโดมิเนียมครองตลาดอย่างต่อเนื่อง แต่ส่วนแบ่งยอดขายของคอนโดมิเนียมปรับลดลงจากระดับ 57.1% ในไตรมาส 1 ปี 2555 สู่ระดับ 54.4% ในไตรมาส 2 ปี 2555 สภาพแวดล้อมอุตสาหกรรมดี โดยยอดขายสูงกว่าอุปทานใหม่ ทำให้ไม่ต้องกังวลว่าจะเกิดสถานการณ์อุปทานล้นตลาด

ยอดขายจะบรรลุเป้าหมาย ยอดขายในช่วง 8 เดือนแรกปี 2555 ของบริษัทในการวิเคราะห์ของเราคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 70% ของเป้าหมายทั้งปี ทำให้มีความเสี่ยงน้อยมากที่จะทำยอดขายไม่ถึงเป้า ในทางกลับกัน เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่ LH QH และ LPN (ถ้าบริษัทเปิดตัวโครงการ 2 โครงการในไตรมาส 4 ปี 2555) จะทำยอดขายได้สูงกว่าเป้า PS ดูเหมือนจะทำยอดขายได้ช้ากว่าบริษัทอื่นๆ โดยทำยอดขายตั้งแต่ต้นปีได้เพียง 61% ของเป้าทั้งปี แต่เรายังมั่นใจว่ายอดขายของ PS จะปรับเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 ถ้าไม่เกิดสถานการณ์น้ำท่วมรุนแรงอีกครั้งในปีนี้ ในกรณีเลวร้าย ถ้า PS ทำยอดขายไม่ถึงเป้า ก็จะสร้างความเสี่ยงของผลการดำเนินงานของบริษัทน้อยมาก เนื่องจากยอดขายรอรับรายได้ในเดือน มิ.ย. ช่วยสนับสนุนรายได้ทั้งหมดที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2555 แล้ว

โครงการแนวราบจะทำยอดขายได้มากที่สุดไตรมาส 3/55 และคอนโดมิเนียมจะกลับมาทวงตำแหน่งผู้นำในไตรมาส 4/55 เรายังคงคาดว่าอุปสงค์โครงการแนวราบในไตรมาส 3 ปี 2555 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า และมีมากกว่าอุปสงค์คอนโดมิเนียมซึ่งทำยอดขายได้มากที่สุดในงวดครึ่งแรกปี 2555 ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการคาดการณ์ของเรา คือ ยอดขายโครงการแนวราบในไตรมาส 2 ปี 2555 ที่เพิ่มขึ้นถึง 18% จากไตรมาสก่อนหน้า สูงกว่ายอดขายคอนโดมิเนียมที่เพิ่มขึ้นเพียง 4.4% และเราคาดว่าโมเมนตัมเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดตัวโครงการแนวราบเพิ่มขึ้นถึง 127% จากไตรมาสก่อนหน้า เทียบกับการเปิดตัวโครงการคอนโดมิเนียมลดลง 61% จากไตรมาสก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม คอนโดมิเนียมจะกลับมาทวงตำแหน่งผู้นำในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดตัวโครงการคอนโดมิเนียมเพิ่มขึ้นมากถึง 284% เมื่อเทียบกับไตรมาส 3 ปี 2555 ประกอบกับคอนโดมิเนียมจะทำยอดขายได้สูงในช่วงเปิดตัวโครงการ (ขายได้อย่างน้อย 20-30%)

คาดการณ์ได้เพิ่มขึ้นมากในครึ่งปีหลัง ยอดขายที่ดีในงวดครึ่งแรกปี 2555 ยังไม่ได้ถูกนำมารับรู้เป็นรายได้ เนื่องจากโดยปกติแล้ว คอนโดมิเนียมต้องใช้เวลาก่อสร้าง 2-3 ปีจึงเสร็จและโอน แล้วจึงรับรู้เป็นรายได้ ทั้งนี้เมื่อเทียบกับบริษัทในการวิเคราะห์ของเรา พบว่ารายได้รวมในงวดครึ่งแรกปี 2555 อยู่ในระดับทรงตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อน และคิดเป็นสัดส่วนเพียง 36% ของประมาณการรายได้ทั้งปีของเรา ดังนั้นรายได้ส่วนที่เหลืออีก 64% จะถูกรับรู้ในงวดครึ่งหลังปี 2555 โดยรายได้ของทุกบริษัทจะมีจำนวนสูงสุดในไตรมาส 4 ปี 2555

สนใจเปิดตัวโครงการในต่างจังหวัดและต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น บริษัททุกแห่งในการวิเคราะห์ของเรา มีโครงการในต่างจังหวัด และวางแผนเปิดตัวโครงการในต่างจังหวัดเพิ่มมากขึ้น ยกเว้น AP ที่จะเปิดตัวโครงการแรกในต่างจังหวัดปีหน้า โครงการที่ตั้งอยู่นอกกรุงเทพฯ จะมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในการสนับสนุนการเติบโตในอนาคต นอกจากนี้แล้ว LH SPALI และ SIRI ก็สนใจที่จะเข้าลงทุนในต่างประเทศด้วย แต่เนื่องจากแผนดังกล่าวยังอยู่ในระยะเริ่มแรกเท่านั้น ดังนั้นเราจึงคาดว่ารายได้จากโครงการในต่างประเทศจะมีสัดส่วนน้อยมากในระยะเวลานี้

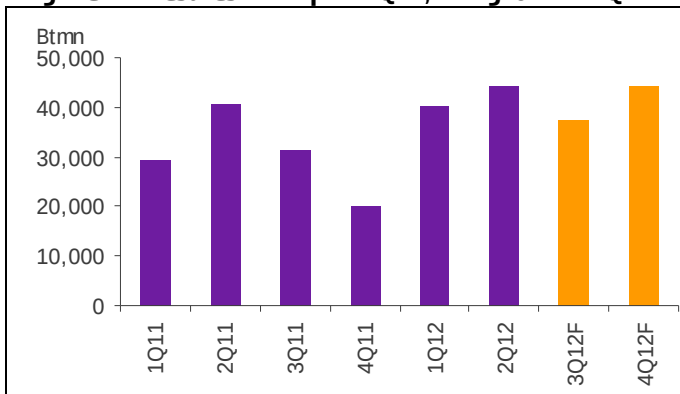
Top picks: QH SPALI และ SIRI (เพิ่มเข้ามาใหม่) QH: เราชอบ QH เพราะราคาถูกที่สุดในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประกอบกับผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และมีความเป็นไปได้ที่จะทำยอดขายได้สูงกว่าเป้า SPALI: เราเลือก SPALI เพราะผลการดำเนินงานมีความแน่นอนสูง และกำไรมีแนวโน้มเติบโตดี SIRI: เราชอบ SIRI เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง รายได้มีความแน่นอนสูง และได้ประโยชน์จากการขยายตัวของความเป็นเมือง

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AP	Buy	8.40	9.3	14.4	14.3	10.9	8.2	(35.1)	30.4	33.5	2.22	1.92	1.65	15.3	18.9	21.7	2.1	3.7	4.9	16.0	13.7	10.9
LH	Neutral	8.25	8.9	13.6	21.6	17.5	17.5	2.1	23.1	0.0	2.81	2.73	2.73	13.5	15.8	15.6	4.6	5.7	5.7	19.0	18.4	18.8
LPN	Neutral	17.80	17.8	4.0	13.8	12.1	10.3	20.7	13.9	17.1	3.68	3.10	2.64	28.9	27.9	27.6	3.7	4.0	4.6	10.4	10.0	8.8
PS	Buy	17.50	21.0	23.2	13.6	9.8	7.8	(18.8)	39.2	26.4	2.27	1.93	1.62	17.6	21.3	22.7	2.3	3.2	4.0	14.1	13.0	11.5
QH	Buy	1.84	3.3	84.9	20.3	10.7	8.0	(56.8)	90.4	33.2	1.18	1.05	0.98	5.8	10.8	12.6	0.5	5.5	5.0	26.1	13.0	14.4
SIRI	Buy	2.64	2.9	15.7	8.8	8.3	6.5	(9.7)	5.3	27.3	1.64	1.48	1.30	19.2	18.8	21.2	5.3	5.9	7.5	12.2	11.9	10.4
SPALI	Buy	19.30	22.0	17.8	12.9	11.9	10.8	0.2	8.8	10.0	3.08	2.70	2.37	25.6	24.3	23.4	3.5	3.8	4.2	9.9	10.1	9.6
Average					15.0	11.6	9.9	(13.9)	30.2	21.1	2.41	2.13	1.90	18.0	19.7	20.7	3.1	4.5	5.1	15.4	12.9	12.1

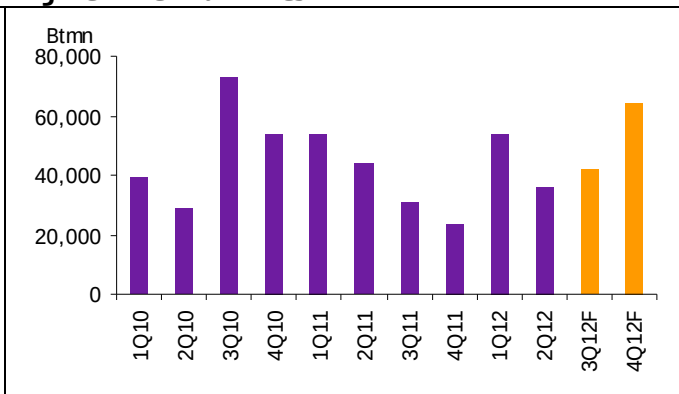
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales hiccup in 3Q12, but grow in 4Q12



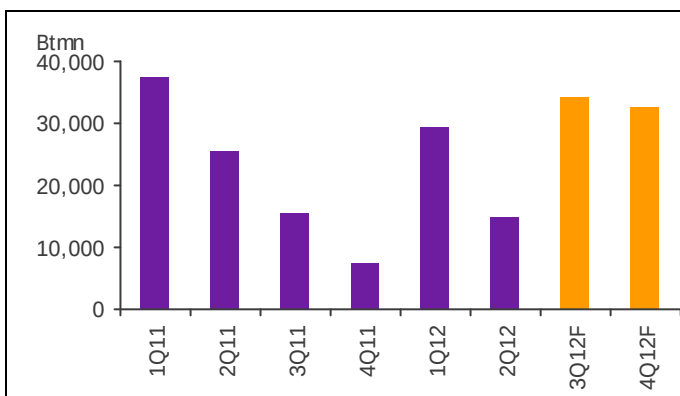
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 2: New launches



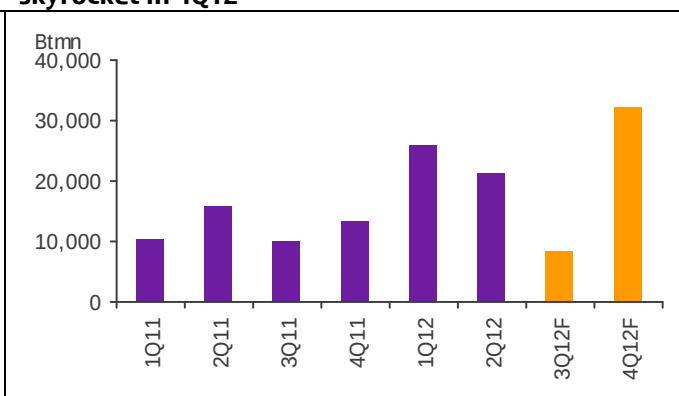
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Low-rise launches jump in 3Q12



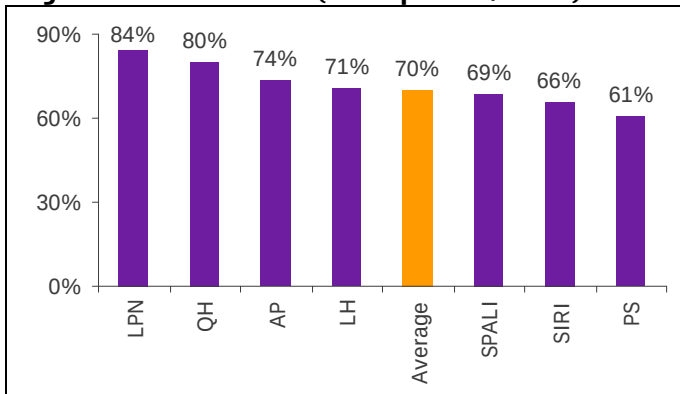
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Condo launch weaken in 3Q12, but skyrocket in 4Q12



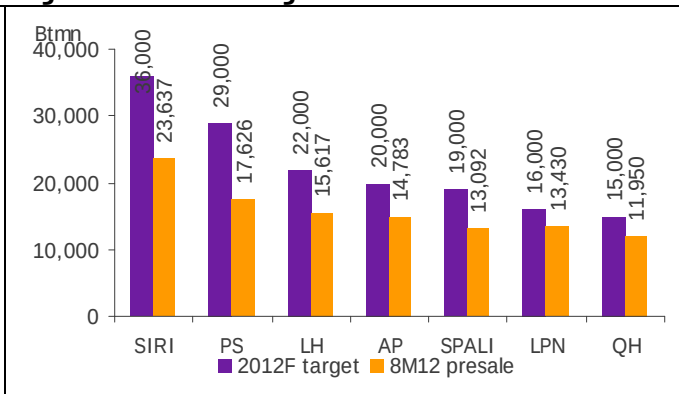
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 5: Presales track (8M12 presale/2012F)



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Presales targets vs. 8M12 achievement



Source: Company, SCBS Investment Research

กานจน์ คานียอ

0-2949-1006

kanchan.khanijou@scb.co.th

ไม่มีเซอร์ไพรส์ด้านบวก

- ความเชื่อมั่นในด้านการใช้จ่ายในไตรมาส 3/55 ไม่ได้มีมากเหมือนในไตรมาส 2/55
- การแข่งขันในตลาดสินค้าเพื่อปรับปรุงซ่อมแซมบ้านและ hypermarket รุนแรงมากขึ้น
- ประเมินการกำไรปี 2555 เป็นตัวเลขด้านสูง สะท้อนกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 4/55
- แนะนำ Neutral กลุ่มค้าปลีก โดยแนะนำ "ซื้อ" แต่ CPALL กับ ROBINS

ความเชื่อมั่นในด้านการใช้จ่ายปรับตัวลดลง - ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรและความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลง รายได้เกษตรกรยังคงเติบโตต่ำในเดือน ก.ค. และปรับตัวลดลง 4% ในช่วง 7 เดือนแรกปี 2555 เพราะราคาสินค้าการเกษตรปรับตัวลดลง ส่งผลกระทบทำให้การใช้จ่ายในบางจังหวัดปรับตัวลดลง นอกจากนี้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สองในเดือน ส.ค. โดยหลักๆ เกิดจากความกังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของส่งออกและค่าครองชีพที่สูงขึ้น ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลที่เราได้รับทราบมาจากการพูดคุยกับบริษัทค้าปลีกจดทะเบียนพบว่า ความเชื่อมั่นในด้านการใช้จ่ายในไตรมาส 3 ปี 2555 ไม่ได้มีมากเหมือนในไตรมาส 2 ปี 2555 เพราะกำลังซื้อมีน้อยลง

การแข่งขันรุนแรงขึ้น; บริษัทค้าปลีกอาจจะจัดโปรโมชั่นเพิ่มมากขึ้น ผลประกอบการไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทค้าปลีกชี้ให้เห็นว่าการแข่งขันในตลาดสินค้าเพื่อปรับปรุงซ่อมแซมบ้านและ hypermarket รุนแรงมากขึ้น ยอดขายสาขาเดิม (ไม่รวมผลกระทบจากการแย่งยอดขายกันเอง) ในไตรมาส 2 ปี 2555 ของ HMPRO เติบโตต่ำเพียง +3.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่ผู้บริหาร BIGC กล่าวว่ามีการนำเครื่องมือส่งเสริมการขายมาใช้มากขึ้นในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยปกติแล้วไตรมาส 3 มักจะเป็นไตรมาสที่ร้านค้าปลีกมียอดขายน้อยที่สุดตามปัจจัยฤดูกาลและการใช้จ่ายก็มีแนวโน้มปรับตัวลดลง โดยที่เรพบการจัดโปรโมชั่นส่งเสริมการขายกันมากขึ้นแล้ว ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้บริษัทค้าปลีกมีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารในไตรมาส 3 ปี 2555 สูงกว่าคาด

คาดการณ์กำไรไตรมาส 3/55 การทำประมาณการกำไรไตรมาส 3 ปี 2555 ในเบื้องต้นทำให้เราพบว่ากำไรของ CPALL จะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มค้าปลีกที่ระดับ 36% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สูงกว่า 2,891 ล้านบาท รองลงมาคือ MAKRO ที่ 32% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน รายได้ของสองบริษัทนี้จะเติบโตสูงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตสูงอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 8% และการเปิดสาขาใหม่ รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้นมาก เราคาดว่า HMPRO และ BIGC จะรายงานกำไรเติบโต 30% และ 28% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่มองว่าอัตราเติบโตยอดขายและอัตรากำไรมีความเสี่ยงสูงเนื่องจากการแข่งขันสูงขึ้น เราคาดว่า ROBINS จะรายงานกำไรเติบโต 22% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เนื่องจากโดยปกติแล้วไตรมาสที่ 3 มักจะเป็นไตรมาสที่ห้างสรรพสินค้าและ hypermarket มียอดขายต่ำสุด

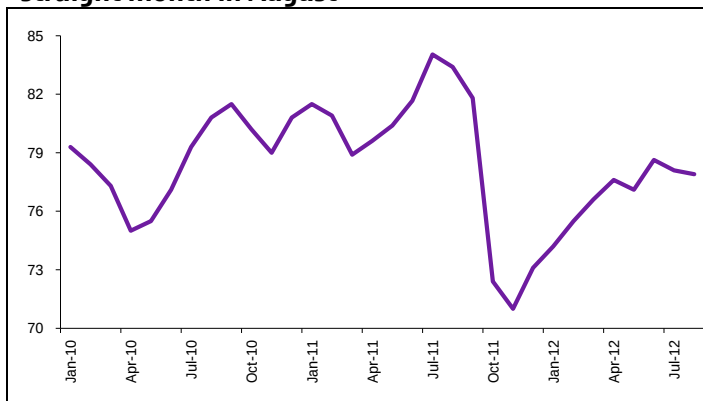
ความหวังอยู่ที่ผลประกอบการไตรมาส 4/55 ที่คาดว่าจะออกมาดีมาก เราเชื่อว่าประมาณการกำไรที่เราทำไว้สำหรับบริษัทค้าปลีกในปีนี้ (ซึ่งใกล้เคียงกับประมาณการของตลาด) เป็นตัวเลขด้านสูงเรียบร้อยแล้ว เพราะสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทค้าปลีกทุกรายในการวิเคราะห์ของเราจะรายงานกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 4 ปี 2555 เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปี 2555 ของ BIGC และ HMPRO จะคิดเป็นสัดส่วน 38% และ 35% ของประมาณการกำไรทั้งปี 2555 ของเรา ส่วน ROBINS และ MAKRO จะคิดเป็นสัดส่วน 34% และ 30% ตามลำดับ ในขณะที่ CPALL จะอยู่ที่ 28% กำไรไตรมาส 4 ปี 2555 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยเกิดจากฐานต่ำของปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากน้ำท่วม (CPALL HMPRO และ ROBINS ได้รับผลกระทบมากที่สุด)

ความเป็นไปได้ที่น้อยลงที่จะปรับประมาณการกำไรเพิ่ม = โอกาสน้อยลงที่ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นต่อ เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่บริษัทค้าปลีกจะรายงานผลประกอบการในอีก 2 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้ดีกว่าตลาด คาด เนื่องจากไม่ใช่แค่เครื่องใช้เครื่องใช้ที่ขายไม่ได้ส่งสัญญาณว่าความเชื่อมั่นในด้านการใช้จ่ายดีมาก แต่ประมาณการกำไรปีนี้และปีหน้าที่ทั้ง SCBS และนักวิเคราะห์ในตลาดคาดการณ์ไว้ยังเป็นตัวเลขด้านสูงแล้วด้วย การที่ SET Commerce ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง +43% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน (เทียบกับ SET +22%) ทำให้ valuation ดูน่าสนใจน้อยลง เราแนะนำ "ซื้อ" แต่ CPALL (ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งสุด และยอดขายสาขาเดิมจะยังคงเติบโตสูงในงวดครึ่งหลังปี 2555) กับ ROBINS (แผนขยายธุรกิจมีแนวโน้มสดใสที่สุด เนื่องจากสาขาห้างสรรพสินค้ายังมีน้อยในต่างจังหวัด)

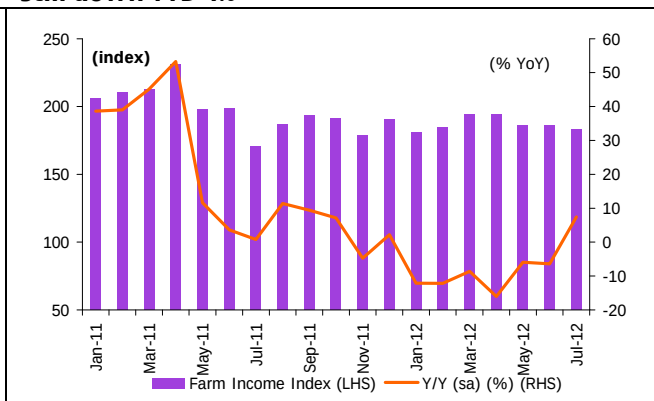
Valuation Summary

Rating				Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
							11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
BIGC	Neutral	183.00	230.00	27.9	27.7	22.4	17.0	64.9	23.9	31.4	6.24	5.13	4.33	24.1	25.5	27.6	1.1	2.2	2.9	15.1	11.2	9.1		
CPALL	Buy	34.00	42.00	26.3	39.2	26.6	22.2	15.1	47.6	19.7	14.22	11.95	9.92	39.7	48.9	48.8	1.8	2.8	3.7	19.8	14.8	12.6		
HMPRO	Neutral	12.70	14.00	12.9	36.9	26.1	19.3	21.6	41.3	35.4	9.10	6.85	5.91	27.9	30.0	32.9	1.2	2.7	3.6	19.1	14.9	11.6		
MAKRO	Neutral	375.00	400.00	9.9	32.2	25.4	20.0	48.6	26.8	27.1	9.30	8.41	7.60	29.6	34.8	39.9	2.8	3.2	3.7	16.6	14.3	11.7		
ROBINS	Buy	63.00	75.00	20.5	47.9	30.9	22.4	16.3	54.8	38.3	7.96	6.73	5.59	17.5	23.6	27.3	1.0	1.4	1.9	17.0	13.0	10.1		
Average					36.8	26.3	20.2	33.3	38.9	30.4	9.36	7.81	6.67	27.8	32.5	35.3	1.6	2.5	3.2	17.5	13.6	11.0		

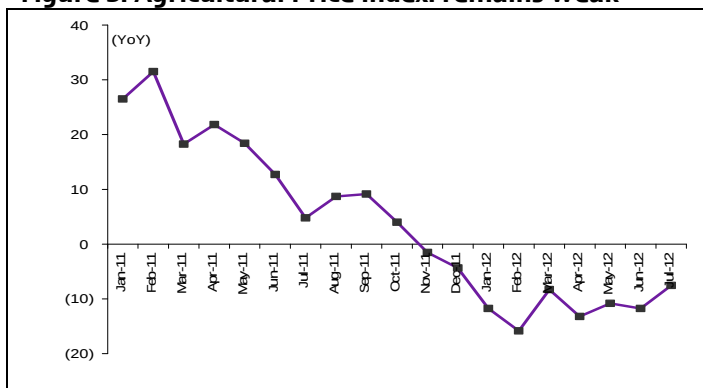
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Consumer Confidence Index fell for second straight month in August

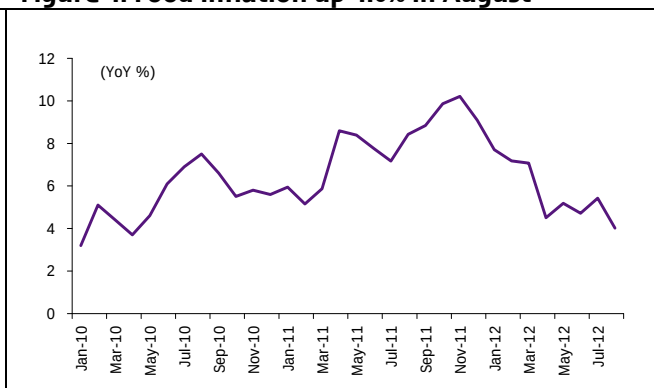
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 2: Farm Income index rebounded in July but still down YTD 4%

Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 3: Agricultural Price Index: remains weak

Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 4: Food inflation up 4.0% in August

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 5: Retailer store expansion on track this year

	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
CPALL	4,778	5,270	5,790	6,276	6,776	7,276	7,776
HMPRO	33	38	40	45	53	61	69
BIGC*	66	67	115	120	130	159	190
MAKRO	41	44	48	52	57	62	67
ROBINS	20	22	22	25	30	34	39

*only hypermarket and supermarket stores

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Preliminary Preview for 3Q12F

	3Q12F (Btmn)	YoY (%)	QoQ (%)	4Q12F (Btmn)	YoY (%)	QoQ (%)	4Q12F/2012F (%)
BIGC	1,041	28	-25	2,538	4	144	38
CPALL	2,891	36	10	3,230	112	12	28
HMPRO	651	30	10	988	60	52	35
MAKRO	884	32	18	1,048	20	19	30
ROBINS	455	22	-4	757	147	66	34

Source: SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ความตื่นต้นเกี่ยวกับ 3G จบลง

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55: กำไรกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโต 15% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน
- บริการ non-voice หนุนการเติบโต
- ความตื่นต้นเกี่ยวกับ 3G จะหมดลงหลังเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz กลางเดือน ต.ค.
- THCOM เป็น top pick ของเรา

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55: อัตราขยายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 117% ณ ไตรมาส 2 ปี 2555 โดยจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 ล้านราย สู่จำนวน 78 ล้านรายในไตรมาส 2 ปี 2555 ผู้ประกอบการที่มียอดผู้ใช้บริการรายใหม่สุทธิสูงที่สุดคือ ADVANC (671,000 ราย) รองลงมาคือ TRUE (195,000 ราย) และ DTAC (167,000 ราย) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติรวมทั้งหมดของบริษัทสื่อสาร 3 รายใหญ่ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% จากไตรมาส 2 ปี 2554 สู่จำนวน 9.8 พันล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตสูงของรายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice และการลดอัตราภาษีลงเหลือ 23% ADVANC รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุด (กำไรเติบโต 31% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) ในขณะที่ DTAC กับ TRUE มีแรงกดดันจากการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นอีก 5% ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2554

รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโตสูงมาก รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ของอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 46% จากไตรมาส 2 ปี 2554 สู่จำนวน 1.2 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 2 ปี 2555 หรือคิดเป็น 24% ของรายได้ค่าบริการรวม และเป็นอัตราเติบโตเทียบปีต่อปีสูงสุดใหม่อีกครั้ง รายได้ค่าบริการ non-voice ของ TRUE เติบโตสูงที่สุดที่ +82% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน รองลงมาคือ DTAC +51% และ ADVANC +35% ณ กลางปี 2555 TRUE มีสถานะฐาน 3G จำนวน 7,000 สถานี ตามด้วย ADVANC 3,500 สถานี และ DTAC 2,100 สถานี เรามองว่ารายได้ค่าบริการ non-voice ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากการติดตั้งโครงข่าย 3G-2.1 GHz ทั่วประเทศ และความนิยมในอุปกรณ์ smart device ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้ยังมีความต้องการใช้บริการ 3G จำนวนมากเพื่อทดแทนการขาดแคลนอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงผ่านโครงข่ายโทรศัพท์พื้นฐานในหลายๆ พื้นที่ ด้วย เนื่องจากประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ใช้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงต่อครัวเรือนเพียง 20% ณ สิ้นปี 2554

ความตื่นต้นเกี่ยวกับ 3G จะหมดลงหลังเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz กลางเดือน ต.ค. ในที่สุดวันที่เรารอคอยมานานก็กำลังใกล้จะมาถึง โดย กสทช.กำหนดเปิดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ในวันที่ 16 ต.ค. 2555 และเรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่การประมูลจะเกิดขึ้นได้จริงในครั้งนี้ เรามองว่าราคาหุ้นกลุ่มสื่อสารสะท้อนประโยชน์จากใบอนุญาต 3G ไปเรียบร้อยแล้ว โดยตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น TRUE ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 75% ADVANC ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 49% และ DTAC ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 23% ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมามากแล้วและความตื่นต้นที่ลดน้อยลงเกี่ยวกับ 3G หลังจากเปิดประมูลทำให้เราปรับคำแนะนำสำหรับ ADVANC กับ TRUE ลดลงจาก "ซื้อ" สู่ "Neutral" โดยมีแค่ DTAC ที่ยังแนะนำ "ซื้อ" เพราะราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน และมีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ในแง่ของการประหยัดต้นทุนการกำกับดูแลต่อหน่วยได้

THCOM เป็น top pick เราเลือก THCOM เป็น top pick ในกลุ่มสื่อสาร เนื่องจากเราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้า 2 เรื่องใหญ่ๆ ในไตรมาส 4 ปี 2555 คือ 1) การเซ็นสัญญา IPSTAR กับลูกค้ารายใหญ่ในอินเดีย และ 2) การขาย Mfone ซึ่งเป็นกิจการที่สร้างผลขาดทุนออกไป (ซึ่งจะทำให้ประมาณการกำไรปี 2556 ของ THCOM ปรับขึ้นได้ประมาณ 50%) เราประเมินมูลค่าของ THCOM ด้วยวิธี SOTP ได้ที่ 25 บาท ซึ่งประกอบด้วย มูลค่าของธุรกิจดาวเทียมและธุรกิจโทรศัพท์ที่ 23.3 บาท/หุ้น (คำนวณจากวิธี DCF โดยใช้ WACC 9.8% และ terminal growth 1%) และมูลค่าเงินลงทุน 42% ใน CSL (ซึ่งมีราคาเป้าหมายที่ 8.2 บาท) ที่ 1.7 บาท/หุ้น

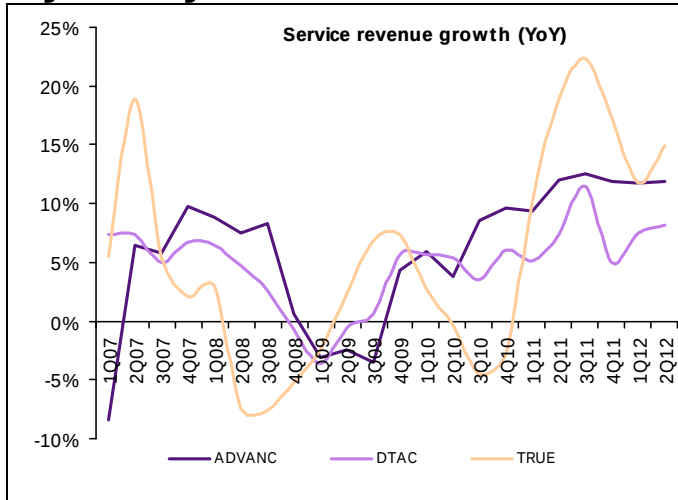
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
ADVANC	Neutral	210.0	225.0	12.8	23.5	17.6	17.4	20.2	33.7	1.1	15.82	14.00	13.62	65.6	84.4	79.4	4.0	5.7	5.7	11.0	10.1	10.1
CSL	Neutral	7.85	8.2	12.1	11.8	11.1	9.6	13.0	6.5	15.7	4.11	3.82	3.48	34.5	35.7	38.0	6.9	7.6	8.5	6.2	6.2	5.5
DTAC	Buy	85.25	100.0	23.0	16.8	17.5	17.6	11.5	(3.9)	(0.9)	5.79	4.35	4.36	23.1	28.4	24.7	20.9	5.7	5.7	6.6	8.5	8.2
INTUCH	Buy	68.00	79.0	21.7	21.7	18.1	15.7	(53.7)	19.8	15.4	15.19	15.29	15.29	69.9	84.1	97.3	8.1	5.6	6.4	20.7	17.9	15.5
SAMART	Buy	9.45	11.0	21.9	11.6	10.2	9.2	74.0	14.3	11.0	1.55	1.36	1.22	13.8	14.3	14.0	5.5	5.5	6.0	5.9	4.9	5.3
SAMTEL	Buy	15.10	17.0	17.0	12.2	11.2	9.6	98.4	8.8	15.9	4.08	3.40	2.83	37.1	33.2	32.0	4.4	4.4	4.4	7.9	7.6	6.5
THCOM	Buy	19.10	25.0	31.9	n.m.	33.8	23.1	93.7	n.m.	46.3	1.48	1.42	1.36	(0.3)	4.3	6.0	0.0	1.0	1.7	9.9	7.7	6.6
TRUE	Neutral	5.50	5.8	5.5	n.m.	n.m.	n.m.	(212.6)	11.8	34.4	3.72	4.72	5.78	(32.5)	(24.8)	(20.3)	0.0	0.0	0.0	8.9	9.1	8.1
Average*					15.2	16.9	14.4	14.0	11.9	17.7	5.22	4.72	4.66	20.2	25.1	24.8	6.0	4.3	4.6	8.1	7.7	7.2

Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements.

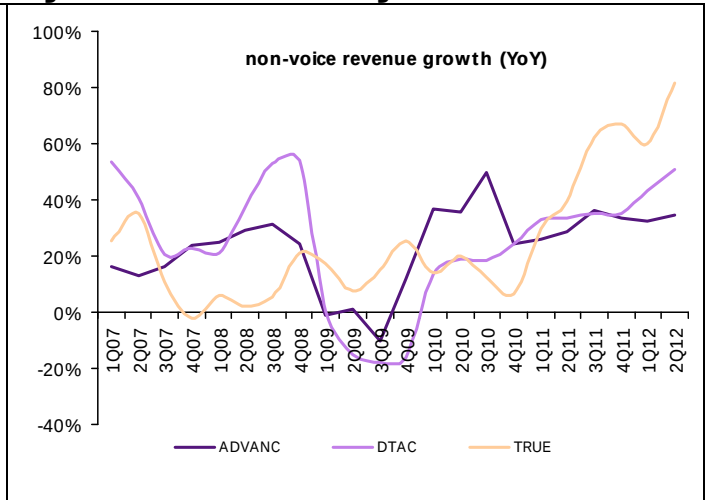
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



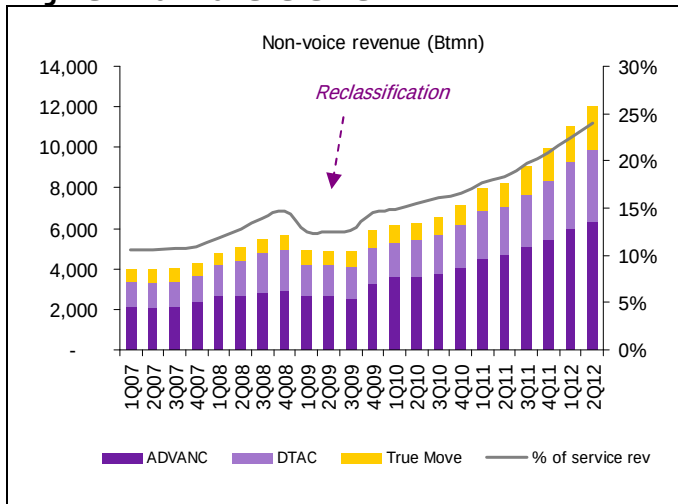
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



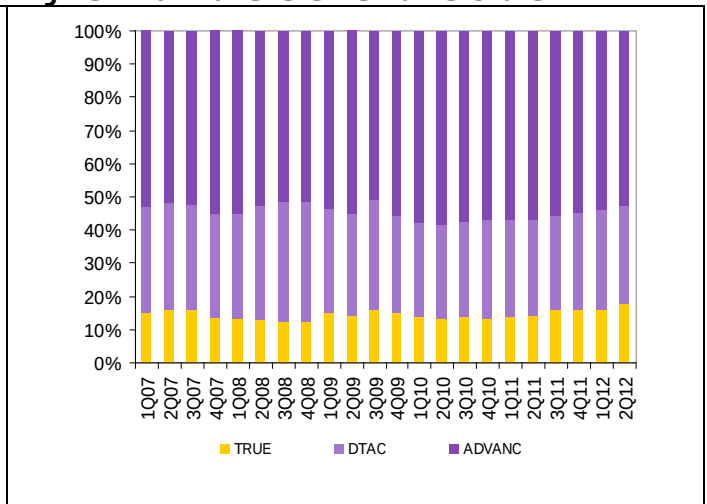
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



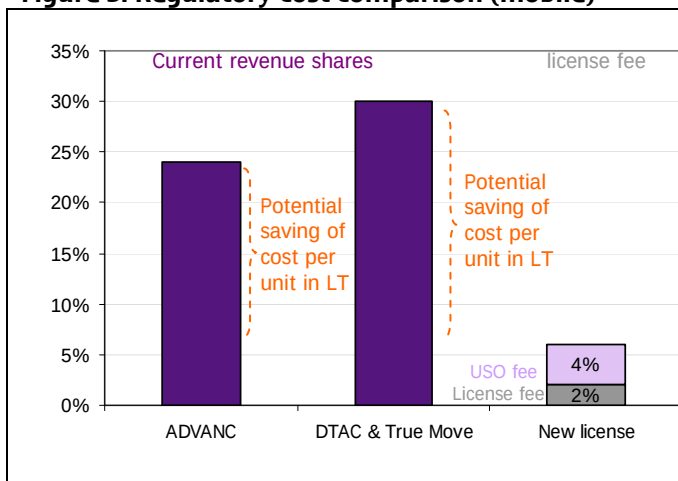
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



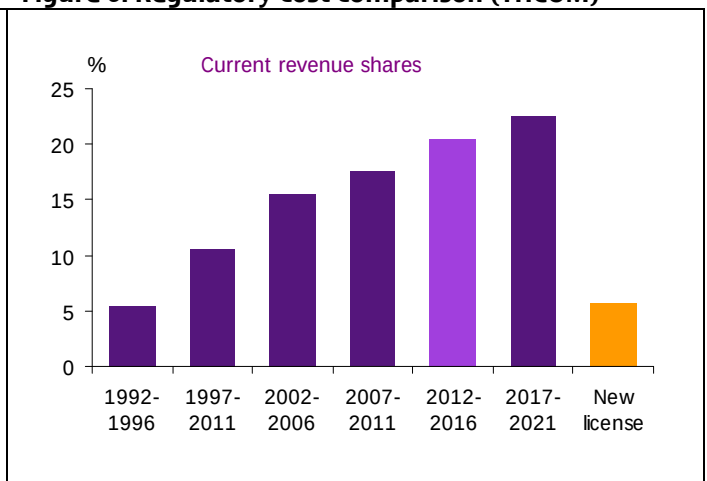
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: Regulatory cost comparison (mobile)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

เติบโตไปกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวกำลังเข้าสู่ช่วง high season
- ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและผลการดำเนินงานจะอยู่ในช่วงขาขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 ถึงไตรมาส 1/56
- ERW และ CENTEL เป็นหุ้น top buy ของกลุ่มท่องเที่ยว

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทยกำลังเข้าสู่ช่วง high season อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทยซึ่งมีตัวชี้วัดจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย เริ่มเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 3 ปี 2555 และคาดว่าจะมีแนวโน้มที่ดีต่อเนื่องไปจนถึงไตรมาส 1 ปี 2556 กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬาเปิดเผยว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 12% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 7% จากเดือนก่อนหน้า สู่จำนวน 1.9 ล้านคน และจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 8 เดือนแรกปี 2555 ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู่จำนวน 14.3 ล้านคน ในขณะที่ภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกโดยเฉพาะยุโรปที่ปรับตัวแย่ลง ทำให้เกิดความวิตกกังวลอยู่บ้าง แต่เราไม่คิดว่าผลกระทบจะมีมากนัก เนื่องจากเศรษฐกิจของประเทศไทยเกิดใหม่ เช่น จีน รัสเซีย และอินเดีย ยังเติบโตสูง

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 55 ถึงไตรมาส 1/56 หลังจากที่เราได้พูดคุยกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงแรมทั้ง 3 ราย พบว่าผลการดำเนินงานของบริษัทเหล่านี้ซึ่งวัดได้จาก RevPar (รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก) เติบโตอย่างต่อเนื่องในเดือน ก.ค.-ส.ค. (CENTEL โต 8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ERW โต 2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ MINT โต 8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการเข้าพักที่เพิ่มขึ้นและ ARR (อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย) ที่สูงขึ้น นอกจากนี้ก็พบการจองห้องพักล่วงหน้าในบางโรงแรมที่ตั้งอยู่ในแหล่งท่องเที่ยวใหญ่ๆ อย่างพัทยาและภูเก็ตด้วย เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มท่องเที่ยวผ่านจุดต่ำสุดของปีนี้ไปแล้วในไตรมาส 2 ปี 2555 และจะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 2555 แล้วขึ้นสู่จุดสูงสุดอีกครั้งในไตรมาส 1 ปี 2556

Top picks คือ ERW และ CENTEL เรามองว่า ERW กับ CENTEL เป็นหุ้นที่น่าสนใจ เพราะมีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น ปัจจัยพื้นฐานดี และผลการดำเนินงานมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะยาว

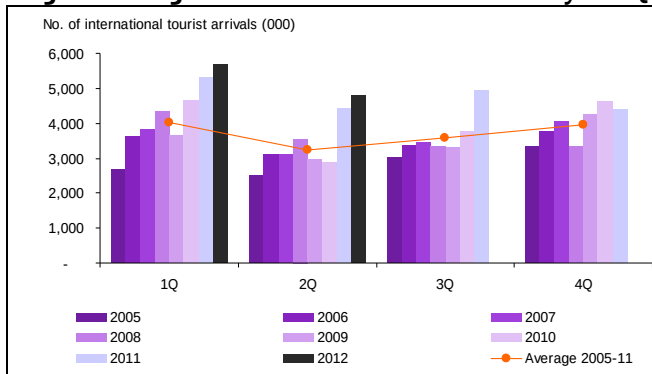
- **ERW** – ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ราคาหุ้นมี Upside ที่น่าดึงดูด แม้ราคาหุ้น ERW ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 22% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน แต่ราคาหุ้น ERW ก็ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวในปีนี้อย่างชัดเจนจากรายงานขาดทุนติดต่อกันมานาน 3 ปีในปี 2552-54 โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ Naka Island ที่เป็นรีสอร์ทระดับบนของบริษัท นอกจากนี้แล้วเรายังคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงอย่างต่อเนื่องที่ระดับเฉลี่ย 66% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้าด้วย เราชอบที่ ERW ให้บริการครอบคลุมตั้งแต่โรงแรมระดับห้าดาวลงไปจนถึงโรงแรมราคาประหยัด ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทได้รับประโยชน์โดยตรงจากความต้องการห้องพักของลูกค้าทุกกลุ่ม โดยเฉพาะอย่างยิ่งความต้องการห้องพักจากตลาดที่เติบโตอย่างรวดเร็วจากประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่ต้องการห้องพักโรงแรมราคาประหยัด ERW จะเปิดโรงแรมใหม่ 2 แห่ง ได้แก่ โรงแรมขนาดกลาง 1 แห่งคือ “Mercure Siam” และโรงแรมราคาประหยัด 1 แห่งคือ “Ibis Siam” ในเดือน ธ.ค.ปี นี้ เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ERW ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ที่ 3.3 บาท/หุ้น ซึ่งเป็นราคาที่ทำให้ Upside สูงถึง 15%
- **CENTEL** – ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง มีชาวตือรออยู่ แม้ราคาหุ้น CENTEL ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 65% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน และ outperform SET อยู่ 33% แต่เรามองว่ามีโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นได้อีกจากแนวโน้มที่จะมีการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นและชาวตือที่กำลังจะเข้ามา ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องทำให้เราเล็งเห็นแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรของ CENTEL เพิ่มขึ้น เนื่องจากกำไรงวดครึ่งแรกปี 2555 คิดเป็น 78% และ 73% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา และตลาดตามลำดับ นอกจากนี้เรามองว่าจะมีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นจากชาวตือที่กำลังจะมีเข้ามาในไตรมาสนี้ ได้แก่ 1) การประกาศเซ็นสัญญาบริหารโรงแรมราคาประหยัดในประเทศไทย 2-3 แห่ง ในขณะที่ตลาดโรงแรมราคาประหยัดมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวจากประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ และ 2) การประกาศทำแฟรนไชส์แบรนด์อาหารต่างชาติเพิ่มอีก 2 แบรนด์ เราคาดว่า CENTEL จะรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 35% ต่อปีในปี 2554-57 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CENTEL ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2556 ที่ 19 บาท/หุ้น

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
CENTEL	Buy	16.50	19.00	16.8	36.8	23.0	18.3	n.m.	60.0	25.8	3.68	3.37	3.04	10.2	15.3	17.5	0.9	1.7	2.2	14.1	10.7	9.0
ERW	Buy	2.86	3.30	16.1	(36.6)	58.8	30.7	(37.0)	n.m.	91.3	1.70	1.83	1.76	(5.0)	3.2	5.8	2.8	0.8	1.3	13.9	10.9	9.7
MINT	Neutral	15.30	17.00	13.0	33.2	23.6	18.9	55.2	40.9	24.7	4.27	3.82	3.41	13.4	17.1	19.0	1.0	1.9	2.4	13.9	11.4	9.7
Average					11.2	35.1	22.6	9.1	50.4	47.3	3.22	3.01	2.73	6.2	11.9	14.1	1.6	1.4	1.9	14.0	11.0	9.4

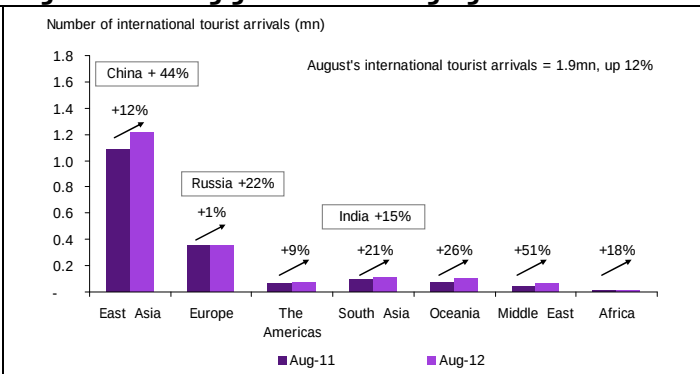
Source: SCBS Investment Research

Figure 1 : Higher season for tourism industry in 3Q12



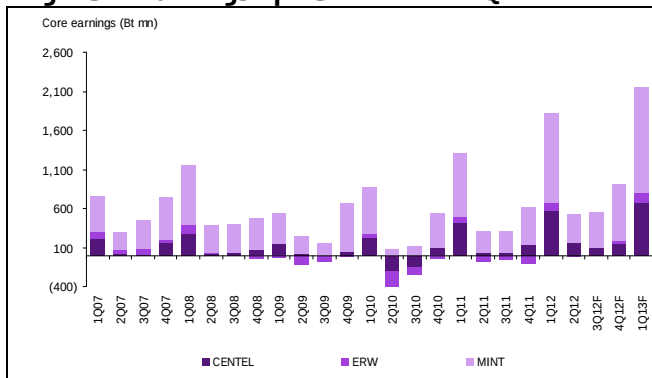
Source: Tourism Authority of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 2 : Strong growth in emerging countries



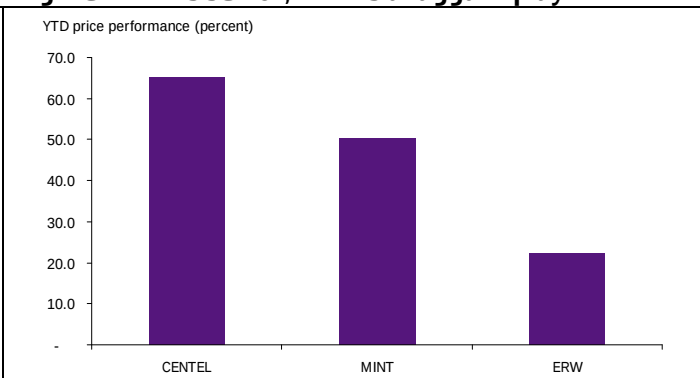
Source: Tourism Authority of Thailand, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3 : Earnings uptrend in 2H12-1Q13



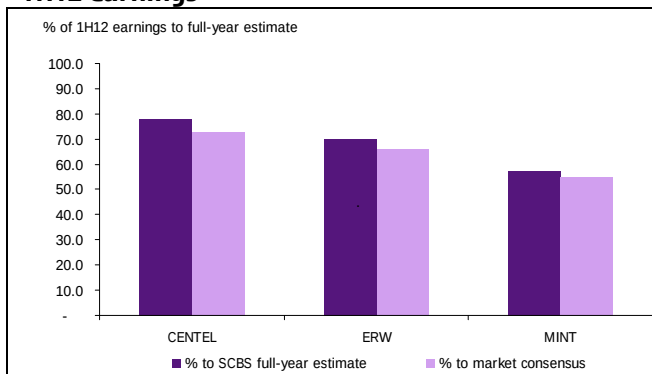
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 4 : In its sector, ERW is a laggard play



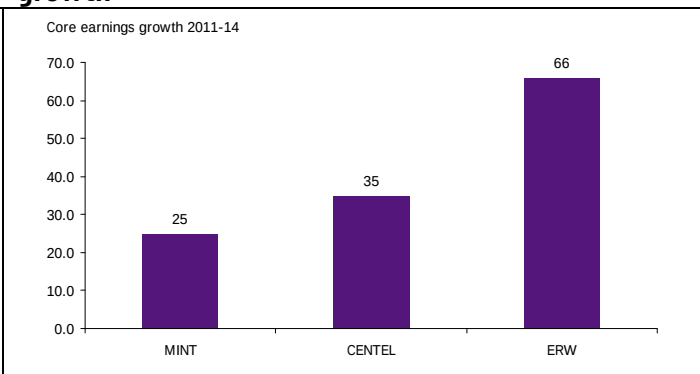
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 5 : Possibility of earnings upgrade after strong 1H12 earnings



Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6 : ERW to deliver outstanding earnings growth



Source: Company data, SCBS Investment Research

* ERW is core earnings CAGR in 2012-14 due to earnings loss in 2011

Figure 7 : Operational data update – Positive momentum

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	July-Aug 12	% YoY growth
CENTEL								
Hotel business								
Occupancy rate	70.6	58.1	62.5	64.3	75.2	64.8	66.0	1.3
ARR (Bt/room/night)	4,469	3,228	3,135	3,679	4,472	3,289	3,200	2.1
RevPar (Bt/room/night)	3,156	1,875	1,960	2,364	3,363	2,130	2,112	7.7
Food business								
SSS (percent)	17.8	10.9	13.1	10.6	3.8	10.9	5.0	
TSS (percent)	23.3	19.0	28.1	24.5	27.9	36.2	30.0	
ERW								
Hotel business								
Occupancy rate	76.7	67.0	70.0	65.4	79.5	72.9	70.0	1.3
ARR (Bt/room/night)	2,531	2,220	2,253	2,272	2,573	2,225	2,300	2.1
RevPar (Bt/room/night)	1,941	1,487	1,577	1,487	2,044	1,621	1,610	2.1
MINT								
Hotel business								
Occupancy rate	59.0	56.0	70.9	68.0	73.0	66.0	70.0	2.0
ARR (Bt/room/night)	6,638	5,112	4,953	5,483	6,039	5,230	5,201	5.0
RevPar (Bt/room/night)	3,981	2,871	3,385	3,737	4,417	3,432	3,640	7.5
Food business								
SSS (percent)	7.8	12.3	9.8	6.5	7.6	6.5	5.0	
TSS (percent)	11.9	17.4	14.4	12.7	16.2	13.6	13.0	

Source: Company data, SCBS Investment Research

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

ปริมาณการจราจรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

- ธุรกิจขนส่งทางอากาศ/ทางบก: ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเพราะฐานปีก่อนต่ำจากน้ำท่วม และจะเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าเพราะเป็นช่วง high season
- ธุรกิจขนส่งทางเรือ: อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์จะลดลงในระยะสั้น แต่อัตราค่าระวางเรือเทกองจะดีขึ้น; สถานการณ์อุปทานล้นตลาดยังไม่จบ
- AOT กับ BECL เป็น top picks ของเรา

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 ผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทในกลุ่มขนส่งไม่มีทิศทางที่ชัดเจน AOT เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุด (ปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น และค่าเสื่อมราคาต่ำลง) รองลงมาคือ BECL (ปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น) ขณะที่ RCL รายงานผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้น (อัตราค่าระวางดีขึ้น และต้นทุนน้ำมันลดลง) ส่วนบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีขึ้นแต่ยังขาดทุน คือ THAI (cabin factor ดีขึ้นเพราะฐานปีก่อนต่ำจากเหตุการณ์แผ่นดินไหวในญี่ปุ่น) BMCL (จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น) และ TTA (ธุรกิจเดินเรือและงานบริการนอกชายฝั่งปรับตัวดีขึ้น) ในขณะที่บริษัทที่ผลการดำเนินงานแย่ลง คือ AAV (ต้นทุนน้ำมันสูงขึ้น และค่าธรรมเนียมหนักสมภาระปรับตัวลดลง) และ PSL (อัตราค่าระวางปรับตัวลดลงจากการมีสัดส่วนเรือที่เข้าสัญญาให้ชำระระยะยาวลดลง)

การขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน) ปริมาณการจราจรในไตรมาส 4 ปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของปริมาณการจราจรในภูมิภาคเอเชีย และฐานต่ำอันเกิดจากสถานการณ์น้ำท่วมในปีก่อน และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นมากจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล การเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบในวันที่ 1 ต.ค. จะส่งผลดีต่อ AOT (รายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นในระยะสั้น และปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นในระยะยาว) และ AAV (ต้นทุนน้ำมันและค่าธรรมเนียมขึ้น-ลง/จอดอากาศยานลดลงในระยะสั้น และปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นในระยะยาว)

การขนส่งทางบก (ทางด่วน/ระบบขนส่งมวลชน) ปริมาณการจราจรในไตรมาส 4 ปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะฐานปีก่อนต่ำจากน้ำท่วม และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล นอกจากนี้ปริมาณการจราจรบนทางด่วนก็จะได้ปัจจัยหนุนจากยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง และจำนวนผู้โดยสารที่ใช้บริการระบบขนส่งมวลชนก็จะเพิ่มขึ้นโดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดให้บริการสวนต่อขยายเส้นทางใหม่ (วงเวียนใหญ่-บางหว้า) ในเดือน ธ.ค. 2555

การขนส่งทางเรือ (เรือเทกอง/เรือคอนเทนเนอร์) อัตราค่าระวางเรือคอนเทนเนอร์มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในระยะเวลานี้ อันเนื่องเพราะเป็นช่วง low season ของธุรกิจ ในขณะที่อัตราค่าระวางเรือเทกองมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตอนต้นไตรมาส 4 ปี 2555 (ฤดูเก็บเกี่ยวพืชผลทางการเกษตร) และลดลงในช่วงปลายไตรมาส 4 ปี 2555 ตามปัจจัยฤดูกาล อัตราค่าระวางในปี 2555 จะอยู่ในระดับต่ำ เพราะได้รับผลกระทบจากการส่งมอบเรือใหม่แต่ความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือมีน้อยลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก Clarksons คาดว่า oversupply gap (ส่วนต่างระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเรือกับอัตราการเติบโตของความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือ) ของธุรกิจเรือเทกอง จะอยู่ที่ระดับ 7.1% ในปี 2555 (เทียบกับระดับ 8.4% ในปี 2554) ส่วน oversupply gap ของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์ คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ -0.4% ในปี 2555 (เทียบกับ 0% ในปี 2554) แต่สถานการณ์โดยรวมของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์ต่ำกว่าแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานอย่างมาก โดยมีสาเหตุมาจากการนำเรือคอนเทนเนอร์ที่จอดทิ้งไว้กลับมาใช้งานจำนวนมาก (4% ของระวางบรรทุกทั่วโลกในเดือน ก.ค. 2555 เทียบกับ 10% ตอนต้นปี 2553)

ประเด็นราคาน้ำมัน ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 19% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 3 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน แต่ราคาน้ำมันเฉลี่ยในไตรมาส 3 ปี 2555 ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงมากนักจากไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งหมายความว่าผลกระทบต่อกลุ่มขนส่งมีไม่มากนัก อย่างไรก็ตาม ถ้าราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ก็จะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการดำเนินงาน/ปริมาณการจราจรของสายการบินและผู้ประกอบการเดินเรือมากที่สุด ในขณะที่ผลกระทบต่อปริมาณการจราจรที่ทำอากาศยาน/ทางด่วนจะมีน้อยกว่า แต่จะส่งผลดีต่อจำนวนผู้โดยสารที่ใช้บริการระบบขนส่งมวลชน

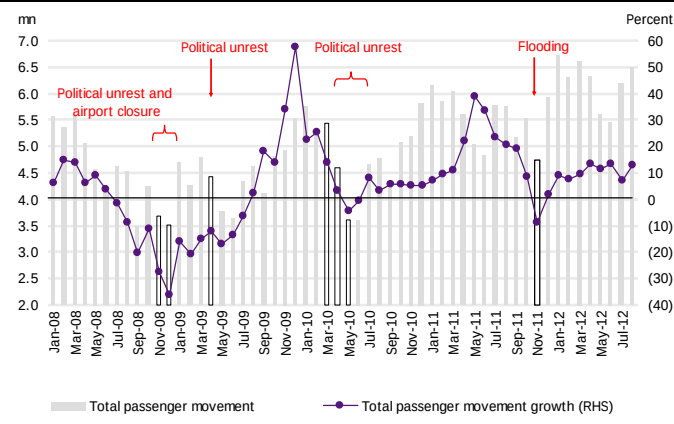
Top picks: AOT กับ BECL เราชอบ AOT มากที่สุดในกลุ่มขนส่ง เพราะ: 1) ปริมาณการจราจรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season กำลังจะมาถึง การซ่อมรันเวย์ที่สนามบินสุวรรณภูมิเสร็จ และการกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบ; 2) มีรายได้ค่าสัมปทานใหม่จากการกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบ; และ 3) การอนุมัติให้ขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน (+10 บาท/หัว) แต่ยังไม่ได้นำมารวมไว้ในงบคำนวณราคาเป้าหมายของเรา) นอกจากนี้เรายังชอบ BECL เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง โดยกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจะเพิ่มขึ้นถึง 15-23% ในปี 2555-57 (เทียบกับกำไรที่ลดลงในปี 2553-54) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการจราจรจำนวนมาก อัตราภาษีที่ลดลง และการขึ้นค่าผ่านทางอีก 5 บาทตั้งแต่เดือน ก.ย. 2556 เป็นต้นไป; และ 2) ผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับที่น่าพอใจ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
AAV	Buy	3.84	4.30	12.0	16.8	15.4	11.4	13.3	9.5	34.4	2,058.04	0.72	0.70	13,258	85.9	8.1	0.0	0.0	0.0	14.4	6.0	4.7
AOT	Buy	72.75	77.00	8.3	27.0	17.1	14.2	106.5	58.1	20.3	1.45	1.37	1.29	5.4	8.3	9.4	1.1	2.5	3.2	9.0	8.6	8.6
BECL	Buy	29.50	33.00	16.3	17.8	15.4	12.8	(27.9)	15.3	20.1	1.22	1.14	1.09	6.8	7.6	8.7	4.4	4.4	5.3	7.5	7.1	6.2
BMCL	Neutral	0.66	0.67	1.5	n.m.	n.m.	n.m.	(0.0)	16.1	12.5	4.07	8.14	64.91	(45.9)	(66.7)	(155.4)	0.0	0.0	0.0	90.4	52.0	43.0
PSL	Neutral	13.60	16.50	23.2	35.1	97.6	27.9	(48.6)	(64.1)	249.7	0.92	0.92	0.90	4.7	2.9	3.2	4.0	1.9	2.1	11.5	13.9	11.8
RCL	Neutral	6.95	8.00	15.1	n.m.	n.m.	101.2	(2.9)	50.5	n.m.	0.45	0.48	0.48	(15.8)	(8.2)	0.5	0.0	0.0	0.2	(24.0)	23.5	8.2
THAI	Buy	21.20	27.00	29.9	n.m.	12.7	10.1	n.m.	n.m.	25.5	0.73	0.67	0.64	(16.1)	7.6	6.4	0.0	2.5	3.5	8.5	6.2	6.1
TTA	Neutral	16.80	18.00	8.6	n.m.	n.m.	56.6	n.m.	19.1	n.m.	0.38	0.42	0.41	(2.2)	(1.9)	0.7	3.0	1.5	0.4	9.0	10.5	8.4
Average					24.2	31.6	33.5	6.7	14.9	60.4	258.41	1.73	8.80	1,649.3	4.4	(14.8)	1.6	1.6	1.8	15.8	16.0	12.1

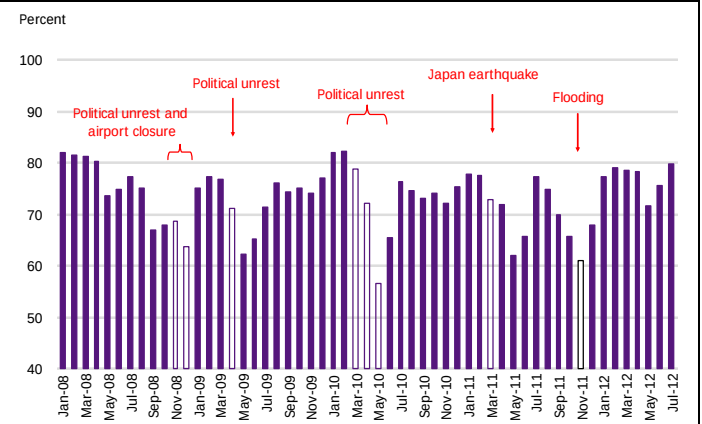
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



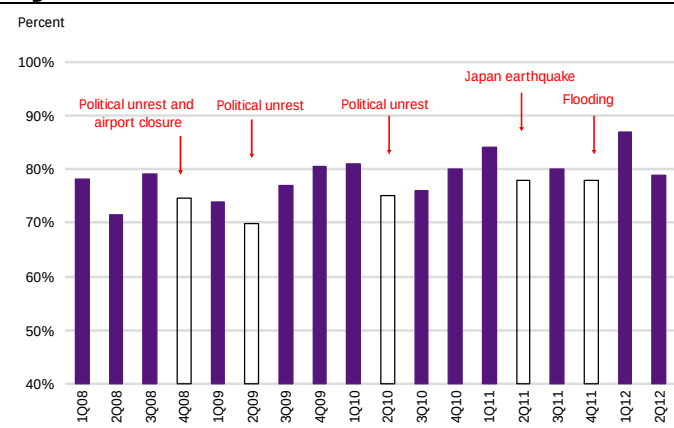
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



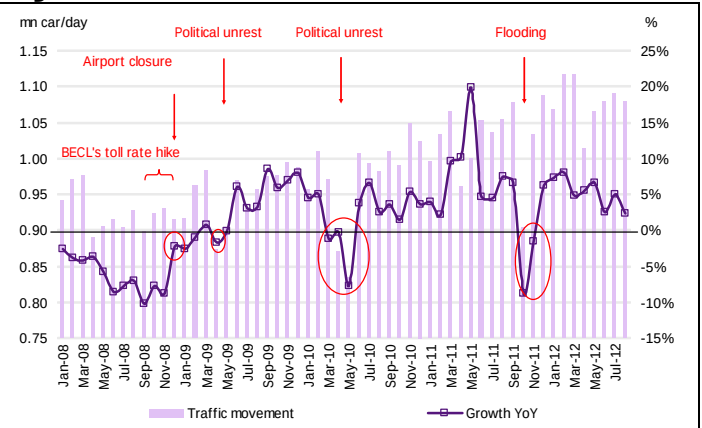
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV cabin factor



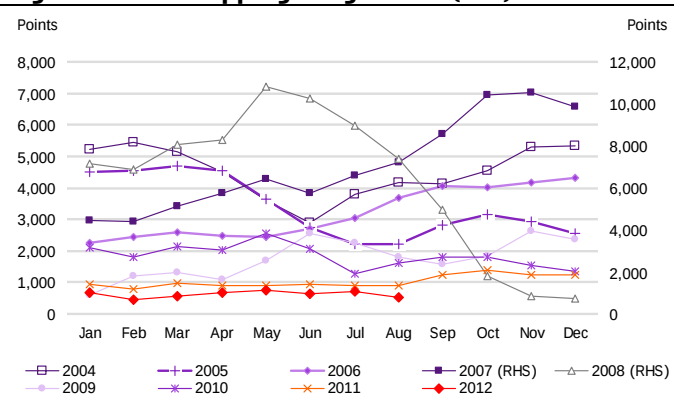
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BECL traffic movement



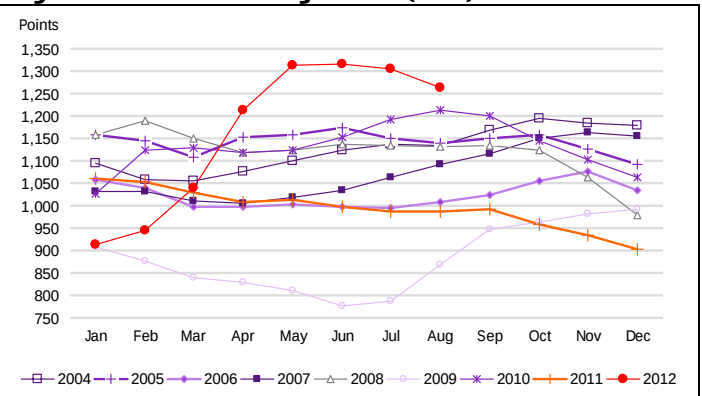
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Bulk shipping freight rate (BDI)



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 6: Container freight rate (CCFI)



Source: SSE and SCBS Investment Research

ยุฬิศ ลิขิตแสนสุข

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัธ ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ตลาดฟุ้งความสนใจไปที่การประมูล IPP รอบใหม่

- การประมูล IPP รอบใหม่มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2556
- EGCO มีโอกาสสูงที่จะชนะการประมูลโรงไฟฟ้า IPP อย่างน้อย 1 โรง...
- ...แต่แนวโน้ม upside ของราคาหุ้น GLOW ดูน่าดึงดูดมากกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55 – กำไรสุทธิเติบโตสูงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษ ผลการดำเนินงานไตรมาส 2 ปี 2555 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าเติบโตอย่างน่าประทับใจที่ระดับ 110.2% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 123.5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยส่วนใหญ่เกิดจากการกำไรพิเศษของ EGCO กับ RATCH อย่างไรก็ตาม กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติของบริษัทเหล่านี้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 15.7% จากไตรมาสก่อนหน้า แต่ลดลง 7.1% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยมีส่วนเหตุหลักมาจาก GLOW ที่ต้องแบกรับภาระต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น ในขณะที่รับรู้ผลกระทบด้านบวกจากการปรับค่า Ft แค่วันเดียว ม.ย. 2555 เท่านั้น มีเพียง EGCO ที่รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการถือหุ้นใน Quezon เพิ่มขึ้น

แนวโน้มงวดครึ่งหลังปี 55 – กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ นำโดย GLOW หลังจากเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า GHECO-One ตอนปลายเดือน ก.ค. 2555 แม้โรงไฟฟ้าแห่งนี้หยุดเดินเครื่องผลิตอีก 3 สัปดาห์หลังจากเริ่มเดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์โดยมีสาเหตุมาจากปัญหาทางเทคนิค นอกจากนี้เรายังคาดว่าด้วยการหยุดซ่อมบำรุงน้อยลงในปี 2555 เมื่อเทียบกับปี 2554 จะเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นจากปีก่อน

การเปิดประมูล IPP รอบใหม่จะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2556 เราเชื่อว่าตลาดจะให้ความสนใจมากขึ้นกับการประมูล IPP รอบใหม่ซึ่งจะเกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2556 หนึ่งในสมาชิกคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) ให้ความเห็นเมื่อไม่นานนี้ว่า กกพ.กำลังสรรหาที่ปรึกษาอิสระเพื่อร่างข้อกำหนดในการประมูล IPP รอบใหม่ ซึ่งอาจจะใช้เวลาประมาณ 12 เดือนนับจากนี้ ก่อนที่จะเปิดประมูลอย่างเป็นทางการ ทั้งนี้ในกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้ารายหลักๆ EGCO กับ RATCH จะเข้าร่วมแข่งขันประมูลอย่างแน่นอน นอกจากนี้แล้ว PTT group ก็จะมีการร่วมประมูลรอบใหม่นี้ด้วยผ่านทางหน่วยงานใหม่ที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าซึ่งจัดตั้งขึ้นโดยการควบรวมกิจการระหว่าง IPT ของ TOP กับ PTTUT ของ PTTGC

EGCO ยังคงมีแนวโน้มสูงที่จะชนะการประมูล เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ EGCO จะชนะการประมูลโรงไฟฟ้า IPP อย่างน้อย 1 โรงในการประมูลรอบใหม่นี้ โดยใช้โรงไฟฟ้าระยองของบริษัทเข้าแข่งขันกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP รายอื่นๆ สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ของโรงไฟฟ้าแห่งนี้จะหมดอายุในปี 2557 ทำให้ยังเหลือเวลาอีกมากที่จะพัฒนาโรงไฟฟ้าใหม่ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าเรื่องนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว

Upside ของราคาหุ้น GLOW ดูน่าดึงดูดกว่าหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน ราคาหุ้น GLOW ปรับตัว underperform หุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกันในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยปรับตัวขึ้นมาเพียง 5% จากปลายไตรมาส 2 ปี 2555 ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความกังวลของตลาดเกี่ยวกับการเริ่มเดินเครื่องผลิตเชิงพาณิชย์ของ GHECO-One ซึ่งเลื่อนออกไปจากเดือน เม.ย. 55 เรามองว่าการเริ่มเดินเครื่องผลิตของ GHECO-One จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น GLOW ปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากโรงไฟฟ้าแห่งนี้รวมถึงการปรับค่า Ft น่าจะช่วยหนุนให้กำไรงวดครึ่งหลังปี 2555 ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างมาก

TTW: กำไรไตรมาส 2/55 เติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเล็กน้อย แต่ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าอย่างมาก TTW รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2 ปี 2555 เพิ่มขึ้นเพียง 3.9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น (+5.7%) และการขึ้นอัตราค่าน้ำประปา (+3.5% สำหรับ TTW และ +4% สำหรับ PTW) ในขณะที่กำไรสุทธิที่ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าเป็นเพราะไม่มีรายการคืนภาษีเหมือนในไตรมาส 1 ปี 2555

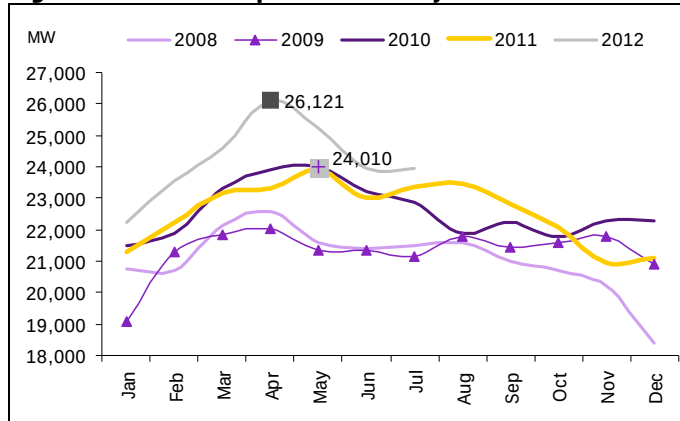
TTW: คาดผลการดำเนินงานอ่อนตัวลงในงวดครึ่งหลังปี 55 เราคาดว่ากำไรในงวดครึ่งหลังปี 2555 จะปรับตัวลดลงจากงวดครึ่งปีแรก โดยมีสาเหตุมาจากการจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลเพิ่มขึ้นหลังจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ TTW ได้รับจากบีโอไอสิ้นสุดลง ทั้งนี้แม้ส่วนแบ่งกำไรจาก CK Power ซึ่ง TTW ถือหุ้นอยู่ 30% จะปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ส่วนใหญ่จะถูกหักล้างไปด้วยภาระดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจากการกู้ยืมเงินมาใช้ซื้อหุ้น CK Power เนื่องจากการซื้อหุ้น CK Power ใช้แหล่งเงินทุนทั้งหมดจากการกู้ยืม แนวโน้มที่เราจะปรับประมาณการกำไรของ TTW เพิ่มขึ้นจะมาจากภาษีเงินได้ของ PTW ประมาณ 390 ล้านบาท ถ้าศาลตัดสินให้ PTW ชนะคดีฟ้องร้องกรมสรรพากรเกี่ยวกับการจ่ายภาษีในปี 2551-2553

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
EGCO	Neutral	125.0	124.0	3.4	13.2	11.0	10.3	(27.6)	20.0	7.3	1.14	1.08	1.01	8.8	10.0	10.1	4.2	4.2	4.2	25.9	12.0	18.2
GLOW	Buy	63.0	76.0	24.0	21.2	17.2	11.4	7.1	23.4	50.5	2.69	2.52	2.24	12.8	15.2	20.8	3.2	3.3	4.4	15.4	10.7	8.4
GUNKUL	Buy	17.6	21.0	22.6	50.4	35.2	11.6	(8.3)	43.2	202.6	6.54	4.36	3.54	13.3	14.9	33.6	0.6	3.3	3.5	26.7	17.0	10.5
RATCH	Buy	47.3	54.0	19.2	14.1	15.0	11.7	(5.8)	(6.3)	28.1	1.43	1.34	1.27	10.3	9.2	11.1	4.8	4.9	4.9	8.8	6.7	6.1
TTW	Buy	7.5	7.4	4.8	14.2	12.7	12.7	2.4	11.1	0.3	2.94	2.76	2.65	21.5	22.3	21.3	5.9	6.1	6.5	8.8	9.5	8.9
Average					22.6	18.2	11.5	(6.4)	18.3	57.8	2.95	2.41	2.14	13.3	14.3	19.4	3.7	4.4	4.7	17.1	11.2	10.4

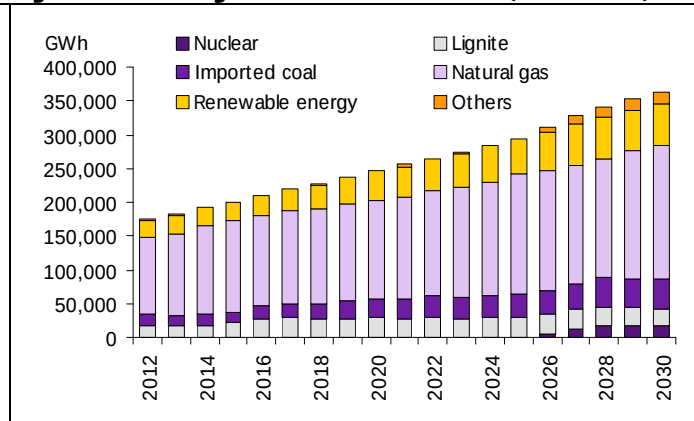
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



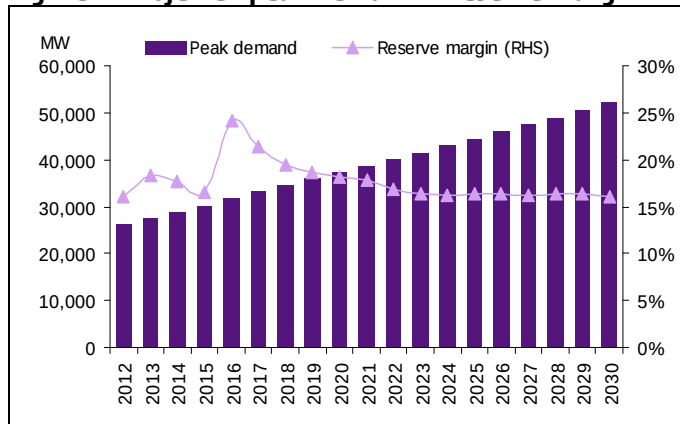
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



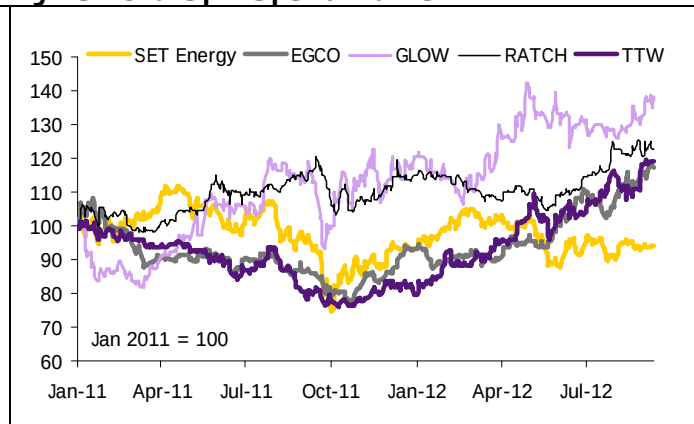
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Projected peak demand & reserve margin



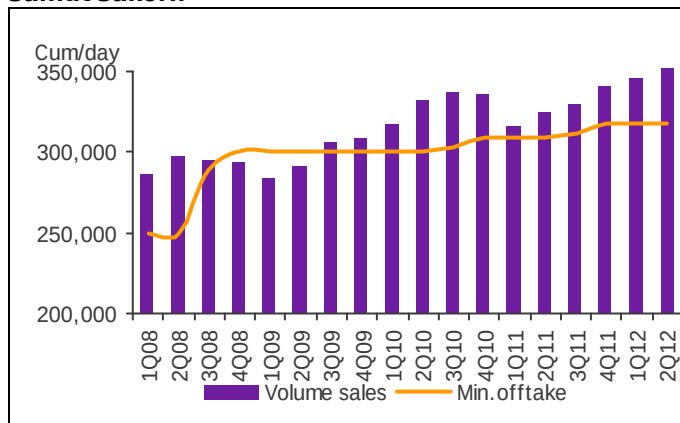
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



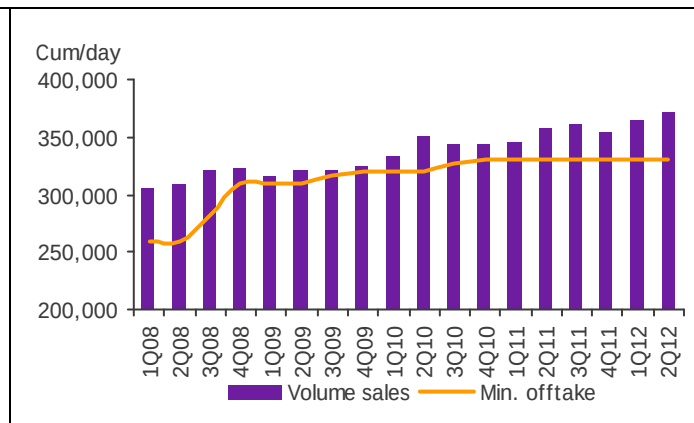
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: TTW's water off-take (Nakorn Pathom & Samut Sakorn)



Source: TTW, SCBS Investment Research

Figure 6: PTW's water off-take in Pathum Thani



Source: TTW, SCBS Investment Research



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Agribusiness						1,203	286	1,175							7.7	32.4	7.9				1.57	1.48	1.32	21%	5%	18%
GFPT	Sell	7.40	6.70	(9.5)	6.9	1,203	286	1,175	0.96	0.23	0.94	3%	-76%	310%	7.7	32.4	7.9	4.7	5.0	5.6	1.57	1.48	1.32	21%	5%	18%
Automotive						1,336	2,917	3,412							20.5	11.3	9.6				1.94	1.71	1.53	7%	16%	17%
AH	Sell	21.40	19.00	(11.2)	21.8	-61	531	615	-0.23	1.98	2.29	n.m.	n.m.	16%	n.m.	10.8	9.4	15.3	16.9	18.4	1.40	1.27	1.16	-1%	12%	13%
SAT	Buy	29.25	34.00	16.2	34.3	434	825	1,017	1.28	2.43	2.99	-46%	90%	23%	22.9	12.0	9.8	12.3	13.9	15.9	2.38	2.10	1.84	10%	19%	20%
STANLY	Buy	226.00	230.00	1.8	245.4	962	1,560	1,780	12.56	20.36	23.24	-33%	62%	14%	18.0	11.1	9.7	110.9	127.4	142.5	2.04	1.77	1.59	11%	17%	17%
Banking						129,761	163,018	196,166							16.4	13.4	11.4				1.82	1.64	1.47	13%	14%	15%
Large Banks																										
BBL	Buy	193.00	210.00	8.8	222.6	27,338	32,198	37,865	14.32	16.87	19.84	11%	18%	18%	13.5	11.4	9.7	127.7	139.2	152.3	1.51	1.39	1.27	12%	13%	14%
KBANK	Buy	183.00	200.00	9.3	201.7	24,226	34,152	41,465	10.12	14.27	17.33	21%	41%	21%	18.1	12.8	10.6	64.7	76.5	90.2	2.83	2.39	2.03	17%	20%	21%
KTB	Buy	18.20	21.00	15.4	19.1	17,027	23,424	30,070	1.52	1.68	2.15	14%	10%	28%	12.0	10.9	8.5	11.6	12.7	14.2	1.57	1.44	1.29	13%	15%	16%
SCB	No rec	162.50			181.1	36,273	41,140	49,397	10.67	12.10	14.53	50%	13%	20%	15.2	13.4	11.2	54.7	63.3	73.0	2.97	2.57	2.23	21%	21%	21%
Mid/small banks																										
BAY	Sell	36.50	31.00	(15.1)	35.7	9,264	14,954	17,607	1.53	2.46	2.90	5%	61%	18%	23.9	14.8	12.6	16.9	18.6	20.5	2.16	1.96	1.78	9%	14%	15%
KK	Neutral	47.00	46.00	(2.1)	45.5	2,859	3,209	3,937	4.51	3.88	4.76	-10%	-14%	23%	10.4	12.1	9.9	36.6	40.5	42.8	1.28	1.16	1.10	13%	11%	11%
LHBANK	Sell	1.38	1.30	(5.8)	1.4	496	684	796	0.04	0.06	0.07	-42%	34%	16%	31.9	23.9	20.6	1.2	1.2	1.2	1.19	1.17	1.13	5%	5%	6%
TCAP	Buy	37.25	41.00	10.1	38.0	5,003	5,070	6,025	3.75	3.97	4.71	-11%	6%	19%	9.9	9.4	7.9	28.7	32.6	35.9	1.30	1.14	1.04	13%	13%	14%
TISCO	Buy	44.00	47.00	6.8	45.2	3,267	3,448	4,021	4.49	4.74	5.52	13%	6%	17%	9.8	9.3	8.0	22.3	24.6	27.8	1.98	1.79	1.58	21%	20%	21%
TMB	Sell	1.74	1.40	(19.5)	1.5	4,009	4,740	4,984	0.09	0.11	0.11	25%	18%	5%	18.9	16.0	15.2	1.2	1.3	1.4	1.45	1.36	1.28	8%	9%	9%
Commerce						19,334	26,879	34,084							36.8	26.3	20.2				9.36	7.81	6.66	28%	33%	35%
BIGC	Neutral	186.50	230.00	23.3	205.3	5,289	6,744	8,862	6.60	8.17	10.74	65%	24%	31%	28.3	22.8	17.4	29.3	35.6	42.3	6.36	5.23	4.41	24%	25%	28%
CPALL	Buy	34.00	42.00	23.5	38.8	7,792	11,500	13,760	0.87	1.28	1.53	15%	48%	20%	39.2	26.6	22.2	2.4	2.8	3.4	14.22	11.95	9.92	40%	49%	49%
HMPRO	Neutral	12.60	14.00	11.1	13.9	2,005	2,841	3,846	0.34	0.49	0.66	22%	41%	35%	36.6	25.9	19.1	1.4	1.9	2.2	9.03	6.80	5.86	28%	30%	33%
MAKRO	Neutral	373.00	400.00	7.2	395.4	2,795	3,544	4,504	11.64	14.77	18.77	49%	27%	27%	32.0	25.3	19.9	40.3	44.6	49.4	9.25	8.36	7.56	30%	35%	40%
ROBINS	Buy	62.75	75.00	19.5	68.8	1,453	2,250	3,112	1.32	2.04	2.82	16%	55%	38%	47.7	30.8	22.3	7.9	9.4	11.3	7.93	6.70	5.56	17%	24%	27%
Construction Materials						34,479	31,900	41,472							16.5	19.1	14.6				3.84	3.70	3.52	22%	23%	26%
Cement																										
SCC	Buy	358.00	400.00	11.7	385.6	26,706	25,023	33,001	22.25	20.85	27.50	-2%	-6%	32%	16.1	17.2	13.0	135.8	145.1	160.5	2.64	2.47	2.23	17%	15%	18%
SCCC	Sell	369.00	330.00	(10.6)	326.1	3,548	4,069	4,726	15.43	17.69	20.55	30%	15%	16%	23.9	20.9	18.0	73.9	77.7	83.3	4.99	4.75	4.43	21%	23%	26%
TPICPL	Neutral	13.50	13.00	(3.7)	13.2	2,525	951	1,621	1.25	0.47	0.80	31%	-62%	70%	10.8	28.7	16.8	30.4	30.9	31.6	0.44	0.44	0.43	4%	2%	3%
Ceramics																										
DCC	Sell	50.00	50.00	-	56.6	1,242	1,327	1,513	3.05	3.25	3.71	6%	7%	14%	16.4	15.4	13.5	6.5	6.6	6.7	7.66	7.53	7.44	46%	49%	55%
DRT	Neutral	7.00	6.80	(2.9)	7.7	458	530	611	0.45	0.52	0.59	-1%	13%	15%	15.4	13.6	11.8	2.0	2.1	2.3	3.45	3.31	3.10	23%	25%	27%
Electronic Components						5,533	6,542	8,852							21.2	14.9	9.1				2.51	1.57	1.22	12%	9%	15%
CCET	Neutral	2.76	3.10	12.3	2.5	347	1,372	1,463	0.09	0.34	0.36	-79%	295%	7%	32.4	8.2	7.7	4.2	4.4	4.6	0.66	0.63	0.60	2%	8%	8%
DELTA	Buy	25.25	31.00	22.8	27.2	2,641	3,269	3,802	2.12	2.62	3.05	-33%	24%	16%	11.9	9.6	8.3	15.9	17.3	18.9	1.59	1.46	1.34	13%	16%	17%
HANA	Neutral	21.10	24.00	13.7	21.5	1,597	1,501	1,939	1.92	1.84	2.41	-38%	-5%	31%	11.0	11.5	8.8	17.5	19.6	21.2	1.20	1.08	0.99	11%	10%	12%
KCE	Buy	8.00	8.50	6.3	8.2	123	121	481	0.26	0.26	1.02	-73%	-2%	298%	30.7	31.3	7.9	5.3	6.1	6.9	1.50	1.31	1.17	5%	4%	16%
SMT	Sell	10.30	8.00	(22.3)	8.0	136	-272	352	0.34	-0.65	0.84	-72%	n.m.	n.m.	29.9	n.m.	12.3	2.6	5.6	5.9	4.01	1.85	1.74	9%	-16%	15%
SVI	Neutral	3.90	4.10	5.1	4.2	689	551	816	0.35	0.28	0.41	-5%	-21%	47%	11.0	13.9	9.5	0.6	1.2	2.6	6.08	3.12	1.48	34%	30%	21%
Energy & Utilities						211,718	221,898	242,679							18.2	15.6	10.5				2.19	1.88	1.68	15%	14%	17%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	448.00	560.00	25.0	547.1	8,618	11,196	10,600	31.71	41.20	39.01	-13%	30%	-5%	14.1	10.9	11.5	279.3	299.5	319.5	1.60	1.50	1.40	13%	14%	13%
PTT	Buy	340.00	380.00	11.8	378.0	110,480	121,368	118,311	38.72	42.49	41.42	38%	10%	-3%	8.8	8.0	8.2	225.6	258.0	286.8	1.51	1.32	1.19	18%	18%	15%
PTTEP	Neutral	160.50	170.00	5.9	171.8	47,190	50,894	61,515	14.21	15.33	18.53	-3%	8%	21%	11.3	10.5	8.7	60.2	69.9	81.8	2.66	2.30	1.96	26%	24%	24%
Refineries																										
BCP	Neutral	24.20	22.50	(7.0)	24.4	6,888	3,246	4,259	5.88	2.45	3.09	293%	-58%	26%	4.1	9.9	7.8	21.6	22.7	24.6	1.12	1.07	0.98	26%	11%	13%
ESSO	Sell	11.00	8.50	(22.7)	10.5	940	2,866	4,800	0.27	0.83	1.39	-43%	205%	68%	40.5	13.3	7.9	7.1	7.8	8.9	1.55	1.41	1.24	4%	11%	17%
IRPC	Neutral	4.50	4.00	(11.1)	4.2	5,855	3,105	7,236	0.29	0.15	0.35	44%	-47%	133%	15.7	29.6	12.7	3.7	3.7	4.0	1.21	1.20	1.12	8%	4%	9%
TOP	Buy	69.00	72.00	4.3	69.1	15,288	10,760	12,613	7.49	5.27	6.18	168%	-30%	17%	9.2	13.1	11.2	41.7	44.4	48.5	1.66	1.55	1.42	19%		



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Finance & Securities						-301	2,323	2,763							33.4	16.8	11.6				1.61	1.56	1.49	0%	12%	13%
Credit card																										
AEONTS	Sell	50.50	32.00	(36.6)	32.0	161	1,005	1,119	0.64	4.02	4.48	-83%	524%	11%	78.4	12.6	11.3	24.5	26.4	28.8	2.06	1.91	1.75	3%	16%	16%
KTC	Sell	25.25	18.00	(28.7)	16.4	-1,621	205	542	-6.29	0.80	2.10	n.m.	n.m.	164%	n.m.	31.8	12.0	18.9	19.7	21.4	1.34	1.28	1.18	-28%	4%	10%
Securities																										
ASP	Sell	2.34	2.40	2.6		505	472	448	0.24	0.22	0.21	-33%	-7%	-5%	9.8	10.4	11.0	1.9	1.9	1.9	1.24	1.22	1.22	12%	12%	11%
MBKET	Sell	13.90	14.00	0.7	14.1	654	640	655	1.15	1.12	1.15	-19%	-2%	2%	12.1	12.4	12.1	7.7	7.7	7.7	1.80	1.80	1.80	14%	15%	15%
Food & Beverage						16,986	16,674	27,611							31.6	24.7	16.8				6.74	5.28	4.34	22%	22%	27%
CPF	Neutral	32.75	34.00	3.8	38.9	14,283	12,826	22,506	2.15	1.74	3.05	23%	-19%	75%	15.3	18.9	10.8	9.6	14.4	16.2	3.43	2.28	2.02	23%	15%	20%
MINT	Neutral	15.50	17.00	9.7	17.0	1,919	2,703	3,371	0.47	0.67	0.83	55%	41%	25%	32.8	23.3	18.7	3.7	4.1	4.6	4.22	3.77	3.36	13%	17%	19%
OISHI	Buy	195.00	205.00	5.1	197.4	784	1,146	1,734	4.18	6.11	9.25	-21%	46%	51%	46.6	31.9	21.1	15.5	19.9	25.6	12.59	9.81	7.63	28%	35%	41%
Health Care Services						6,090	8,734	10,089							38.7	27.8	24.9				5.90	5.37	4.78	19%	22%	22%
BGH	Buy	106.00	115.00	8.5	112.7	3,907	5,781	6,884	2.53	3.74	4.45	36%	48%	19%	41.9	28.3	23.8	22.9	25.1	27.8	4.64	4.22	3.81	16%	16%	17%
BH	Sell	79.50	70.00	(11.9)	78.1	1,510	2,068	2,273	1.74	2.38	2.62	17%	37%	10%	45.7	33.4	30.3	9.2	11.0	12.5	8.62	7.21	6.34	24%	28%	26%
BCH	Neutral	9.65	10.00	3.6	10.3	673	885	932	0.34	0.44	0.47	5%	32%	5%	28.6	21.7	20.7	2.2	2.1	2.3	4.46	4.68	4.20	18%	23%	21%
Information & Communication Technology						45,091	56,259	59,828							16.5	17.3	14.8				6.55	6.12	6.07	26%	32%	34%
Mobile																										
ADVANC	Neutral	212.00	225.00	6.1	226.9	26,553	35,494	35,899	8.93	11.94	12.07	20%	34%	1%	23.7	17.8	17.6	13.3	15.0	15.4	15.97	14.13	13.75	66%	84%	79%
DTAC	Buy	86.75	100.00	15.3	97.5	12,006	11,539	11,439	5.07	4.87	4.83	12%	-4%	-1%	17.1	17.8	18.0	14.7	19.6	19.6	5.89	4.43	4.44	23%	28%	25%
TRUE	Neutral	5.55	5.80	4.5	3.6	-5,399	-5,579	-4,752	-0.37	-0.33	-0.22	-213%	12%	34%	n.m.	n.m.	n.m.	1.5	1.2	1.0	3.75	4.76	5.83	-33%	-25%	-20%
Internet																										
CSL	Neutral	8.15	8.20	0.6	8.2	395	421	487	0.67	0.71	0.82	13%	6%	16%	12.2	11.5	9.9	1.9	2.1	2.3	4.27	3.97	3.61	34%	36%	38%
THCOM	Buy	19.20	25.00	30.2	20.4	-45	620	907	-0.04	0.57	0.83	94%	n.m.	46%	n.m.	34.0	23.2	12.9	13.4	14.1	1.48	1.43	1.37	0%	4%	6%
Other																										
INTUCH	Buy	68.75	79.00	14.9	77.8	10,031	12,029	13,881	3.13	3.75	4.33	-54%	20%	15%	22.0	18.3	15.9	4.5	4.4	4.4	15.36	15.46	15.46	70%	84%	97%
SAMART	Buy	9.75	11.00	12.8	12.6	799	915	1,016	0.81	0.93	1.03	74%	14%	11%	12.0	10.5	9.5	6.1	6.9	7.8	1.60	1.40	1.26	14%	14%	14%
SAMTEL	Buy	15.10	17.00	12.6	18.3	751	819	949	1.24	1.35	1.57	98%	9%	16%	12.2	11.2	9.6	3.7	4.4	5.3	4.08	3.40	2.83	37%	33%	32%
Insurance						3,417	3,717	4,757							15.8	14.5	11.4				4.02	3.29	2.65	28%	25%	26%
BLA	Neutral	45.00	48.00	6.7	49.5	3,417	3,717	4,757	2.85	3.10	3.96	22%	9%	28%	15.8	14.5	11.4	11.2	13.7	17.0	4.02	3.29	2.65	28%	25%	26%
Media & Publishing						5,659	6,485	7,184							22.4	19.5	17.7				6.86	6.51	6.06	26%	29%	31%
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	57.25	53.00	(7.4)	54.8	3,530	4,115	4,670	1.77	2.06	2.34	7%	17%	13%	32.4	27.8	24.5	3.7	4.0	4.4	15.41	14.41	13.15	46%	54%	56%
MCOT	Neutral	28.75	30.00	4.3	31.8	1,356	1,418	1,460	1.97	2.06	2.13	-5%	5%	3%	14.6	13.9	13.5	11.1	11.4	11.7	2.58	2.52	2.45	18%	18%	18%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	17.70	21.00	18.6	21.1	773	951	1,053	0.88	1.05	1.16	26%	20%	11%	20.2	16.8	15.2	6.9	6.8	6.9	2.58	2.61	2.57	13%	16%	17%
Petrochemicals & Chemicals						41,399	39,811	45,973							11.7	12.0	9.4				1.96	1.77	1.56	18%	15%	17%
IVL	Buy	30.50	37.00	21.3	37.5	10,154	10,373	15,885	2.14	2.15	3.30	5%	1%	53%	14.2	14.2	9.2	12.4	13.8	16.3	2.46	2.21	1.87	22%	17%	22%
PTTGC	Buy	64.00	72.00	12.5	70.1	31,245	29,438	30,087	6.93	6.53	6.67	191%	-6%	2%	9.2	9.8	9.6	44.0	47.7	51.7	1.45	1.34	1.24	14%	14%	13%
Property Development						15,518	27,220	32,737							20.2	14.8	12.6				2.42	2.15	1.96	10%	17%	19%
Contractors																										
CK	Buy	8.45	10.80	27.8	8.9	-671	497	563	-0.41	0.30	0.34	42%	n.m.	13%	n.m.	28.1	24.8	3.9	4.2	4.2	2.19	2.03	2.03	-11%	7%	8%
ITD	Neutral	3.68	3.50	(4.9)	3.6	-1,256	591	699	-0.30	0.14	0.17	14%	n.m.	18%	n.m.	26.1	22.1	1.9	2.1	2.1	1.92	1.78	1.73	-13%	7%	8%
STEC	Buy	18.00	23.00	27.8	18.6	904	1,035	1,255	0.76	0.87	1.06	104%	15%	21%	23.6	20.6	17.0	4.8	4.9	5.3	3.79	3.64	3.42	18%	18%	21%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	17.00	23.00	35.3	20.0	932	1,524	1,878	0.87	1.43	1.76	34%	63%	23%	19.5	11.9	9.7	6.3	7.3	8.5	2.69	2.31	2.01	15%	21%	22%
HEMRAJ	Buy	3.16	3.70	17.1	3.4	554	2,443	3,405	0.06	0.25	0.35	-57%	341%	39%	55.4	12.6	9.0	0.9	1.2	1.4	3.36	2.71	2.27	6%	24%	27%
ROJNA	Neutral	10.00	7.30	(27.0)	11.1	-838	532	594	-0.72	0.46	0.51	n.m.	n.m.	12%	n.m.	21.8	19.5	5.4	5.7	5.9	1.84	1.76	1.69	-12%	8%	9%
TICON	Neutral	12.60	14.50	15.1	14.5	436	1,316	1,416	0.58	1.69	1.81	-52%	192%	8%	21.8	7.5	7.0	7.6	8.8	9.3	1.66	1.43	1.35	8%	21%	20%
Residential																										
AP	Buy	8.40	9.30	10.7	9.1	1,547	2,166	2,891	0.59	0.77	1.02	-35%	30%	33%	14.3	10.9	8.2	3.8	4.4	5.1	2.22	1.92	1.65	15%	19%	22%
LH	Neutral	8.25	8.90	7.9	8.5	3,828	4,713	4,713	0.38	0.47	0.47	2%	23%	0%	21.6	17.5	17.5	2.9	3.0	3.0	2.81	2.73	2.73	13%	16%	16%
LPN	Neutral	17.80	17.80	-	18.0	1,909	2,174	2,619	1.29	1.47	1.73	21%	14%	17%	13.8	12.1	10.3	4.8	5.7	6.8	3.68	3.13	2.63	29%	28%	28%
PS	Buy	17.50	21.00	20.0	19.5	2,834	3,947	4,988	1.28	1.79	2.26	-19%	39%	26%	13.6	9.8	7.8	7.7	9.1	10.8	2.27	1.93	1.62	18%	21%	23%
QH	Buy	1.78	3.30	85.4	2.2	767	1,222	1,753	0.09	0.17	0.23	-57%	90%	33%	19.7	10.3	7.8	1.6	1.7	1.8	1.15	1.05	0.99	6%	11%	13%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F
Property Fund						2,857	4,193	4,318													1.14	1.14	1.13			
Commercial																										
CPNRF	Buy	16.30	17.00	4.3	17.6	1,790	1,917	2,016	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.4	10.5	10.7	1.57	1.55	1.53	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	10.70	11.50	7.5		515	639	746	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.6	10.7	0.98	1.01	1.00	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	11.70	14.00	19.7		136	227	217	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	10.8	10.9	1.08	1.08	1.07	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	11.20	14.00	25.0		125	99	104	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.4	11.4	11.5	0.99	0.98	0.97	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	10.30	10.50	1.9		18	977	888	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	0.95	0.95	0.95	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	13.10	12.00	(8.4)		273	334	346	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.3	1.27	1.27	1.27	n.a.	n.a.	n.a.
Steel						27.1	-5,411	-11,208	1,479						n.m.	n.m.	7.3				0.43	0.78	0.70	-24%	-58%	10%
SSI	Neutral	0.59	0.75	27.1	0.6	-5,411	-11,208	1,479	-0.30	-0.62	0.08	n.m.	-107%	n.m.	n.m.	n.m.	7.3	1.4	0.8	0.8	0.43	0.78	0.70	-24%	-58%	10%
Tourism & Leisure						13.1	430	1,089	1,449						37.0	42.8	25.5				2.76	2.67	2.46	3%	9%	12%
CENTEL	Buy	16.60	19.00	14.5	18.6	606	969	1,219	0.45	0.72	0.90	n.m.	60%	26%	37.0	23.1	18.4	4.5	4.9	5.4	3.70	3.39	3.05	10%	15%	17%
ERW	Buy	3.04	3.30	8.6	3.2	-176	120	230	-0.08	0.05	0.09	37%	n.m.	91%	n.m.	62.5	32.7	1.7	1.6	1.6	1.81	1.95	1.87	-5%	3%	6%
Transportation & Logistics						9.0	-2,819	10,911	16,652						24.5	35.6	34.1				238.16	1.71	7.99	-28%	-5%	-13%
Aviation																										
AAV	Buy	3.98	4.30	8.0	4.2	936	1,136	1,631	0.23	0.25	0.34	13%	10%	34%	17.4	15.9	11.8	0.0	5.3	5.5	2133.07	0.75	0.73	-197%	9%	6%
AOT	Buy	75.00	77.00	2.7	72.1	3,848	6,083	7,320	2.69	4.26	5.12	107%	58%	20%	27.8	17.6	14.6	50.1	53.1	56.4	1.50	1.41	1.33	5%	8%	9%
THAI	Buy	21.50	27.00	25.6	25.7	-5,066	3,654	4,585	-2.32	1.67	2.10	n.m.	n.m.	25%	n.m.	12.8	10.2	29.0	31.4	33.0	0.74	0.68	0.65	-7%	6%	7%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	0.66	0.67	1.5	0.6	-1,154	-969	-847	-0.10	-0.08	-0.07	-1%	16%	13%	n.m.	n.m.	n.m.	0.2	0.1	0.0	4.07	8.14	64.91	-46%	-67%	-155%
BTS	Buy	5.65	5.90	4.4	6.4	-333	952	1,420	-0.05	0.10	0.16	n.m.	n.m.	48%	n.m.	54.1	36.4	5.1	4.1	4.1	1.11	1.39	1.37	-1%	3%	4%
Shipping																										
PSL	Neutral	13.60	16.50	21.3	15.6	403	145	507	0.39	0.14	0.49	-49%	-64%	250%	35.1	97.6	27.9	14.8	14.9	15.1	0.92	0.92	0.90	3%	1%	3%
RCL	Neutral	7.00	8.00	14.3	7.5	-2,051	-1,015	57	-2.47	-1.22	0.07	-294%	51%	n.m.	n.m.	n.m.	101.9	15.5	14.5	14.6	0.45	0.48	0.48	-16%	-8%	0%
TTA	Neutral	17.00	18.00	5.9	18.0	-681	-551	210	-0.96	-0.78	0.30	n.m.	19%	n.m.	n.m.	n.m.	57.3	43.7	40.1	40.5	0.39	0.42	0.42	-2%	-2%	1%
Tollroads																										
BECL	Buy	29.50	33.00	11.9	32.0	1,279	1,475	1,771	1.66	1.92	2.30	-28%	15%	20%	17.8	15.4	12.8	24.3	25.9	27.0	1.22	1.14	1.09	7%	8%	9%
SCBS Coverage						1285.46	9.9	529,424	615,455	738,363	72.02	83.68	100.46	11.5%	16.2%	20.1%	17.8	15.4	12.8		2.4	2.1	1.9	15%	16%	17%



Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	10A	11A	12F	11A	12F	13F		
Agribusiness				(9.5)																		
GFPT	Sell	7.40	6.70	(9.5)	6.9	0.33	0.10	0.30	4.46	1.35	4.05	5.09	7.97	5.18	13.49	10.67	-37.62	2,813	2,523	2,314	1,254	9,278
Automotive				4.3					1.20	3.36	3.64	11.96	7.62	6.30	72.53	-29.07	55.77	5,545	5,932	3,658		32,107
AH	Sell	21.40	19.00	(11.2)	21.8	0.16	0.85	0.80	0.75	3.96	3.74	16.78	8.99	7.80	131.07	-42.98	82.52	4,776	4,558	4,136	227	4,847
SAT	Buy	29.25	34.00	16.2	34.3	0.45	0.87	1.05	1.54	2.96	3.58	10.62	8.18	6.28	53.59	-13.69	32.69	2,676	2,956	2,299	340	9,943
STANLY	Buy	226.00	230.00	1.8	245.4	3.00	7.13	8.13	1.33	3.15	3.60	8.47	5.69	4.83	32.93	-30.53	52.10	(1,907)	(1,583)	(2,778)	77	17,317
Banking				9.5					2.79	3.35	3.72											1,985,766
Large Banks																						
BBL	Buy	193.00	210.00	8.8	222.6	6.00	6.75	7.93	3.11	3.50	4.11							-	-	-	1,909	368,407
KBANK	Buy	183.00	200.00	9.3	201.7	2.50	3.57	4.33	1.37	1.95	2.37							-	-	-	2,393	437,967
KTB	Buy	18.20	21.00	15.4	19.1	0.62	1.01	0.86	3.41	5.52	4.73							-	-	-	11,180	203,471
SCB	No rec	162.50			181.1	3.50	4.84	5.81	2.15	2.98	3.58							-	-	-	3,399	552,369
Mid/small banks																						
BAY	Sell	36.50	31.00	(15.1)	35.7	0.70	0.98	1.16	1.92	2.70	3.18							-	-	-	6,074	221,706
KK	Neutral	47.00	46.00	(2.1)	45.5	2.40	1.94	2.38	5.11	4.13	5.07							-	-	-	637	29,930
LHBANK	Sell	1.38	1.30	(5.8)	1.4	0.00	0.02	0.03	0.27	1.67	1.95										11,966	16,512
TCAP	Buy	37.25	41.00	10.1	38.0	1.30	1.40	1.50	3.49	3.76	4.03							-	-	-	1,278	47,599
TISCO	Buy	44.00	47.00	6.8	45.2	2.35	2.37	2.76	5.34	5.38	6.28							-	-	-	728	32,028
TMB	Sell	1.74	1.40	(19.5)	1.5	0.03	0.03	0.03	1.72	1.88	1.97							-	-	-	43,550	75,777
Commerce				19.6					1.58	2.47	3.18	18.97	14.41	11.58	20.04	33.83	29.20	-610	-12,894	-26,934		692,432
BIGC	Neutral	186.50	230.00	23.3	205.3	1.96	4.09	5.37	1.05	2.19	2.88	15.72	11.39	9.26	0.76	68.24	33.11	29,078	22,633	19,706	825	153,863
CPALL	Buy	34.00	42.00	23.5	38.8	0.63	0.95	1.25	1.84	2.79	3.68	19.98	14.92	12.65	27.99	13.95	32.39	-24,095	-27,332	-34,379	8,983	305,425
HMPRO	Neutral	12.60	14.00	11.1	13.9	0.15	0.34	0.46	1.18	2.70	3.66	18.39	14.59	11.35	27.70	24.73	26.64	1,026	1,357	-202	5,867	73,930
MAKRO	Neutral	373.00	400.00	7.2	395.4	10.50	12.00	14.00	2.82	3.22	3.75	16.54	14.17	11.61	21.75	32.03	15.09	-4,236	-5,422	-8,132	240	89,520
ROBINS	Buy	62.75	75.00	19.5	68.8	0.65	0.90	1.20	1.04	1.43	1.91	24.19	16.98	13.02	22.00	30.19	38.76	-2,384	-4,129	-3,926	1,111	69,694
Construction Materials				7.1					3.93	4.05	4.73	10.42	10.91	9.48	10.91	13.40	-6.54	139,936	136,170	124,904		569,331
Cement																						
SCC	Buy	358.00	400.00	11.7	385.6	12.50	10.67	13.75	3.49	2.98	3.84	11.49	11.15	9.32	-1.78	-2.79	2.57	132,383	129,848	121,011	1,200	429,600
SCCC	Sell	369.00	330.00	(10.6)	326.1	13.00	14.95	18.29	3.52	4.05	4.96	15.41	14.74	13.21	-3.30	17.53	3.65	2,659	1,934	816	230	84,870
TPICPL	Neutral	13.50	13.00	(3.7)	13.2	0.15	0.07	0.12	1.11	0.54	0.89	5.74	9.42	7.35	17.46	42.90	-39.45	3,995	3,797	2,580	2,019	27,257
Ceramics																						
DCC	Sell	50.00	50.00	-	56.6	3.05	3.25	3.71	6.10	6.50	7.41	10.31	10.84	9.93	14.83	-1.71	-5.21	211	153	86	408	20,400
DRT	Neutral	7.00	6.80	(2.9)	7.7	0.38	0.43	0.46	5.43	6.17	6.54	9.17	8.40	7.59	27.32	11.09	5.71	687	438	410	1,029	7,204
Electronic Components				14.0					3.08	3.69	5.16	7.86	-6.83	5.76	27.15	-24.72	7.66	2,850	10,024	3,266		75,400
CCET	Neutral	2.76	3.10	12.3	2.5	0.16	0.16	0.16	5.80	5.80	5.80	9.39	8.02	6.54	-6.21	-32.68	46.92	12,908	19,090	16,159	4,078	11,254
DELTA	Buy	25.25	31.00	22.8	27.2	1.20	1.50	1.60	4.75	5.94	6.34	6.53	5.48	4.63	56.00	-23.97	18.51	-8,490	-8,625	-9,402	1,247	31,496
HANA	Neutral	21.10	24.00	13.7	21.5	1.00	1.10	1.30	4.74	5.21	6.16	3.93	4.05	3.00	24.53	-25.13	-2.13	-5,800	-5,725	-6,927	805	16,983
KCE	Buy	8.00	8.50	6.3	8.2	0.10	0.30	0.35	1.25	3.75	4.38	10.07	10.90	7.08	32.91	-33.67	-7.02	4,626	4,685	4,893	464	3,712
SMT	Sell	10.30	8.00	(22.3)	8.0	0.20	0.15	0.20	1.94	1.46	1.90	9.53	-80.02	7.84	44.84	-43.11	n.m.	150	246	440	418	4,306
SVI	Neutral	3.90	4.10	5.1	4.2	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	6.41	7.71	10.59	5.49	10.85	10.24	-17.98	-544	352	-1,898	1,961	7,648
Energy & Utilities				8.6					3.76	3.81	4.40	11.69	8.97	7.96	3.11	35.96	20.01	617,564	575,814	557,258		2,196,159
Oil & Gas and Coal																						
BANPU	Buy	448.00	560.00	25.0	547.1	21.00	19.00	18.00	4.69	4.24	4.02	6.28	6.22	6.87	-15.97	117.74	-6.09	65,262	52,214	42,710	272	121,743
PTT	Buy	340.00	380.00	11.8	378.0	13.00	17.17	17.21	3.82	5.05	5.06	5.75	5.18	5.76	21.18	23.79	12.76	280,730	299,397	312,644	2,856	971,142
PTTEP	Neutral	160.50	170.00	5.9	171.8	5.40	6.10	7.40	3.36	3.80	4.61	5.11	4.40	3.84	28.38	14.32	11.47	79,945	55,824	65,004	3,320	532,858
Refineries																						
BCP	Neutral	24.20	22.50	(7.0)	24.4	1.65	1.00	1.30	6.82	4.13	5.37	4.61	6.71	5.99	-3.92	87.67	-31.99	14,551	14,024	18,321	1,377	33,322
ESSO	Sell	11.00	8.50	(22.7)	10.5	0.10	0.30	0.50	0.91	2.73	4.55	16.10	8.51	6.94	-48.74	8.16	69.87	37,623	29,856	25,199	3,461	38,069
IRPC	Neutral	4.50	4.00	(11.1)	4.2	0.12	0.04	0.10	2.67	0.89	2.22	10.41	13.82	8.39	-13.58	26.39	-15.17	22,580	36,981	36,363	20,434	91,955
TOP	Buy	69.00	72.00	4.3	69.1	3.00	2.20	2.50	4.35	3.19	3.62	5.55	6.43	5.28	-20.32	69.38	-22.11	23,641	7,447	-3,761	2,040	140,762
Utilities																						
EGCO	Neutral	126.00	124.00	(1.6)	125.9	5.25	5.25	5.25	4.17	4.17	4.17	26.12	12.09	18.36	-16.77	-39.80	101.53	1,372	-3,204	-7,860	526	66,335
GLOW	Buy	63.50	76.00	19.7	64.9	2.01	2.10	2.80	3.17	3.31	4.41	15.46	10.71	8.44	16.78	5.57	39.48	62,095	56,854	49,107	1,463	92,892
GUNKUL	Buy	18.00	21.00	16.7	20.0	0.10	0.58	0.61	0.56	3.22	3.39	27.15	17.32	10.63	92.35	89.61	54.15	3,159	2,974	2,620	440	7,920
RATCH	Buy	47.75	54.00	13.1	50.9	2.25	2.30	2.30	4.71	4.82	4.82	8.90	6.78	6.17	-11.68	24.61	20.42	23,898	16,153	10,956	1,450	69,238
TTW	Buy	7.50	7.40	(1.3)	6.9	0.44	0.46	0.49	5.92	6.13	6.55	8.78	9.46	8.89	9.60	4.08	5.79	2,707	7,295	5,956	3,990	29,925



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
						11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	10A	11A	12F	11A	12F	13F		
Finance & Securities									5.28	5.53	5.98											31,997
Credit card																						
AEONTS	Sell	50.50	32.00	(36.6)	32.0	2.10	2.10	2.10	4.16	4.16	4.16										250	12,625
KTC	Sell	25.25	18.00	(28.7)	16.4	0.00	0.32	0.84	0.00	1.26	3.33										258	6,510
Securities																						
ASP	Sell	2.34	2.40	2.6		0.20	0.20	0.19	8.55	8.63	8.18										2,106	4,927
MBKET	Sell	13.90	14.00	0.7	14.1	1.17	1.12	1.15	8.42	8.07	8.25										571	7,934
Food & Beverage									1.92	2.39	3.08	19.16	13.88	9.90	11.00	16.84	32.06	64,090	28,988	19,952		346,758
CPF	Neutral	32.75	34.00	3.8	38.9	1.20	1.20	1.46	3.66	3.66	4.46	14.56	10.42	6.59	6.01	12.49	22.71	45,108	8,699	1,815	7,743	253,581
MINT	Neutral	15.50	17.00	9.7	17.0	0.15	0.30	0.37	0.97	1.94	2.41	14.96	12.25	10.38	-5.14	45.47	22.92	18,457	18,971	18,039	3,653	56,614
OISHI	Buy	195.00	205.00	5.1	197.4	2.20	3.06	4.62	1.13	1.57	2.37	27.95	18.96	12.74	32.14	-7.44	50.55	525	1,318	97	188	36,563
Health Care Services									1.50	2.05	2.02	18.99	14.89	13.38	6.84	23.82	24.44	16,781	16,779	12,530		240,978
BGH	Buy	106.00	115.00	8.5	112.7	1.10	1.50	1.78	1.04	1.41	1.68	20.22	16.72	14.58	10.19	56.26	24.59	12,117	17,438	13,815	1,545	163,819
BH	Sell	79.50	70.00	(11.9)	78.1	1.10	1.93	1.56	1.38	2.42	1.96	22.17	16.33	14.71	9.81	14.96	24.69	4,244	(819)	(1,325)	728	57,907
BCH	Neutral	9.65	10.00	3.6	10.3	0.20	0.22	0.23	2.07	2.30	2.42	14.59	11.61	10.85	0.52	0.24	24.04	420	159	40	1,995	19,252
Information & Communication Technology									6.11	4.36	4.72	9.76	9.11	8.32	26.17	13.48	9.47	63,092	117,994	150,413		1,181,372
Mobile																						
ADVANC	Neutral	212.00	225.00	6.1	226.9	8.43	11.94	12.07	3.98	5.63	5.70	11.11	10.19	10.17	12.92	8.98	9.14	-608	48	9,948	2,973	630,296
DTAC	Buy	86.75	100.00	15.3	97.5	17.84	4.87	4.83	20.56	5.62	5.57	6.74	8.60	8.32	26.34	8.26	-3.56	-17,384	25,826	29,154	2,368	205,408
TRUE	Neutral	5.55	5.80	4.5	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.94	9.10	8.13	-6.08	-7.00	0.56	72,392	76,070	95,098	14,503	80,493
Internet																						
CSL	Neutral	8.15	8.20	0.6	8.2	0.54	0.60	0.67	6.63	7.36	8.22	6.41	6.47	5.69	14.71	11.05	-2.67	-223	-304	-493	595	4,845
THCOM	Buy	19.20	25.00	30.2	20.4	0.00	0.20	0.33	0.00	1.03	1.72	9.95	7.77	6.67	-37.49	45.59	28.87	7,493	7,679	5,635	1,096	21,042
Other																						
INTUCH	Buy	68.75	79.00	14.9	77.8	5.50	3.78	4.33	8.00	5.50	6.30	20.96	18.12	15.71	178.07	-53.64	19.87	-9,818	-2,248	-2,250	3,206	220,441
SAMART	Buy	9.75	11.00	12.8	12.6	0.52	0.52	0.57	5.33	5.33	5.85	6.02	4.99	5.39	7.04	40.56	10.57	7,467	6,043	7,951	989	9,647
SAMTEL	Buy	15.10	17.00	12.6	18.3	0.66	0.66	0.67	4.37	4.37	4.44	7.94	7.63	6.49	13.83	54.00	12.96	3,772	4,880	5,370	609	9,200
Insurance									1.60	1.72	2.20											54,000
BLA	Neutral	45.00	48.00	6.7	49.5	0.72	0.77	0.99	1.60	1.72	2.20										1,200	54,000
Media & Publishing									4.91	5.14	5.56	10.68	10.60	10.00	17.59	3.42	1.88	-3,748	-3,907	-4,987		149,941
TV broadcasting																						
BEC	Neutral	57.25	53.00	(7.4)	54.8	1.80	1.95	2.22	3.14	3.41	3.87	15.28	15.56	14.37	17.94	7.84	-2.31	-5,140	-5,726	-6,596	2,000	114,500
MCOT	Neutral	28.75	30.00	4.3	31.8	2.00	1.86	1.91	6.96	6.46	6.65	7.32	8.03	7.97	12.85	-0.48	-6.25	-1,083	-545	-631	687	19,754
Cinema																						
MAJOR	Neutral	17.70	21.00	18.6	21.1	0.82	0.98	1.09	4.63	5.56	6.15	9.43	8.20	7.66	22.00	2.90	14.19	2,475	2,364	2,240	886	15,687
Petrochemicals & Chemicals									3.40	3.26	3.75	9.23	7.96	6.32	6.92	48.80	8.07	128,702	104,993	72,034		435,323
IVL	Buy	30.50	37.00	21.3	37.5	0.70	0.70	1.00	2.30	2.30	3.28	11.03	9.28	6.54	17.94	31.60	4.92	36,131	14,623	5,629	4,814	146,835
PTTGC	Buy	64.00	72.00	12.5	70.1	2.88	2.70	2.70	4.51	4.22	4.22	7.42	6.64	6.10	-4.10	66.00	11.21	92,572	90,370	66,405	4,508	288,488
Property Development									2.72	4.39	5.03	5.80	15.32	12.97	22.13	1.92	40.58	173,237	179,135	192,925		355,802
Contractors																						
CK	Buy	8.45	10.80	27.8	8.9	0.35	0.20	0.20	4.14	2.37	2.37	-79.98	49.43	34.18	n.m.	n.m.	n.m.	17,839	18,923	22,523	1,653	13,964
ITD	Neutral	3.68	3.50	(4.9)	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.45	12.29	11.39	-14.33	35.90	40.84	27,688	32,874	43,210	4,194	15,433
STEC	Buy	18.00	23.00	27.8	18.6	0.55	0.61	0.74	3.06	3.39	4.12	18.53	15.10	12.13	11.05	35.28	25.37	-507	-56	-135	1,186	21,352
Industrial Estate																						
AMATA	Buy	17.00	23.00	35.3	20.0	0.40	0.65	0.81	2.35	3.85	4.74	14.73	10.77	8.68	83.11	27.81	45.60	5,691	7,215	6,440	1,067	18,139
HEMRAJ	Buy	3.16	3.70	17.1	3.4	0.03	0.13	0.18	0.87	3.98	5.55	25.83	10.60	8.46	114.77	-26.88	150.48	4,448	5,445	6,288	9,705	30,668
ROJNA	Neutral	10.00	7.30	(27.0)	11.1	0.20	0.30	0.33	2.00	2.98	3.33	-25.93	28.46	24.78	17.46	n.m.	n.m.	11,045	15,292	14,305	1,187	11,866
TICON	Neutral	12.60	14.50	15.1	14.5	0.20	1.35	1.45	1.59	10.70	11.51	16.76	8.40	8.49	31.10	-26.35	93.20	7,670	7,122	7,370	781	9,841
Residential																						
AP	Buy	8.40	9.30	10.7	9.1	0.18	0.31	0.41	2.14	3.71	4.88	14.35	12.27	9.73	10.02	-18.76	13.71	13,786	12,730	12,900	2,841	23,865
LH	Neutral	8.25	8.90	7.9	8.5	0.38	0.47	0.47	4.63	5.70	5.70	16.02	18.65	19.07	-2.13	21.69	-13.57	25,504	26,181	28,770	10,026	82,714
LPN	Neutral	17.80	17.80	-	18.0	0.65	0.71	0.81	3.65	3.99	4.55	9.57	9.15	8.00	11.98	18.59	2.28	305	-297	-519	1,476	26,267
PS	Buy	17.50	21.00	20.0	19.5	0.40	0.56	0.70	2.29	3.18	4.02	12.99	9.61	7.04	-4.20	-9.62	22.35	18,258	12,847	6,898	2,211	38,696
QH	Buy	1.78	3.30	85.4	2.2	0.01	0.10	0.09	0.52	5.71	5.16	25.18	12.08	13.45	-1.04	-45.87	106.08	21,488	21,047	23,286	9,184	16,347
SIRI	Buy	1.93	2.90	50.3	2.7	0.14	0.16	0.20	7.25	8.06	10.27	8.93	8.77	7.79	24.80	4.42	6.52	15,595	16,945	18,861	7,272	14,035
SPALI	Buy	19.00	22.00	15.8	19.3	0.67	0.73	0.81	3.54	3.86	4.24	8.78	8.93	8.41	5.10	6.88	-5.89	4,427	2,868	2,727	1,717	32,613



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
						11A	12F	13F	11A	12F	13F	11A	12F	13F	10A	11A	12F	11A	12F	13F		
Property Fund									6.17	7.12	7.04											56,311
Commercial																						
CPNRF	Buy	16.30	17.00	4.3	17.6	1.02	1.06	1.11	6.28	6.48	6.81	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,636	26,672
Industrial																						
TFUND	Sell	10.70	11.50	7.5		0.80	0.77	0.65	7.48	7.20	6.03	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	999	10,687
TLOGIS	Buy	11.70	14.00	19.7		0.75	0.91	0.87	6.41	7.77	7.42	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	238	2,779
WHAPF	Buy	11.20	14.00	25.0		0.44	0.70	0.73	3.96	6.23	6.53	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	3,483
Office																						
QHPF	Buy	10.30	10.50	1.9		0.76	0.77	0.80	7.36	7.47	7.78	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	8,209
POPF	Buy	13.10	12.00	(8.4)		0.72	0.99	1.01	5.53	7.58	7.69	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,480
Steel									0.00	0.00	3.45	-20.96	-10.40	8.90	n.m.	n.m.	n.m.	43,718	51,168	50,195		10,819
SSI	Neutral	0.59	0.75	27.1	0.6	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	3.45	-20.96	-10.40	8.90	n.m.	n.m.	n.m.	43,718	51,168	50,195	18,337	10,819
Tourism & Leisure									1.77	1.19	1.68	14.22	11.03	9.49	12.78	28.64	29.84	16,575	16,089	15,380		29,234
CENTEL	Buy	16.60	19.00	14.5	18.6	0.15	0.28	0.36	0.90	1.66	2.18	14.13	10.80	9.06	22.73	36.35	25.94	9,526	8,320	7,318	1,350	22,410
ERW	Buy	3.04	3.30	8.6	3.2	0.08	0.02	0.04	2.63	0.71	1.18	14.32	11.26	9.93	2.84	20.93	33.74	7,049	7,768	8,062	2,245	6,824
Transportation & Logistics									1.82	1.75	1.78	19.92	17.51	13.60	-12.29	11.59	46.45	239,508	258,202	286,562		289,775
Aviation																						
AAV	Buy	3.98	4.30	8.0	4.2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	17.72	6.65	4.82	n.m.	5.40	182.69	-445	689	1,819	4,850	19,303
AOT	Buy	75.00	77.00	2.7	72.1	0.80	1.78	2.31	1.07	2.38	3.07	9.16	8.78	8.75	6.07	23.65	2.87	36,139	34,083	40,832	1,429	107,143
THAI	Buy	21.50	27.00	25.6	25.7	0.00	0.54	0.73	0.00	2.49	3.42	8.49	6.21	6.07	5.00	-40.13	47.84	125,215	139,175	152,430	2,183	46,930
Mass Transit																						
BMCL	Neutral	0.66	0.67	1.5	0.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	90.40	51.99	42.98	n.m.	147.66	77.93	15,591	16,138	16,568	11,950	7,887
BTS	Buy	5.65	5.90	4.4	6.4	0.22	0.17	0.08	3.93	3.07	1.37	49.53	28.75	25.26	n.m.	4.32	75.62	30,043	31,664	36,112	9,526	53,822
Shipping																						
PSL	Neutral	13.60	16.50	21.3	15.6	0.55	0.26	0.29	4.01	1.91	2.15	11.50	13.92	11.75	-49.47	-15.42	-16.77	2,651	2,771	6,421	1,040	14,137
RCL	Neutral	7.00	8.00	14.3	7.5	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00	0.25	-24.06	23.62	8.21	n.m.	n.m.	n.m.	4,817	6,066	6,476	829	5,801
TTA	Neutral	17.00	18.00	5.9	18.0	0.50	0.25	0.07	2.94	1.47	0.44	9.07	10.58	8.41	-21.58	-22.75	-0.05	9,596	13,208	14,742	708	12,036
Tollroads																						
BECL	Buy	29.50	33.00	11.9	32.0	1.30	1.30	1.56	4.41	4.42	5.30	7.46	7.07	6.19	-1.44	-10.00	1.51	15,902	14,410	11,163	770	22,715
SCBS Coverage									3.5%	3.7%	4.1%	11.49	10.31	9.37				1,510,052	1,487,009	1,459,468		8,686,471

Disclaimer: ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และข้อมูลนี้ถือว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัทฯ") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัทฯ และเป็นการคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะหรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทฯ ไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนซึ่งควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัทฯ และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทฯ อาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่กล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคารฯ") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัทฯ อิตาเลียนไทย ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ย่าง บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอันที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการ فقدانมูลค่า หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการถือถือถือถือข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาขนาดของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS ขอสงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้ก่อดพณบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ย้าย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

CG Rating 2011 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BMCL, CPF, CSL, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCOT, PS, PSL, PTT, PTTEP, QH, RATCH, ROBINS, SAT, SCB, SCC, TISCO, TMB, TOP
	AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGC, BLA, BTS, CENTEL, CK, CPALL, DELTA, DRT, DTAC, GFPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, MINT, OISHI, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, THCOM, TRUE, TTA, TTW
	AEONTS, AH, CCET, DCC, ESSO, GUNKUL, ITD, KH, KTC, RCL, ROJNA, TICON, TPIPL
N/A	AAV, BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SAMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHAPF
	PTTGC is the merged entity of PTTC and PTTAR

Corporate Governance Report disclaimer

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.

สำนักงานใหญ่

เลขที่ 19 อาคาร 3 ชั้น 20-21, 101 อาคาร RCP ชั้น G
ไทยพาณิชย์ ปาร์ค พลาซ่า, ถนนรัชดาภิเษก
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทร: (662) 949-1000
โทรสาร: (662) 949-1001

สาขารังโยธิน

9 ชั้น LB ถนนรัชดาภิเษก
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร: (662) 949-1341

สาขาสินธร

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถนนวิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน
กรุงเทพฯ 10330
โทร: (662) 686-2000
โทรสาร: (662) 263-3822

สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร
แขวงบ่อนปราบ เขตบ่อนปราบศรีสุรพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทร: (662) 688-9200
โทรสาร: (662) 688-9020

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

166 หมู่ 1 ชั้น 2 ถนนเชียงใหม่-ฮอด
ต.ป่าแดด อ.เมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50000
โทร: (66-53) 203-505
โทรสาร: (66-53) 203-750

สำนักงานสาขากำแพง

เลขที่ 17 ชั้น 2 ถนนกำแพง
ตำบลข้างตลาด อำเภอเมือง
จังหวัดเชียงใหม่ 50000
โทร: (66-53) 818-422
โทรสาร: (66-53) 818-433

สาขาส่งงานสาขากบนราชบุรีย่นดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชบุรีย่นดี
ตำบลคอหงส์ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร: (66-74) 209-788
โทรสาร: (66-74) 209-737

