

Market Strategy

4Q 2018



วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น

FDI สูงสุดในรอบ 4 ปี อาจเป็นแค่จุดเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนขาขึ้น
เป้า SET ปี 2562 ที่ 2,000 จุด จากเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง หนุนด้วยการเลือกตั้ง
หุ้นแนะนำเชิงกลยุทธ์ 4Q61: AMATA, ROJNA, WHA, BBL, KTB และ TMB

SCBS Market Strategy Reports

2561



2560



2559



2558



ดูข้อมูลลงวันสัปดาห์และปฏิทินความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

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

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

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

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

พลังงาน ปิโตรเคมี
ชัยพัชร ธนวัฒน์
chai.patt.thanawatano@scb.co.th, (662) 949-1005

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

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
บิณณัติ กองจันทร
banyat.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

พื้ช่วยนักวิเคราะห์
จรัสศักดิ์ วรกิจบำรุง
jaradsak.woragidbumrung@scb.co.th, (662) 949-1018

Research Support

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

ฐานข้อมูล
สุภาวธรา ใจเรือ
supattra.jairew@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

สารบัญ

ผู้จัดการการลงทุนชายัน	1
------------------------------	---

Top Picks

บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA)	27
บมจ. สอนอุตสาหกรรมโรจน: (ROJNA).....	31
บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA).....	35
บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL).....	39
บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB)	43
บมจ. ธนาคารทหารไทย (TMB).....	47

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	51
การบิน	53
ธนาคาร	55
พาณิชย์	57
วัสดุก่อสร้าง	59
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	61
พลังงาน	63
เงินทุน	65
อาหาร.....	67
การแพทย์	69
นิคมอุตสาหกรรม	71
ประกัน	73
สื่อ	75
ปิโตรเคมี	77
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	79
หลักทรัพย์	81
สื่อสาร	83
ท่องเที่ยว.....	85
ขนส่ง	87
สาธารณูปโภค.....	89
SCBS Stock Universe	91

This page is left blank intentionally

SET index	Close: 27/9/2018	1,752.95	+3.02 / +0.17%	Bt63,425mn
SET50 index	Close: 27/9/2018	1,158.54	+2.93 / +0.25%	Bt44,778mn

วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น

เม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่แตะจุดสูงสุดในรอบ 4 ปี อาจเป็นแค่จุดเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนขาขึ้นของไทยที่กำลังตามมา ทั้งจากการลงทุนใน EEC และผลพวงของสงครามการค้าที่ทำให้มีการย้ายฐานการผลิตจากจีน เราคาดว่าปีจี้จบยกต่างๆ ทั้งเศรษฐกิจที่ขยายตัวดี ดุลการค้าต่างประเทศที่แข็งแกร่ง (เกราะป้องกันของไทยให้พ้นวิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่) ตลอดจนการเข้าสู่ฤดูเลือกตั้ง จะส่งผลดีต่อตลาดหุ้นไทย ทำให้เราคาดว่า SET Index น่าจะไปถึง 2,000 จุดได้ในปี 2562 ซึ่งคิดเป็นอัตราส่วน PE ที่ 15.6 เท่า หุ่นแนะนำ 4Q61 เราเน้นกลุ่มที่อิงวัฏจักรการลงทุน ได้แก่ นิคมอุตสาหกรรม (AMATA, ROJNA และ WHA) และธนาคาร (BBL, KTB, และ TMB)

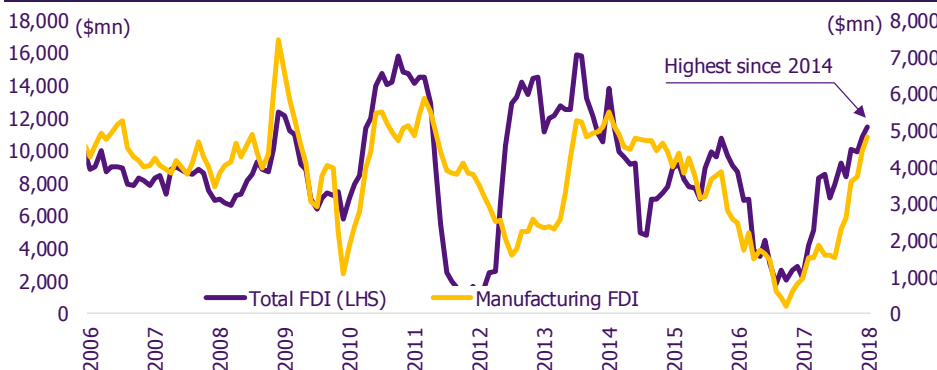
เข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ เม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) มียอดสะสม 12 เดือนรวม US\$1.14 หมื่นล้านในเดือนมี.ย. 2561 สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2557 เราคาดว่า FDI จะไหลเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการลงทุนและสิทธิประโยชน์สำหรับการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับ EEC และการโยกเม็ดเงิน FDI ออกจากจีน เนื่องจากจีนมีข้อพิพาททางการค้ากับสหรัฐฯ อัตราการใช้กำลังการผลิตในประเทศไทยซึ่งทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปีที่ 68% จะส่งผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานจะช่วยกระตุ้นให้การใช้จ่ายลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น

คาด SET index ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2,000 จุดในปี 2562 เราใช้สมมติฐาน PE ที่ 15.6 เท่า นับว่าสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งก็เหมาะสมกับตลาดภายใต้ภาวะที่ได้รับแรงหนุนจาก GDP ที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึงกว่า 4% และ sentiment เชิงบวกจากการเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึงในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 เราคาดว่า EPS ของ SET จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 8-10% ต่อปี ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอัตราการขยายตัวของ nominal GDP ที่ 5-6% ขับเคลื่อนโดยกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศที่แข็งแกร่ง

วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น จะกระตุ้นให้ความต้องการที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่งผลดีต่อหุ้นกลุ่มนี้ นอกจากนี้ ยังส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อเพิ่มขึ้น ซึ่งเมื่อรวมกับแนวโน้มดอกเบี้ยนโยบายขาขึ้นก็จะหนุนให้อัตราดอกเบี้ยเงินกู้ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย และส่งผลดีต่อธนาคารพาณิชย์

- **AMATA:** รับผลดีจากความต้องการที่ดินนิคมฯ เพิ่มมากขึ้น และแม้จะมีที่ดินใน EEC จำนวนมากแล้ว ยังมีแผนหาที่ดินเพิ่มเติมอีกซึ่งน่าจะเพิ่ม NAV ของบริษัทได้อีกราว 13%
- **ROJNA:** ราคาหุ้นล้าหลังที่สุดในกลุ่ม บริษัทกำลังเร่งเพิ่มที่ดินใน EEC ซึ่งคาดว่าจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานเติบโต 26% (CAGR) ตลอด 3 ปีข้างหน้า
- **WHA:** รับประโยชน์จาก EEC ทั้งจากธุรกิจนิคมฯ และธุรกิจโลจิสติกส์ คาดจำนวนที่ดินที่ขายได้จะเพิ่มขึ้นอีกเท่าตัวและผลการดำเนินงานโต 16% (CAGR) ใน 3 ปีข้างหน้า
- **BBL:** การขยายสินเชื่อจะได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้น BBL มีโอกาสดีที่สุดในที่ valuation จะปรับขึ้นสู่ค่าเฉลี่ยในอดีต เพราะ ROE จะปรับตัวเพิ่มขึ้น
- **KTB:** KTB จะเป็นธนาคารที่ดั่งสำรองลดลงมากที่สุด สินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้น valuation น่าสนใจที่ PBV 0.87 เท่า
- **TMB:** ราคาหุ้น TMB ปรับตัว underperform กลุ่มธนาคารอยู่ 20% YTD แต่เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมของ TMB จะเติบโตสูงกว่าธนาคารอื่นๆ อย่างต่อเนื่อง และ NIM จะฟื้นตัวดีขึ้น

วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น



Source: SCBS Investment Research

ดูข้อมูลงานสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้



4Q61 Top picks

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
AMATA	Buy	23.00	33.0	46.2
BBL	Buy	212.00	260.0	25.9
KTB	Buy	20.00	23.0	18.7
ROJNA	Buy	5.25	8.5	69.4
TMB	Buy	2.32	2.8	21.2
WHA	Buy	4.24	6.0	45.0

	PE (x)		PS growth (%)	
	18F	19F	18F	19F
AMATA	15.2	11.9	4	28
BBL	10.9	9.4	13	16
KTB	10.2	8.7	22	17
ROJNA	12.6	9.3	28	35
TMB	11.4	9.5	3	19
WHA	17.5	14.8	16	18
Average	12.9	10.6	14	22

	PBV (x)		ROE (%)	
	18F	19F	18F	19F
AMATA	1.8	1.6	10	12
BBL	1.0	0.9	9	10
KTB	0.9	0.9	9	10
ROJNA	0.8	0.8	5	6
TMB	1.1	1.0	10	11
WHA	2.3	2.2	12	13
Average	1.3	1.2	9	10

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	18F	19F	18F	19F
AMATA	2.7	3.4	26.7	21.5
BBL	3.2	3.7	-	-
KTB	3.7	4.3	-	-
ROJNA	7.5	7.5	10.1	8.2
TMB	2.6	3.1	-	-
WHA	3.5	4.2	17.9	15.5
Average	3.9	4.4	9.1	7.5

นักวิเคราะห์

พรเทพ ชูพันธุ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

วโรฤทธิ์ จิระชน
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

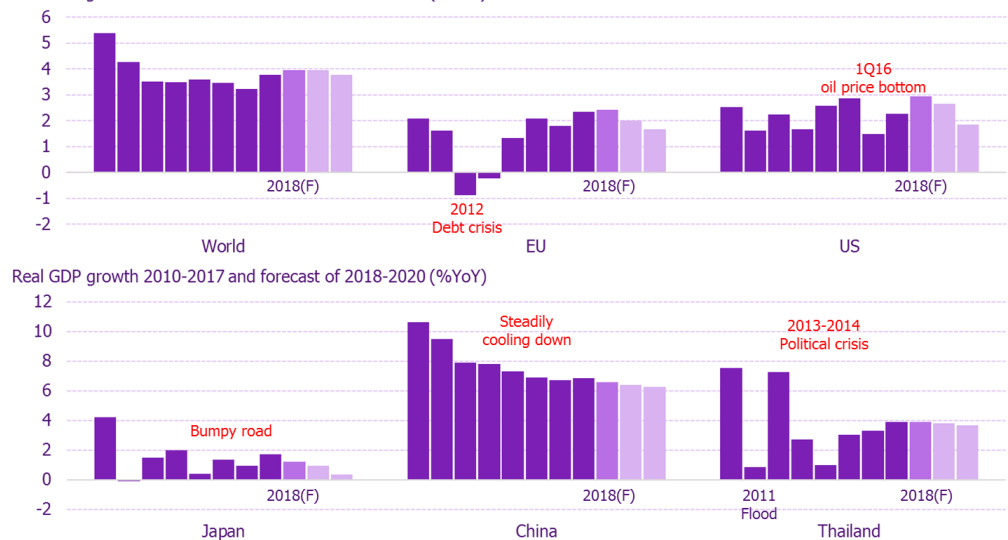
จรัสศักดิ์ วรภิรมย์
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวต่อเนื่องอีกนาน มีความกังวลว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกได้เข้าสู่ปลายวัฏจักรขาขึ้นแล้ว ในขณะที่เราเห็นด้วยกับ IMF ที่มองว่าโมเมนตัมการเติบโตทางเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง โดยคาดว่า GDP จะชะลอตัวลงในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า หลังจากแตะจุดสูงสุดในปี 2561 แต่เราเชื่อว่าช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้นครั้งนี้จะยังไปต่อได้แม้ฟื้นมาประมาณ 10 ปีแล้วหลังจากเกิดวิกฤตการเงินโลก ยกเว้นตลาดเกิดใหม่บางประเทศซึ่งขาดวินัยและพึ่งพาเงินทุนไหลเข้าจากมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) มากเกินไป ที่อาจเจอเศรษฐกิจหดตัว ทั้งนี้ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั่วโลกโดยรวมยังไม่ได้แสดงสัญญาณของความอ่อนแอจนอันตราย ต้องขอบคุณเหตุการณ์หลายอย่างที่ยังช่วยชะลอเศรษฐกิจลงบ้างก่อนหน้านี้ เช่น วิกฤตหนี้ EU (ปี 2555), ความต่อเนื่องในการฟื้นฟูเศรษฐกิจตามนโยบาย Abenomics (อาเบะโนมิกส์) ในญี่ปุ่น (ปี 2555-2559), ราคาน้ำมันตกต่ำ (ปี 2558-2559) ซึ่งผู้ผลิตหลายรายล้มละลาย รวมถึงผู้ผลิตน้ำมันดิบจากชั้นหินดินดาน (shale oil) ในสหรัฐฯ ที่เจอปัญหาด้วย, เศรษฐกิจจีนชะลอความรุนแรงอย่างต่อเนื่อง และน้ำท่วมใหญ่และวิกฤตการณ์ในเมืองในประเทศไทย ทั้งหมดนี้ ช่วยให้การฟื้นตัวที่ผ่านมายังไม่เข้าเขตอันตราย

Figure 1: เศรษฐกิจโลกยังไม่ได้แสดงสัญญาณอ่อนแอเกินไป เนื่องจากมีหลายเหตุการณ์ช่วยลดความรุนแรง

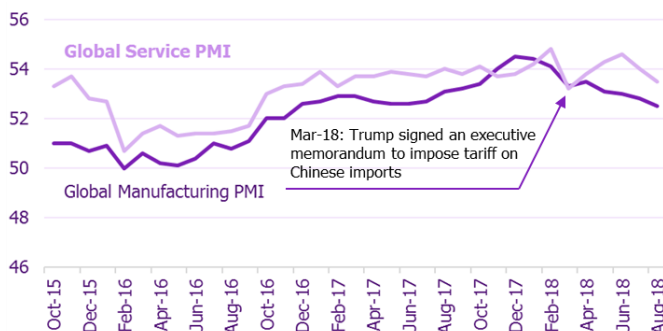
Real GDP growth 2010-2017 and forecast of 2018-2020 (%YoY)



Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

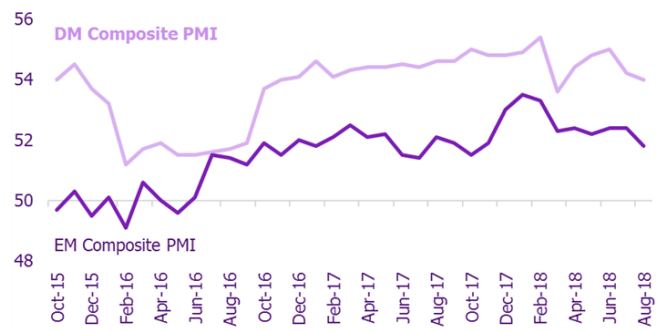
ชะลอตัวลง ไม่ใช่วิกฤต ขาวดี คือ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ซึ่งถือเป็นเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่โดดเด่นที่สุด ยังคงแกว่งตัวอยู่ที่ระดับสูงกว่า 50 จุด ซึ่งบ่งชี้ถึงภาวะการขยายตัวทางเศรษฐกิจของทั้งตลาดที่พัฒนาแล้ว (DM) และตลาดเกิดใหม่ (EM) ซึ่งหมายความว่าไม่น่าจะมีวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้ อย่างไรก็ตาม มีสัญญาณการชะลอตัวลงในอัตราการเติบโต ดัชนี PMI ภาคการผลิต (ทั้ง DM และ EM) เริ่มปรับตัวลดลงตอนต้นปี 2561 หลักๆ เกิดจากสหรัฐฯ ประกาศเก็บภาษีสินค้านำเข้าหลายรอบด้วยกัน: แพงพลังงานแสงอาทิตย์ และเครื่องซักผ้า ในเดือนม.ค., เหล็ก และอลูมิเนียม ตอนต้นเดือนมี.ค., เก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า US\$5.0 หมื่นล้านในเดือนมี.ค. และเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มอีก US\$2.0 แสนล้านในเดือนมี.ย. ดัชนี PMI ภาคบริการทรงตัวได้ค่อนข้างดี โดยลดลงเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

Figure 2: สัญญาณชะลอความรุนแรงในภาคการผลิต

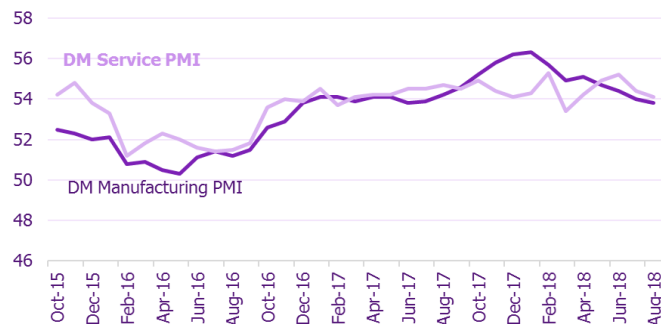


Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

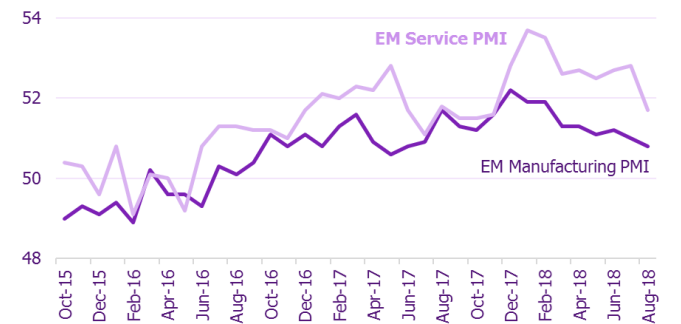
Figure 3: ตลาดพัฒนาแล้ว (DM) ทรงตัวได้ค่อนข้างดี



Source: CEIC, SCBS Investment Research

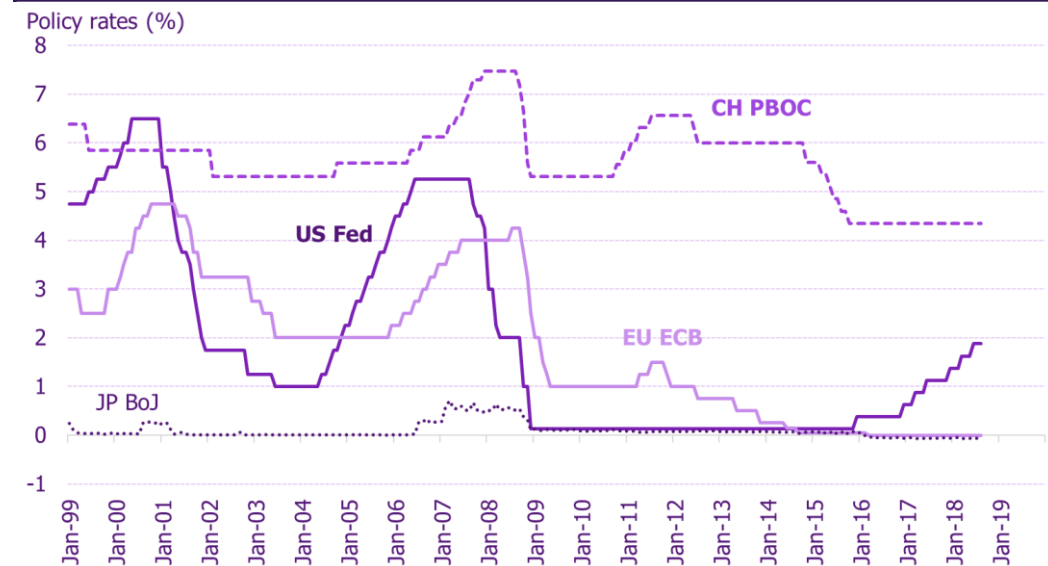
Figure 4: ภาคการผลิตในตลาดพัฒนาแล้ว (DM) ชะลอตัวลง

Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 5: ... และตลาดเกิดใหม่ (EM)

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ธนาคารกลางหลักๆ ส่วนใหญ่ยังไม่ได้เริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ย สัญญาณอีกอย่างหนึ่งที่บ่งชี้ว่าช่วงปลายเศรษฐกิจจะกินเวลานาน คือ การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดรอบนี้เป็นเพียงการทยอยปรับขึ้นช้าๆ เมื่อเทียบกับรอบก่อนๆ เนื่องจากแรงกดดันด้านเงินเฟ้อมีจำกัด ดังนั้นธนาคารกลางหลักๆ ส่วนใหญ่จึงยังไม่ได้เริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ย ธนาคารกลางที่มีแนวโน้มขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากที่สุด (ตามหลังเฟด) คือ ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ซึ่งตลาดคาดว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน 4Q22 หรือเกือบ 1 ปีข้างหน้า ส่วนธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังไม่ได้ชะลอการซื้อสินทรัพย์อย่างเป็นทางการเป็นเร็ว ในทางกลับกัน จีนแสดงท่าทีที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้นในระยะหลังนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจของจีนจะได้รับผลกระทบจากข้อพิพาทการค้ากับสหรัฐฯ

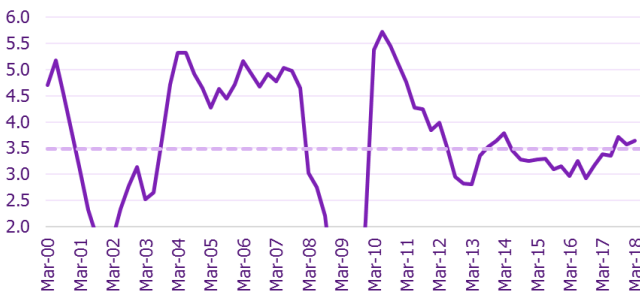
Figure 6: เฟดกำลังจะเข้าสู่ปีที่ 4 ของการใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัว ในขณะที่ธนาคารกลางอื่นๆ ยังไม่ได้เริ่ม

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

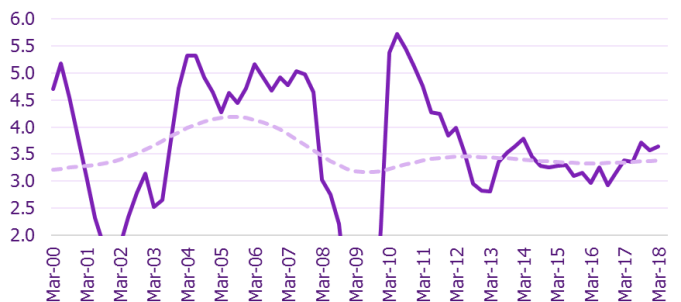
GDP ที่เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยและการทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยจะช่วยสนับสนุนให้นักลงทุนมีความกล้าลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้น GDP โลกเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยและแนวโน้มระยะยาว มาเกือบ 1 ปีแล้ว เราเชื่อว่าภาวะเศรษฐกิจมหภาคจะช่วยสนับสนุน sentiment การลงทุนแบบ risk-on โดยนักลงทุนจะมีความกล้าลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้น และคาดว่าตลาดหุ้นจะยังคงน่าสนใจมากกว่าตลาดตราสารหนี้ไปอีกซีกพัก ดัชนีชี้ว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวต่อเนื่อง (แม้จะชะลอตัวบ้าง) อัตราเงินเฟ้อในญี่ปุ่นและจีนยังต่ำกว่าเป้าหมายของธนาคารกลาง มีเพียงอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ และ EU ที่เข้าใกล้เป้าหมายของธนาคารกลาง การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มที่จะเป็นการทยอยปรับขึ้นช้าๆ และมีเพียง ECB ที่ตลาดคาดว่าจะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ย (ตามหลังการทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด) ภายใน 1 ปีข้างหน้า (4Q22)

Figure 7: GDP โลกเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตและแนวโน้ม

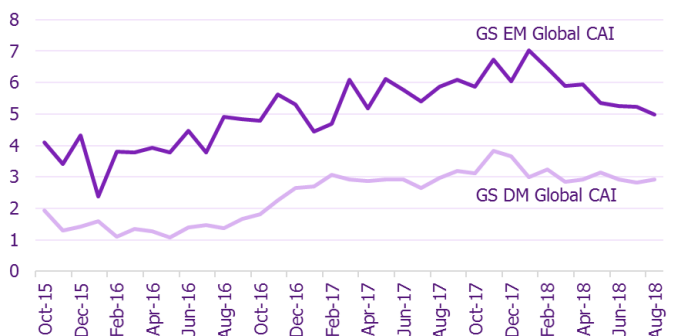
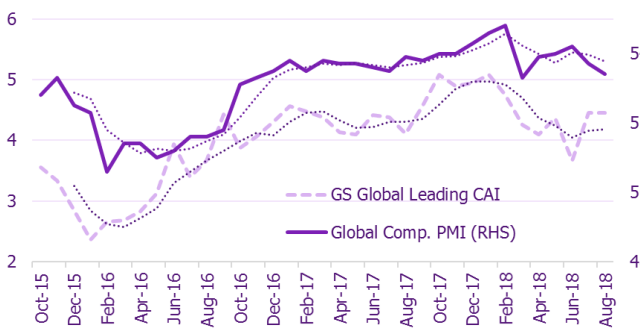
World real GDP vs 20Y Avg (%YoY)



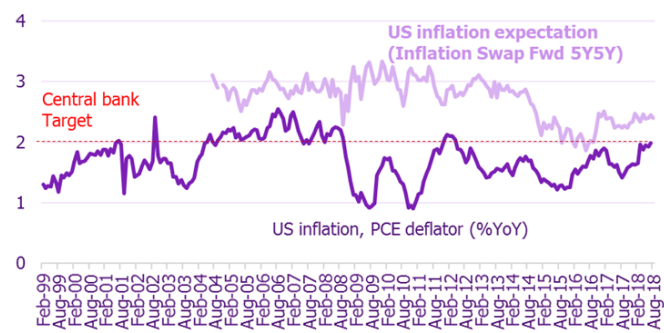
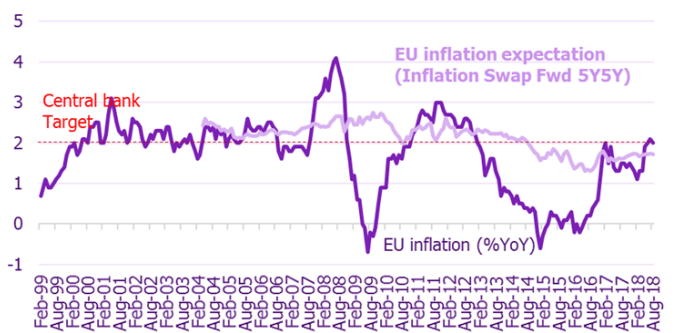
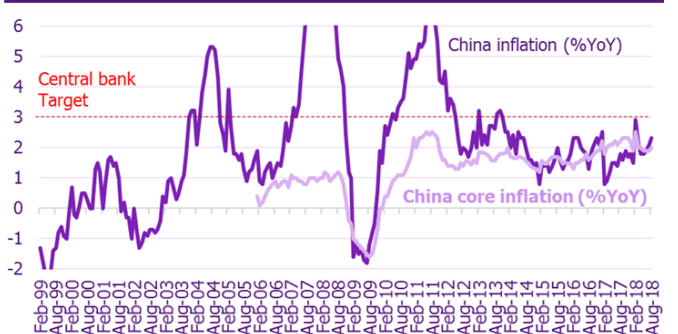
World real GDP vs Trend (%YoY)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 8: ... และคาดว่าจะเติบโตต่อเนื่อง โดยมีสัญญาณชะลอความรุนแรงลงในตลาดเกิดใหม่ (EM)

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

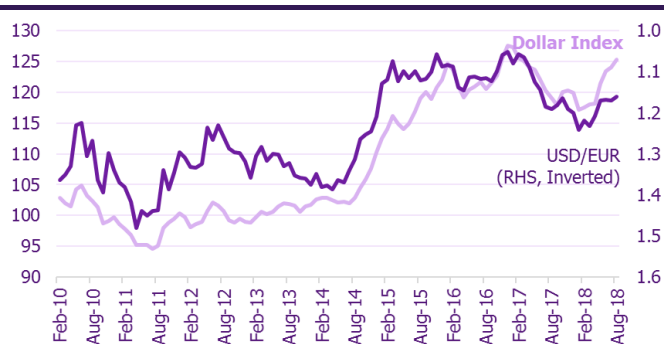
Figure 9: อัตราเงินเฟ้อในยุโรปน่าจะเปิดโอกาสให้ ECB ขึ้นอัตราดอกเบี้ยตามเฟดในไม่ช้า**US – Achieving inflation target****EU – Consistent with the ECB target****Japan – Half way to target****China – getting there**

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าตามการคาดการณ์ของเรา... ดัชนีค่าเงินดอลลาร์ (ถ่วงน้ำหนักตามสัดส่วนการค้ากับสหรัฐฯ) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 2% ใน 3Q61 หลังจากปรับขึ้น 5% ในไตรมาสก่อนหน้า หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการอ่อนค่าของเงินหยวน (น้ำหนัก 22% ในดัชนี) และยูโร (น้ำหนัก 17%) อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานสหรัฐฯ ลึกขึ้นตัวเหนือ EU มากขึ้น ชี้นำถึงการแข็งค่าเงินดอลลาร์สหรัฐ/ยูโร ในอีก 6 เดือนข้างหน้า เนื่องจากโดยปกติแล้วอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานมักจะสะท้อนถึงภาวะอุปสงค์ในประเทศ และแนวโน้มของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ปัจจุบันส่วนต่างดังกล่าวบ่งชี้ว่าดอลลาร์สหรัฐจะแข็งค่าขึ้นอีก สอดคล้องกับส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี ระหว่างสหรัฐฯ กับเยอรมัน ซึ่งกว้างขึ้น นอกจากนี้ปัญหาค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ก็ช่วยหนุนให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นในระยะหลังนี้ด้วย

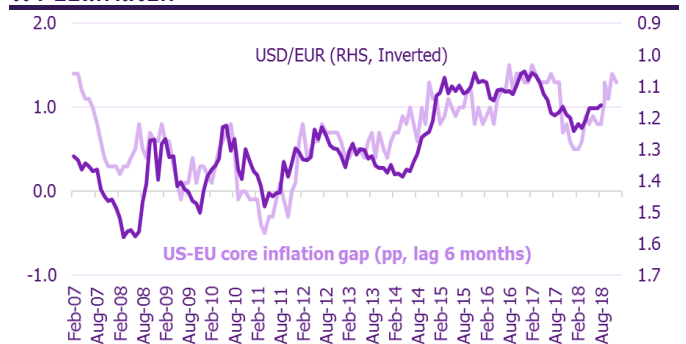
อย่างไรก็ตาม การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐอาจไม่ราบรื่นในระยะต่อไป อัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ จะทำจุดสูงสุดในไม่ช้า และจะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง เนื่องจาก GDP สหรัฐฯ ขยายตัวถึง 4.2% (QoQ SAAR) ใน 2Q61 ดังนั้นจึงไม่น่าจะรีบร้อนที่จะรีบขึ้นดอกเบี้ยขึ้นไปจากตรงนี้ได้อีก ทั้งนี้ภายใน 1Q62 (หรือเร็วกว่านั้น) เราอาจจะได้เห็นเฟดเริ่มส่งสัญญาณว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายใกล้เคียงระดับที่เหมาะสมในไม่ช้า ซึ่งน่าจะเป็นเวลาเดียวกับที่ ECB เริ่มส่งสัญญาณเตรียมขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ซึ่งคาดว่าจะขึ้นจริงๆ ราว 4Q62 การเจรจา Brexit ที่วุ่นวายอาจกระตุ้นให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าขึ้นในอนาคตอันใกล้ แต่เรื่องนี้น่าจะจบใน 1Q62 วิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่เริ่มส่งผลกระทบต่อด้านลบแล้ว โดยเศรษฐกิจบางประเทศมีแนวโน้มที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่ปัญหาจะลุกลามอาจจะไม่น่ากลัวอย่างที่หลายคนคาดการณ์ไว้ นักลงทุนเริ่มรับรู้ข่าวที่สหรัฐฯ จะเรียกเก็บภาษีสินค้านำเข้าทั้งหมดจากจีนแล้ว ตลาดหยาบดินขาว โอกาสที่ดอลลาร์จะแข็งค่าจากปัจจัยนี้จะน้อยลง เว้นแต่มีภาษีแรงๆ ใหม่ ที่ยังไม่เคยพูดถึงเพิ่มเข้ามา

Figure 10: ดัชนีดอลลาร์ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเงินยูโร



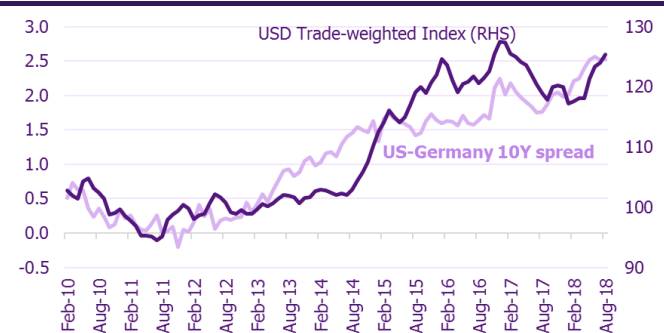
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 11: ส่วนต่างอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่กว้างขึ้นส่งสัญญาณว่าเงินยูโรจะอ่อนค่าลงอีก



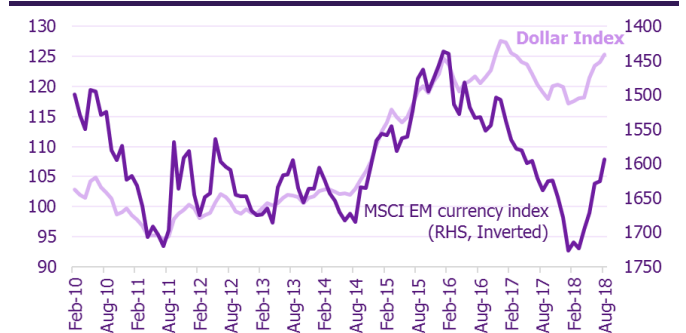
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 12: ... สอดคล้องกับส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ-เยอรมนี



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 13: วิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ก็มีส่วนทำให้ดอลลาร์สหรัฐแข็งค่าด้วยเช่นกัน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สงครามการค้าสหรัฐฯ อาจจะไม่น่ากลัว ถ้าหลักๆ จำกัดอยู่ที่สหรัฐฯ กับจีน สหรัฐฯ พุ่งความสนใจส่วนใหญ่ไปที่ประเทศที่ได้ลดการค้าสหรัฐฯ มากๆ เช่น จีน, EU, NAFTA (เม็กซิโก และแคนาดา) และญี่ปุ่น โดยประเทศคู่ค้า 4 อันดับแรกนี้รวมกันคิดเป็น 86% ของยอดขาดดุลการค้าทั้งหมดของสหรัฐฯ ที่ US\$8.0 แสนล้าน ในปี 2560 เท่าที่ผ่านมา สหรัฐฯ มีท่าทีที่แข็งกร้าวต่อจีนมากเป็นพิเศษ ในขณะที่มีท่าทีที่ประนีประนอมต่อประเทศพันธมิตรอื่นๆ มากกว่า ผลกระทบโดยตรงจากการที่สหรัฐฯ เรียกเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นกับผู้ส่งออกจีนและผู้บริโภคสหรัฐฯ เป็นหลัก ซึ่งหากมองที่ขนาดผลกระทบดี มูลค่าของภาษีที่เรียกเก็บนั้นไม่มากนัก ตัวอย่างในกรณีเลวร้ายที่สหรัฐฯ และจีนเก็บภาษีสินค้านำเข้าทุกรายการระหว่างกัน อัตรา 25% พบว่ามูลค่าภาษีทั้งหมดจะเท่ากับ US\$1.59 แสนล้าน หรือคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.5% ของ GDP ทั้งหมดของสองประเทศดังกล่าวรวมกัน ซึ่งความเป็นจริงแล้วเหตุการณ์นี้ไม่น่าจะเกิดขึ้น เนื่องจากจีนและสหรัฐฯ พยายามหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดการะกับผู้บริโภคของตนมากเกินไป จึงไม่น่าเก็บกับเต็มที่ขนาดนั้น

ผลกระทบที่แท้จริงอาจจะน้อยกว่านั้น เนื่องจากตลาดจะมีการปรับเส้นทางเดินสินค้าทั่วโลกไปยังทางออกใหม่ที่ดีที่สุด ของที่เปลี่ยนเส้นทางได้ง่ายและเร็วที่สุดคือสินค้าโภคภัณฑ์ซึ่งจะลดผลกระทบจากการเก็บภาษีซึ่งสำหรับสหรัฐฯ ผลกระทบสุทธิจากนโยบายการคลังนี้ส่วนหนึ่งถูกชดเชยไปแล้วจากการลดภาษีนิติบุคคลลงเมื่อไม่นานนี้ ซึ่งสำนักบริหารงบประมาณสหรัฐฯ (Office of Management and Budget) คาดการณ์ว่าการลดภาษีนิติบุคคลดังกล่าวจะทำให้สหรัฐฯ มีหนี้สินเพิ่มขึ้น US\$1 ล้านล้านในทศวรรษข้างหน้า หรือคิดเป็นขาดดุลเพิ่มเติมโดยเฉลี่ยเกือบ US\$1.0 แสนล้านต่อปี (การขาดดุลการคลังก็คือการกระตุ้นเศรษฐกิจ) นอกจากนี้ ประธานาธิบดีทรัมป์จัดตั้งกองทุนฉุกเฉิน US\$1.2 หมื่นล้าน เพื่อช่วยเหลือภาคเกษตรที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า ส่วนจีนก็เร่งลงทุนในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน และผ่อนคลายนโยบายการเงิน อีกทั้งยังปล่อย (ตามที่หลายฝ่ายตั้งข้อสังเกต) ให้เงินหยวนอ่อนค่าเพื่อช่วยลดผลกระทบจากสงครามการค้าด้วย

ส่วนที่แย่ที่สุด คือ ภาวะ **wait and see** มีสัญญาณว่าผู้ผลิตจีนเปลี่ยนมาใช้กลยุทธ์ wait and see (รอดูท่าที) โดยบางส่วนหวังว่าสถานการณ์จะดีขึ้นภายหลังการเลือกตั้งกลางเทอมสหรัฐฯ ในขณะที่บางส่วนหวังว่าจะมีการยกเลิกภาษีหลังจากผ่านไปไ้ระยะหนึ่ง แต่เนื่องจากผู้ผลิตเผชิญกับความไม่แน่นอน กิจกรรมการลงทุนจึงแสดงสัญญาณชะลอตัวลงในช่วงนี้

Figure 14: ประเทศคู่ค้า 4 อันดับแรกที่ทำให้สหรัฐฯ ขาดดุลการค้า: จีน, EU, NAFTA และญี่ปุ่น

US trade partners (ranked by 2017 balance)	Trade value (USD bn)	Trade deficit (USD bn)	Share of deficit (%)
Identified targets pending negotiation			86%
China	635	-376	47%
European Union	718	-151	19%
Mexico	558	-71	9%
Japan	204	-69	9%
Canada	582	-17	2%
Top countries ranked by contribution to US trade deficit			
Vietnam	55	-38	5%
Malaysia	50	-24	3%
South Korea	120	-23	3%
India	74	-23	3%
Thailand	42	-20	3%
Taiwan	68	-17	2%
Switzerland	58	-14	2%
Indonesia	27	-13	2%
World	3,888	-796	

Source: US Census Bureau, CEIC, SCBS Investment Research

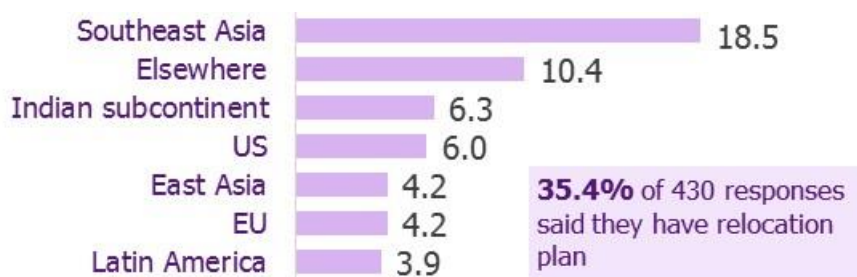
Figure 15: ผลกระทบโดยตรงรวมแรกของการเก็บภาษีนำเข้า

(Based on 2017 nominal value)			
US		China	
US nominal GDP	19,460 Bn USD	China nominal GDP	12,860 Bn USD
Total US imports	2,340 Bn USD	Total China imports	1,840 Bn USD
Total US imports from China	505 Bn USD	Total China imports from US	130 Bn USD
... as % of total US imports	21.6 %	... as % of total China imports	7.1 %
25% of tariff on all Chinese imports	126 Bn USD	25% of tariff on all Chinese imports	33 Bn USD
... as % of US GDP	0.6 %	... as % of China GDP	0.3 %
... as % of total US imports	5.4 %	... as % of total China imports	1.8 %
US + China		World	
US + China nominal GDP	32,320 Bn USD	World nominal GDP	87,500 Bn USD
US trade with China	635 Bn USD	US trade with CH, EU, NAFTA, JP	2,697 Bn USD
25% tariff on all US trades w/ CH	159 Bn USD	10% tariff on all US trade w/ top-4	270 Bn USD
... as % of US + China GDP	0.5 %	... as % of World GDP	0.3 %

Source: Bloomberg, US Census Bureau, SCBS Investment Research

บางประเทศจะได้รับประโยชน์จากการปรับห่วงโซ่อุปทานให้เหมาะสม โดยเฉพาะในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ รายงานล่าสุดจาก Bloomberg ซึ่งอ้างอิงการสำรวจที่จัดทำโดย US AmCham China และ AmCham Shanghai (ตั้งแต่วันที่ 29 สิงหาคม ถึงวันที่ 5 กันยายน) แสดงให้เห็นว่าบริษัทบางส่วนได้ย้ายหรือเตรียมย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศอื่นๆ นอกประเทศจีน จุดหมายปลายทางอันดับต้นๆ ได้แก่ ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ อนุทวีปอินเดีย และสหรัฐฯ

Figure 16: เอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นตัวเลือกอันดับแรก



Source: Bloomberg, AmCham China, AmCham Shanghai (Survey 29Aug-5Sep 2018), SCBS Investment Research

Figure 17: ประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของ IMF

	Projections		Difference from October 2017 WEO Projections ^{1/}	
	2018	2019	2018	2019
World Output	3.9	3.9	0.2	0.2
Advanced Economies	2.5	2.2	0.5	0.4
United States	2.9	2.7	0.6	0.8
Euro Area	2.4	2.0	0.5	0.3
Germany	2.5	2.0	0.7	0.5
France	2.1	2.0	0.3	0.1
Italy	1.5	1.1	0.4	0.2
Spain	2.8	2.2	0.3	0.2
Japan	1.2	0.9	0.5	0.1
United Kingdom	1.6	1.5	0.1	(0.1)
Canada	2.1	2.0	0.0	0.3
Other Advanced Economies ^{2/}	2.7	2.6	0.2	0.1
Emerging Market and Developing Economies	4.9	5.1	0.0	0.1
Commonwealth of Independent States	2.2	2.1	0.1	0.0
Russia	1.7	1.5	0.1	0.0
Excluding Russia	3.5	3.6	0.2	0.1
Emerging and Developing Asia	6.5	6.6	0.0	0.1
China	6.6	6.4	0.1	0.1
India ^{3/}	7.4	7.8	0.0	0.0
ASEAN-5 ^{4/}	5.3	5.4	0.1	0.1
Emerging and Developing Europe	4.3	3.7	0.8	0.4
Latin America and the Caribbean	2.0	2.8	0.1	0.4
Brazil	2.3	2.5	0.8	0.5
Mexico	2.3	3.0	0.4	0.7
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.4	3.7	(0.1)	0.2
Saudi Arabia	1.7	1.9	0.6	0.3
Sub-Saharan Africa	3.4	3.7	0	0.3
Nigeria	2.1	1.9	0.2	0.2
South Africa	1.5	1.7	0.4	0.1
Memorandum				
Low-Income Developing Countries	5.0	5.3	(0.2)	0.1
World Growth Based on Market Exchange Rates	3.4	3.3	0.3	0.3
World Trade Volume (goods and services)	5.1	4.7	1.1	0.8
Advanced Economies	5.1	4.5	1.3	0.9
Emerging Market and Developing Economies	6.0	5.6	1.1	0.7
Commodity Prices (U.S. dollars)				
Oil ^{5/}	18.0	(6.5)	18.2	(7.2)
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	5.6	0.5	(5.1)	1.0
Consumer Prices				
Advanced Economies	2.0	1.9	0.3	(0.1)
Emerging Market and Developing Economies ^{6/}	4.6	4.3	0.2	0.2
London Interbank Offered Rate (percent)				
On U.S. Dollar Deposits (six month)	2.4	3.4	0.5	0.5
On Euro Deposits (three month)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.1	(0.2)	(0.1)

Source: IMF World Economic Outlook Update, April 2018

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during January 26–February 23, 2018. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

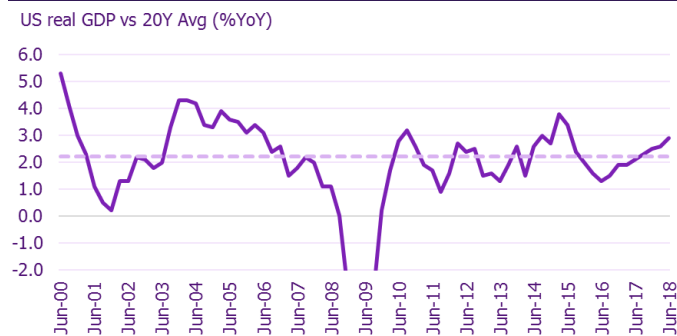
^{1/} Difference based on rounded figures for the current, January 2018 World Economic Outlook Update, and October 2017 World Economic Outlook forecasts.^{2/} Excludes the Group of Seven (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.^{3/} For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis and GDP from 2011 onward is based on GDP at market prices with fiscal year 2011/12 as a base year.^{4/} Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.^{5/} Simple average of prices of UK Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in US dollars a barrel was \$52.81 in 2017; the assumed price based on futures markets is \$62.30 in 2018 and \$58.20 in 2019.^{6/} Excludes Argentina and Venezuela. See country-specific notes for Argentina and Venezuela in the "Country Notes" section of the Statistical Appendix.

สหรัฐฯ

เดินเครื่องเต็มสูบ GDP สหรัฐฯ ขยายตัว 4.2% QoQ SAAR ใน 2Q61 หรือประมาณ 3% YoY สูงกว่าค่าเฉลี่ย 20 ปี เป็นเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวมมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากองค์ประกอบของ GDP ที่ปรับตัวดีขึ้นแทบทุกส่วน: การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน การใช้จ่ายภาครัฐ และการส่งออก

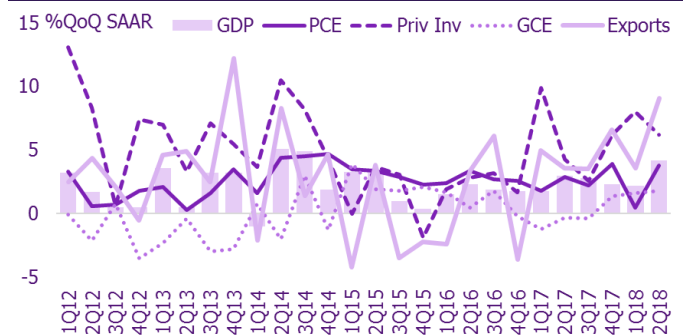
ตลาดแรงงานตึงตัวมากขึ้น อัตราการว่างงานลดลงต่ำกว่า 4% ในขณะที่รายได้เฉลี่ยต่อชั่วโมงในภาคเอกชนเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง และมีสัญญาณการฟื้นตัวในอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน ในขณะที่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานโดยรวมในสหรัฐฯ ค่อนข้างทรงตัวอยู่ใกล้กับระดับ 63% มาระยะหนึ่งแล้ว แต่อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานสำหรับแรงงานวัย 25-54 ปี (วัยทำงาน) ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับประมาณ 82% ในเดือนหลังๆ นี้

Figure 18: สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต



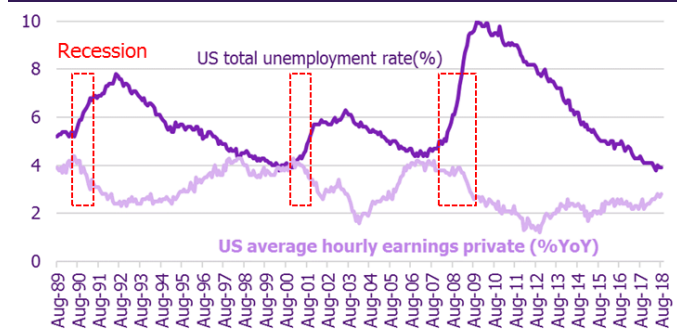
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 19: เดินเครื่องเต็มสูบ



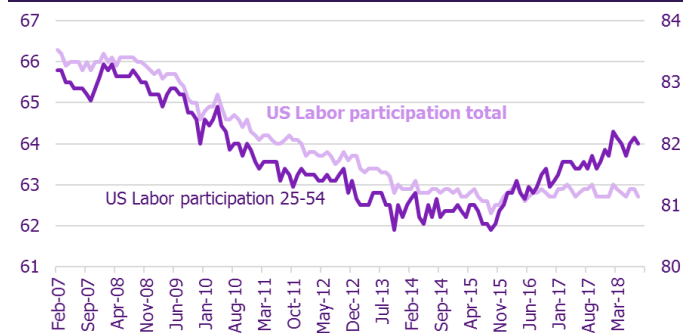
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 20: ตลาดแรงงานตึงตัวมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

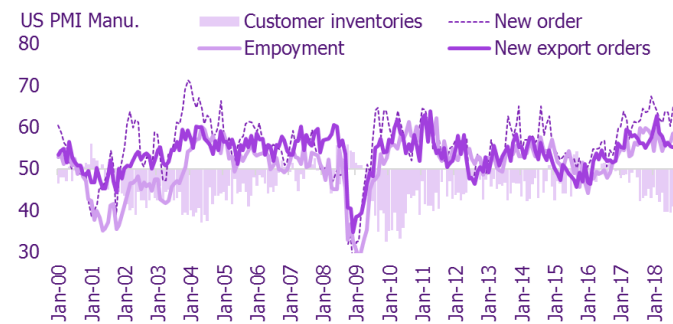
Figure 21: สัญญาณการฟื้นตัวในอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน



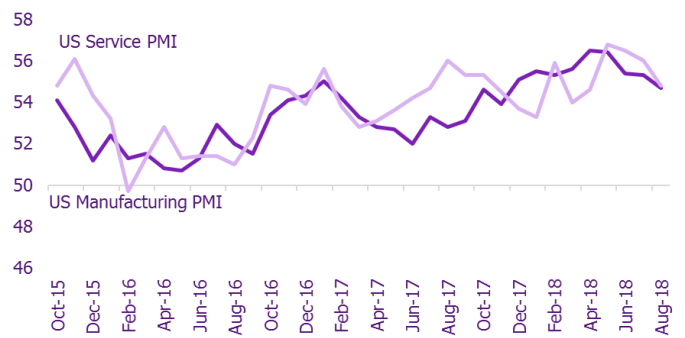
Source: CEIC, SCBS Investment Research

พบสัญญาณชะลอตัวลง แต่ไม่น่าเป็นห่วง คำสั่งซื้อสินค้าส่งออก (หนึ่งในองค์ประกอบหลักๆ ของดัชนีภาคการผลิตของ ISM ในสหรัฐฯ) ส่งสัญญาณเศรษฐกิจชะลอตัวมาตั้งแต่ต้นปี 2561 อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากเครื่องชี้เศรษฐกิจโดยรวม (ดัชนี PMI ภาคการผลิตและภาคบริการ) ยังอยู่สูงกว่า 50 จุด บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจะเติบโตอย่างต่อเนื่องใน 2H61

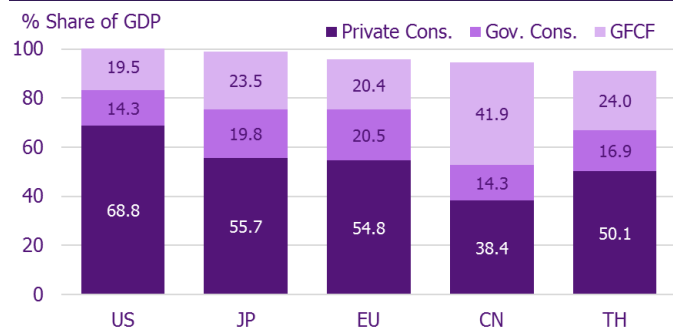
อุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากสงครามการค้า การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของสหรัฐฯ คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 70% ของ GDP สูงที่สุดเมื่อเทียบกับเศรษฐกิจหลักอื่นๆ ในขณะที่การส่งออกสินค้าและบริการคิดเป็นสัดส่วนเพียง 12% ของ GDP (ต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับเศรษฐกิจหลักอื่นๆ) ส่งผลทำให้สหรัฐฯ อยู่ในสถานะที่สามารถต้านทานสภาวะการชะลอตัวของการค้าทั่วโลกได้ดีกว่าประเทศหลักอื่นๆ

Figure 22: PMI แข็งแกร่ง และคำสั่งซื้อใหม่ชะลอตัวลง

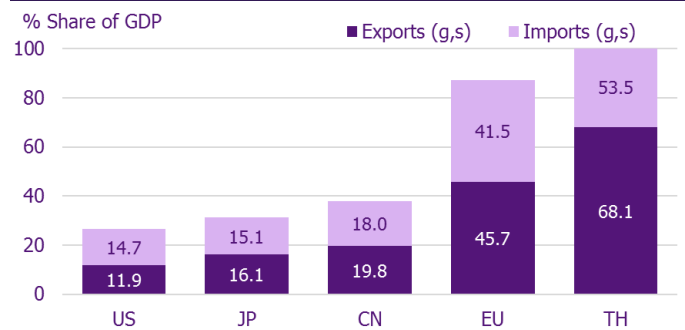
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 23: เศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัวอย่างต่อเนื่อง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 24: สหรัฐฯ มีสัดส่วนการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนสูงกว่าประเทศหลักๆ อื่นๆ

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: ... และมีสัดส่วนการส่งออกต่ำกว่าประเทศหลักๆ อื่นๆ

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ยูโรโซน

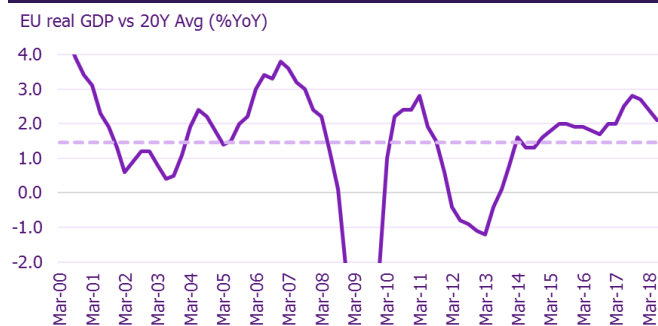
ชะลอความร้อนแรง เศรษฐกิจยูโรโซนเผชิญกับแรงเสียดทานหลายอย่างในเดือนที่ผ่านมา มาเริ่มตั้งแต่สงครามการค้า Brexit อุปสงค์ทั่วโลกชะลอตัวลง (โดยเฉพาะอุตสาหกรรมยานยนต์) การขยายสินค้าคงคลัง และความไม่แน่นอนทางการเมืองที่สูงขึ้น อัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัวอย่างต่อเนื่องสู่ 1.5% QoQ SAAR หรือ 2.1% YoY ใน 2Q61 จาก 1.6% QoQ SAAR ใน 1Q61 และ 2.6-2.7% QoQ SAAR ใน 2H60 อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวมยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตระยะยาว

3Q61 จะยังคงชะลอตัว ตัวเลขดัชนี PMI ยูโรโซนล่าสุดในเดือนก.ย. (Flash PMI อ้างอิงข้อมูลประมาณ 85% ของข้อมูลในการสำรวจ) แสดงให้เห็นว่าดัชนี PMI ปรับตัวลดลงจาก 54.5 จุดในเดือนส.ค. สู่ 54.2 จุดในเดือนก.ย. ต่ำที่สุดในรอบ 4 เดือน การชะลอตัวลงได้รับปัจจัยกระตุ้นจากภาคการผลิตที่อ่อนแอลง ซึ่งเกิดจากคำสั่งซื้อสินค้าส่งออกอยู่ในระดับทรงตัว (ครั้งแรกในรอบ 5 ปี) ส่งผลทำให้คำสั่งซื้อใหม่เติบโตต่ำที่สุดในรอบกว่า 3 ปี

เศรษฐกิจโดยรวมชะลอตัวลง แต่ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากภาคบริการและอุปสงค์ในประเทศยังแข็งแกร่ง ดัชนี Flash PMI ภาคบริการของยูโรโซน ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 54.4 จุดในเดือนส.ค. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 เดือนที่ 54.7 จุดในเดือนก.ย. ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ อุปสงค์ในประเทศ ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากอัตราการเข้าตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง อัตราการว่างงานที่ลดลง และค่าจ้างที่สูงขึ้น ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและความเชื่อมั่นภาคอุตสาหกรรมยังคงแข็งแกร่ง การปล่อยสินเชื่อให้กับบริษัทที่ไม่ใช่สถาบันการเงินรวมถึงภาคครัวเรือนเพิ่มมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนอุปสงค์ในประเทศซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากการส่งออกชะลอตัว

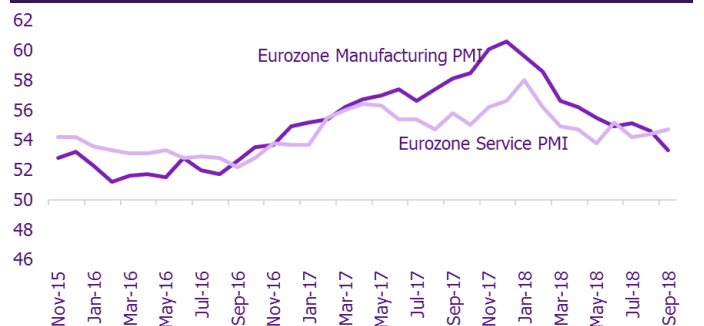
จับตาความไม่แน่นอนทางการเมืองที่มีมากขึ้น ข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และสหรัฐฯ กับประเทศพันธมิตรอื่นๆ (รวมถึง EU) ที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นภาคอุตสาหกรรมซึ่งปรับตัวลดลง (แม้ยังแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับตัวเลขในอดีต) มาตั้งแต่ต้นปี 2561 ซึ่งก็สะท้อนถึงความไม่แน่นอนจากการเจรจา Brexit ซึ่งเลื่อนกำหนดเส้นตายมาเป็นเดือนพ.ย. การสัมภาษณ์อดีตรัฐมนตรีว่าการกระทรวงการต่างประเทศของ UK และนักวิเคราะห์ภูมิศาสตร์การเมืองท่านอื่นๆ ผ่านทางสำนักข่าวต่างประเทศบ่งชี้ถึงอุปสรรคมากมายที่รออยู่ข้างหน้า รัฐบาล UK ซึ่งบางส่วนมองว่าเป็นรัฐบาลที่อ่อนแอที่สุดในรอบหลายปี ไม่น่าจะสามารถใกล้เคียงประเด็นหลักๆ ที่เป็นข้อขัดแย้งระหว่างกันได้ นายกรัฐมนตรีไม่มีเสียงข้างมากในสภา คณะรัฐมนตรีค่อนข้างแบ่งแยกเป็นสองฝ่ายคือฝ่ายสนับสนุนและฝ่ายต่อต้าน Brexit (ถอนตัวออกจากสหภาพยุโรปโดยสิ้นเชิง หรือ ยังอยู่ในสหภาพยุโรปในบางพื้นที่) ข้อตกลงใดๆ ที่จะต้องทำผ่านสภา ไม่น่าจะได้รับเสียงสนับสนุนมากพอ เรามีแนวโน้มที่จะยังไม่เห็นข้อสรุปใดๆ อย่างน้อยจนกระทั่งถึงช่วงโง่งมสุดท้ายของการประชุมฉุกเฉินของผู้นำสมาชิก EU ในเดือนพ.ย. (เส้นตาย) ทั้งนี้วันสุดท้ายในการลงนามสำหรับดีลนี้คือวันที่ 13-14 ธ.ค. ในการประชุมคณะมนตรีแห่งสหภาพยุโรปครั้งสุดท้ายของปี 2561 ล่าสุดแนวคิดการทำประชามติเกี่ยวกับ Brexit ครั้งที่สองกลับมาอีกครั้ง โดยปกติแล้วกิจกรรมภาคธุรกิจโดยเฉพาะการลงทุน ไม่ชอบความไม่แน่นอน ดังนั้นจะส่งผลทำให้เกิดภาวะ wait and see (รอดูท่าที) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการเติบโตทางเศรษฐกิจ

Figure 26: อัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว

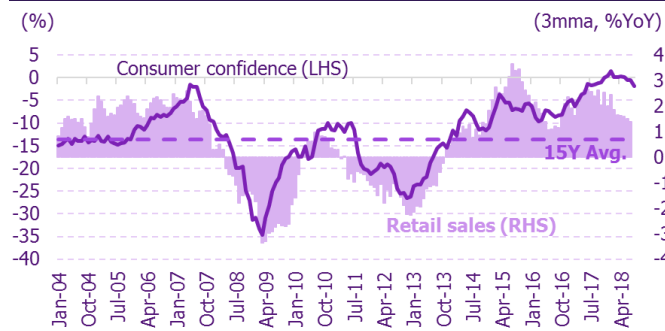


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

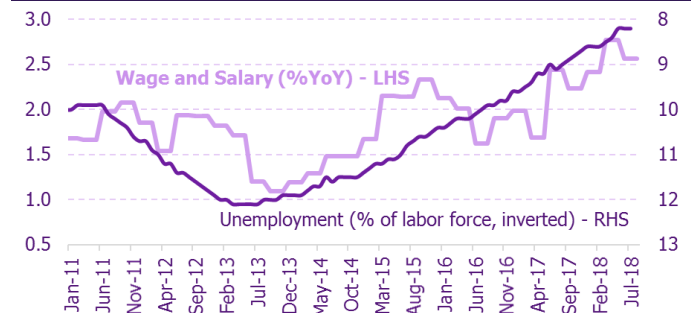
Figure 27: ภาคการผลิตยูโรโซนชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ภาคบริการยังแข็งแกร่ง



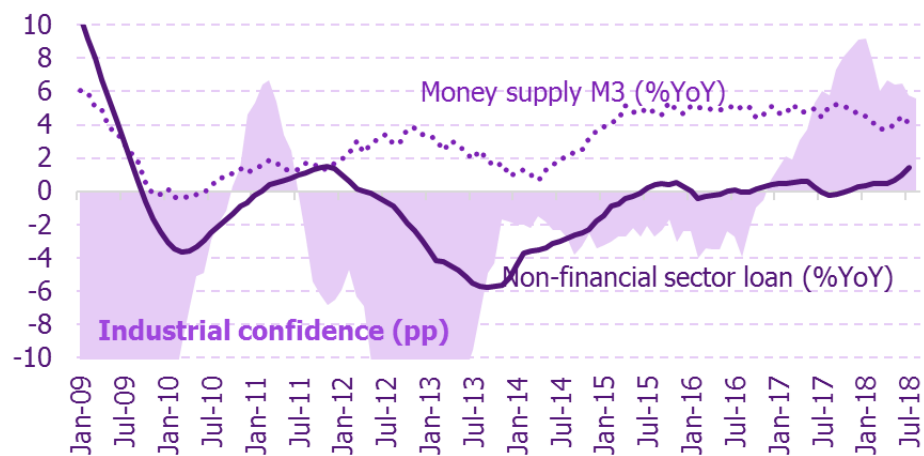
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 28: ยอดค้าปลีกลดลงท่ามกลางความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่แข็งแกร่ง

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 29: ค่าการอุปโภคบริโภคจะเติบโตเพิ่มขึ้น เนื่องจากตลาดแรงงานตึงตัวมากขึ้น และค่าจ้างสูงขึ้น

Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 30: ความเชื่อมั่นทางธุรกิจลดลง แต่ยังแข็งแกร่ง สอดคล้องกับสภาพคล่องและสินเชื่อที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น

Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

ญี่ปุ่น

เศรษฐกิจเดินหน้าต่อไปได้ อัตราการขยายตัวของ GDP ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ 1.3% YoY (+3.0% QoQ SAAR) ใน 2Q61 ช่วยลดตลาดความกังวลเกี่ยวกับ GDP ที่หดตัวลง -0.9% QoQ SAAR ใน 1Q61 การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคครัวเรือนในประเทศชะลอตัวลง แต่มีสัญญาณที่ดีจากตลาดแรงงานที่ปรับตัวดีขึ้น โดยอัตราการว่างงานปรับตัวลดลงสู่ 2% (ต่ำที่สุดในรอบกว่า 18 ปี) และรายได้เฉลี่ยต่อเดือนเพิ่มขึ้นมากกว่า 2% (สูงที่สุดในรอบกว่า 18 ปี)

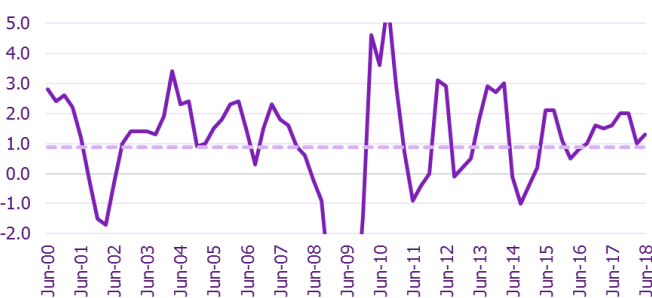
แนวโน้มดีขึ้น แต่ต้องจับตาความเสี่ยงภายนอก ตัวเลขดัชนี PMI ล่าสุดแสดงให้เห็นว่าภาคการผลิตและภาคบริการมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับการส่งออกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ความเสี่ยงสำคัญ คือ อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ซึ่งมีแนวโน้มชะลอตัวลงในไตรมาสที่กำลังจะมาถึงนี้ และมาตรการกีดกันทางการค้าอย่างรุนแรง (เมื่อไม่นานนี้ทรัมป์ส่งสัญญาณว่าญี่ปุ่นจะเป็นเป้าหมายถัดไปในการเก็บภาษีสินค้านำเข้าและการกลับมาเจรจาทางการค้า) เหตุการณ์เหล่านี้มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่อการส่งออกชะลอตัว หรือส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของผู้ส่งออก ถ้าการชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ส่งผลทำให้เฟดเปลี่ยนท่าทีมาเป็น dovish tone (ระมัดระวังต่อการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย) มากขึ้น เงินเยนมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจรวมถึงตลาดทุนของญี่ปุ่น

ดำเนินนโยบาย Abenomics (อาเบโนมิกส์) อย่างต่อเนื่อง พรรคเสรีประชาธิปไตย (LDP) โหวตให้นายชินโซ อาเบะ เป็นหัวหน้าพรรคต่อไป และยังคงดำรงตำแหน่งนายกรัฐมนตรีเป็นสมัยที่ 3 (สมัยสุดท้าย) เราคาดว่านายอาเบะจะดำเนินนโยบาย Abenomics (อาเบโนมิกส์) อย่างต่อเนื่อง ซึ่งเน้นไปยัง 3 พื้นที่ (ลูกศร 3 ดอก): 1) การผ่อนคลายด้านการเงิน (กำลังดำเนินการอยู่); 2) การเสริมสร้างความแข็งแกร่งด้านการคลัง (เพิ่มสวัสดิการ โดยเก็บภาษีอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้น); และ 3) ยุทธศาสตร์การเติบโตทางเศรษฐกิจ โดยใช้แรงจากภาคเอกชนเป็นตัวผลักดัน เราเชื่อว่ารัฐบาลญี่ปุ่นจะเดินหน้านโยบายอุปโภคบริโภคในเดือนค.ค. 2562 ซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้รัฐบาลมีงบประมาณสำหรับใช้สนับสนุนการศึกษาฟรีแก่เด็ก ซึ่งเป็นนโยบายที่ให้สัญญาไว้ในการเลือกตั้งตั้งแต่เดือนค.ค. 2560 ความกังวลหลัก คือ รัฐบาลญี่ปุ่นอาจจะเอนเอียงออกจากรายการนโยบายเกี่ยวกับเศรษฐกิจ โดยหันไปให้ความสำคัญกับการแก้ไขรัฐธรรมนูญโดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างความชัดเจนเกี่ยวกับสถานะของกองกำลังปกป้องตนเอง

BoJ ไม่ได้เปลี่ยนแปลงนโยบายการเงิน งานประชุมแถลงข่าวครั้งล่าสุดที่จัดขึ้นหลังการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินในเดือนก.ย. ไม่ได้มีเรื่องที่น่าสนใจอะไรใดๆ เนื่องจากนายคุโรดะ ผู้ว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงนโยบายการเงินไว้ไม่เปลี่ยนแปลง เนื่องจากเขาเล็งเห็นถึงความจำเป็นว่าธนาคารกลางญี่ปุ่นจะต้องโฟกัสไปที่เป้าหมายอัตราเงินเฟ้อ ในขณะที่รัฐบาลจะโฟกัสไปที่นโยบายการคลังเพื่อกระตุ้นการเติบโตทางเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2% อย่างมาก แผนของรัฐบาลในการขึ้นภาษีอุปโภคบริโภคในเดือนค.ค. 2562 จะสร้างความไม่แน่นอนต่อแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจ เราไม่คิดว่า BoJ จะเปลี่ยนแปลงนโยบายอัตราดอกเบี้ยต่ำมากเป็นพิเศษในอนาคตอันใกล้

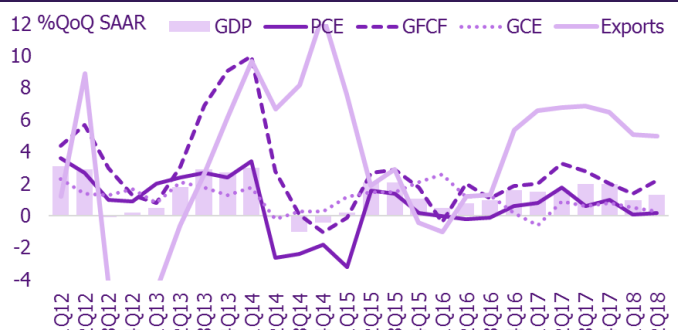
Figure 31: GDP ของญี่ปุ่นขยายตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

JP real GDP vs 20Y Avg (%YoY)



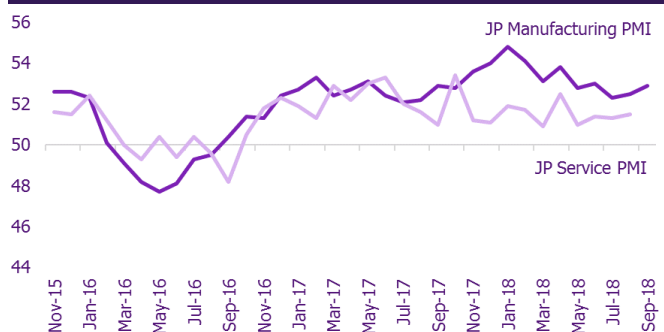
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 32: ... หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ภายนอก



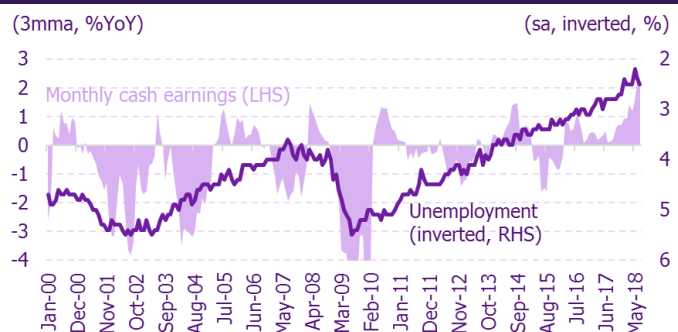
Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 33: เครื่องใช้เศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 34: รายได้ภาคครัวเรือนปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

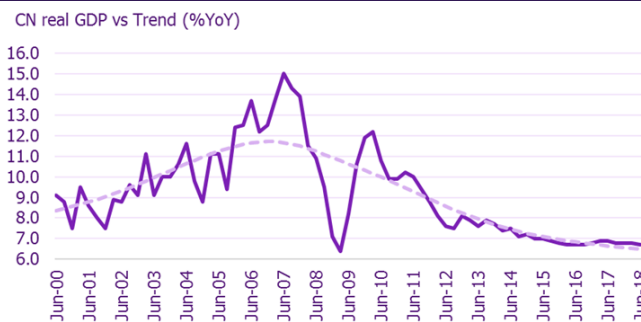
จีน

เศรษฐกิจเติบโตสูงกว่าเป้า แต่มีแนวโน้มชะลอตัวลง GDP ของจีนขยายตัว 6.7% YoY ใน 2Q61 เทียบกับ 6.8% ในไตรมาสก่อนหน้า (รักษาโมเมนตัมการเติบโตสูงกว่าแนวโน้มเอาไว้ได้) สูงกว่าเป้าหมายที่วางไว้ที่ 6.5% YoY อย่างไรก็ตาม เครื่องชี้เศรษฐกิจทั้งในภาคบริการและภาคการผลิตบ่งชี้ถึงการชะลอตัวลงเป็นเดือนที่สองติดต่อกันในเดือนส.ค. โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI composite output index) ปรับตัวลดลงจาก 52.3 จุดในเดือนก.ค. สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 เดือนที่ 52.0 จุดในเดือนส.ค. กิจกรรมภาคบริการปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 10 เดือน ดัชนี PMI ในเดือนส.ค. บ่งชี้ว่านโยบายสินเชื่อและนโยบายการคลังแบบขยายตัว ยังไม่ได้มีผลกระทบใดๆ ต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง ทั้งนี้เมื่ออิงกับรายงาน Market PMI มีสัญญาณการเกิดภาวะเศรษฐกิจชะงักงันพร้อมกับภาวะเงินเฟ้อ เนื่องจากแรงกดดันขาขึ้นต่อราคายังคงเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่อุปสงค์ปรับตัวลดลง

อุปสงค์ในประเทศยังอ่อนแอ แม้สถาบันการเงินขยายสินเชื่อได้สูงกว่า 10% อยู่เล็กน้อย แต่การลงทุนในสินทรัพย์คงที่ (FAI) ภายในประเทศชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม มีสัญญาณบวกจาก FAI ภาคเอกชน แต่ไม่มากพอชดเชย FAI ระดับต่ำจากภาครัฐวิสาหกิจ ในขณะที่พบสัญญาณภาวะเศรษฐกิจชะงักงันพร้อมกับภาวะเงินเฟ้อ เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อปรับตัวเพิ่มขึ้นเข้าใกล้เป้าหมายของธนาคารกลางอย่างต่อเนื่อง ทั้งๆ ที่ยอดค้าปลีกชะลอตัวลง

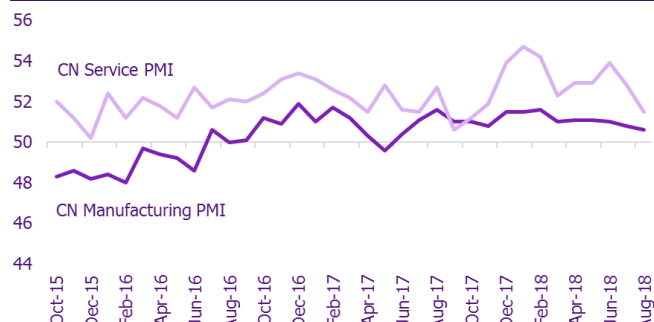
สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อศูนย์กลางการส่งออกของจีนแล้ว แม้ดัชนี PMI ของจีนอยู่ที่ระดับสูงกว่า 50 จุด ซึ่งบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มขยายตัว แต่มีสัญญาณการหดตัวลงในมณฑลกว่างตง ซึ่งเป็นมณฑลใหญ่ที่สุดเมื่อวัดจากขนาดเศรษฐกิจ (11% ของ GDP, และประมาณ 1 ใน 3 ของการส่งออกจีน) ดัชนี PMI เดือนส.ค. สำหรับมณฑลกว่างตง ลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 50 จุดเป็นครั้งแรกในรอบหลายปี โดยส่วนหนึ่งเกิดจากคำสั่งซื้อใหม่ และเป็นสัญญาณแรกที่บ่งชี้ถึงแนวโน้มการหดตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากสงครามการค้ากับสหรัฐฯ

Figure 35: ชะลอตัวลง แต่ยังสูงกว่าแนวโน้ม



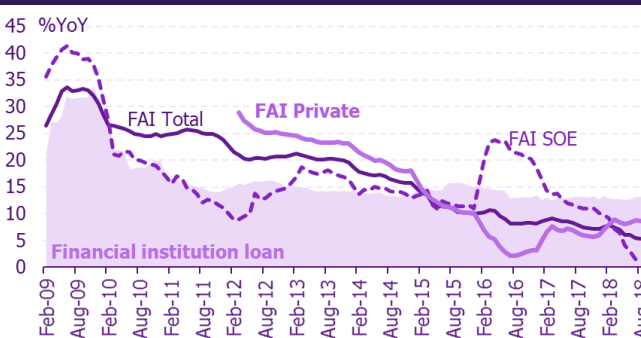
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 36: ... แต่มีแนวโน้มชะลอตัวลงในอนาคต



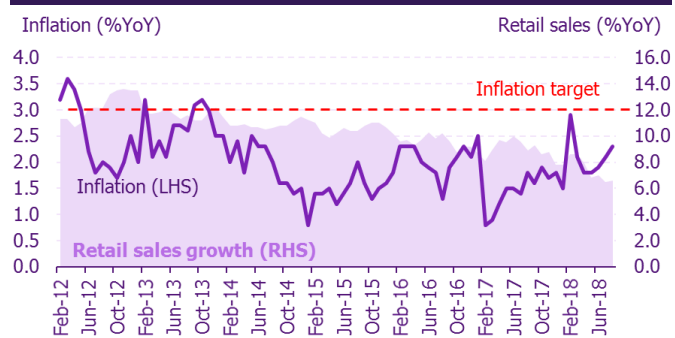
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: การลงทุนในสินทรัพย์คงที่ชะลอตัวต่อเนื่อง แต่มีแนวโน้มเป็นบวกในภาคเอกชน

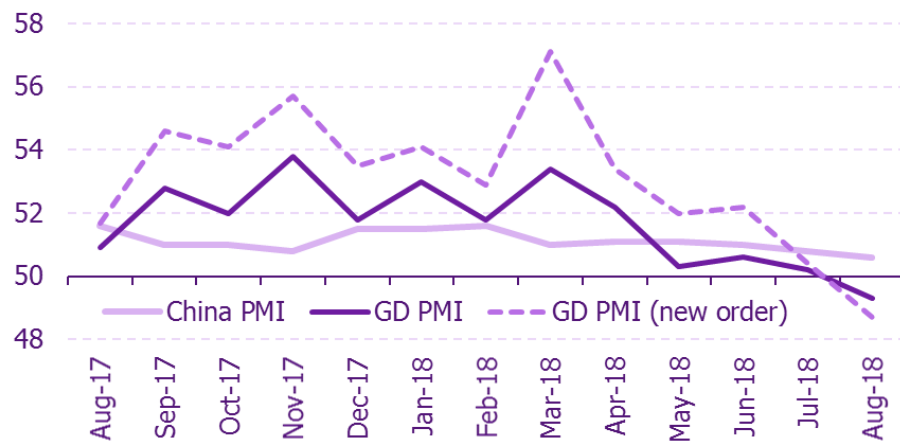


Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 38: การอุปโภคบริโภคชะลอตัวลง เนื่องจากเงินเฟ้อปรับขึ้นเข้าใกล้เป้าหมายของธนาคารกลาง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 39: เศรษฐกิจมณฑลกว่างตงส่งสัญญาณหดตัวลง

Source: Bloomberg, Guangdong Provincial Economic and Information Commission, SCBS Investment Research

ประเทศไทย

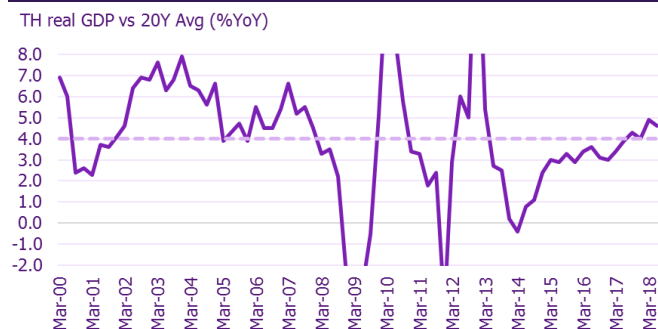
เศรษฐกิจเติบโตด้วยคุณภาพดีที่สุดในรอบหลายปี แม้อัตราการขยายตัวของ GDP จะลดตัวลงเล็กน้อยสู่ 4.6% ใน 2Q61 เทียบกับ 4.9% ใน 1Q61 แต่เมื่อเจาะลึกลงไปยังองค์ประกอบของ GDP พบว่ามีประเด็นที่น่าสนใจอย่างมาก การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน (ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนครึ่งหนึ่งของ GDP) เติบโต 4.5% ใน 2Q61 ซึ่งเป็นอัตราการเติบโตเร็วที่สุดนับตั้งแต่ 2Q56 (ช่วงเวลาอาจจะยาวกว่านั้น ถ้าไม่นับรวมมาตรการคั่นภาษีรถยนต์คันแรกหลังเหตุการณ์น้ำท่วม ซึ่งกระตุ้นให้เศรษฐกิจไทยเติบโตสูงมากเป็นพิเศษใน 4Q55 และ 1Q56) อุปสงค์ในประเทศทั้งหมดช่วยหนุนให้ GDP เติบโตประมาณ 3.4% หรือมากกว่า 2 ใน 3 ของ GDP ที่เติบโต 4.6% แนวโน้มเช่นนี้ถือว่ามีความสำคัญอย่างมาก เนื่องจากบริษัทไทยมีแนวโน้มที่จะรายงานผลการดำเนินงานที่ดีในสภาวะที่อุปสงค์ในประเทศช่วยกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจมากกว่าในสภาวะที่การส่งออกช่วยกระตุ้นการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ

การท่องเที่ยวยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ เมื่อมองในด้านอุปทาน ธุรกิจโรงแรมและร้านอาหาร การค้า และขนส่ง เป็นธุรกิจในระดับต้นๆ ที่เติบโตในอัตราที่เร็วกว่า GDP โดยรวม ซึ่งบ่งชี้ว่าภาคการท่องเที่ยวยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญมากที่สุดสำหรับเศรษฐกิจไทย

สัญญาณมีทั้งดีและไม่ค่อยดีปนกัน เครื่องชี้เศรษฐกิจ ดัชนี GS Thailand Current Activities Index ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ดัชนี PMI ภาคการผลิตปรับตัวลดลง เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ใน 3Q61 และ 4Q61 จะออกมาต่ำกว่า 4.8% ใน 1H61 โดยถูกกดดันจากปัจจัยภายนอกเป็นหลัก (สงครามการค้า)

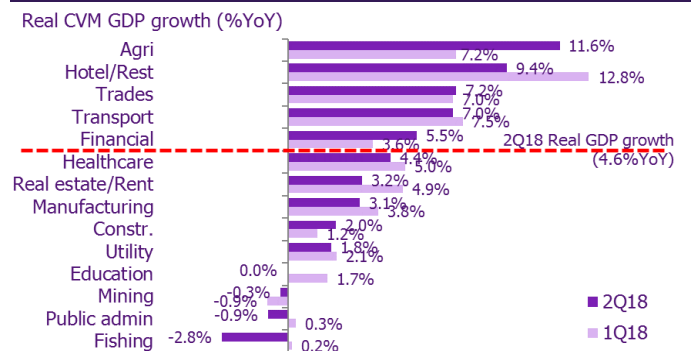
เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโดยรวมในอนาคต ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปีเมื่อไม่นานนี้ และปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจก็แสดงแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นเช่นเดียวกัน พัฒนาการทางการเมืองในระยะหลังนี้ค่อนข้างเป็นบวก โดยพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญที่จำเป็นทั้งหมดถูกประกาศในราชกิจจานุเบกษาแล้ว เส้นทางสู่การเลือกตั้งทั่วไปมีความชัดเจนมากขึ้น โดยเกือบจะเป็นที่แน่นอนแล้วว่าวันเลือกตั้งทั่วไปจะมีขึ้นในระหว่างเดือนก.พ.ถึงพ.ค. 2562 ในระหว่างนี้จนถึงวันเลือกตั้ง เราคาดว่าจะเห็นมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจระดับรากหญ้าออกมามากขึ้น โดยปกติแล้วกิจกรรมการเมืองก่อนเลือกตั้งมักจะส่งผลทำให้อุปสงค์และการใช้จ่ายในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 40: GDP เติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ย 20 ปีเป็นเวลา 4 ไตรมาสติดต่อกัน



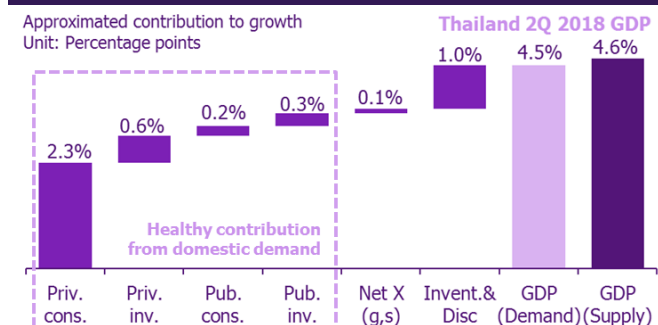
Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 41: ... หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวและบริการทางการเงิน



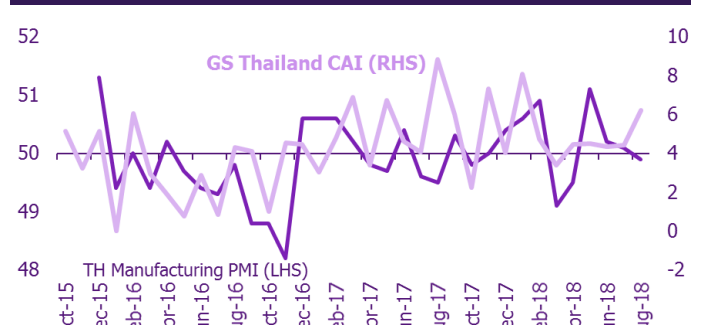
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 42: องค์ประกอบของ GDP ที่เติบโตอย่างมีคุณภาพ



Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

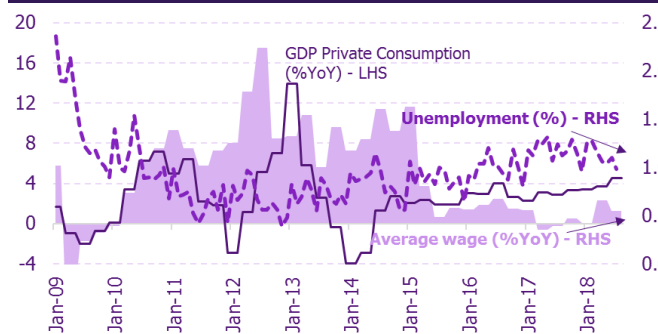
Figure 43: เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณคละคล้า



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

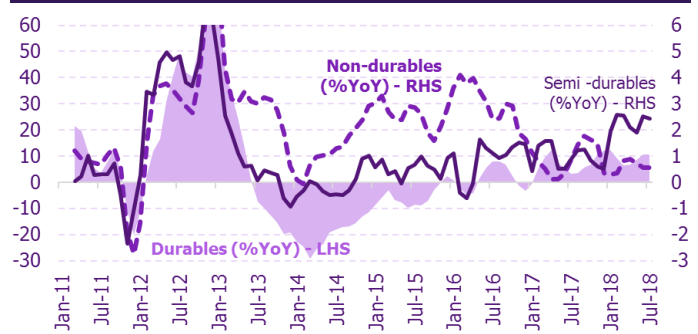
การลงทุนภาคเอกชนและ FDI ไหลเข้าส่งสัญญาณชัดเจนถึงการปรับตัวเพิ่มขึ้น การลงทุนภาคเอกชนมี correlation ค่อนข้างสูงกับการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ซึ่งมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าคงทนและสินค้ากึ่งคงทน ในขณะที่รายได้เกษตรกรที่ปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ยังไม่ได้ส่งผลทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในระดับรากหญ้าปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ค่าจ้างที่สูงขึ้นและอัตราการว่างงานที่ลดลงช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคของกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางและสูง ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นมาตั้งแต่ 2H59 ส่งผลทำให้ FDI ไหลเข้า (ทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1H60) มากขึ้น ข้อมูลจากธนาคารแห่งประเทศไทยแสดงให้เห็นว่า FDI ไหลเข้าเพิ่มขึ้นในลักษณะกระจายตัว โดยพบสัญญาณการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ FDI จากญี่ปุ่น EU จีน (รวมฮ่องกง) และสหรัฐฯ เงินทุนไหลเข้าดังกล่าวส่งผลทำให้ FDI ในภาคการผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสุทธิ

Figure 44: ค่าจ้างที่สูงขึ้นและอัตราการว่างงานที่ลดลงช่วยกระตุ้นให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเติบโตมากขึ้น



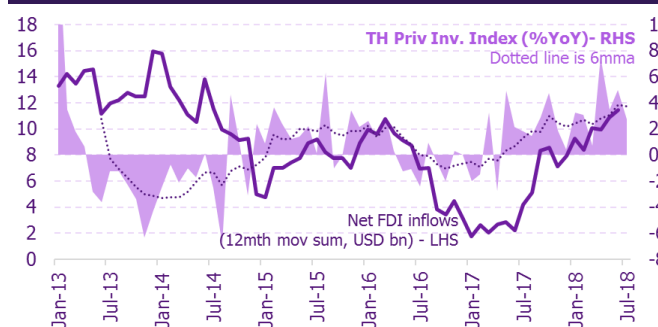
Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 45: ... โดยเฉพาะการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าคงทนและสินค้ากึ่งคงทน



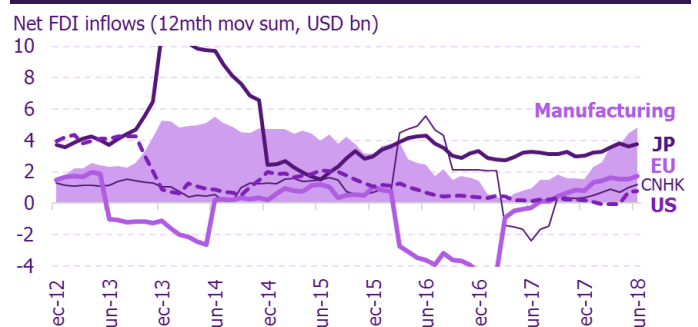
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 46: การลงทุนภาคเอกชนส่งสัญญาณชัดเจนว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยมีแนวโน้มนำ FDI อยู่ 6-12 เดือน



Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 47: พบสัญญาณ FDI จากประเทศหลักๆ หลายประเทศไหลเข้าในภาคการผลิต

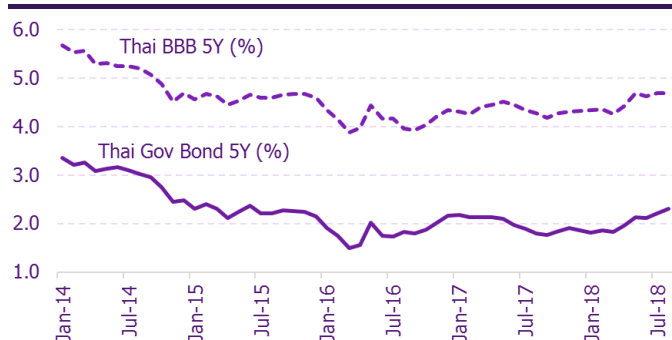


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

อัตราดอกเบี้ยจะปรับขึ้น เครื่องชี้เศรษฐกิจทุกตัวบ่งชี้ว่าในที่สุดแล้วจะมีการปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ตัวเลข GDP ที่แข็งแกร่ง (สูงสุดในรอบหลายปี) อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น (อยู่ภายในกรอบเป้าหมายของธนาคารแห่งประเทศไทยเรียบร้อยแล้ว) และเงินบาทอ่อนค่าลง (ช่วยลดผลกระทบต่อผู้ส่งออก) SCB Economic Intelligence Center คาดว่า ธปท. จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยแบบค่อยเป็นค่อยไปในอัตรา 0.25% ใน 1Q62 หรืออย่างเร็วใน 4Q61

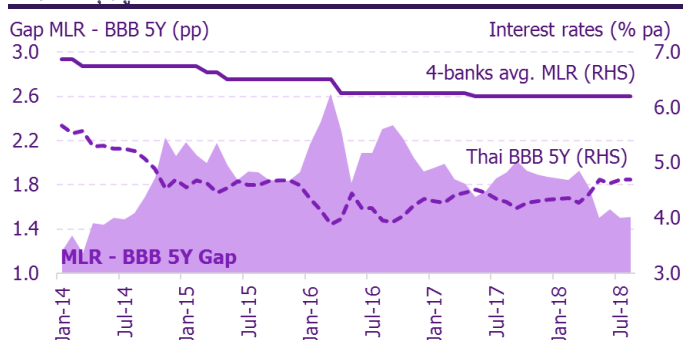
เงินกู้ธนาคารกลายเป็นตัวเลือกที่น่าสนใจมากขึ้น อัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่สูงขึ้น เนื่องจากอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ของธนาคารพาณิชย์กับอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนจึงปรับตัวลดลงจาก 2.6% ในปี 2559 สู่ระดับเพียง 1.5% ในปี 2561 ส่งผลทำให้ภาคธุรกิจมีแรงจูงใจลดน้อยลงที่จะระดมทุนด้วยการออกหุ้นกู้เมื่อเทียบกับการกู้ยืมเงินจากธนาคาร และเมื่อ ธปท. ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าธนาคารจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ตามตลาดตราสารหนี้

Figure 48: อัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ที่ BBB ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล



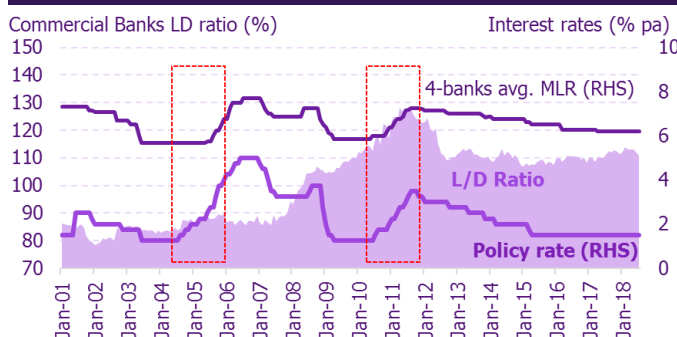
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 49: ส่วนต่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR กับอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้อันดับ BBB ที่แคบลงลดแรงจูงใจในการระดมทุนผ่านการออกหุ้นกู้



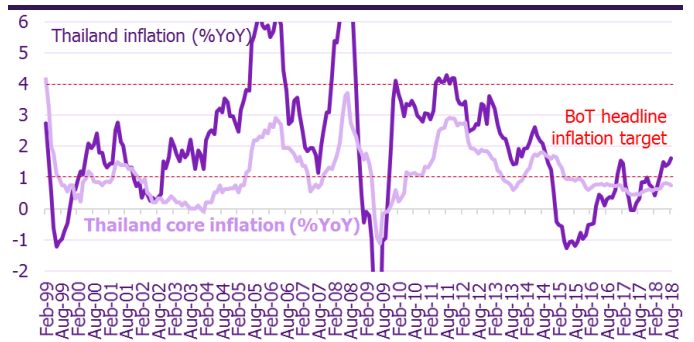
Source: Bloomberg, BoT, SCBS Investment Research

Figure 50: ธนาคารจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR ตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธปท.



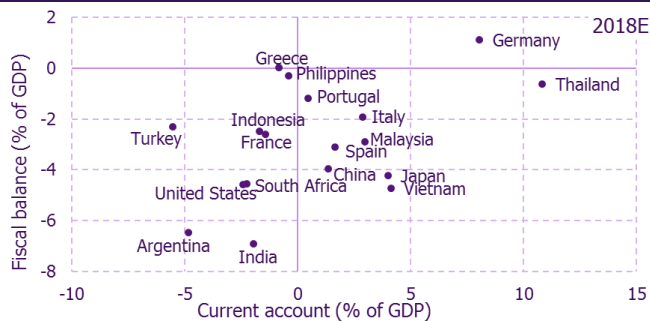
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 51: ... เหตุผลในการเลื่อนขึ้นอัตราดอกเบี้ยหายไปอีกหนึ่งอย่าง

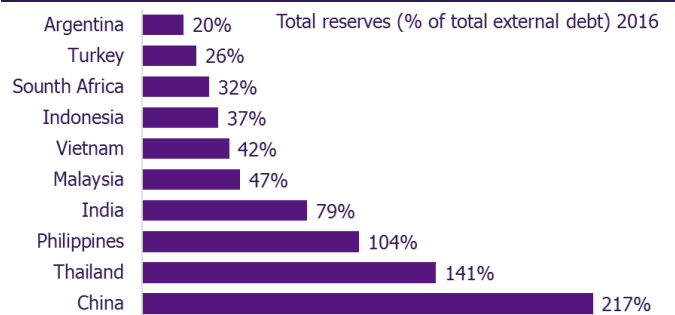


Source: Bloomberg, BoT, SCBS Investment Research

จับตาปัญหาภายนอกจากวิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่บางประเทศ แต่ประเทศไทยไม่น่าจะได้รับผลกระทบ วิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ที่มีความอ่อนแอทางโครงสร้างบางประเทศ (อาร์เจนตินา และดริค) ส่งผลทำให้มีการเคลื่อนย้ายเงินทุนต่างชาติออกจากประเทศที่เปราะบางอื่นๆ (อินเดีย อินโดนีเซีย และแอฟริกาใต้) ประเทศเหล่านี้ส่วนใหญ่แล้วมีอาชญากรรมที่คล้ายกัน คือ ขาดดุลทั้งบัญชีเดินสะพัดและบัญชีการค้า หรือที่เรียกว่าภาวะขาดดุลแฝด ภาวะขาดดุลบัญชีเดินสะพัดหมายความว่าประเทศนั้นๆ มีเงินออมภายในประเทศติดลบ ภาวะขาดดุลบัญชีการค้าหมายความว่ารัฐบาลจำเป็นต้องกู้ยืม เมื่อรวมกันแล้วภาวะขาดดุลแฝดจึงหมายความว่าประเทศนั้นๆ จะต้องพึ่งพาเงินทุนภายนอกประเทศ ซึ่งก็เป็นเช่นนั้น ในช่วงหลายปีที่ผ่านมาประเทศเหล่านี้จัดหาเงินทุนมาจากภายนอกประเทศซึ่งมีต้นทุน (อัตราดอกเบี้ยดอลลาร์สหรัฐ) ต่ำกว่าเงินทุนภายในประเทศ (อัตราดอกเบี้ยภายในประเทศ) ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยดอลลาร์สหรัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น ประเทศเหล่านี้จึงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากวิกฤตค่าเงิน เราเชื่อว่าตลาดกังวลมากเกินไปว่าปัญหาดังกล่าวจะลุกลาม โดยเฉพาะประเทศไทยซึ่งมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก และมีขาดดุลการค้าเพียงเล็กน้อย เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย (เทียบกับหนี้สินต่างประเทศ) อยู่ในกลุ่มที่แข็งแกร่งมากที่สุดในโลก ทั้งนี้แม้ตลาดอาจเกิดผืนพวนอยู่บ้างในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าประเทศไทยจะไม่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตดังกล่าว

Figure 52: ประเทศไทยมีเกินดุลบัญชีเดินสะพัดจำนวนมาก และขาดดุลการค้าเพียงเล็กน้อย

Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

Figure 53: เงินทุนสำรองระหว่างประเทศของประเทศไทย

Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

Figure 54: สรุปประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC

Key indicators	2017	Unit	Actual			EIC forecast			Consensus
	Share (%)		2016	2017	Q1/18	H1/18	H2/18	2018	2018
Real GDP growth		% YOY	3.3%	3.9%	4.8%	4.4%	4.2%	4.3%	4.3%
Demand-side									
Private consumption	51%	% YOY	3.0%	3.2%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Public consumption	15%	% YOY	2.2%	0.5%	1.9%	2.3%	2.3%	2.3%	
Private investment	18%	% YOY	0.5%	1.7%	3.1%	2.5%	4.2%	3.5%	
Public investment	6%	% YOY	9.5%	-1.2%	4.0%	9.9%	11.4%	10.7%	
External sector									
Export of Goods (USD)		% YOY	0.1%	9.8%	10.0%	10.8%	6.5%	8.5%	8.1%
Import of Goods (USD)		% YOY	-5.1%	14.4%	16.5%	15.9%	11.2%	13.5%	12.2%
Current account		USD bn	48.2	49.3	15.1	21.3	20.3	41.6	44.0
Key rates									
Headline inflation		% YOY	0.2%	0.7%	0.6%	1.0%	1.5%	1.3%	1.2%
Core inflation		% YOY	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
THB/USD (end period)		THB/USD	35.8	32.6	31.2	33.0	32-33	32-33	
Oil price, Brent (average)		USD/barrel	44.1	54	67	71	73	72	

Source: SCB EIC forecast based on data from Bloomberg, BoT, CEIC, IMF, MoC, MoF, NESDB, OAE, OIE, TAT, Consensus Forecast from APCF Survey June 2018

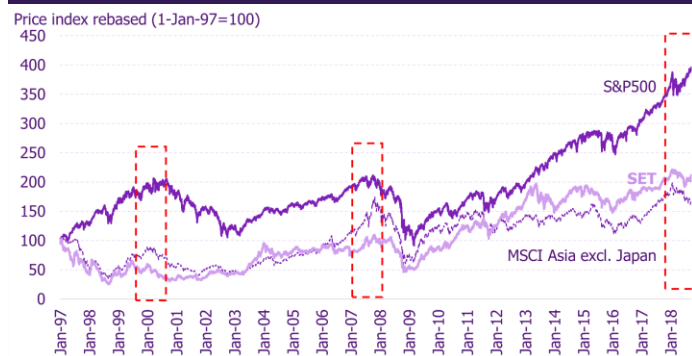
กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 4/61: วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น

หุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นแรงอย่างยาวนานนับตั้งแต่จุดต่ำสุดเมื่อต้นปี 2559 ส่งผลให้ผลตอบแทนหุ้นทั่วโลกสูงกว่า 50% และตอนนี้หลายคนก็เริ่มมีคำถามว่าจะมีวิกฤตการเงิน-เศรษฐกิจเกิดขึ้นหรือไม่ อย่างไรก็ตาม เมื่อมองในแง่ valuation ยังไม่พบสัญญาณเตือนภาวะวิกฤต โดยเฉพาะตลาดหุ้นเอเชียและตลาดหุ้นไทยซึ่งปัจจุบันดูน่าสนใจมากกว่าตลาดหุ้นสหรัฐฯ สำหรับประเทศไทย เราสังเกตเห็นว่าอุปสงค์และการลงทุนภายในประเทศอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งอ้างอิงข้อมูลจากรายงานสถิติด้านเศรษฐกิจมหภาค ซึ่งเกิดขึ้นก่อนที่ประเทศไทยจะเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ที่มาจากการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล และความต้องการปฏิรูปองค์กรธุรกิจสู่ยุคดิจิทัล เราคาดว่า SET (เคลื่อนไหวสวนทางกับการปรับประมาณการ EPS เพิ่มขึ้นในช่วงที่ผ่านมา) จะปรับตัวขึ้นจนถึงสิ้นปี 2561 และต่อเนื่องไปถึงปี 2562 กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราการใช้กำลังการผลิต ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน และ FDI จะให้ผลตอบแทนที่ดีมาก ด้วยเหตุนี้เราจึงเลือก AMATA ROJNA BBL KTB TMB และ WHA เป็น top picks ของเราในไตรมาส 4/61

ตอนนี้หุ้นเอเชียดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นสหรัฐฯ ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวขึ้นมาอย่างยาวนานนับแต่วิกฤตซับไพรม์ในปี 2552 โดยบางตลาดปรับขึ้นมาเพียงครึ่งหนึ่งของมูลค่า (MSCI Asia ex-Japan) แต่ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัวขึ้นมากกว่าสามเท่า ในขณะที่ SET ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า โดยได้รับการสนับสนุนจากเงินทุนต่างชาติไหลเข้าในระยะแรก ตามมาด้วยยอดซื้อสุทธิของสถาบันในประเทศ ตอนนี้นักลงทุนทั่วโลกเริ่มมีความกังวลว่าวิกฤตครั้งต่อไปจะเกิดขึ้นเมื่อใด ดังนั้นนักวิเคราะห์จึงพยายามที่จะประเมินว่าตลาดหุ้นต่างๆ ปรับตัวขึ้นมารองแรงมากเกินไปแล้วหรือยัง โดยที่เราเลือกใช้ตัวชี้วัดคุณภาพของตลาดหุ้นหลักๆ คือ อัตราส่วน forward PE ratio และ earnings yield gap (EYG คือ ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนของตลาดหุ้นกับผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี)

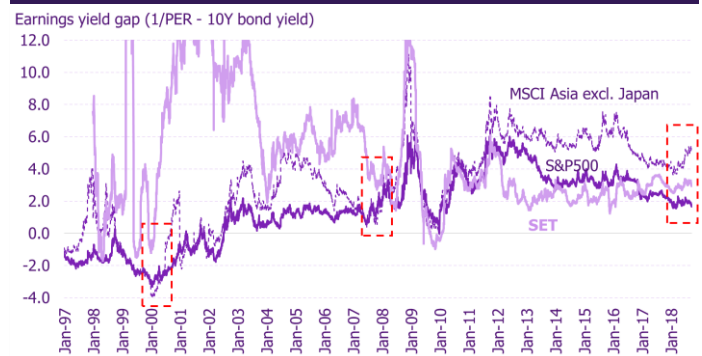
ในช่วงที่เกิดวิกฤตดอทคอม ตลาดหุ้นสหรัฐฯ ดูแพงมากทั้งในแง่อัตราส่วน PE (30.6 เท่า) และ EYG (-2.8%) ดัชนี MSCI Asia ex-Japan ก็ดูแพงเช่นเดียวกัน โดยมีอัตราส่วน PE สูง (37.5 เท่า) และ EYG ติดลบ (-3.9%) ตลาดหุ้นไทยก็ไม่ต่างจากตลาดหุ้นอื่นๆ มากนัก (EYG -1.2%) แต่อัตราส่วน PE อยู่ในระดับเพียง 14.9 เท่า ต่ำกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกันอย่างมาก ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินโลก valuation ดูไม่แพงมาก โดยดัชนี S&P500, MSCI Asia ex-Japan และ SET มีอัตราส่วน PE อยู่ในช่วง 17.5-19.9 เท่า และ EYG เป็นบวก ปัจจุบันเรามองว่าตัวชี้วัดคุณภาพตลาดหุ้นยังไม่ได้ส่งสัญญาณว่าตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นมารองแรงเกินไปจนอาจทำให้เกิดวิกฤตตลาดหุ้นครั้งต่อไป เนื่องจาก EYG ยังอยู่สูงกว่าระดับ 1.0% อย่างมาก ยกเว้นดัชนี S&P500 ในขณะที่ดัชนี MSCI Asia ex-Japan มี valuation ที่น่าสนใจ โดยซื้อขายอัตราส่วน PE 12.3 เท่า และ EYG 5.0% ซึ่งดูน่าสนใจกว่าดัชนี S&P500

Figure 55: ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นมาอย่างยาวนานนับแต่วิกฤตซับไพรม์ปี 2551-2552



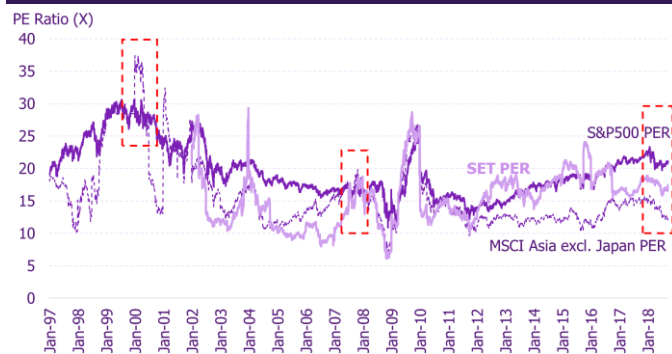
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 56: แต่ EYG ยังอยู่ในระดับปานกลางสำหรับ S&P500, MSCI Asia ex-Japan และ SET



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 57: ดอนนี้ตลาด Asia ex-Japan ดูน่าสนใจมากกว่า S&P500



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

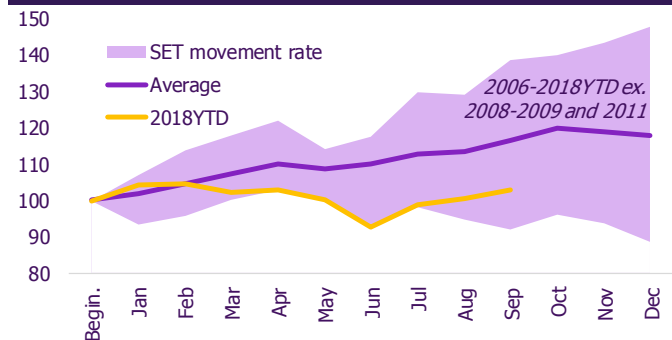
Figure 58: ตัวชี้วัดคุณภาพตลาดหุ้นยังไม่ส่งสัญญาณถึงภาวะวิกฤต

	Peak PE ratio at crisis	S&P500	MSCI AxJ	SET Index
Dot Com crisis		23/Mar/00	11/Feb/00	4/Jan/00
PE ratio		30.6	37.5	14.9
10Y Yield		6.1	6.6	7.9
EYG		-2.8	-3.9	-1.2
Great Financial Crisis		9/Oct/07	29/Oct/07	29/Oct/07
PE ratio		17.5	19.9	18.6
10Y Yield		4.6	4.4	4.9
EYG		1.1	0.6	0.5
Now		20/Sep/18	20/Sep/18	20/Sep/18
PE ratio		21.2	12.3	17.4
10Y Yield		3.1	3.1	2.9
EYG		1.7	5.0	2.9

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

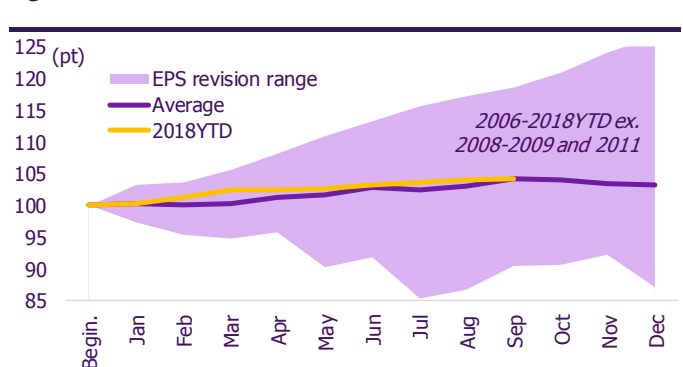
ผลตอบแทนในปี 2561 (ถึงปัจจุบัน) ของ SET index นำคิดหวัง แต่คาดว่าจะปรับตัวขึ้น ผลตอบแทนรวมในปี 2561 (ถึงปัจจุบัน) ของ SET index นำคิดหวัง (+2.8%) และเป็นหนึ่งในปีที่ทำให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดนับตั้งแต่ปี 2549 ยกเว้นช่วงที่เกิดวิกฤต (ปี 2551-52 และปี 2554) ในขณะที่พบว่าการปรับประมาณการ SET index EPS เท่ากันกับค่าเฉลี่ยในช่วงดังกล่าว ซึ่งถือว่าไม่แปลกมากนัก แต่ค่อนข้างผิดกับความเข้าใจว่าหากเศรษฐกิจยังสามารถขยายตัวได้ดี และการปรับคาดการณ์กำไรบริษัทยังเป็นทิศทางขาขึ้น ตลาดมักจะปรับตัวขึ้นได้ ทั้งนี้เมื่ออิงกับการวิเคราะห์การถดถอย และการปรับประมาณการ EPS เพิ่มขึ้นประมาณ 4% YTD ผลตอบแทนรวมทั้งหมด YTD น่าจะดีกว่านี้ ด้วยพื้นฐานและแนวโน้มเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง เราจึงคาดว่าผลตอบแทนรวมทั้งหมด ณ สิ้นปี 2561 จะดีกว่าตอนนี้ และเรายังคงยืนยันเป้า SET index สิ้นปี 2561 ของเราที่ 1,900 จุด

Figure 59: การเคลื่อนไหวของ SET index นำคิดหวังในปี 2561 (ถึงปัจจุบัน)...



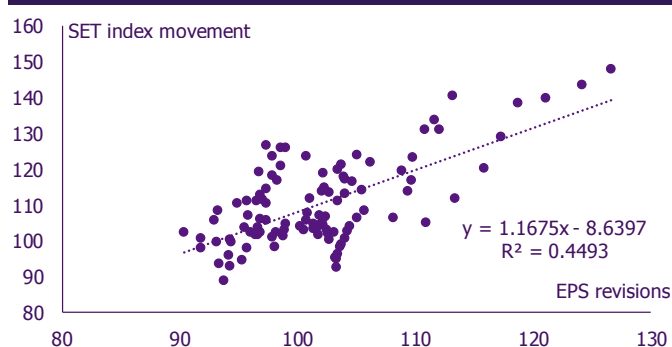
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 60: ...ตรงข้ามกับการประมาณการ EPS ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ย



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 61: เนื่องจากมีการประมาณการ EPS เพิ่มขึ้นปานกลาง ดังนั้นผลตอบแทนรวมทั้งหมด YTD น่าจะดีกว่าที่เป็นอยู่ในตอนนี้



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 62: ปี 2561 (ถึงปัจจุบัน) เป็นหนึ่งในปีที่มี SET index ให้ผลตอบแทนแย่ที่สุดในรอบหลายปี

Year	SET movement	EPS revisions	1-3Q return	1-3Q EPS rev.
2010	147.8	126.6	38.6%	18.6%
2012	140.5	113.1	30.9%	10.8%
2007	131.4	87.2	29.3%	-9.6%
2016	123.8	105.0	18.8%	2.2%
2014	119.1	96.7	25.9%	-1.1%
Average	117.8	103.3	16.7%	1.5%
2017	117.3	104.0	11.7%	1.0%
2018YTD	102.8	104.2	2.8%	4.2%
2006	99.7	94.3	0.5%	-5.8%
2013	96.4	103.4	2.3%	3.1%
2015	88.8	93.7	-7.2%	-5.8%

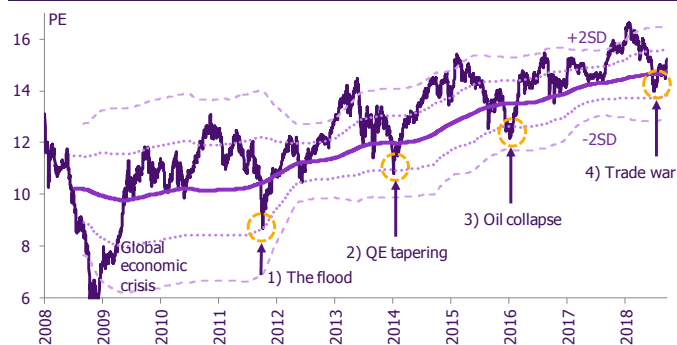
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เปิดตัวเป้า SET index สิ้นปี 2562 ที่ 2,000 จุด เราเปิดตัวเป้า SET index สิ้นปี 2562 ที่ 2,000 จุด และคงเป้า SET index สิ้นปี 2561 ไว้ที่ 1,900 จุด เป้า SET index สิ้นปี 2562 ที่ 2,000 จุด อ้างอิงระดับ +1SD ของ 3-year forward PER (15.6 เท่า) และประมาณการ SET index EPS ปี 2563 ที่ 129 ลดลงจากเป้าสิ้นปี 2561 ที่ระดับ +2SD หรือ PER 16.5 เท่า เพราะเราคาดว่าโมเมนตัมของเศรษฐกิจไทยจะไม่แข็งแกร่งเท่ากับต้นปี 2561 รวมถึงสภาพคล่องมีแนวโน้มปรับตัวลดลง โดยมีสาเหตุมาจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นไป

การปรับตัวในอดีตที่ผ่านมา ก็ยังชี้ถึงเป้า SET index สิ้นปีนี้ที่ 1,900 จุด หลังจาก SET index PER ปรับตัวลดลงอย่างมากเมื่อกลางปี 2561 โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้าโลก SET 12-month forward PER ก็ลดลงจากระดับสูงถึง +2.7SD (16.6 เท่า) หรือ 1,850 จุด ทำจุดต่ำที่ +1.1SD (14.0 เท่า) หรือ 1,380 จุด และหลังจากนั้นก็ปรับตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับประมาณค่าเฉลี่ยของ forward PER หรือ +0SD โดยได้รับการสนับสนุนจากสมมติฐานแนวรับที่ระดับ -1SD ซึ่งเราระบุไว้ในรายงาน "ถึงเวลาหันเห" เราได้ทำการศึกษารายละเอียดเพิ่มเติม และสิ่งที่เราค้นพบสอดคล้องกับผลตอบแทนระยะ 1 เดือน และ 3 เดือน หลังจากทำจุดต่ำสุด และฟื้นตัวขึ้นมาที่ +6.7% (เทียบกับค่าเฉลี่ย 4.5%) และ +9.7% (เทียบกับค่าเฉลี่ย 10.7%) ตามลำดับ ทั้งนี้ในช่วงที่ตลาดปรับตัวในอดีต 3 ครั้งนับตั้งแต่ปี 2551 SET index ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 21.9% หลังจากผ่านไป 6 เดือน การปรับตัวในระดับเดียวกันนี้บ่งชี้ว่า SET index มีโอกาสจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1,900 จุดตอนสิ้นปี 2561

ความเสี่ยงเงินทุนต่างชาติไหลออกมีจำกัด เมื่ออ้างอิงกับทฤษฎีที่เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้เกี่ยวกับอิทธิพลของนักลงทุนต่างชาติและนักลงทุนสถาบันในประเทศ เราสรุปได้ว่านักลงทุนต่างชาติสูญเสียอำนาจในการกำหนดทิศทางตลาดให้แก่ักลงทุนสถาบันไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เมื่อเรามองดูที่สถานะสะสมสุทธิ 12 เดือนของนักลงทุนต่างชาติ YTD หรือตั้งแต่ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นแรงตอนปลายปี 2560 นักลงทุนต่างชาติมียอดขายสุทธิสะสมสูงถึง 2.09 แสนลบ. และ 2.32 แสนลบ. ตามลำดับ ส่งผลให้ยอดขายสุทธิสะสมของนักลงทุนต่างชาติเฉลี่ยเคลื่อนที่ 12 เดือนปรับปรุ่งด้วยราคาลดลงใกล้กับระดับต่ำสุดในปี 2556 ซึ่งเป็นปีที่เบอร์นเก้ประกาศลดวงเงินเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE tapering) และมีการชุมนุมทางการเมืองในประเทศไทย ดังนั้นเราจึงมองว่ามีโอกาสน้อยมากที่เงินทุนต่างชาติจะไหลออกจากตลาดหุ้นไทยเพิ่มอีก

Figure 63: เป้า SET index ที่ 2,000 จุด ถึงกับระดับ +1SD ของ 3-year forward PER



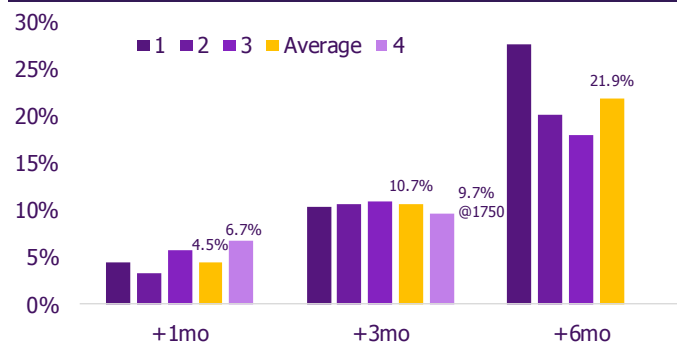
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 64: เป้าเดียวกันคิดเป็น SET forward PER ได้ที่ 15.6 เท่า

Period	Fwd EPS	-2SD	-1SD	AVG	+1SD	+2SD
		12.9	13.8	14.7	15.6	16.5
End of 2017	111	1,428	1,527	1,626	1,725	1,823
End of 3Q18	117	1,503	1,606	1,710	1,814	1,918
End of 2018	118	1,527	1,633	1,739	1,844	1,950
End of 2019	129	1,658	1,773	1,887	2,002	2,116

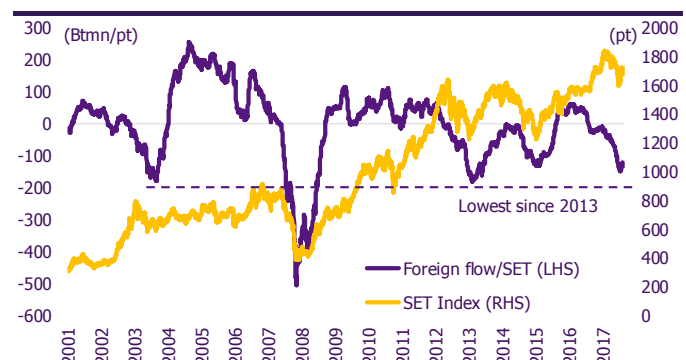
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 65: ผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีต+6 เดือน สะท้อนเป้า SET index สิ้นปีนี้ที่ 1,900 จุด



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 66: โอกาสที่เงินทุนต่างชาติจะไหลออกมีจำกัด

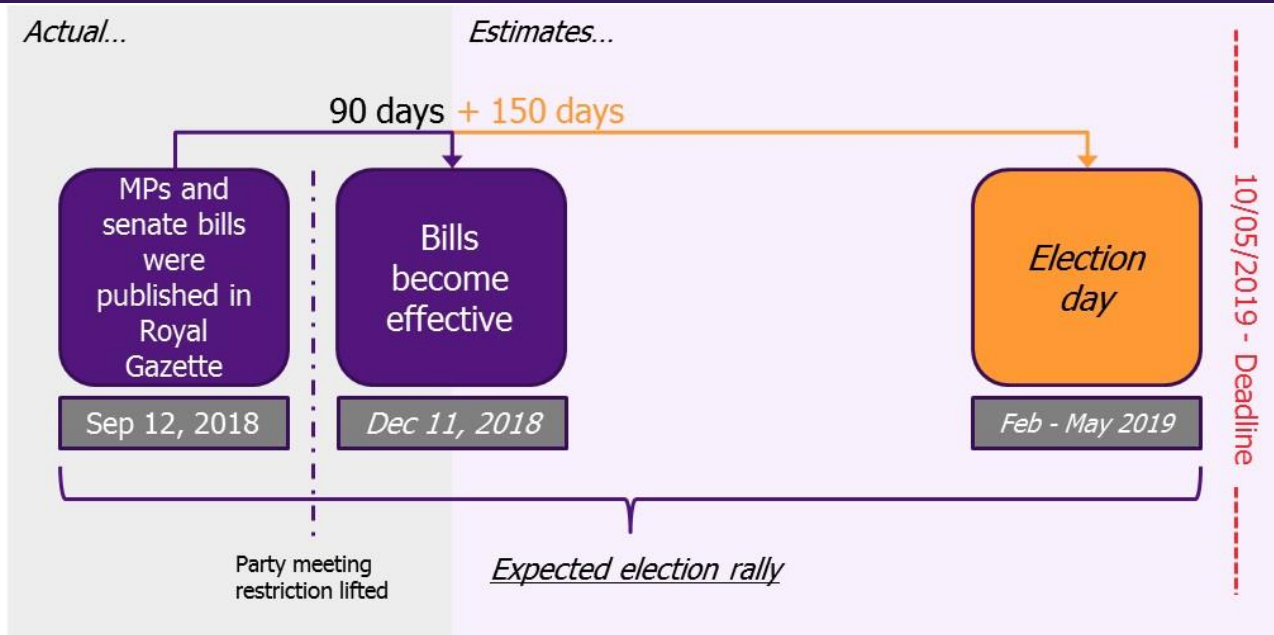


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

การเลือกตั้งทั่วไปใกล้เข้ามา หลังจากพระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญ (พ.ร.ป.) ว่าด้วยการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรและการได้มาซึ่งสมาชิกวุฒิสภาถูกประกาศในราชกิจจานุเบกษาในเดือนก.ย. ไรต์แมปสู่การเลือกตั้งทั่วไปในปีหน้าก็มีความโปร่งใสและชัดเจนมากขึ้น เมื่ออิงกับรัฐธรรมนูญไทย พ.ศ. 2560 พ.ร.ป. ดังกล่าวน่าจะมีผลบังคับใช้กลางเดือนธ.ค. 2561 และวันเลือกตั้งจะมีขึ้นภายในเดือนก.พ. ถึง พ.ค. 2562 เราคาดว่าหุ้นไทยจะได้รับ sentiment เชิงบวกจากปัจจัยดังกล่าวในช่วง

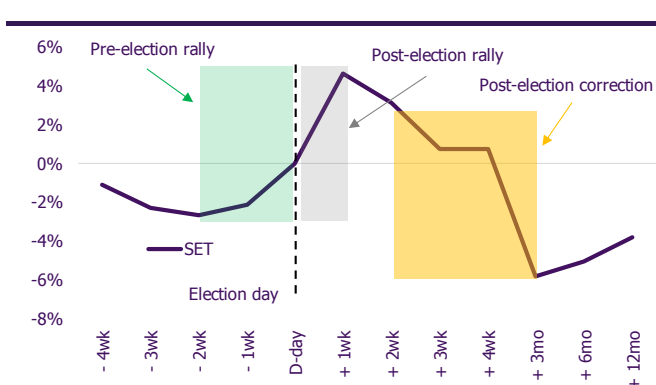
ในอดีตที่ผ่านมา พบว่าตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในช่วงเลือกตั้ง - กลุ่มธนาคาร พาณิชย์ สื่อ และอสังหาริมทรัพย์ ปรับตัวขึ้นได้ดี ในช่วงที่มีการเลือกตั้ง 6 ครั้งในช่วง 20 ปีที่ผ่านมา เราพบว่าตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในช่วงเลือกตั้ง โดยปกติแล้วตลาดหุ้นมักจะปรับตัวขึ้นแรง 1 เดือนก่อนเลือกตั้งต่อเนื่องไปจนถึง 1 สัปดาห์หลังเลือกตั้ง โดย SET index ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 6% อย่างไรก็ตาม การปรับตัวขึ้นมักจะจบลงหลังการเลือกตั้ง 2 สัปดาห์ เมื่อ SET เริ่มปรับตัวลดลง โดย SET index ปรับตัวลดลงถึง 10% จากจุดสูงสุดภายใน 3 เดือน เมื่อดูที่รายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ามีเพียงบางกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนดีมากในช่วงเลือกตั้ง กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภค เช่น ธนาคาร พาณิชย์ สื่อ และอสังหาริมทรัพย์ ให้ผลตอบแทนดีกว่า SET ในช่วงก่อนหรือหลังเลือกตั้ง ในขณะที่กลุ่มอื่นๆ ที่ไม่เกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภคภายในประเทศอย่างยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ การแพทย์ และปิโตรเคมี มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนต่ำกว่า SET ในช่วงเลือกตั้ง

Figure 67: วันเลือกตั้งจะมีขึ้นภายในเดือนก.พ.-พ.ค. 2562



Source: 2017 Constitution of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 68: ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วงเลือกตั้งที่ผ่านมา

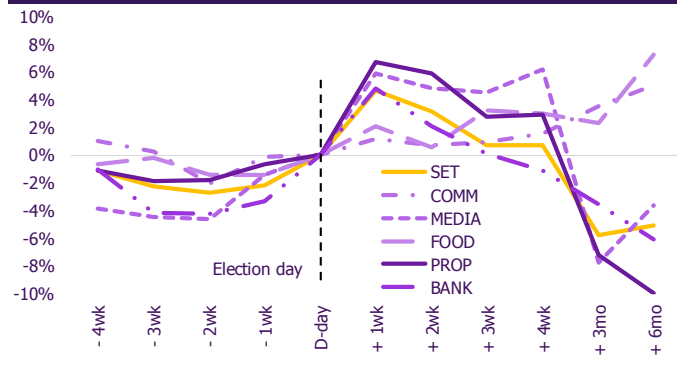


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

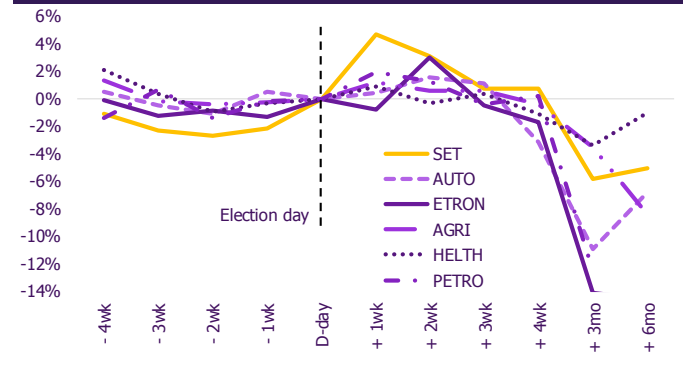
Figure 69: ธนาคาร พาณิชย์ สื่อ และอสังหาฯ ให้ผลตอบแทนดีกว่า SET

	- 4 wk	- 3 wk	- 2 wk	- 1 wk	0 wk	+ 1 wk	+ 2 wk	+ 3 wk	+ 4 wk	+ 3 mo	+ 6 mo
BANK	4	4	4	5	3	2	2	2	3	1	
COMM	1	1	0	2	3	3	4	4	6	4	
CONMAT	1	2	2	1	3	4	2	2	2	2	
CONS	3	1	1	2	1	1	3	2	6	5	
ENERG	2	3	0	1	2	2	2	2	3	4	
ETRON	2	3	2	4	1	3	2	2	1	1	
FOOD	3	2	2	2	3	3	4	4	6	6	
HEALTH	1	2	2	2	0	2	2	2	4	4	
ICT	5	3	3	2	3	3	3	3	2	2	
MEDIA	3	4	4	2	4	5	3	4	3	3	
PETRO	3	2	0	1	2	3	2	2	2	1	
PROP	3	2	2	3	5	5	5	4	4	2	
TOURISM	3	3	1	1	0	3	3	4	5	5	
TRANS	4	3	3	3	1	3	1	3	1	1	

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 70: แด็กกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนดีกว่า SET ไม่แข็งแกร่งมากพอที่จะต้านทานแรงขายหลังเลือกตั้ง

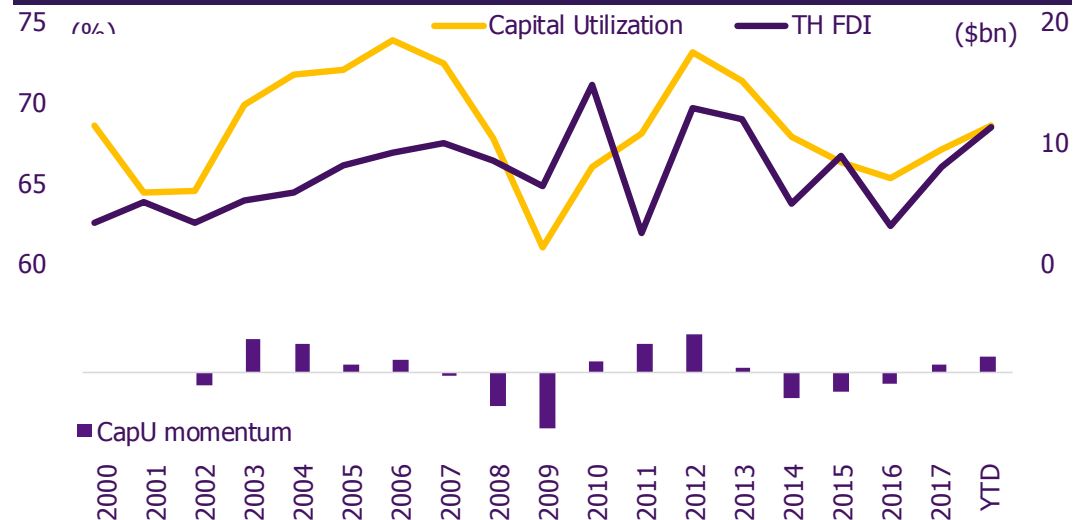
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 71: ควรหลีกเลี่ยงกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนต่ำกว่า SET ในช่วงเลือกตั้ง

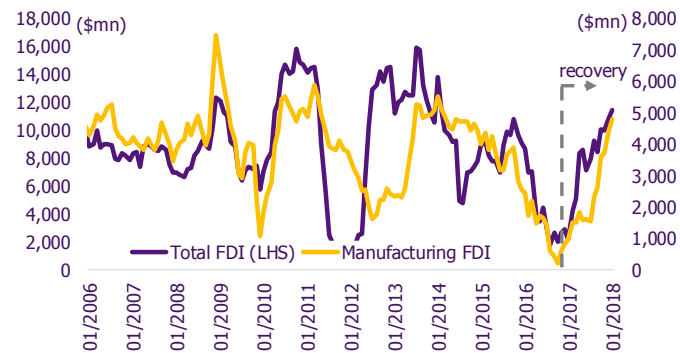
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

อัตราการใช้จ่ายในการผลิตที่ฟื้นตัวดีขึ้นสนับสนุนให้ FDI กลับเข้ามา นักลงทุนต่างชาติหลีกเลี่ยงการเข้ามาลงทุนในประเทศไทย หลังจากเข้ามาลงทุนครั้งใหญ่ในปี 2555 ซึ่งเป็นปีที่ผู้ผลิตเข้าซื้อที่ดินอุตสาหกรรมและลงทุนในสินค้าทุน สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลทำให้อัตราการใช้จ่ายในการผลิตปรับลดลงจากระดับสูงกว่า 70% สู่ 65% ในขณะเดียวกัน FDI ก็ปรับลดลงหลังจากการลงทุนใหญ่ไปก่อนหน้านี้ แต่เมื่อเวลาผ่านไป การลงทุนเหล่านั้นก็ผ่านพ้นไปด้วย อัตราการใช้จ่ายในการผลิตปรับตัวลดลงทำจุดต่ำสุดในปี 2559 ที่ 65% และฟื้นตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับเกือบ 70% ในปี 2561 ซึ่งช่วยดึงดูดให้ FDI กลับเข้ามา และเราพบว่า FDI ไหลเข้ามาจำนวนมากในปีนี้

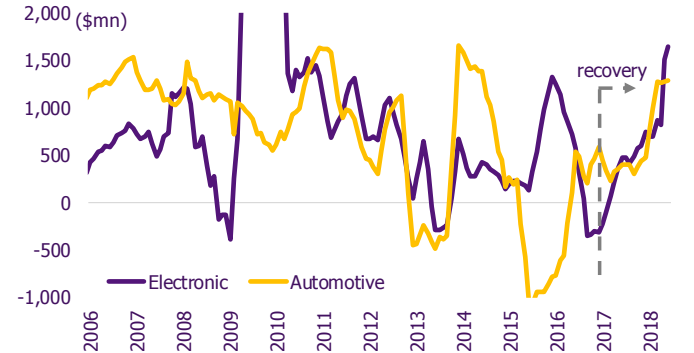
FDI ในภาคการผลิตฟื้นตัวขึ้นมาก นำโดยกลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ FDI ทั้งหมดทำจุดต่ำสุดตอนปลายปี 2559 และเริ่มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2560 จากจำนวนเฉลี่ย US\$2 พันล้าน/ปี สู่จำนวนมากกว่า US\$1.0 หมื่นล้าน/ปีในปัจจุบัน ภาคการผลิต (ซึ่งมี FDI เข้ามาจำนวนมาก) ก็ปรับตัวขึ้น โดย FDI ในภาคการผลิตฟื้นตัวจากระดับเกือบศูนย์ สู่ US\$5 พันล้าน/ปีในปัจจุบัน ทั้งนี้ภายใน FDI ภาคการผลิต กลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ (ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 26% และ 34% ของ FDI ในภาคการผลิตทั้งหมด) ก็ฟื้นตัวขึ้นอย่างมากในช่วงดังกล่าวเช่นเดียวกัน

Figure 72: อัตราการใช้จ่ายในการผลิตที่เพิ่มขึ้นหนุนให้ FDI ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้

Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 73: ไม่ได้มีแค่ FDI โดยรวมเท่านั้นที่แข็งแกร่ง แต่ FDI ในภาคการผลิตก็ฟื้นตัวขึ้นด้วยเช่นกัน

Source: Bloomberg, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 74: กลุ่มหลักๆ ภายใน FDI ภาคการผลิตก็ฟื้นตัวขึ้นเช่นเดียวกัน

Source: Bloomberg, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

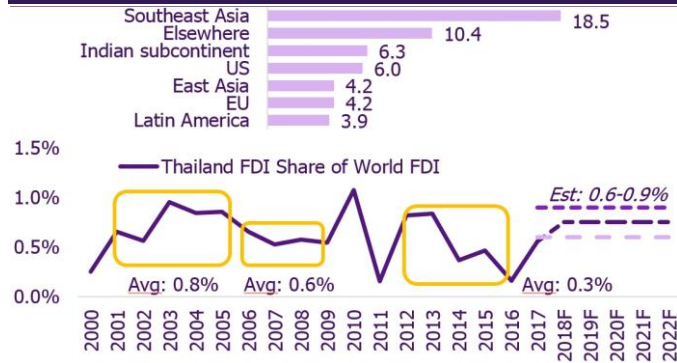
โครงสร้างพื้นฐานจะช่วยดึงดูดความสนใจของนักลงทุนในประเทศและต่างประเทศ โครงการลงทุนภายใต้แผนพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ได้แก่ โครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน โครงการพัฒนาศูนย์บินอู่ตะเภาเป็นสนามบินหลัก โครงการก่อสร้างท่าเรือมาบตาพุด โครงการพัฒนาท่าเรือแหลมฉบัง ระยะที่ 3 และโครงการโครงการ เขตส่งเสริมอุตสาหกรรมและนวัตกรรมดิจิทัล จะส่งผลทำให้ความต้องการลงทุนภายในประเทศให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน โครงสร้างพื้นฐานเหล่านี้จะช่วยลดต้นทุนในการทำธุรกิจ และช่วยให้นักลงทุนต่างชาติหันมาสนใจลงทุนในประเทศไทยมากขึ้น ร่างขอบเขตงาน (TOR) สำหรับโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาลในพื้นที่ EEC จะประกาศออกมาใกล้สิ้นปีนี้ โครงการส่วนใหญ่จะทำการก่อสร้างในปี 2562-2567

Figure 75: โครงการลงทุนภาครัฐจะมีความคืบหน้ามากขึ้นจนถึงสิ้นปีนี้

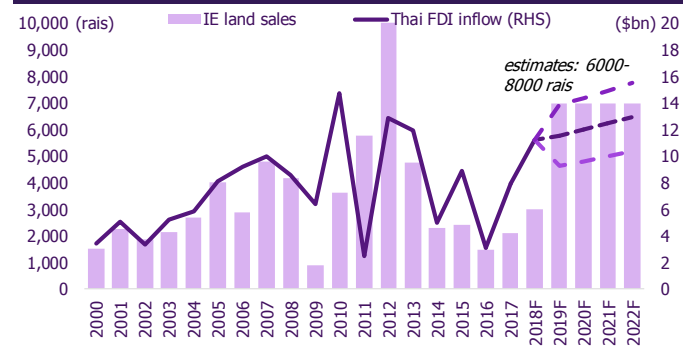
Projects	Key sub-projects	Total Investment (Btbn)	Planned timeline						
			2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
High speed rail	1) HSR linking 3 airports 2) 2 RE developments: Makkasan&Sriracha	250	Auction: Nov 2018						
U-tapao airport	1) terminal no.3 2) cargo terminal 3) free trade zone	91	Sep 2018						
Maptaput seaport	1) liquid terminals 2) 3 gas terminals	52	Oct 2018						
Laem Chabang seaport phase 3	1) 4 container terminals 2) 1 Ro/Ro terminal	155	Oct 2018						
			Phase 3.1: 2 terminals (2018-2022, 2023-2026)						
Digital park	Digital innovation space	N/A	Nov 2018						

Source: EEC office and press, SCB EIC

อาเซียนเป็นหนึ่งในจุดหมายปลายทางอันดับต้นๆ ของ FDI, ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางสำหรับการลงทุนที่ได้รับความนิยมอย่างมากในระหว่างปี 2544-2550 โดยสามารถดึงดูดเม็ดเงิน FDI เข้ามาได้ 0.6-0.8% ของ FDI ทั้งหมดทั่วโลกในช่วงดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยกลายเป็นจุดหมายปลายทางสำหรับการลงทุนที่น่าสนใจน้อยลงในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินโลกในปี 2551-2552 และนำท่วมใหญ่ในปี 2554 ต่อมาในปี 2555 FDI และยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแล้วชะลอตัวลง และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก็หดหายไป ส่งผลทำให้สัดส่วนของ FDI ในประเทศไทยต่อ FDI ทั้งหมดทั่วโลกปรับตัวลดลงสู่ระดับเฉลี่ย 0.3% ปัจจุบันเรคาดว่าแนวโน้มการปรับตัวลดลงจะสิ้นสุดลง และสัดส่วนของ FDI ในประเทศไทยต่อ FDI ทั้งหมดทั่วโลกจะฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 0.6-0.9% โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ฟื้นตัวดีขึ้น; 2) การย้ายฐานการผลิตเนื่องจากสงครามการค้า ซึ่งจะส่งผลทำให้ FDI ไหลเข้ามาจำนวนมาก; 3) โครงการลงทุน EEC ที่กำลังจะเกิดขึ้น นำโดยการริเริ่มของรัฐบาล เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะดึงดูด FDI ให้เข้ามาได้รวม US\$1.0-1.6 หมื่นล้าน สะท้อนถึงยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมแข็งแกร่งที่ประมาณ 5,000-8,000 ไร่ต่อปี

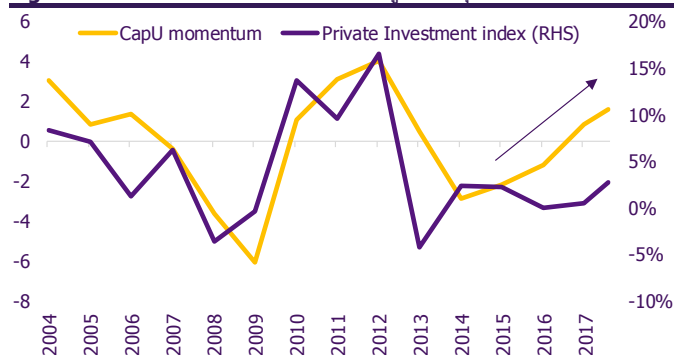
Figure 76: ที่อัตรานี้ FDI ในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้นกว่า US\$1.0 หมื่นล้านอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นไป...

Source: AmCham, IMF, UNTAD Bloomberg, SCBS Investment Research

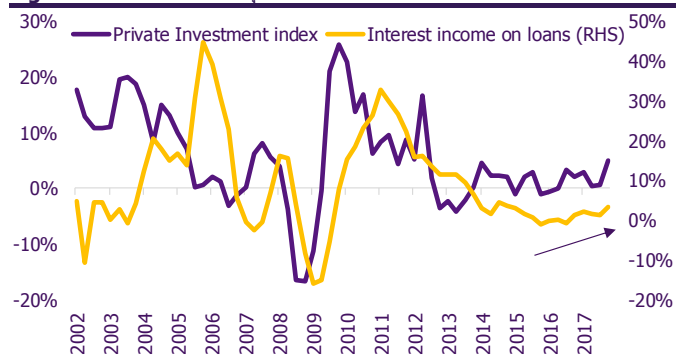
Figure 77: ...และสะท้อนถึงยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่ง เรายังคงคาดการณ์ตามหลักการวัดระดับที่ 5,000-8,000 ไร่/ปี

Source: Bank of Thailand, CBRE, SCBS Investment Research

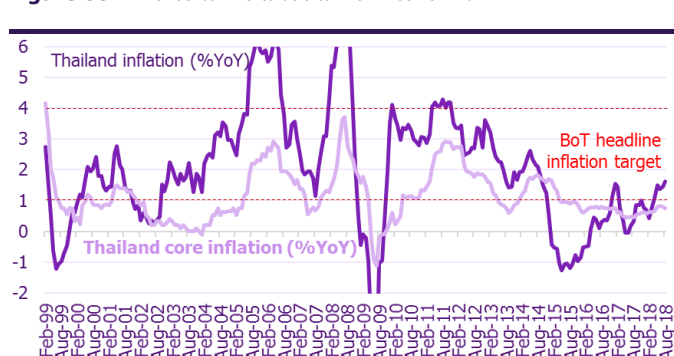
ความต้องการลงทุนจำนวนมากจะส่งผลทำให้รายได้จากการปล่อยสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้น และธนาคารจะได้รับประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย เนื่องจากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่กำลังเกิดขึ้นโดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น ดังนั้นดัชนีการลงทุนภาคเอกชนจึงน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามการฟื้นตัวของดัชนีการลงทุนภาคเอกชนจะส่งผลทำให้รายได้ดอกเบี้ยจากการปล่อยสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยอาจจะเกิดจากการปล่อยสินเชื่อได้มากขึ้น หรือ NIM ที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากความต้องการสินเชื่อที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากเรคาดการณ์ถึงผลตอบแทนที่สูงขึ้นเพราะอัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามที่กล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุน 3Q61 ธนาคารพาณิชย์จะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ BBB อายุ 5 ปี กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่กว้างขึ้น

Figure 78: อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นหนุนให้ PII ปรับขึ้น

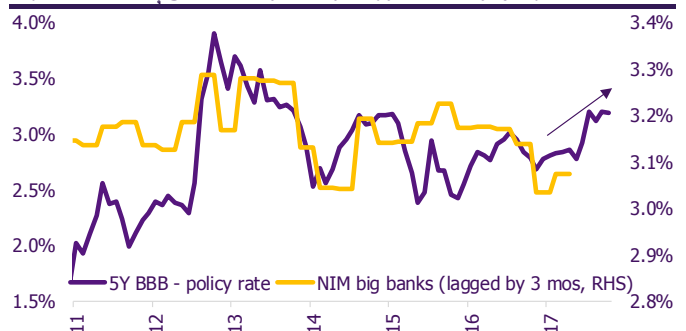
Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 79: PII ได้แรงหนุนจากรายได้จากสินเชื่อของธนาคาร

Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 80: อัตราเงินเฟ้อมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น...

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 81: NIM จะเพิ่มขึ้นโดยเกิดจากส่วนต่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้อันดับ BBB อายุ 5 ปี กับอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่กว้างขึ้น

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน 4Q61: “วัฏจักรการลงทุนขาขึ้น” - AMATA ROJNA BBL KTB TMB และ WHA ในรายงานกลยุทธ์การลงทุน 3Q61 เราคาดการณ์ไว้ว่าดอลลาร์สหรัฐและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น และเกิดขึ้นจริง สำหรับ 4Q61 ความแตกต่างของ valuation ระหว่างดัชนี MSCI Asia ex-Japan กับ S&P500 จะส่งผลทำให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจตลาดเกิดใหม่ของเอเชียและ SET ในขณะเดียวกันประเทศไทยก็กำลังจะเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) ดัชนีการลงทุนภาคเอกชนที่สูงขึ้น; 2) อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และ 3) FDI ที่ไหลเข้ามามากขึ้น ประเทศไทยอยู่ในกลุ่มประเทศที่เติบโตอย่างรวดเร็วในอาเซียน เราคาดว่ากลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเช่นนี้จะให้ผลตอบแทนที่ดีกว่าตลาดใน 4Q61: นิคมอุตสาหกรรม (AMATA ROJNA และ WHA) เนื่องจากมีแนวโน้มขายที่ดินได้จำนวนมาก และธนาคาร (BBL KTB และ TMB) เนื่องจากความต้องการสินเชื่อและ NIM มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

หุ้น asset play

เราชอบ AMATA เพราะบริษัทมีที่ดินรอการพัฒนาในพื้นที่ EEC จำนวนมาก ซึ่งเป็นพื้นที่เป้าหมายของ FDI ที่เบนเข็มออกมาจากจีนและ FDI จากจีนเองผ่านการเป็นพันธมิตรที่แน่นแฟ้นกับ Wholly ของจีน ด้วยแนวโน้มอุปสงค์ที่แข็งแกร่งอย่างมาก เราจึงใช้สมมติฐานว่า AMATA จะเริ่มซื้อที่ดินเพิ่มเพื่อสะสมที่ดินรอการพัฒนา เมื่อถึงกับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 2.0 เท่า ที่ดินที่ซื้อมาเพิ่มจะหนุนให้ราคาเป้าหมายของเราปรับเพิ่มขึ้น 13% สู่ 33 บาท ผลตอบแทนรวมที่คาดการณ์ในระดับ 46% น่าดึงดูด เราจึงแนะนำ "ซื้อ" AMATA

ผู้ได้รับประโยชน์หลักจาก FDI จีน และ FDI ที่เบนเข็มออกมาจากจีน สงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทาน และผู้ผลิตมีแนวโน้มย้ายฐานการผลิตออกจากจีนมาอาเซียน ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะได้รับเม็ดเงิน FDI ที่เบนเข็มออกมาจากจีน รวมถึง FDI จากจีนเอง ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น การเป็นพันธมิตรกับ Wholly (ตัวแทนของรัฐบาลจีน) ทำให้ AMATA มีโอกาสที่จะได้รับเม็ดเงิน FDI จำนวนมากจากจีนที่เข้ามาลงทุนในประเทศไทย ทั้งนี้ตั้งแต่ปี 2555 JV Thai-Chinese (AMATA ถือหุ้น 46%) ขายที่ดินให้แก่นักลงทุนจีนได้ 1,592 ไร่ หรือเท่ากับ 25% ของยอดขายที่ดินของ AMATA

การปล่อยเช่าที่ดินช่วยเพิ่มมูลค่า AMATA เปลี่ยนนโยบายจากการขายที่ดินโครงการ Smart City ที่อมตะซิตี้ ชลบุรี มาเป็นให้เช่าแทน บนพื้นที่ให้เช่า 5,300 ไร่ ซึ่งสามารถทำได้ เนื่องจากที่ดินหายาก และอุปทานที่ดินอุตสาหกรรมในพื้นที่ดังกล่าวมีจำกัด การเปลี่ยนเป็นปล่อยเช่าอาจจะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิในระยะสั้น เนื่องจากรายได้จะกระจายออกไปในระยะเวลาที่ยาวขึ้น ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะรับรู้รายได้จำนวนไม่มากนักต่อปี แต่จะไม่มีความเสี่ยงต่อกระแสเงินสด (เนื่องจากบริษัทเรียกเก็บค่าเช่าเป็นเงินก้อน) และเงินปันผล ในขณะที่ AMATA จะได้รับประโยชน์จากราคาที่ดินที่สูงขึ้นในระยะยาว โดยในระหว่างปี 2554-2560 ราคาที่ดินอุตสาหกรรมในพื้นที่ดังกล่าวปรับขึ้นมาแล้ว 85%

ผลการดำเนินงานจะแข็งแกร่งมากขึ้นใน 2H61 AMATA ขายที่ดินอุตสาหกรรมได้ 200 ไร่ในเดือนก.ค.-ส.ค. 2561 ส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินใน 8M61 มีจำนวน 359 ไร่ เนื่องจากบริษัทมีลูกค้ารอในมือจำนวนมาก ดังนั้นเราคาดว่ายอดขายจะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 4Q61 และคงประมาณการยอดขายที่ดินในปีนี้อยู่ที่ 740 ไร่ +71% YoY กำไรจะเพิ่มขึ้น HoH ใน 2H61 โดยจะคิดเป็นสัดส่วน 63% ของกำไรปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) การรับรู้รายได้ตลอดทั้งไตรมาสจากโรงไฟฟ้า SPP 2 โรง และการเปิดดำเนินงานของ Amata B.GRIMM Power Rayong 5 ในเดือนค.ค. ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นของ AMATA เพิ่มขึ้นสู่ 260MWe; 2) แนวโน้มที่จะมีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทจากธุรกิจโรงไฟฟ้า เนื่องจากเงินบาทแข็งค่าขึ้น; และ 3) การโอนที่ดินได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่ดินรอรับรายได้ 1.85 พันลบ.

Upside 1) กำไรจะมี upside 800 ลบ. ถ้า AMATAV ขายโรงงานสำเร็จรูป 2) การขึ้นราคาขายที่ดินในอมตะซิตี้ ชลบุรี 3) การขึ้นค่าธรรมเนียมสาธารณูปโภค ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับต่ำที่ 700 บาท/ไร่/เดือน เมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ 1,000-2,000 บาท/ไร่/เดือน ทำให้รายได้มีโอกาสปริบเพิ่มขึ้น 4) แนวโน้มการเข้าไปลงทุนในเมียนมาร์ (ย่างกุ้ง) ลาว และเวียดนาม (ฮาลอง)

คำแนะนำ "ซื้อ" ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจะเปิดโอกาสในการลงทุน เมื่อใช้สมมติฐานการจัดหาเงินทุนด้วยการกู้ยืม และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 2.0 เท่า AMATA จะสามารถซื้อที่ดินได้อีก 8,000 ไร่ ซึ่งจะช่วยหนุนให้ NAV ของบริษัทปรับเพิ่มขึ้น 13% สู่ 33 บาท ทั้งนี้เนื่องจากต้องใช้เวลาในการขออนุมัติ EIA และดำเนินการตามขั้นตอนอื่นๆ ตามที่กำหนด ดังนั้นรายได้จะเริ่มเข้ามาหลังปี 2563 ด้วยผลตอบแทนที่น่าดึงดูดในระดับ 46% เราจึงแนะนำ "ซื้อ" AMATA

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	4,484	4,491	4,493	5,489	6,412
EBITDA	(Btmn)	2,135	2,028	1,894	2,349	2,679
Core Profit	(Btmn)	1,403	1,549	1,619	2,069	2,286
Reported Profit	(Btmn)	1,198	1,409	1,629	2,069	2,286
EPS	(Bt)	1.32	1.45	1.52	1.94	2.14
DPS	(Bt)	0.45	0.53	0.62	0.78	0.86
P/E	(x)	17.5	15.8	15.2	11.9	10.7
EPS growth	(%)	62.2	10.4	4.5	27.8	10.5
P/BV	(x)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.5
ROE	(%)	10.1	10.6	10.4	12.4	12.6
Dividend yield	(%)	2.0	2.3	2.7	3.4	3.7
FCF yield	(%)	(1.5)	(6.7)	(73.6)	2.3	(1.6)
EV/EBIT	(x)	16.1	18.1	32.6	25.4	22.4
EBIT growth, core	(%)	14.1	(5.3)	(9.5)	28.8	16.1
EV/CE	(x)	1.7	1.7	1.3	1.3	1.2
ROCE	(%)	7.4	6.7	3.0	3.8	4.1
EV/EBITDA	(x)	13.4	12.4	24.2	19.1	16.7
EBITDA growth	(%)	12.8	(5.0)	(6.6)	24.0	14.1

Source: SCBS Investment Research

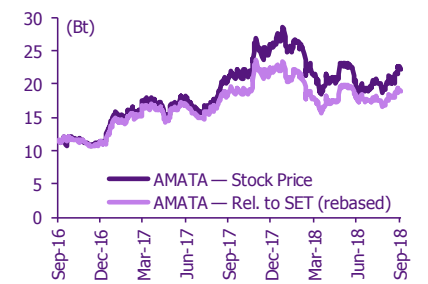
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	23.00
12-m target price (Bt)	33.00
Upside (Downside) to TP (%)	43.48
Mkt cap (Btbn)	24.54
Mkt cap (US\$mn)	758

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.14
Sector % SET	7.04
Shares issued (mn)	1,067
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	29 / 18.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.43
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	80.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	13.9	25.0	5.0
Relative to SET	11.6	14.1	(0.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	33.00
12-month dividend	(Bt)	0.62
Capital gain	(%)	43.48
Dividend yield	(%)	2.68
Total return	(%)	46.16

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ ฤกษ์นิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	7,262	7,406	5,170	4,484	4,491	4,493	5,489	6,412
Cost of goods sold	(Btmn)	3,727	3,567	2,824	2,070	2,078	2,368	2,856	3,455
Gross profit	(Btmn)	3,535	3,838	2,346	2,414	2,413	2,125	2,633	2,957
SG&A	(Btmn)	1,241	1,019	972	820	862	793	855	858
Other income	(Btmn)	244	224	211	214	161	216	216	216
Interest expense	(Btmn)	350	360	306	266	228	228	256	255
Pre-tax profit	(Btmn)	2,188	2,684	1,279	1,541	1,484	1,321	1,738	2,060
Corporate tax	(Btmn)	359	350	240	304	283	187	284	396
Equity a/c profits	(Btmn)	99	226	153	325	676	787	923	923
Minority interests	(Btmn)	413	336	327	159	327	302	307	301
Core profit	(Btmn)	1,516	2,224	865	1,403	1,549	1,619	2,069	2,286
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	351	(205)	(140)	10	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,516	2,224	1,216	1,198	1,409	1,629	2,069	2,286
EBITDA	(Btmn)	2,814	3,395	1,892	2,135	2,028	1,894	2,349	2,679
Core EPS	(Bt)	1.42	2.08	0.81	1.32	1.45	1.52	1.94	2.14
Net EPS	(Bt)	1.42	2.08	1.14	1.12	1.32	1.53	1.94	2.14
DPS	(Bt)	0.50	0.70	0.46	0.45	0.53	0.62	0.78	0.86

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	8,557	10,465	11,345	10,218	10,057	8,487	9,346	11,544
Total fixed assets	(Btmn)	13,646	11,672	14,106	16,378	19,223	39,607	40,925	41,933
Total assets	(Btmn)	22,203	22,138	25,451	26,596	29,280	48,095	50,271	53,477
Total loans	(Btmn)	7,683	7,209	6,743	6,650	8,971	26,726	27,102	28,478
Total current liabilities	(Btmn)	5,707	4,211	5,096	5,863	2,160	22,865	21,865	21,865
Total long-term liabilities	(Btmn)	6,304	5,710	6,855	6,493	12,148	9,198	10,966	12,726
Total liabilities	(Btmn)	12,012	9,922	11,951	12,356	14,308	32,063	32,831	34,590
Paid-up capital	(Btmn)	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	(Btmn)	10,191	12,215	13,501	14,240	14,971	16,031	17,440	18,886
BVPS	(Bt)	9.55	11.45	12.65	13.35	14.03	15.02	16.34	17.70

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	1,516	2,224	865	1,403	1,549	1,619	2,069	2,286
Depreciation and amortization	(Btmn)	277	352	308	327	316	346	355	364
Operating cash flow	(Btmn)	2,835	2,867	1,159	1,648	1,185	1,817	2,242	986
Investing cash flow	(Btmn)	(3,085)	(1,577)	2,292	(2,027)	(2,826)	(19,868)	(1,673)	(1,371)
Financing cash flow	(Btmn)	(444)	(1,378)	(1,460)	(921)	1,466	17,187	(282)	542
Net cash flow	(Btmn)	(695)	(88)	1,992	(1,300)	(174)	(864)	288	157

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	48.7	51.8	45.4	53.8	53.7	47.3	48.0	46.1
Operating margin	(%)	31.6	38.1	26.6	35.6	34.5	29.7	32.4	32.7
EBITDA margin	(%)	38.8	45.8	36.6	47.6	45.2	42.2	42.8	41.8
EBIT margin	(%)	34.9	41.1	30.6	40.3	38.1	34.5	36.3	36.1
Net profit margin	(%)	20.9	30.0	23.5	26.7	31.4	36.3	37.7	35.6
ROE	(%)	15.9	19.9	6.7	10.1	10.6	10.4	12.4	12.6
ROA	(%)	7.0	10.0	3.6	5.4	5.5	4.2	4.2	4.4
Net gearing	(x)	1.2	0.8	0.9	0.9	1.0	2.0	1.9	1.8
Interest coverage	(x)	8.0	9.4	6.2	8.0	8.9	8.3	9.2	10.5
Debt service coverage	(x)	1.1	1.2	0.5	0.5	2.4	0.1	0.1	0.1
Payout Ratio	(%)	35.2	33.6	40.4	40.4	40.4	40.4	40.3	40.3

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
IE land sales	(Rai)	1,008	378	617	638	430	740	1,018	1,142
IE land transfer	(Rai)	1,620	1,413	896	450	457	577	824	1,270
Revenue from IE	(Btmn)	5,343	5,348	3,069	2,187	2,084	1,956	3,121	3,924
Revenue from utilities	(Btmn)	1,253	1,359	1,431	1,707	1,789	1,807	1,663	1,700
Revenue from rental	(Btmn)	568	688	615	533	618	679	697	772
Gross margin IE	(%)	53.2	59.0	50.8	67.8	68.9	51.6	54.8	50.1
Gross margin utilities	(%)	16.4	16.3	20.2	30.4	31.2	33.0	25.7	25.9
Gross margin rent	(%)	67.9	65.3	72.0	66.6	67.7	69.2	69.7	69.5
Backlog	(Btmn)	5,100	1,900	1,300	2,000	1,910	n.a.	n.a.	n.a.

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total revenue	(Btmn)	708	2,111	775	1,021	1,514	1,182	1,127	890
Cost of goods sold	(Btmn)	413	808	394	553	609	522	486	493
Gross profit	(Btmn)	294	1,302	381	468	904	660	640	397
SG&A	(Btmn)	168	218	197	226	215	224	206	281
Other income	(Btmn)	52	119	18	68	34	41	64	65
Interest expense	(Btmn)	60	67	55	53	55	64	54	55
Pre-tax profit	(Btmn)	119	1,136	147	256	668	412	444	125
Corporate tax	(Btmn)	24	186	37	39	125	82	91	32
Equity a/c profits	(Btmn)	150	20	194	138	181	163	234	93
Minority interests	(Btmn)	62	22	13	77	100	137	93	90
Core profit	(Btmn)	183	948	291	278	624	357	495	97
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	-205	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	183	743	251	256	587	316	413	188
EBITDA	(Btmn)	260	1,284	281	388	805	554	573	260
Core EPS	(Bt)	0.17	0.89	0.27	0.26	0.58	0.33	0.46	0.09
Net EPS	(Bt)	0.17	0.70	0.23	0.24	0.55	0.30	0.39	0.18

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total current assets	(Btmn)	9,712	10,218	10,023	10,828	10,091	10,057	9,811	9,293
Total fixed assets	(Btmn)	15,952	16,378	15,985	15,848	17,829	19,223	19,945	20,955
Total assets	(Btmn)	25,664	26,596	26,008	26,676	27,919	29,280	29,756	30,249
Total Loans	(Btmn)	6,971	6,650	6,128	6,926	7,724	8,971	9,010	9,518
Total current liabilities	(Btmn)	5,247	5,863	4,399	4,189	4,194	2,160	2,586	2,936
Total long-term liabilities	(Btmn)	7,032	6,493	7,318	8,245	9,015	12,148	11,790	11,910
Total liabilities	(Btmn)	12,278	12,356	11,717	12,434	13,209	14,308	14,376	14,846
Paid-up capital	(Btmn)	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	(Btmn)	13,386	14,240	14,291	14,242	14,710	14,971	15,380	15,402
BVPS	(Bt)	12.55	13.35	13.39	13.35	13.79	14.03	14.41	14.43

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Core Profit	(Btmn)	183	948	291	278	624	357	495	97
Depreciation and amortization	(Btmn)	82	81	79	79	82	77	75	79
Operating cash flow	(Btmn)	56	1,461	45	139	809	191	306	348
Investing cash flow	(Btmn)	(710)	(536)	(219)	(508)	(617)	(1,482)	(529)	(283)
Financing cash flow	(Btmn)	906	(325)	(561)	361	472	1,194	(36)	(86)
Net cash flow	(Btmn)	251	601	(735)	(8)	664	(97)	(259)	(21)

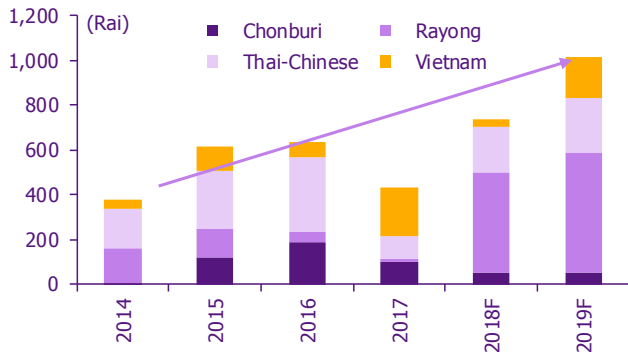
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Gross margin	(%)	41.6	61.7	49.2	45.8	59.7	55.9	56.8	44.6
Operating margin	(%)	17.9	51.4	23.7	23.6	45.6	36.9	38.5	13.0
EBITDA margin	(%)	36.8	60.9	36.3	38.0	53.2	46.8	50.8	29.2
EBIT margin	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit margin	(%)	25.9	35.2	32.3	25.1	38.8	26.7	36.7	21.1
ROE	(%)	5.5	27.5	8.2	7.8	17.2	9.6	13.0	2.5
ROA	(%)	2.9	14.5	4.4	4.2	9.1	5.0	6.7	1.3
Net gearing	(x)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
Interest coverage	(x)	4.4	19.1	5.1	7.3	14.5	8.6	10.6	4.7
Debt service coverage	(x)	0.3	1.2	0.4	0.6	1.2	2.5	1.9	0.6

Main Assumptions

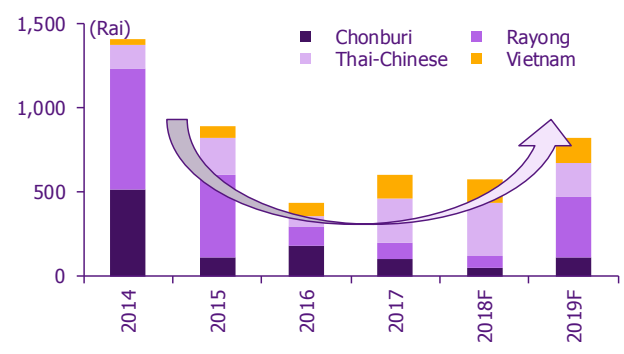
FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
IE land sales	(Rai)	77	281	63	113	154	100	28	131
IE land transfer	(Rai)	54	281	35	112	162	148	107	178
Revenue from IE	(Btmn)	139	1,546	193	430	897	564	525	277
Revenue from utilities	(Btmn)	435	421	433	440	459	458	436	449
Revenue from rental	(Btmn)	134	144	149	151	158	160	166	164
Gross margin IE	(%)	58.5	69.3	71.8	57.3	70.9	73.7	71.6	50.2
Gross margin utilities	(%)	30.3	26.5	33.0	27.4	35.3	28.9	33.7	32.1
Gross margin rent	(%)	60.7	83.1	66.9	66.7	67.2	70.1	70.7	69.2
Backlog	(Btmn)	2,400	2,000	2,100	2,070	1,960	1,910	1,520	1,850

Figure 1: Land sales turning around in 2018



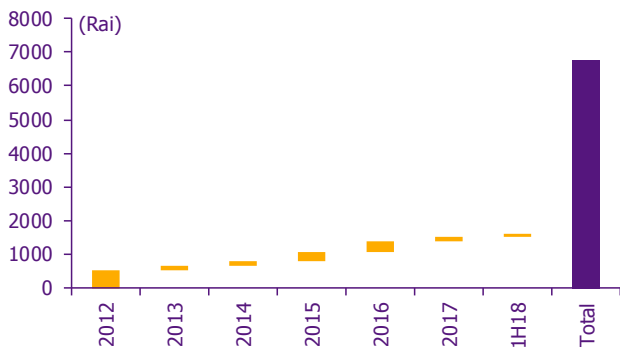
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 2: Land transfers to grow in 2019



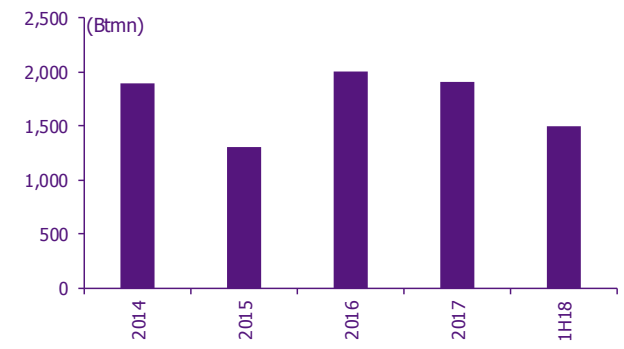
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 3: JV Thai-Chinese sold 1,592 rai to Chinese or 25% of AMATA's total land sales during 2012-1H18



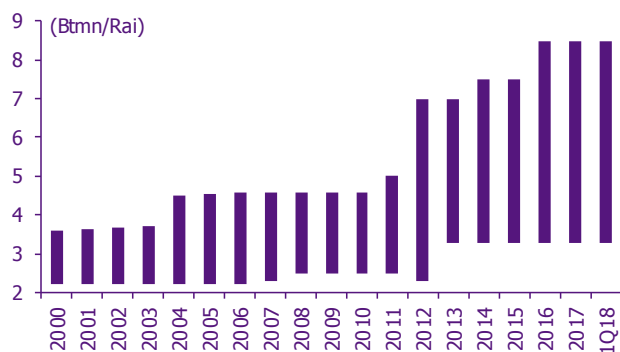
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 4: Sustainable backlog



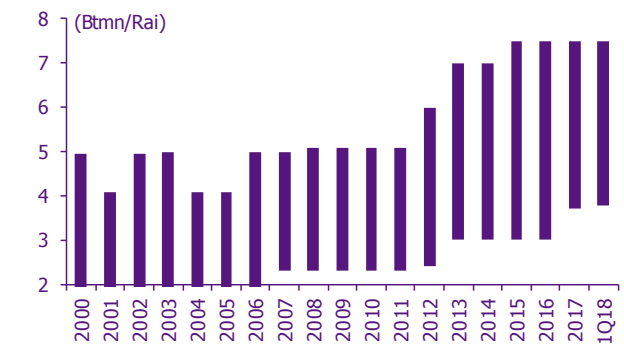
Source: AMATA

Figure 5: Asking price for industrial land in Chonburi rose 85% during 2011-1Q18



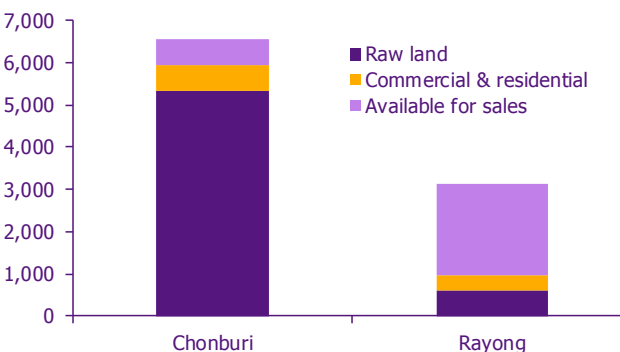
Source: CBRE

Figure 6: Asking price for industrial land in Rayong rose xx during 2011-1Q18



Source: CBRE

Figure 7: Land bank (sellable area)



Source: AMATA

Figure 8: Sum-of-the-parts valuation

	Valuation method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Thai industrial land	NAV	25,191	23.6
Utilities	12x PER	2,791	2.6
Core EV		27,982	26.2
Less: Net debt (adjusted)		(6,045)	(5.7)
Net core EV		21,936	20.6
Ready Built factories (RBF)	Appraised value	1,617	1.5
Power	DCF	6,109	5.7
AMATAV	DCF	5,119	4.8
AMATAR	Market value	322	0.3
ABPIF	Market value	209	0.2
Net equity value		35,312	33.0

Source: SCBS Investment Research

หุ้น laggard play

เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มของ ROJNA สภาพคล่องจำนวนมากหนุนให้บริษัทเร่งซื้อที่ดินในพื้นที่ EEC เพิ่ม เพื่อให้ยอดขายของบริษัทเติบโตไปพร้อมๆ กับวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทย ที่ดินรอการพัฒนาในพื้นที่ EEC ของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 50% ของพอร์ต และเรามองว่าแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก ยอดขายที่ดินทำจุดต่ำสุดในปี 2559 แล้วฟื้นตัวในปี 2560 และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรปกติในระยะ 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตที่ CAGR 26% และจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 7.5% ในปีนี้และปีหน้า ทั้งนี้แม้ปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้น แต่ ROJNA ยังคงเป็นหุ้นที่มีราคาถูกมาก โดยซื้อขายที่ PBV 0.8 เท่า ต่ำกว่า PBV 1.1 เท่าในช่วงที่เกิดเหตุการณ์น้ำท่วมใหญ่ เราเริ่มเอาโอกาสการลงทุนใหม่เข้ามาไว้ในประมาณการ และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 21% สู่ 8.5 บาท ROJNA ให้ผลตอบแทนที่น่าดึงดูดในระดับ 69% แนะนำ "ซื้อ"

กระแสเงินสดแข็งแกร่ง ณ 2Q61 ROJNA มีเงินสดในมือมากที่สุดที่ 1.0 หมื่นลบ. หรือ 5 บาท/หุ้น หลังจากขาย TICON ซึ่งบริษัทสามารถนำมาใช้สนับสนุนการขายธุรกิจหลัก เงินดังกล่าวอยู่ในรูปเงินลงทุนชั่วคราว (7.0 พันลบ.) และเงินลงทุนชั่วคราวในสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ (2.6 พันลบ.) ซึ่งจะขายให้แก่ JV และเงินสด (400 ลบ.)

สะสมที่ดินเพิ่ม สภาพคล่องจำนวนมากช่วยสนับสนุนให้ ROJNA เริ่มกลับมาซื้อที่ดินเพิ่มขึ้นในพื้นที่ EEC โดยใน 1H61 บริษัทใช้เงิน 880 ลบ. ซื้อที่ดินประมาณ 1,200-1,500 ไร่ในชลบุรี ซึ่งเป็นหนึ่งในพื้นที่ที่ได้รับการส่งเสริม EEC นอกจากนี้บริษัทกำลังจะซื้อที่ดินในพื้นที่ EEC เพิ่มผ่านทางบริษัท รัชการ โฮลดิ้ง จำกัด (ROJNA ถือหุ้น 50%) ซึ่งประกอบธุรกิจบริหารสินทรัพย์ด้วยคุณภาพ ซึ่งจะได้อายุที่ต่ำกว่าราคาตลาด แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้ที่ดินรอการพัฒนาในพื้นที่ EEC ของ ROJNA ปรับเพิ่มขึ้นจาก 40% สู่ 50% ของพอร์ต และจะทำให้ยอดขายของบริษัทเติบโตไปพร้อมๆ กับความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมของประเทศไทยที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

ผลการดำเนินงานเติบโต ยอดขายที่ดินของ ROJNA ทำจุดต่ำสุดที่ 210 ไร่ในปี 2559 แล้วฟื้นตัวสู่ 390 ไร่ในปี 2560 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ 440 ไร่ในปี 2561 และ 590 ไร่ในปี 2562 โดยใน 1H61 บริษัทขายที่ดินได้ 200 ไร่ คิดเป็น 45% ของประมาณการยอดขายที่ดินปี 2561 ของเรา ซึ่งเมื่อรวมกับการดำเนินงานตลอดทั้งปีของ SPP-3 จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติในระยะ 3 ปีข้างหน้าเติบโตที่ CAGR 26% โดยส่วนหนึ่งจะได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่ดินรอรับรายได้จำนวน 570 ไร่ (อยุธยา 220 ไร่, ปทุมธานี 150 ไร่, ปราจีนบุรี 150 ไร่ และที่อื่น 50 ไร่)

ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด การมีเงินสดอยู่จำนวนมากจะเปิดโอกาสให้ ROJNA จ่ายเงินปันผลในอัตราสูงที่ 95% หรือคิดเป็นเงินปันผลจากผลการดำเนินงานปี 2561 ที่ 0.4 บาท/หุ้น (เงินปันผลระหว่างกาลอยู่ที่ 0.2 บาท/หุ้น) สะท้อนผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 7.5% สูงที่สุดในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม

ราคาหุ้นต่ำที่สุดในกลุ่มนิคมฯ ROJNA ปรับตัว underperform หุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน โดยซื้อขายที่ PBV 0.8 เท่า ต่ำกว่า PBV 1.1 เท่าในช่วงที่เกิดเหตุการณ์น้ำท่วมใหญ่ในปี 2554 แม้ปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้น

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น แนะนำ "ซื้อ" เราใช้สมมติฐานว่า ROJNA จะปรับเพดานอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนขึ้นสู่ 2.0 เท่า เพื่อซื้อที่ดินเปล่า เช่นเดียวกับ AMATA และ WHA เราคาดว่า ROJNA จะสามารถซื้อที่ดินได้ 9,300 ไร่ ที่ดินจำนวนนี้รวมกับที่ดินในพื้นที่ EEC ที่บริษัทเข้าซื้อเมื่อไม่นานนี้หนุนให้เราปรับราคาเป้าหมายของ ROJNA อ้างอิงวิธี sum-of-the-parts เพิ่มขึ้น 21% สู่ 8.5 บาท/หุ้น เนื่องจากต้องใช้เวลาในการขออนุมัติ EIA และดำเนินการตามขั้นตอนอื่นๆ ดังนั้นรายได้จะเริ่มเข้ามาหลังปี 2563 หุ้น ROJNA มีราคาถูก โดยให้ upside 69% แนะนำ "ซื้อ"

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	9,757	10,866	11,720	12,373	13,243
EBITDA	(Btmn)	3,066	3,070	2,957	3,109	3,297
Core Profit	(Btmn)	622	655	841	1,138	1,326
Reported Profit	(Btmn)	282	1,313	702	1,138	1,326
Core EPS	(Bt)	0.31	0.32	0.42	0.56	0.66
DPS	(Bt)	0.10	0.30	0.40	0.39	0.46
P/E, core	(x)	17.0	16.2	12.6	9.3	8.0
EPS growth, core	(%)	(27.6)	5.2	28.4	35.4	16.6
P/BV, core	(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	(%)	2.5	3.0	4.7	6.3	7.2
Dividend yield	(%)	1.9	5.7	7.5	7.5	8.8
FCF yield	(%)	(16.2)	2.5	(107.3)	47.6	25.8
EV/EBIT	(x)	23.2	18.0	17.4	13.9	11.8
EBIT growth, core	(%)	(29.2)	22.7	(7.9)	7.4	8.8
EV/CE	(x)	0.5	1.0	0.6	0.5	0.5
ROCE	(%)	2.0	4.2	3.0	3.5	4.0
EV/EBITDA	(x)	6.1	5.2	5.2	5.0	4.7
EBITDA growth	(%)	(31.4)	0.1	(3.7)	5.2	6.0

Source: SCBS Investment Research

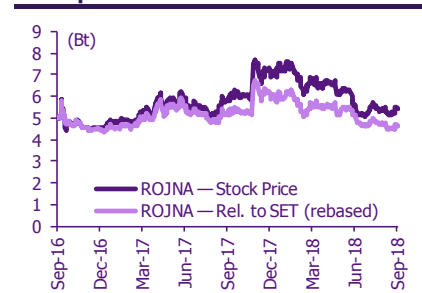
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	5.25
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	61.90
Mkt cap (Btmn)	10.61
Mkt cap (US\$mn)	328

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	7.04
Shares issued (mn)	2,020
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	8 / 5
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.30
Foreign limit / actual (%)	49 / 30
Free float (%)	34.7
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.5)	1.0	(8.7)
Relative to SET	(6.4)	(7.9)	(13.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018) (Bt)	8.50
12-month dividend (Bt)	0.40
Capital gain (%)	61.90
Dividend yield (%)	7.53
Total return (%)	69.43

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ ฤกษ์นิพัทธ์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	9,155	11,597	11,884	9,757	10,866	11,720	12,373	13,243
Cost of goods sold	(Btmn)	8,352	9,524	9,133	7,773	8,300	9,224	9,637	10,196
Gross profit	(Btmn)	803	2,073	2,750	1,984	2,566	2,496	2,736	3,046
SG&A	(Btmn)	979	543	602	462	699	776	889	1,036
Other income	(Btmn)	48	21	7	72	42	179	282	276
Interest expense	(Btmn)	699	932	1,075	1,000	1,074	1,037	892	839
Pre-tax profit	(Btmn)	(828)	619	1,080	594	835	862	1,238	1,447
Corporate tax	(Btmn)	17	8	56	5	191	86	124	145
Equity a/c profits	(Btmn)	319	130	28	33	11	65	24	24
Minority interests	(Btmn)	(302)	(150)	(216)	-	-	-	-	-
Core profit	(Btmn)	(828)	591	836	622	655	841	1,138	1,326
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,408	1,457	(139)	(340)	659	(139)	-	-
Net Profit	(Btmn)	581	2,048	698	282	1,313	702	1,138	1,326
EBITDA	(Btmn)	407	2,437	4,467	3,066	3,070	2,957	3,109	3,297
Core EPS (Bt)	(Bt)	(0.58)	0.34	0.43	0.31	0.32	0.42	0.56	0.66
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.41	1.17	0.35	0.14	0.65	0.35	0.56	0.66
DPS (Bt)	(Bt)	0.30	0.02	0.45	0.10	0.30	0.40	0.39	0.46

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	7,541	7,325	12,290	52,571	12,235	15,028	14,611	14,185
Total fixed assets	(Btmn)	24,349	62,414	63,715	24,405	33,594	39,100	37,952	36,780
Total assets	(Btmn)	31,890	69,739	76,005	76,976	45,829	54,128	52,563	50,965
Total loans	(Btmn)	17,683	39,803	44,764	25,045	25,168	21,121	19,163	16,960
Total current liabilities	(Btmn)	8,046	13,514	16,173	34,716	7,722	19,379	19,678	19,760
Total long-term liabilities	(Btmn)	14,032	32,222	34,492	17,113	20,269	16,814	14,612	12,402
Total liabilities	(Btmn)	22,078	45,736	50,665	51,829	27,990	36,194	34,290	32,161
Paid-up capital	(Btmn)	1,432	1,755	1,967	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Total equity	(Btmn)	9,812	24,002	25,340	25,147	17,839	17,935	18,274	18,804
BVPS (Bt)	(Bt)	6.85	13.68	12.88	12.45	8.83	8.88	9.04	9.31

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	(828)	591	836	622	655	702	1,138	1,326
Depreciation and amortization	(Btmn)	583	907	2,318	1,545	1,203	1,237	1,262	1,287
Operating cash flow	(Btmn)	2,475	1,023	2,733	2,177	2,063	(11,349)	2,518	2,847
Investing cash flow	(Btmn)	(324)	(8,734)	(7,435)	(3,894)	(1,793)	(34)	2,536	(114)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,251)	8,263	5,404	981	19	7,475	(2,757)	(2,999)
Net cash flow	(Btmn)	(99)	552	702	(736)	289	(3,908)	2,297	(266)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	8.8	17.9	23.1	20.3	23.6	21.3	22.1	23.0
Operating margin	(%)	(1.9)	13.2	18.1	15.6	17.2	14.7	14.9	15.2
EBITDA margin	(%)	4.4	21.0	37.6	31.4	28.3	25.2	25.1	24.9
EBIT margin	(%)	(1.4)	13.4	18.1	16.3	17.6	16.2	17.2	17.3
Net profit margin	(%)	6.3	17.7	5.9	2.9	12.1	6.0	9.2	10.0
ROE	(%)	(8.7)	3.5	3.4	2.5	3.0	4.7	6.3	7.2
ROA	(%)	(2.5)	1.2	1.1	0.8	1.1	1.7	2.1	2.6
Net gearing	(x)	1.7	1.6	1.7	1.0	1.3	1.1	0.8	0.7
Interest coverage	(x)	0.6	2.6	4.2	3.1	2.9	2.9	3.5	3.9
Debt service coverage	(x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6
Payout Ratio	(x)	74.0	1.7	126.9	71.7	46.2	113.8	70.0	70.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
IE land sales	(Rai)	333	723	280	210	390	440	590	815
IE transfer	(Rai)	n.a.	2,397	817	405	66	340	440	590
IE backlog	(Rai)	21	922	336	288	473	n.a.	n.a.	n.a.
Revenue from IE	(Btmn)	1,336	2,636	2,215	1,266	1,494	1,470	1,970	2,720
Revenue from electricity	(Btmn)	5,300	8,533	9,177	7,880	8,703	9,586	9,729	9,833
Revenue from services	(Btmn)	364	386	457	578	628	624	634	649
Gross margin IE	(%)	41.7	38.0	60.2	44.3	49.9	40.0	40.0	40.0
Gross margin electricity	(%)	4.0	12.4	15.4	17.2	18.9	18.7	18.8	18.7

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total revenue	(Btmn)	3,175	1,090	2,017	2,180	2,631	4,037	2,744	2,770
Cost of goods sold	(Btmn)	2,461	1,330	1,624	1,789	2,112	2,775	2,091	2,244
Gross profit	(Btmn)	713	(240)	393	391	520	1,262	653	527
SG&A	(Btmn)	334	(468)	119	144	104	333	143	136
Other income	(Btmn)	51	(287)	10	10	9	13	23	27
Interest expense	(Btmn)	450	(364)	239	261	273	300	281	274
Pre-tax profit	(Btmn)	(19)	305	45	(4)	152	642	252	144
Corporate tax	(Btmn)	12	(67)	0	0	-	191	11	(24)
Equity a/c profits	(Btmn)	72	(192)	967	(27)	(3)	(927)	47	6
Minority interests	(Btmn)	14	377	(937)	(64)	(137)	1,138	(156)	(80)
Core profit	(Btmn)	54	556	75	(95)	12	663	132	95
Extra-ordinary items	(Btmn)	5	(417)	7	22	-	630	21	(160)
Net Profit	(Btmn)	59	139	82	(73)	12	1,293	152	(65)
EBITDA	(Btmn)	796	603	536	514	729	1,291	833	709
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.03	0.28	0.04	(0.05)	0.01	0.33	0.07	0.05
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.03	0.07	0.04	(0.04)	0.01	0.64	0.08	(0.03)

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total current assets	(Btmn)	10,749	52,571	10,140	10,639	11,682	12,235	20,463	18,719
Total fixed assets	(Btmn)	65,256	24,405	33,174	33,666	33,560	33,594	25,157	28,023
Total assets	(Btmn)	76,005	76,976	43,314	44,305	45,242	45,829	45,620	46,742
Total loans	(Btmn)	45,454	25,247	24,831	25,101	25,308	25,168	25,173	26,413
Total current liabilities	(Btmn)	17,118	34,716	9,691	8,831	8,550	7,722	8,264	10,160
Total long-term liabilities	(Btmn)	33,782	17,113	16,773	18,112	19,388	20,269	19,235	19,095
Total liabilities	(Btmn)	50,900	51,829	26,464	26,943	27,938	27,990	27,500	29,255
Paid-up capital	(Btmn)	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Total equity	(Btmn)	25,106	25,147	16,850	17,362	17,304	17,839	18,120	17,487
BVPS (Bt)	(Bt)	5.75	5.91	6.18	6.33	6.24	6.46	6.53	6.15

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Core Profit	(Btmn)	54	556	75	(95)	12	663	132	95
Depreciation and amortization	(Btmn)	417	375	262	267	313	361	323	318
Operating cash flow	(Btmn)	826	765	553	(70)	(1,805)	3,385	(197)	1,341
Investing cash flow	(Btmn)	(1,453)	(1,581)	(354)	(337)	(856)	(246)	(57)	(1,839)
Financing cash flow	(Btmn)	488	729	(248)	399	132	(264)	(22)	485
Net cash flow	(Btmn)	(139)	(87)	(49)	(8)	(2,529)	2,875	(276)	(13)

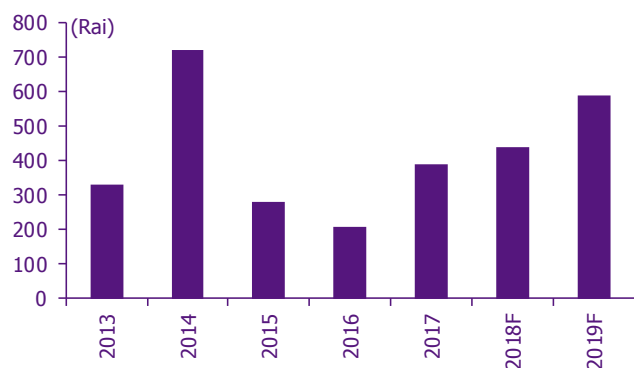
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Gross margin	(%)	22.5	(22.0)	19.5	17.9	19.8	31.3	23.8	19.0
Operating margin	(%)	11.9	20.9	13.6	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1
EBITDA margin	(%)	25.1	55.3	26.6	23.6	27.7	32.0	30.4	25.6
EBIT margin	(%)	11.9	20.9	13.6	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1
Net profit margin	(%)	1.9	12.7	4.0	(3.4)	0.5	32.0	5.6	(2.4)
ROE	(%)	0.9	8.9	1.4	(2.2)	0.3	15.1	2.9	2.1
ROA	(%)	0.3	2.9	0.5	(0.9)	0.1	5.8	1.2	0.8
Net D/E	(x)	1.8	1.0	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4
Interest coverage	(x)	1.8	(1.7)	2.2	2.0	2.7	4.3	3.0	2.6
Debt service coverage	(x)	0.2	0.4	0.2	0.2	0.4	0.8	0.4	0.3

Main Assumptions

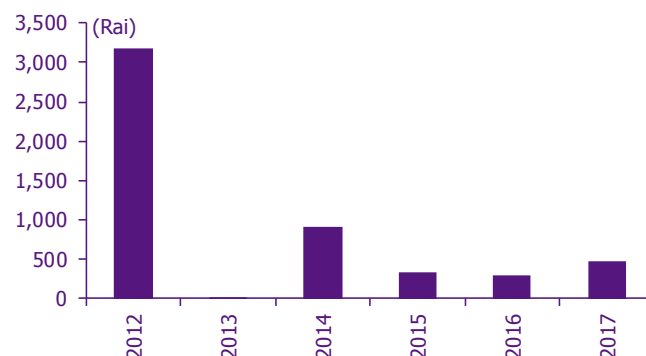
FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Revenue from IE	(Btmn)	586	193	13	-	-	1,481	158	158
Revenue from electricity	(Btmn)	1,963	1,841	1,848	2,012	2,468	2,375	2,418	2,418
Revenue from services	(Btmn)	275	(275)	146	152	153	177	157	157
Gross margin IE	(%)	25.3	74.7	19.3	n.a.	n.a.	50.1	66.5	66.5
Gross margin electricity	(%)	12.5	17.9	19.3	17.6	19.1	19.6	21.0	21.0
Gross margin services	(%)	44.0	585.3	22.0	23.4	30.0	29.9	24.1	24.1

Figure 1: Land sales



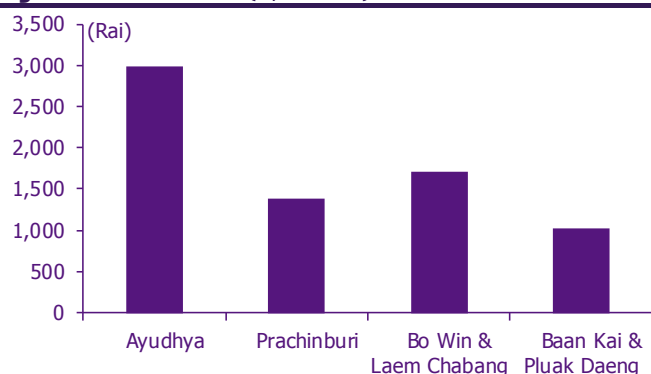
Source: ROJNA, CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Backlog



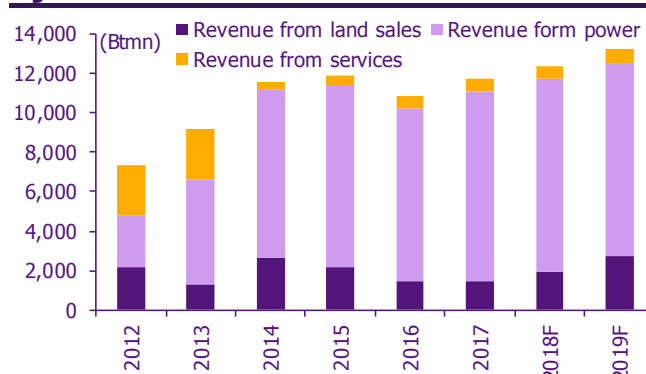
Source: ROJNA, SCBS Investment Research

Figure 3: Land bank (7,000 rai)



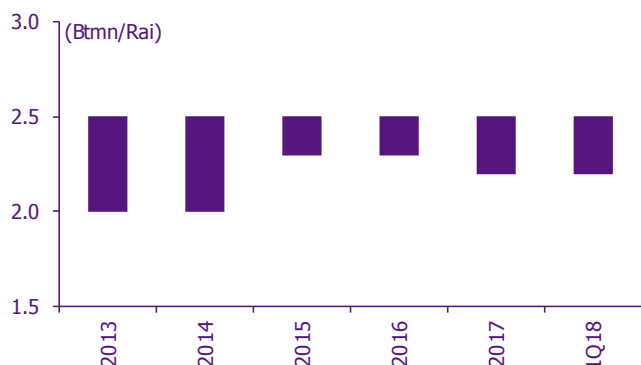
Source: ROJNA As of December 2017

Figure 4: Revenue structure



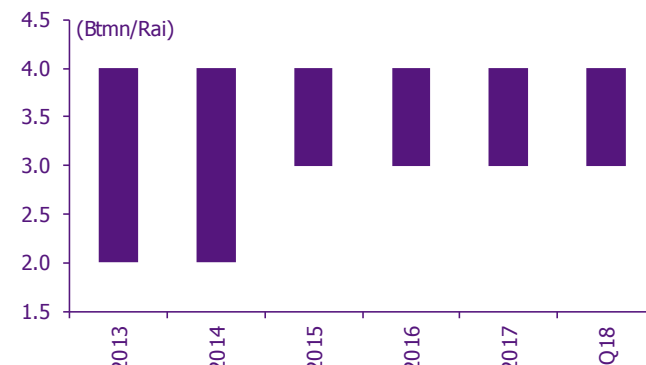
Source: ROJNA, SCBS Investment Research

Figure 5: Industrial land price in Prachinburi



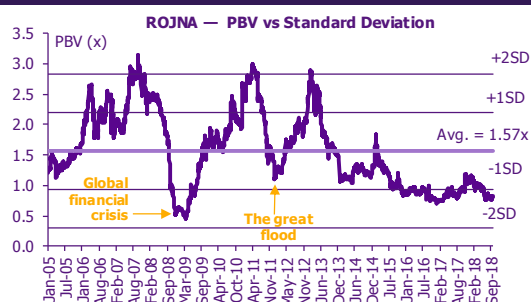
Source: CBRE

Figure 6: Industrial land price in Ayudhya



Source: CBRE

Figure 7: Forward PBV



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 8: SOTP valuation

	Method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Industrial land	NAV	9674	4.8
Utilities	12x PER	1197	0.6
Power	DCF	6363	3.1
Core EV		17234	5.4
Less: Net debt		(2180)	(1.1)
Net core EV		15054	7.5
GULF	MV	1650	0.8
Net equity value		16704	8.5

Source: SCBS Investment Research

ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น WHA

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

Bloomberg
Reuters

WHA TB
WHA.BK



พร้อมเดินหน้าสู่การเติบโต

WHA ปรับโครงสร้างธุรกิจและทำตามข้อตกลงกับธนาคารเรียบร้อยแล้ว ตอนนี้อัตรารส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทลดลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสมมากขึ้น ปัจจุบันบริษัทพร้อมแล้วที่จะขยายธุรกิจโดยดักดวงโอกาสจาก EEC เราคาดว่าจะขยายที่ดินเพิ่มขึ้นเท่าตัวในระยะ 3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะหนุนให้กำไรเติบโตที่ CAGR 16% กำไรที่แข็งแกร่งมากขึ้นใน 2H61 จะเป็นปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น ราคาหุ้นที่ปรับขึ้น 18% ในช่วง 6 สัปดาห์ที่ผ่านมาไม่ได้สะท้อนแนวโน้มที่แข็งแกร่งของบริษัท เราเริ่มโอกาสลงทุนใหม่เข้ามาไว้ในประมาณการ และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 15% สู่ 6.0 บาท ซึ่งให้ผลตอบแทนรวม 45% แนะนำ "ซื้อ"

พร้อมเติบโต WHA ปรับโครงสร้างธุรกิจและทำตามข้อตกลงที่ไว้กับธนาคารเพื่อกู้เงินมาซื้อ HEMRAJ เสร็จเรียบร้อยแล้ว ซึ่งส่งผลทำให้อัตรารส่วนหนี้สินต่อทุนของบริษัทปรับลดลงจากระดับสูงที่ 3.8 เท่าใน 3Q58 สู่ 1.7 เท่าใน 2Q61 และจะลดลงอีกใน 4Q61 ตอนนี้นับว่าพร้อมแล้วที่จะดักดวงโอกาสจาก EEC ซึ่งจะกระตุ้นให้ความต้องการก่อสร้างทรัพย์สินเพื่อการอุตสาหกรรมและโลจิสติกส์ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในฐานะที่เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการรายใหญ่ที่สุดในทั้งสองตลาดนี้ กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าของ WHA จึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นที่ CAGR 16% และจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 3.5-4.2% สำหรับปี 2561-2563

เป้าหมายปี 2561 สามารถทำได้ เนื่องจากมีลูกค้าในมือหลายราย เราจึงคาดว่า WHA จะสามารถเซ็นสัญญาขายที่ดินได้ 1,000 ไร่ใน 2H61 (เทียบกับ 173 ไร่ใน 1H61) โดยเซ็นหนังสือแสดงเจตจำนง (LoI) ไปแล้ว 700 ไร่ ซึ่งจะส่งผลทำให้อัตราส่วนที่ดินในปี 2561 มีจำนวนใกล้เคียงกับประมาณการของเราที่ 1,400 ไร่ +43% YoY เนื่องจากบริษัทเซ็น MoU และ LoI สำหรับก่อสร้างนิคมอุตสาหกรรมให้เข้าไปแล้ว 196,000 ตร.ม. สัญญาใหม่สำหรับก่อสร้างนิคมอุตสาหกรรมให้เข้าจึงมีแนวโน้มที่จะเป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2561 ที่ 250,000 ตร.ม. +128% YoY สะท้อนถึงสินทรัพย์จำนวนมากสำหรับขายและจะบันทึกกำไรจำนวนมาก

กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงมากใน 2H61 เราคาดว่ากำไรจะเติบโต QoQ ใน 3Q61 โดยเกิดจาก: 1) ค่าเงินบาทมีเสถียรภาพมากขึ้นเมื่อเทียบกับ USD ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของธุรกิจสาธารณูปโภคปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย 220 ลบ.; 2) รายได้ค่าเช่าที่เพิ่มขึ้น หลังจากลูกค้าใหม่รายหนึ่งเข้ามาใช้พื้นที่ 22,000 ตร.ม. ของโรงงานสำเร็จรูป (RBF) ในเดือนก.ค.; และ 3) การประหยัดดอกเบี้ยได้ 0.3% กำไรจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์มูลค่า 4.9 พันลบ. ใน 4Q61 จะทำให้ 4Q61 เป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ โดยสรุปแล้วเราคาดว่ากำไรใน 2H61 จะเติบโตกว่า 200% HoH ทั้งนี้การขายที่ดินจำนวนมากในปลาย 3Q61-4Q61 อาจจะทำให้การโอนกรรมสิทธิ์เลื่อนออกไปเป็นปีหน้า การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าการเลื่อนโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินออกไปทุกๆ 100 ไร่ จะส่งผลทำให้กำไรลดลง 140 ลบ. หรือ 4% ของประมาณการกำไรปี 2561 ที่ 3.5 พันลบ.

Upside WHA มี upside ที่เรายังไม่ได้นำมารวมไว้ในประมาณการ หรือ valuation ดังนี้: โครงการโซลาร์ฟลอป กำลังการผลิตสูงสุด 200MW (การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าการผลิตติดตั้งทุกๆ 1MW จะหนุนให้ NAV ปรับเพิ่มขึ้นได้ 11 ลบ.) ซึ่งจะช่วยให้ valuation ปรับเพิ่มขึ้นได้ 1.5 พันลบ. หรือ 0.10 บาท/หุ้น, โครงการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานขยะ (1.6MWe) และธุรกิจจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ (NGD) (WHA ถือหุ้นทางอ้อม 17.25%)

เพิ่มราคาเป้าหมาย, "ซื้อ" เราใช้สมมติฐานว่า WHA จะซื้อที่ดินเพิ่มขึ้นเดียวกับ AMATA และ ROJNA เพื่อสะสมที่ดินรอการพัฒนาเพื่อตอบสนองความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมในประเทศไทยที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก การกำหนดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไว้ไม่เกิน 2.0 เท่า ทำให้เราคาดว่าบริษัทจะซื้อที่ดินได้ 8,000 ไร่ เมื่อรวมกับการร่วมทุนกับ IRPC จัดตั้ง WHA Industrial Estate Rayong เพื่อพัฒนาที่ดิน 2,150 ไร่ หนุนให้เราปรับราคาเป้าหมายของ WHA เพิ่มขึ้น 15% สู่ 6.0 บาท เนื่องจากต้องใช้เวลาในการขออนุมัติ EIA และดำเนินการตามขั้นตอนอื่นๆ ดังนั้นรายได้จะเริ่มเข้ามาหลังปี 2563 ผลตอบแทนรวมน่าดึงดูดที่ 45% แนะนำ "ซื้อ"

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	17,821	9,514	8,514	11,115	12,839
EBITDA	(Btmn)	7,012	5,849	6,048	6,933	7,424
Core Profit	(Btmn)	2,898	3,002	3,475	4,106	4,637
Reported Profit	(Btmn)	2,898	3,266	3,475	4,106	4,637
Core EPS	(Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	(Bt)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2
P/E	(x)	21.0	20.2	17.5	14.8	13.1
EPS growth	(%)	57.8	3.6	15.8	18.1	12.9
P/BV	(x)	2.8	2.4	2.3	2.2	2.0
ROE	(%)	13.3	12.9	11.9	13.4	14.3
Dividend yield	(%)	3.6	3.3	3.5	4.2	4.7
FCF yield	(%)	(19.2)	(5.4)	0.5	(2.5)	(0.4)
EV/EBIT	(x)	14.0	15.7	18.0	15.5	14.5
EBIT growth, core	(%)	45.1	(16.2)	2.9	15.6	7.4
EV/CE	(x)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
ROCE	(%)	6.4	4.6	3.4	4.6	5.3
EV/EBITDA	(x)	12.8	14.4	16.5	14.3	13.4
EBITDA growth	(%)	42.1	(16.6)	3.4	14.6	7.1

Source: SCBS Investment Research

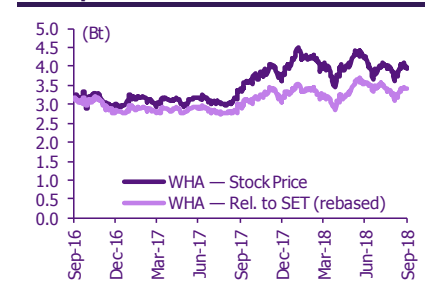
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	4.24
12-m target price (Bt)	6.00
Upside (Downside) to TP (%)	41.51
Mkt cap (Btmn)	60.78
Mkt cap (US\$mn)	1,877

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.34
Sector % SET	7.04
Shares issued (mn)	14,334
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	4.6 / 3.4
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.05
Foreign limit / actual (%)	49 / 17
Free float (%)	45.5
Dividend policy (%)	≥ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.6	14.0	18.4
Relative to SET	5.5	4.0	12.6

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	6.00
12-month dividend	(Bt)	0.15
Capital gain	(%)	41.51
Dividend yield	(%)	3.51
Total return	(%)	45.02

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	7,085	4,888	11,437	17,821	9,514	8,514	11,115	12,839
Cost of goods sold	(Btmn)	5,141	3,269	7,431	11,415	5,002	4,373	5,806	6,716
Gross profit	(Btmn)	1,945	1,619	4,006	6,406	4,512	4,142	5,309	6,124
SG&A	(Btmn)	132	283	1,133	1,495	1,702	1,494	1,658	1,767
Other income	(Btmn)	84	170	510	498	603	596	648	703
Interest expense	(Btmn)	183	295	2,284	2,432	1,617	1,274	1,337	1,271
Pre-tax profit	(Btmn)	1,714	1,210	1,099	2,977	1,796	1,970	2,962	3,788
Corporate tax	(Btmn)	249	224	87	813	188	197	296	379
Equity a/c profits	(Btmn)	(1)	(8)	1,038	1,006	1,963	2,290	2,096	1,807
Minority interests	(Btmn)	0	0	(213)	(272)	(569)	(588)	(656)	(580)
Core profit	(Btmn)	1,463	979	1,837	2,898	3,002	3,475	4,106	4,637
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	117	0	264	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,463	979	1,954	2,898	3,266	3,475	4,106	4,637
EBITDA	(Btmn)	1,907	1,512	4,936	7,012	5,849	6,048	6,933	7,424
Core EPS	(Bt)	0.16	0.10	0.13	0.20	0.21	0.24	0.29	0.32
Net EPS	(Bt)	0.16	0.10	0.14	0.20	0.23	0.24	0.29	0.32
DPS	(Bt)	0.76	0.00	0.00	0.15	0.14	0.15	0.18	0.20

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	3,332	5,682	26,233	22,059	19,367	20,963	21,219	21,520
Total fixed assets	(Btmn)	7,717	10,270	52,834	52,724	54,252	68,581	69,234	70,725
Total assets	(Btmn)	11,049	15,952	79,066	74,783	73,619	89,544	90,453	92,245
Total loans	(Btmn)	4,487	9,010	47,688	41,995	34,398	49,009	48,332	48,332
Total current liabilities	(Btmn)	2,530	2,931	20,902	15,414	8,007	23,903	22,926	26,526
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,365	8,541	36,505	37,408	37,078	35,793	36,093	32,493
Total liabilities	(Btmn)	6,895	11,472	57,407	52,821	45,086	59,696	59,019	59,019
Paid-up capital	(Btmn)	918	964	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
Total equity	(Btmn)	4,154	4,480	21,659	21,962	28,533	29,848	31,434	33,226
BVPS	(Bt)	0.5	0.5	1.3	1.5	1.8	1.9	2.0	2.1

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	1,463	979	1,837	2,898	3,002	3,475	4,106	4,637
Depreciation and amortization	(Btmn)	12	14	515	597	473	514	537	557
Operating cash flow	(Btmn)	196	(0)	4,510	(1,581)	1,761	(12,179)	1,886	2,650
Investing cash flow	(Btmn)	(1,648)	(4,599)	(33,584)	10,168	2,144	(1,082)	1,309	(339)
Financing cash flow	(Btmn)	981	4,651	31,266	(8,491)	(4,597)	12,450	(3,197)	(2,846)
Net cash flow	(Btmn)	(471)	51	2,191	95	(692)	(811)	(2)	(534)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	27.4	33.1	35.0	35.9	47.4	48.6	47.8	47.7
Operating margin	(%)	25.6	27.3	25.1	27.6	29.5	31.1	32.9	33.9
EBITDA margin	(%)	26.9	30.9	43.2	39.3	61.5	71.0	62.4	57.8
EBIT margin	(%)	26.7	30.6	38.7	36.0	56.5	65.0	57.5	53.5
Net profit margin	(%)	20.7	20.0	17.1	16.3	34.3	40.8	36.9	36.1
ROE	(%)	70.5	22.7	14.9	13.3	12.9	11.9	13.4	14.3
ROA	(%)	26.5	7.2	3.9	3.8	4.0	4.3	4.6	5.1
Net gearing	(x)	0.8	1.5	2.0	1.7	1.1	1.6	1.5	1.4
Interest coverage	(x)	4.0	1.6	0.3	0.5	0.9	0.3	0.3	0.3
Payout Ratio	(x)	44.5	0.5	0.0	75.9	61.4	61.4	61.4	61.4

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Land sales	(Rai)	2,200	665	1,043	835	973	1,400	1,750	2,150
Land transfer	(Rai)	2,407	1,250	911	614	1,023	1,056	1,460	1,840
Backlog	(Rai)	n.a.	n.a.	132	356	306	n.a.	n.a.	n.a.
RWH & RBF new contract	(Sqm)	61,559	16,978	1,356	35,595	52,023	50,000	50,000	50,000
Logistic WH new contract (excluding JV)	(Sqm)	441,560	164,585	191,661	141,581	109,565	90,000	96,750	96,750
Revenue from rent and services	(Btmn)	500	551	2,971	2,261	1,775	2,059	2,140	2,237
Revenue from property sales	(Btmn)	6,585	4,337	8,466	14,163	6,290	5,012	7,249	8,654
Revenue from water	(Btmn)	n.a.	n.a.	n.a.	1,397	1,448	1,444	1,726	1,948
Gross margin for rent and services	(%)	64.2	60.3	54.3	54.3	54.3	54.3	54.3	54.3
Gross margin for property sales	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	31.7	46.9	46.6	46.4	46.8
Gross margin for water	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	46.5	40.5	40.4	40.5	40.2

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total revenue	(Btmn)	1,300	13,973	971	2,563	1,250	4,730	2,648	1,597
Cost of goods sold	(Btmn)	621	9,342	519	1,249	692	2,542	1,528	860
Gross profit	(Btmn)	679	4,631	452	1,315	558	2,188	1,119	737
SG&A	(Btmn)	286	668	326	468	312	597	315	383
Other income	(Btmn)	108	171	137	158	127	181	127	182
Interest expense	(Btmn)	628	577	453	419	406	339	313	338
Pre-tax profit	(Btmn)	(127)	3,558	(191)	586	(32)	1,433	618	198
Corporate tax	(Btmn)	12	826	(25)	67	(3)	149	116	31
Equity a/c profits	(Btmn)	220	(155)	258	686	563	456	672	244
Minority interests	(Btmn)	(38)	(177)	(11)	(233)	(196)	(129)	(394)	(109)
Core profit	(Btmn)	43	2,401	81	972	339	1,611	780	303
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	167	97	0	0
Net Profit	(Btmn)	43	2,401	81	972	506	1,708	780	303
EBITDA	(Btmn)	868	4,126	656	1,814	1,056	2,323	1,058	656
Core EPS	(Bt)	0.00	0.17	0.01	0.07	0.02	0.11	0.05	0.02
Net EPS	(Bt)	0.00	0.17	0.01	0.07	0.04	0.12	0.05	0.02

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Total current assets	(Btmn)	27,765	22,059	21,924	22,413	20,546	19,367	19,555	21,081
Total fixed assets	(Btmn)	52,754	52,724	51,704	52,151	53,601	54,252	54,766	55,624
Total assets	(Btmn)	80,519	74,783	73,628	74,564	74,147	73,619	74,320	76,705
Total loans	(Btmn)	51,028	41,995	40,663	37,482	36,163	34,398	33,784	38,039
Total current liabilities	(Btmn)	22,925	15,414	16,495	10,446	9,507	8,007	7,250	9,563
Total long-term liabilities	(Btmn)	37,761	37,408	35,097	37,533	37,217	37,078	37,391	38,756
Total liabilities	(Btmn)	60,687	52,821	51,592	47,979	46,724	45,086	44,640	48,319
Paid-up capital	(Btmn)	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,433	1,433
Total equity	(Btmn)	19,833	21,962	22,036	26,585	27,423	28,533	29,680	28,386
BVPS	(Bt)	1.34	1.50	1.50	1.42	1.47	1.76	1.82	1.75

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Core Profit	(Btmn)	43	2,401	81	972	339	1,611	780	303
Depreciation and amortization	(Btmn)	146	146	137	122	119	95	126	119
Operating cash flow	(Btmn)	1,360	(2,323)	(476)	747	213	1,277	(333)	664
Investing cash flow	(Btmn)	(594)	11,061	1,853	(278)	(810)	1,380	2,056	(2,146)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,001)	(7,357)	(1,313)	466	(1,285)	(2,464)	(701)	(131)
Net cash flow	(Btmn)	(234)	1,381	64	934	(1,883)	193	1,022	(1,613)

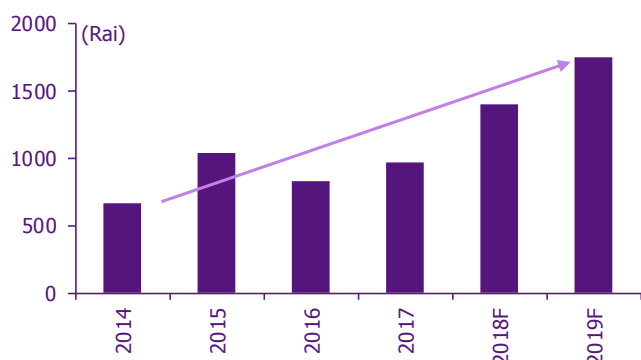
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Gross margin	(%)	52.2	33.1	46.5	51.3	44.7	46.3	42.3	46.2
Operating margin	(%)	30.3	28.4	12.9	33.0	19.7	33.6	30.4	22.2
EBITDA margin	(%)	66.8	29.5	67.6	70.8	84.5	49.1	39.9	41.1
EBIT margin	(%)	55.5	28.5	53.5	66.0	75.0	47.1	35.2	33.6
Net profit margin	(%)	3.3	17.2	8.3	37.9	40.5	36.1	29.5	19.0
ROE	(%)	0.9	45.9	1.5	16.0	5.0	23.0	10.7	4.2
ROA	(x)	0.2	12.4	0.4	5.2	1.8	8.7	4.2	1.6
Net gearing	(x)	2.4	1.7	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2
Interest coverage	(x)	1.4	7.2	1.4	4.3	2.6	6.9	3.4	1.9
Debt service cover	(x)	0.2	1.2	0.2	0.8	0.5	1.5	0.8	0.3

Main Assumptions

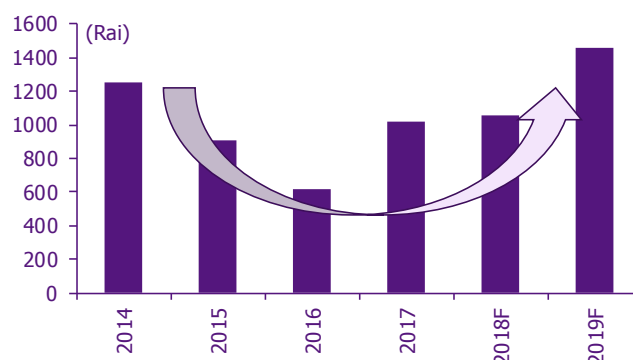
FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Land sales	(Rai)	291	189	514	70	138	254	110	63
Land transfer	(Rai)	85	320	0	671	55	324	130	250
Backlog	(Rai)	484	353	867	266	349	306	283	91
RWH & RBF new contract	(Sqm)	4,163	13,652	11,739	0	31,488	8,796	20,977	22,000
Logistic WH new contract	(Sqm)	29,100	57,865	13,845	42,001	4,785	48,934	14,475	0
Revenue from rent and services	(Btmn)	618	547	486	426	437	427	384	387
Revenue from property sales	(Btmn)	317	13,023	132	1,790	445	3,923	1,865	817
Revenue from water	(Btmn)	365	403	353	348	368	380	399	393
Gross margin for rent and services	(%)	68.0	38.4	62.1	50.5	52.8	53.1	44.1	46.5
Gross margin for property sales	(%)	42.1	31.8	15.5	53.0	38.3	46.2	42.5	46.6
Gross margin for water	(%)	34.3	67.8	36.7	43.2	42.7	39.6	39.5	44.9

Figure 1: WHA's land sales heading north...



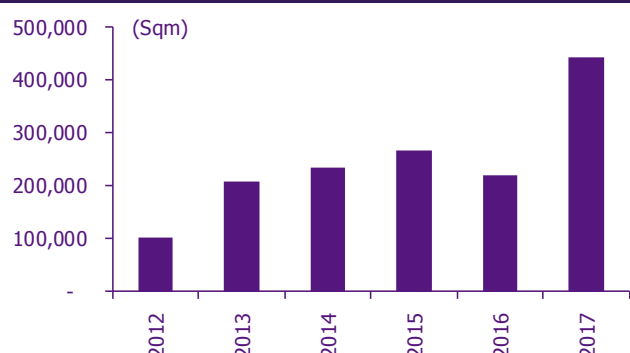
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 2: ... as are deed transfers



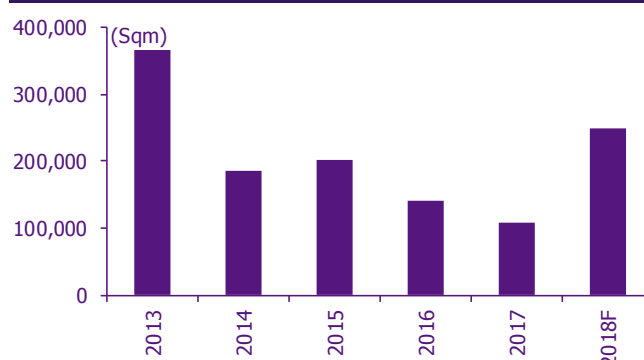
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 3: Logistics warehouse portfolio



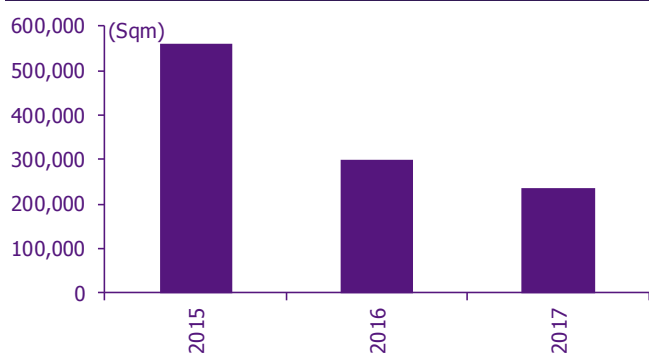
Source: WHA

Figure 4: New contracts for logistics warehouses



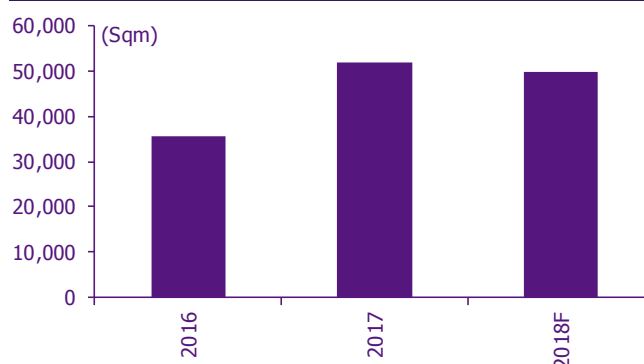
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 5: Industrial property (RWH, RBF) portfolio



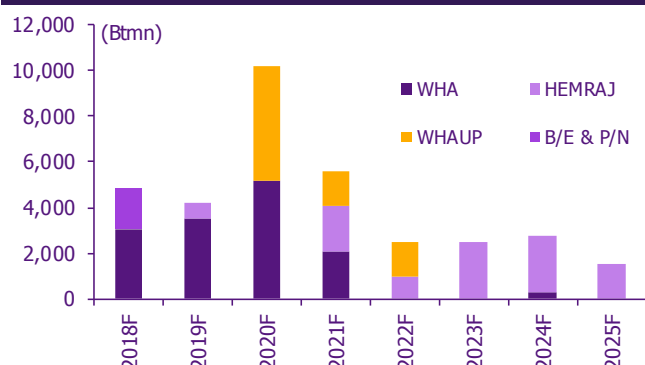
Source: WHA

Figure 6: New contracts for industrial property



Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 7: Debt maturity profile (as of June 2018)



Source: WHA

Figure 8: SOTP valuation

	Method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Industrial land	NAV	25,927	1.8
Industrial and logistic property	DCF	54,417	3.8
Core EV		80,344	5.6
Less: Net debt		(24,627)	(1.7)
Net core EV		55,717	3.9
WHAUP	DCF	23,344	1.6
WHABT	MV	309	0.0
HPF	MV	588	0.0
HREIT	MV	581	0.0
WHART	MV	3,371	0.2
Total equity value		83,910	6.0

Source: SCBS Investment Research

ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งพร้อมกับ valuation ที่น่าสนใจ

การขยายสินเชื่อของ BBL เริ่มได้รับประโยชน์จากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนภาคเอกชนตั้งแต่ 2Q61 พร้อมกับผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อที่ดีขึ้นและคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้น ทั้งนี้ในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ทั้งหมด BBL มีโอกาสดีที่สุดใน ROE จะกลับขึ้นมามีอยู่ในระดับก่อนวัฏจักร NPL ดังนั้นจึงมีโอกาสดีที่สุดใน valuation จะปรับขึ้นสู่ค่าเฉลี่ยในอดีต เรายืนยันเลือก BBL เป็น top pick เพราะราคาหุ้นมี upside 23% สู่ราคาเป้าหมายที่ 260 บาท (1.15 เท่าของประมาณการ BVPS กลางปี 2562)

มีโอกาสดีที่สุดที่จะขยายสินเชื่อได้เกินเป้า BBL มีโอกาสดีที่สุดที่จะรายงานสินเชื่อขยายตัวสูงกว่าเป้าที่ธนาคารวางไว้ในปี 2561 ที่ 5-6% เนื่องจากพอร์ตสินเชื่อของ BBL มีสินเชื่อภาคธุรกิจสัดส่วนสูงที่สุดที่ (86%) ซึ่งจะส่งผลทำให้ธนาคารได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการส่งออกและการลงทุนที่ฟื้นตัวได้ดี การเติบโตของสินเชื่อใน 2Q61 ที่ 4.4% QoQ หรือ 8.7 หมื่นลบ. แข็งแกร่งที่สุดนับตั้งแต่ 1Q54 เมื่อดูที่ยอดสินเชื่อ โดยสัดส่วนสินเชื่อแบบมีกำหนดระยะเวลา (term loan) ปรับตัวเพิ่มขึ้น แทนที่จะเป็นสินเชื่อเงินหมุนเวียน สะท้อนถึงประโยชน์จากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุน เราคาดว่า BBL จะขยายสินเชื่อได้ในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 3% ในปี 2560 สู่ 6% ในปี 2561 และ 8% ในปี 2562 เนื่องจากการลงทุนภาคเอกชนจะกลับมามีโมเมนตัมที่ดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการใช้จ่ายการบริโภคที่สูงขึ้น พร้อมกับการลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น โดยมีโครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ธปท.คาดการณ์ว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโตเร่งตัวขึ้นจาก 1.7% ในปี 2560 สู่ 3.7% ในปี 2561 และ 4.4% ในปี 2562

NIM จะเพิ่มขึ้นเพราะผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อดีขึ้นและอัตราดอกเบี้ยนโยบายมีแนวโน้มปรับขึ้น ผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้น 6 bps QoQ ใน 2Q61 แม้การเติบโตของสินเชื่อส่วนใหญ่ใน 2Q61 เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งโดยปกติแล้วให้ผลตอบแทนต่ำ และส่วนใหญ่เกิดขึ้นในเดือนมี.ย. (หมายถึงผลตอบแทนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น) แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนถึงผลตอบแทนจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่ดีขึ้น เพราะ BBL มีสัดส่วนสินเชื่อแบบมีกำหนดระยะเวลา (term loan) เพิ่มขึ้น แทนที่จะเป็นสินเชื่อเงินหมุนเวียนระยะสั้น และมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่า NIM จะเพิ่มขึ้นใน 2H61 โดยได้รับการสนับสนุนจากผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่า ธปท.จะทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่ 1Q62 เป็นต้นไป (หรืออย่างเร็วในเดือนธ.ค.ปีนี้) โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหนี้สินภาคครัวเรือนในสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานเกินไป เราคาดว่า NIM จะเพิ่มขึ้น 7-8 bps ต่อปี ในปี 2562-2563 เนื่องจาก BBL จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

ตั้งสำรองลดลง และมี upside การส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้นทำให้ BBL คาดว่า NPL จะไหลเข้าน้อยลง BBL ยังคงเป้าตั้งสำรองในปี 2561 ไว้ที่ 2.0 หมื่นลบ. (0.96% ของสินเชื่อรวม) เทียบกับ 2.24 หมื่นลบ. (1.13% ของสินเชื่อรวม) ในปี 2560 ทั้งๆ ที่ตั้งสำรองสูงกว่าค่าที่ 1.39 หมื่นลบ. (1.34% ของสินเชื่อรวม) ใน 1H61 ซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยที่สูงกว่าค่าคิด นอกจากนี้ยังมีแนวโน้ม upside จากการกลับรายการตั้งสำรอง 1.5 พันลบ. (รับรู้เป็นค่าใช้จ่ายอื่น) จากการค้าประกันให้ไทยทีวีดิจัล

Valuation น่าสนใจ และมีโอกาสดีที่สุดที่จะปรับขึ้น หุ่น BBL ซื้อขายที่ valuation ไม่แพงที่ PBV 0.9 เท่า (เทียบกับ ROE 10%) และ PE 9 เท่าในปี 2562 ทั้งนี้ในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ทั้งหมด BBL มีโอกาสดีที่สุดที่ ROE จะกลับขึ้นมาสู่ระดับก่อนวัฏจักร NPL (ปี 2549-2557) ภายใน 3 ปีข้างหน้า เนื่องจาก ROE ของธนาคารมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับขึ้นมาสู่ ROE เฉลี่ยในปี 2549-2557 ที่ 12% และ ROE เฉลี่ยในปี 2558-2560 ที่ 9% ดังนั้นจึงมีโอกาสดีที่สุดใน valuation ของธนาคาร (ปัจจุบันอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2556-2560 อยู่ 1SD) จะปรับขึ้นมาสู่ค่าเฉลี่ยในอดีต

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	47,543	55,379	59,946	64,122	70,273
Net profit	(Bt mn)	31,815	33,009	37,241	43,134	49,798
PPP/Sh	(Bt)	24.91	29.01	31.40	33.59	36.81
EPS	(Bt)	16.67	17.29	19.51	22.60	26.09
BVPS	(Bt)	198.56	210.45	217.57	233.34	251.51
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.83	7.91	9.13
P/PPP	(x)	8.51	7.31	6.75	6.31	5.76
PPP growth	(%)	(2.64)	16.48	8.25	6.97	9.59
P/E	(x)	12.72	12.26	10.87	9.38	8.13
EPS growth	(%)	(6.92)	3.75	12.82	15.82	15.45
P/BV	(x)	1.07	1.01	0.97	0.91	0.84
ROE	(%)	8.59	8.46	9.12	10.02	10.76
Dividend yield	(%)	3.07	3.07	3.22	3.73	4.31

Source: SCBS Investment Research

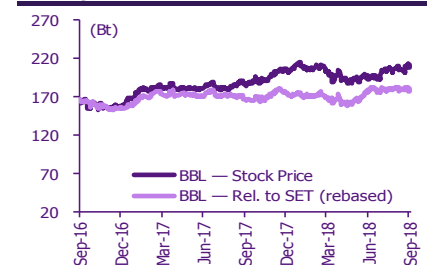
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	212.00
12-m target price (Bt)	260.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.64
Mkt cap (Btbn)	404.67
Mkt cap (US\$mn)	12,495

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.28
Sector % SET	13.23
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	217 / 184
Avg. daily 6m (US\$mn)	29.40
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	97.8
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	1.4	9.0	14.9
Relative to SET	(0.6)	(0.5)	9.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	260.00
12-month dividend	(Bt)	6.83
Capital gain	(%)	22.64
Dividend yield	(%)	3.22
Total return	(%)	25.86

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Interest & dividend income	(Btmn)	100,405	103,470	103,814	102,443	105,476	109,432	124,570	143,274
Interest expense	(Btmn)	44,526	44,483	46,304	38,445	38,851	38,552	47,395	57,525
Net interest income	(Btmn)	55,879	58,987	57,510	63,998	66,625	70,880	77,175	85,748
Non-interest income	(Btmn)	35,417	37,678	45,026	41,763	45,638	49,707	50,150	51,148
Non-interest expenses	(Btmn)	37,947	43,087	45,045	50,505	48,948	51,633	52,791	54,623
Pre-provision profit	(Btmn)	53,349	53,579	57,492	55,256	63,315	68,954	74,534	82,274
Provision	(Btmn)	8,593	8,687	14,654	15,728	22,370	22,705	20,987	20,475
Pre-tax profit	(Btmn)	44,755	44,892	42,838	39,528	40,946	46,248	53,546	61,798
Tax	(Btmn)	8,882	8,593	8,630	7,556	7,832	8,903	10,308	11,896
Equities & minority interest	(Btmn)	(32)	(23)	28	157	105	105	105	105
Core net profit	(Btmn)	35,906	36,322	34,181	31,815	33,009	37,241	43,134	49,798
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	35,906	36,322	34,181	31,815	33,009	37,241	43,134	49,798
EPS	(Bt)	18.81	19.03	17.91	16.67	17.29	19.51	22.60	26.09
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.83	7.91	9.13

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Cash	(Btmn)	53,550	59,899	61,432	66,338	65,473	66,343	67,413	68,874
Interbank assets	(Btmn)	407,632	532,205	372,007	394,612	437,738	473,217	513,535	551,537
Investments	(Btmn)	378,323	383,210	520,805	547,941	593,180	587,248	587,248	587,248
Gross loans	(Btmn)	1,752,667	1,782,233	1,868,903	1,941,093	2,003,989	2,124,228	2,294,166	2,523,583
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,571	4,233	4,279	4,653	5,061	5,061	5,061	5,061
Loan loss reserve	(Btmn)	92,583	91,925	104,187	119,518	140,021	155,822	172,221	187,650
Net loans	(Btmn)	1,664,656	1,694,541	1,768,995	1,826,227	1,869,029	1,973,467	2,127,006	2,340,994
Total assets	(Btmn)	2,596,507	2,759,890	2,835,852	2,944,230	3,076,310	3,214,965	3,413,861	3,671,450
Deposits	(Btmn)	1,935,272	2,058,779	2,090,965	2,178,141	2,310,743	2,453,432	2,622,228	2,845,117
Interbank liabilities	(Btmn)	124,296	140,048	128,681	130,928	133,584	133,584	133,584	133,584
Borrowings	(Btmn)	140,147	140,845	138,403	137,815	107,190	90,000	90,000	90,000
Total liabilities	(Btmn)	2,300,456	2,436,247	2,473,821	2,564,985	2,674,303	2,799,380	2,968,177	3,191,066
Minority interest	(Btmn)	116	152	199	229	283	283	283	283
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	295,936	323,491	361,832	379,016	401,724	415,301	445,401	480,101
BVPS	(Bt)	155.03	169.47	189.56	198.56	210.45	217.57	233.34	251.51

Key Assumptions and Financial Ratios

	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Growth									
YoY loan growth	(%)	9.24	1.69	4.86	3.86	3.24	6.00	8.00	10.00
YoY non-NII growth	(%)	16.60	6.39	19.50	(7.25)	9.28	8.91	0.89	1.99
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.09	3.95	3.80	3.63	3.56	3.52	3.79	4.06
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.09	1.96	1.97	1.60	1.55	1.47	1.72	1.95
Spread	(%)	2.00	1.99	1.83	2.03	2.01	2.04	2.07	2.12
Net interest margin	(%)	2.28	2.25	2.11	2.27	2.25	2.28	2.35	2.43
ROE	(%)	12.61	11.73	9.98	8.59	8.46	9.12	10.02	10.76
ROA	(%)	1.43	1.36	1.22	1.10	1.10	1.18	1.30	1.41
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.47	2.53	3.01	3.55	4.36	4.03	3.92	3.75
LLR/NPLs	(%)	214.17	204.07	185.30	173.61	160.17	181.81	191.46	198.49
Provision expense/Total loans	(%)	0.49	0.49	0.78	0.81	1.12	1.07	0.91	0.81
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.45	81.02	83.83	83.81	82.88	83.52	84.59	85.98
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	43.90	47.56	48.08	50.26	46.78	46.27	44.43	42.38
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	16.92	17.41	17.86	18.32	18.16	17.25	17.03	16.61
Tier-1	(%)	14.40	15.11	15.78	16.40	16.62	15.78	15.65	15.34
Tier-2	(%)	2.52	2.30	2.08	1.92	1.54	1.47	1.38	1.27

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Interest & dividend income	(Btmn)	25,501	25,521	25,649	26,214	26,753	26,860	26,583	27,468
Interest expense	(Btmn)	9,436	9,218	9,372	9,646	9,928	9,906	9,460	9,895
Net interest income	(Btmn)	16,066	16,303	16,277	16,568	16,825	16,955	17,123	17,573
Non-interest income	(Btmn)	10,837	11,009	10,856	11,419	11,599	11,764	14,380	13,622
Non-interest expenses	(Btmn)	12,095	12,955	11,082	12,846	11,938	13,081	12,594	13,376
Earnings before tax & provision	(Btmn)	14,808	14,357	16,052	15,141	16,485	15,637	18,909	17,819
Provision	(Btmn)	4,946	3,596	5,806	5,688	6,259	4,617	7,322	6,533
Pre-tax profit	(Btmn)	9,862	10,760	10,246	9,453	10,226	11,020	11,587	11,286
Tax	(Btmn)	1,785	2,469	1,951	1,388	2,036	2,457	2,522	2,041
Equities & minority interest	(Btmn)	16	24	(10)	18	29	68	60	51
Core net profit	(Btmn)	8,061	8,267	8,305	8,047	8,161	8,496	9,005	9,194
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	8,061	8,267	8,305	8,047	8,161	8,496	9,005	9,194
EPS	(Bt)	4.22	4.33	4.35	4.22	4.28	4.45	4.72	4.82

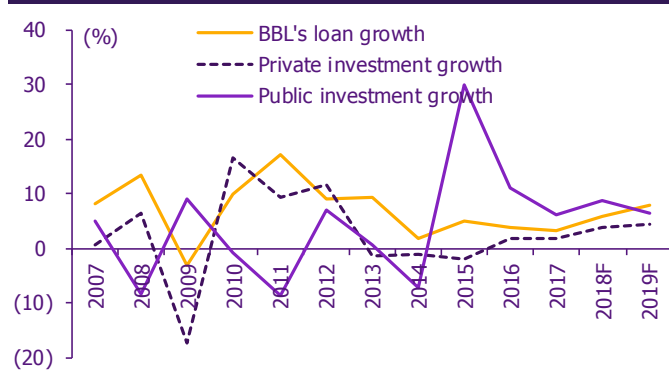
Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Cash	(Btmn)	49,933	66,338	55,536	51,782	54,985	65,473	57,980	55,924
Interbank assets	(Btmn)	421,451	394,612	504,369	514,488	607,775	437,738	634,237	494,489
Investments	(Btmn)	498,931	547,941	527,049	516,188	495,351	593,180	524,753	589,197
Gross loans	(Btmn)	1,901,900	1,941,093	1,923,953	1,978,391	1,938,619	2,003,989	1,978,511	2,065,487
Accrued interest receivable	(Btmn)	3,711	4,653	3,856	3,888	4,761	5,061	4,851	5,179
Loan loss reserve	(Btmn)	116,757	119,518	124,446	129,918	135,840	140,021	146,807	147,164
Net loans	(Btmn)	1,788,854	1,826,227	1,803,363	1,852,361	1,807,540	1,869,029	1,836,555	1,923,502
Total assets	(Btmn)	2,875,539	2,944,230	2,995,623	3,041,132	3,073,691	3,076,310	3,173,916	3,175,340
Deposits	(Btmn)	2,106,870	2,178,141	2,244,032	2,297,918	2,300,958	2,310,743	2,334,078	2,349,857
Interbank liabilities	(Btmn)	144,797	130,928	117,580	114,538	133,365	133,584	213,009	204,367
Borrowings	(Btmn)	133,678	137,815	133,236	131,595	129,518	107,190	89,777	95,766
Total liabilities	(Btmn)	2,504,482	2,564,985	2,609,526	2,656,343	2,680,473	2,674,303	2,768,225	2,775,166
Minority interest	(Btmn)	170	229	187	257	199	283	228	324
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	370,887	379,016	385,910	384,532	393,019	401,724	405,462	399,850
BVPS	(Bt)	194.30	198.56	202.17	201.45	205.89	210.45	212.41	209.47

Financial Ratios

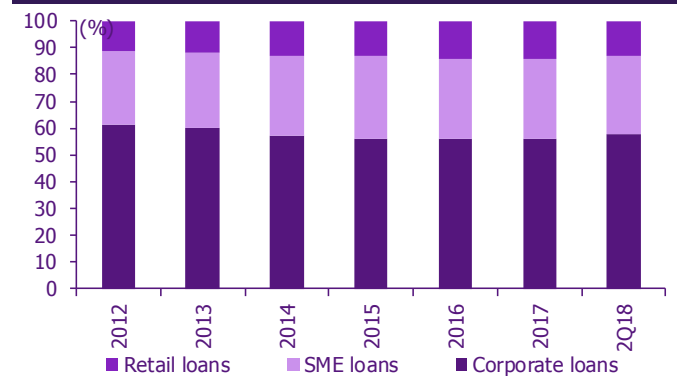
		3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Growth									
YoY loan growth	(%)	5.08	3.86	2.61	3.75	1.93	3.24	2.84	4.40
YoY non-NII growth	(%)	(11.58)	2.50	2.31	22.71	7.03	6.86	32.45	19.29
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.59	3.58	3.51	3.52	3.54	3.54	3.45	3.50
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.56	1.53	1.52	1.53	1.55	1.55	1.46	1.50
Spread	(%)	2.02	2.05	2.00	1.98	1.98	1.99	1.99	2.00
Net interest margin	(%)	2.26	2.29	2.23	2.22	2.22	2.23	2.22	2.24
ROE	(%)	8.71	8.82	8.69	8.36	8.40	8.55	8.92	9.13
ROA	(%)	1.12	1.12	1.11	1.06	1.06	1.10	1.13	1.16
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	3.85	3.55	4.04	4.34	4.55	4.36	4.66	4.04
LLR/NPLs	(%)	159.53	173.61	160.01	151.16	153.96	160.17	159.29	176.29
Provision expense/Total loans	(%)	1.04	0.74	1.21	1.15	1.29	0.92	1.48	1.27
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.89	83.81	80.93	81.43	79.76	82.88	81.63	84.46
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	47.81	50.71	43.29	49.85	46.41	47.49	45.59	46.86
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	18.83	18.32	18.25	18.15	18.73	18.16	17.98	17.22
Tier-1	(%)	16.87	16.40	16.45	16.36	16.96	16.62	16.43	15.70
Tier-2	(%)	1.96	1.92	1.80	1.78	1.77	1.54	1.55	1.52

Figure 1: Loan growth



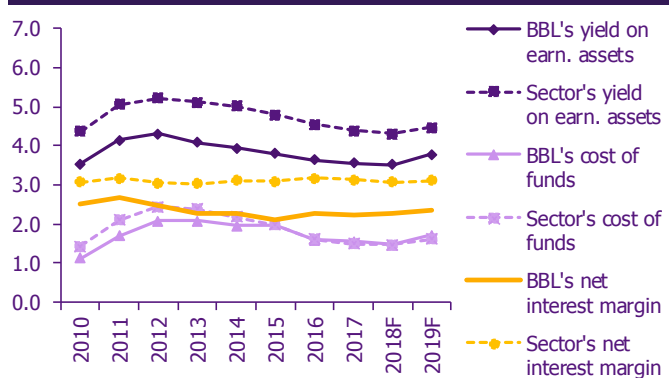
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's loan breakdown



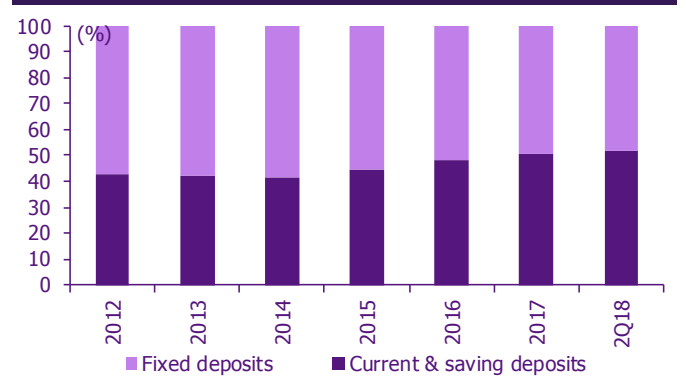
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM, yield on earnings assets, funding cost



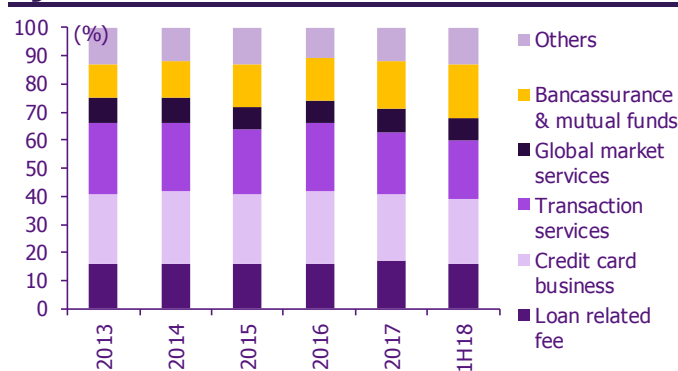
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 4: BBL's deposit breakdown



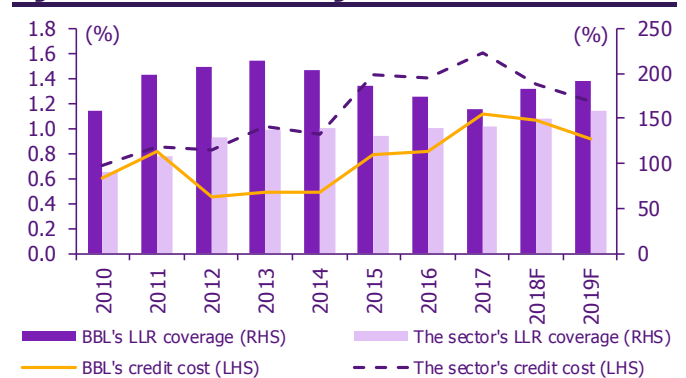
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: BBL's fee income breakdown



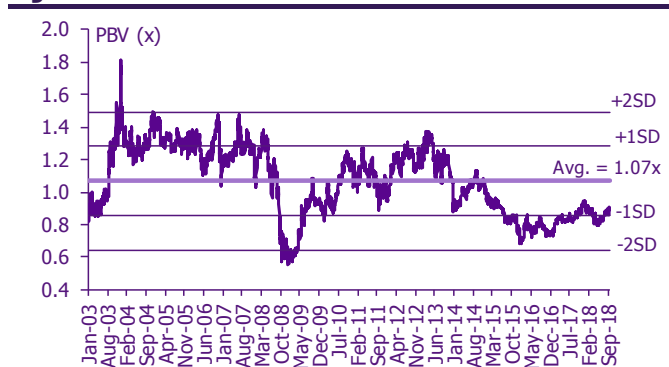
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: BBL's LLR coverage and credit cost



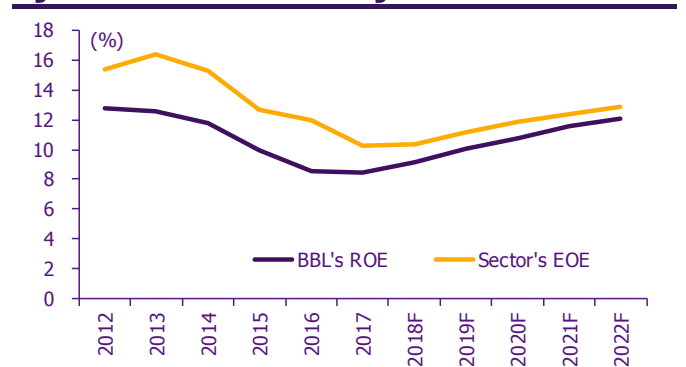
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 7: BBL's PBV



Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 8: BBL's ROE vs Banking sector ROE



Source: BBL and SCBS Investment Research



ถ้าเราจะเติบโตสูงที่สุดและมี upside

เราคาดว่า การปรับพอร์ตสินเชื่อบริษัทจะเปิดโอกาสให้ KTB ตั้งสำรองลดลงได้มากที่สุด และมี upside เราคาดว่าสินเชื่อบริษัทจะเติบโตเร็วที่สุดใน 2H61 และปี 2562 เพราะไม่มีการปรับลดสินเชื่อบริษัทจากการปรับพอร์ตสินเชื่อบริษัทขึ้นซ้ำอีก และได้ประโยชน์จากกฎจักรการลงทุน เรายังคงเลือก KTB เป็น top Buy เนื่องจาก KTB ยังคงมี valuation ที่น่าสนใจที่ PBV 0.85 เท่า เทียบกับ ROE 10% ในปี 2562 ทั้งๆ ที่ราคาหุ้นปรับขึ้นมาแล้วถึง 22% (เทียบกับ SET ที่ +10%) ตั้งแต่สิ้น 2Q61

ตั้งสำรองลดลงมากที่สุด และมี Upside เราเล็งเห็นแนวโน้ม upside 2 อย่างต่อประมาณการของเราที่คาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่มีกำไรสุทธิปี 2561 เติบโตสูงที่สุดที่ 22% จากการตั้งสำรองลดลงมากที่สุดถึง 27% สู่ 3.3 หมื่นลบ. (1.65% ของสินเชื่อบริษัท) ในปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากการเร่งปรับพอร์ตสินเชื่อบริษัทของธนาคารเพื่อลดสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อบริษัทที่มีความเสี่ยงสูง และเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง upside แรก KTB กล่าวว่าการคาดการณ์การตั้งสำรองใน 2H61 ในระดับทรงตัว HoH แต่เราคาดการณ์ตามหลักความระมัดระวังว่าค่าใช้จ่ายตั้งสำรองใน 2H61 จะเพิ่มขึ้น 41% HoH โดยปล่อยให้การตั้งสำรองลดลงเป็น upside upside ที่สอง มี upside จากการขายที่ดินหลักประกันสำหรับสินเชื่อบริษัท AQ ในรูปการโอนกลับค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจำนวน 4 พันลบ. ซึ่งจะหนุนให้ LLR coverage ปรับขึ้นสู่ 132% จาก 124% ณ 2Q61 บวกกับรายได้ดอกเบี้ยอีกประมาณ 2 พันลบ. การขายทอดตลาดที่ดินหลักประกันดังกล่าวจะมีขึ้นในวันที่ 17 ตุลาคม, 7 พฤศจิกายน, 28 พฤศจิกายน และ 19 ธันวาคม ศาลฎีกามีคำสั่งให้ AQ ชดเชยค่าเสียหายจำนวน 1.0 หมื่นลบ. (เริ่มต้น 8 พันลบ.) ให้แก่ KTB โดย AQ จ่ายชำระไปแล้วจำนวน 1.64 พันลบ. คงเหลือภาระหนี้สินที่ต้องชดเชยจำนวน 8.4 พันลบ. ราคาขายทอดตลาดของที่ดินหลักประกันซึ่งกำหนดโดยคณะกรรมการกำหนดราคาอยู่ที่ 8.95 พันลบ. สูงกว่าจำนวนหนี้คงเหลือ 8.4 พันลบ.

สินเชื่อบริษัทจะเติบโตเร็วที่สุดใน 1H61 ของ KTB ที่เติบโต 2.2% YoY (1.1% YTD) ถูกจุดรั้งโดยการปรับลดสินเชื่อบริษัทที่ปล่อยให้แก่กลุ่มที่ให้อัตราผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงไม่สมเหตุผล ผล เช่น สหกรณ์ ลง 3.0 หมื่นลบ. (-1.5%) อัตราการขยายตัวของสินเชื่อบริษัทปรับเพิ่มขึ้นสู่ 4.9% YoY (2.2% YTD) ณ เดือนส.ค. โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อบริษัทเกี่ยวกับภาครัฐที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง และการปล่อยสินเชื่อบริษัทให้แก่ภาคเอกชนมากขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อบริษัทจะเติบโตในอัตราที่เร็วขึ้นจาก 4.9% YoY (2.2% YTD) ณ เดือนส.ค. สู่ 6% ณ สิ้นปี 2561 และ 8% ในปี 2562 เพราะไม่มีรายการพิเศษ คือ การปรับลดสินเชื่อบริษัทที่ปล่อยให้แก่กลุ่มสหกรณ์ลง 3.0 หมื่นลบ. เกิดซ้ำอีก และได้ประโยชน์จากการลงทุนที่เร็วขึ้น

NIM จะเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย เราคาดว่า ธปท.จะทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายตั้งแต่ 1Q62 เป็นต้นไป (หรืออย่างน้อยในเดือนธ.ค.ปี) โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหนี้สินภาคครัวเรือนในสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานเกินไป ธนาคารขนาดใหญ่อย่าง KTB จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย โดยมีสาเหตุมาจากรยะเวลาเหลือสำหรับการปรับเปลี่ยนอัตราดอกเบี้ยเงินกู้กับอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก เราคาดว่า NIM จะเพิ่มขึ้น 6-7 bps ต่อปี ในปี 2562-2563

Top Buy เรายังคงเลือก KTB เป็น top Buy ด้วยราคาเป้าหมาย 23 บาท (1 เท่าของประมาณการ BVPS กลางปี 2562) เนื่องจาก: 1) KTB มี valuation น่าสนใจที่สุดในกลุ่มธนาคาร ที่ PBV 0.85 เท่า เทียบกับ ROE 10% ในปี 2562 2) KTB มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่เร็วขึ้น และ 3) KTB จะเป็นธนาคารที่กำไรเติบโตสูงที่สุด โดยเกิดจากการตั้งสำรองลดลงมากที่สุดในปีนี้ และมี upside เกี่ยวกับการตั้งสำรอง

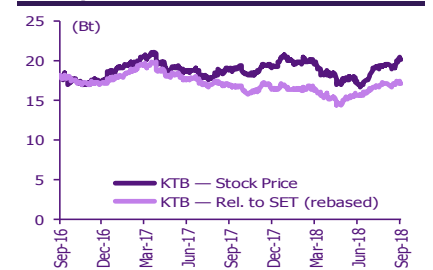
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	20.00
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.00
Mkt cap (Btbn)	279.52
Mkt cap (US\$mn)	8,631

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.58
Sector % SET	13.23
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	20.8 / 16.7
Avg. daily 6m (US\$mn)	19.83
Foreign limit / actual (%)	25 / 12
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	2.6	19.0	7.5
Relative to SET	0.5	8.6	2.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	23.00
12-month dividend	(Bt)	0.75
Capital gain	(%)	15.00
Dividend yield	(%)	3.73
Total return	(%)	18.73

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	65,733	67,274	60,351	62,965	66,903
Net profit	(Bt mn)	32,304	22,440	27,413	31,985	36,906
PPP/Sh	(Bt)	4.70	4.81	4.32	4.50	4.79
EPS	(Bt)	2.31	1.60	1.96	2.29	2.64
BVPS	(Bt)	19.59	20.59	21.70	23.25	25.02
DPS	(Bt)	0.86	0.61	0.75	0.87	1.00
P/PPP	(x)	4.25	4.16	4.63	4.44	4.18
PPP growth	(%)	11.35	2.34	(10.29)	4.33	6.25
P/E	(x)	8.66	12.46	10.20	8.74	7.58
EPS growth	(%)	13.37	(30.53)	22.16	16.68	15.38
P/BV	(x)	1.02	0.97	0.92	0.86	0.80
ROE	(%)	12.43	7.99	9.27	10.18	10.94
Dividend yield	(%)	4.30	3.05	3.73	4.35	5.02

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Interest & dividend income	(Btmn)	111,403	128,230	132,525	129,230	122,507	120,697	130,249	141,285
Interest expense	(Btmn)	46,921	51,072	51,657	42,264	36,729	36,816	40,672	44,767
Net interest income	(Btmn)	64,481	77,158	80,868	86,966	85,778	83,881	89,577	96,518
Non-interest income	(Btmn)	26,611	27,960	32,701	34,619	35,095	35,348	35,500	35,658
Non-interest expenses	(Btmn)	40,313	48,145	50,920	50,631	49,396	51,639	53,394	54,971
Pre-provision profit	(Btmn)	50,779	56,973	62,650	70,953	71,477	67,590	71,683	77,205
Provision	(Btmn)	12,311	18,643	30,542	33,429	44,833	32,938	30,980	29,997
Pre-tax profit	(Btmn)	38,468	38,330	32,108	37,524	26,643	34,652	40,703	47,208
Tax	(Btmn)	7,778	7,184	5,605	7,063	4,797	6,930	8,141	9,442
Equities & minority interest	(Btmn)	(3,238)	(2,045)	(1,990)	(1,843)	(594)	309	577	860
Core net profit	(Btmn)	33,929	33,191	28,494	32,304	22,440	27,413	31,985	36,906
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	33,929	33,191	28,494	32,304	22,440	27,413	31,985	36,906
EPS	(Bt)	2.43	2.37	2.04	2.31	1.60	1.96	2.29	2.64
DPS	(Bt)	0.88	0.90	0.76	0.86	0.61	0.75	0.87	1.00

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Cash	(Btmn)	50,690	74,770	71,470	72,106	73,573	74,318	74,865	75,530
Interbank assets	(Btmn)	448,572	456,721	397,358	431,638	559,827	531,836	531,836	531,836
Investments	(Btmn)	241,783	258,495	261,732	242,265	228,246	228,246	228,246	228,246
Gross loans	(Btmn)	1,711,090	1,952,996	2,027,440	1,904,089	1,938,082	2,054,366	2,218,716	2,396,213
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,647	5,601	5,901	5,271	5,212	5,212	5,212	5,212
Loan loss reserve	(Btmn)	61,807	76,021	85,957	110,781	125,381	136,319	147,299	157,296
Net loans	(Btmn)	1,653,931	1,882,576	1,947,385	1,798,578	1,817,912	1,923,259	2,076,629	2,244,129
Total assets	(Btmn)	2,514,771	2,789,143	2,815,330	2,689,446	2,864,373	2,944,740	3,100,979	3,271,524
Deposits	(Btmn)	1,883,781	2,151,268	2,135,499	1,972,404	2,070,875	2,131,965	2,263,081	2,404,977
Interbank liabilities	(Btmn)	200,989	162,015	194,243	203,166	228,691	228,691	228,691	228,691
Borrowings	(Btmn)	133,001	146,171	116,240	120,691	110,626	110,626	110,626	110,626
Total liabilities	(Btmn)	2,308,680	2,553,276	2,565,032	2,410,299	2,570,149	2,631,240	2,762,356	2,904,251
Minority interest	(Btmn)	0	3,724	4,415	5,218	6,358	10,036	13,590	17,487
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	206,090	232,142	245,883	273,929	287,867	303,464	325,034	349,786
BVPS	(Bt)	14.74	16.60	17.59	19.59	20.59	21.70	23.25	25.02

Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Growth									
YoY loan growth	(%)	11.83	14.14	3.81	(6.08)	1.79	6.00	8.00	8.00
YoY non-NII growth	(%)	20.98	5.07	16.96	5.86	1.37	0.72	0.43	0.44
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.88	5.05	4.93	4.88	4.55	4.27	4.41	4.52
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.22	2.18	2.11	1.78	1.56	1.51	1.60	1.67
Spread	(%)	2.66	2.86	2.82	3.09	2.99	2.76	2.80	2.85
Net interest margin	(%)	2.83	3.04	3.01	3.28	3.19	2.97	3.03	3.09
ROE	(%)	17.45	15.15	11.92	12.43	7.99	9.27	10.18	10.94
ROA	(%)	1.42	1.25	1.02	1.17	0.81	0.94	1.06	1.16
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	3.29	2.94	3.76	4.77	5.30	5.26	5.10	4.95
LLR/NPLs	(%)	109.47	132.24	112.55	121.57	121.71	126.27	130.24	132.58
Provision expense/Total loans	(%)	0.72	0.95	1.51	1.76	2.31	1.60	1.40	1.25
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.84	85.01	90.04	90.97	88.84	91.61	93.47	95.25
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	44.26	45.80	44.84	41.64	40.87	43.31	42.69	41.59
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	14.78	14.47	14.84	16.61	17.20	17.62	17.36	17.16
Tier-1	(%)	10.17	10.64	11.17	12.81	13.48	14.07	14.05	14.07
Tier-2	(%)	4.61	3.83	3.68	3.80	3.72	3.55	3.31	3.09

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Interest & dividend income	(Btmn)	31,996	31,648	31,157	30,698	30,370	30,283	29,505	29,878
Interest expense	(Btmn)	10,401	9,795	9,337	9,093	9,112	9,187	8,965	9,079
Net interest income	(Btmn)	21,595	21,853	21,820	21,604	21,259	21,095	20,540	20,799
Non-interest income	(Btmn)	9,198	8,612	8,439	7,718	8,424	10,514	8,396	8,356
Non-interest expenses	(Btmn)	13,137	13,033	12,601	11,687	12,475	12,634	13,525	12,259
Earnings before tax & provision	(Btmn)	17,656	17,432	17,658	17,636	17,208	18,975	15,411	16,896
Provision	(Btmn)	7,636	9,429	7,460	13,878	9,918	13,577	6,908	6,770
Pre-tax profit	(Btmn)	10,020	8,003	10,198	3,758	7,290	5,397	8,503	10,126
Tax	(Btmn)	1,818	1,475	2,041	713	1,440	603	1,689	2,082
Equities & minority interest	(Btmn)	(421)	(934)	(375)	(177)	(22)	(21)	28	336
Core net profit	(Btmn)	8,622	7,463	8,532	3,222	5,872	4,815	6,787	7,708
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	8,622	7,463	8,532	3,222	5,872	4,815	6,787	7,708
EPS	(Bt)	0.62	0.53	0.61	0.23	0.42	0.34	0.49	0.55

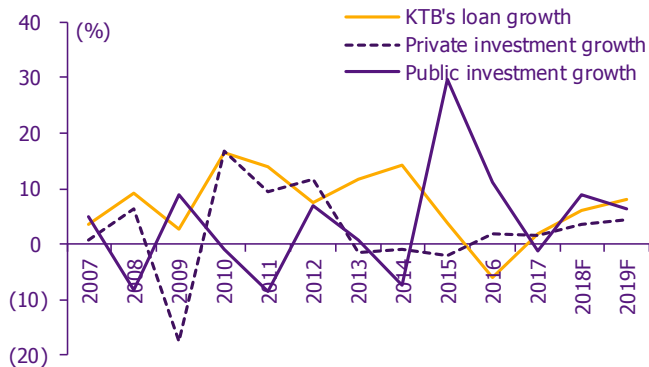
Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Cash	(Btmn)	63,839	72,106	69,570	67,239	64,167	73,573	70,401	66,501
Interbank assets	(Btmn)	446,999	431,638	426,887	426,469	466,503	559,827	585,221	521,214
Investments	(Btmn)	239,967	242,265	259,809	221,676	225,550	228,246	203,649	191,816
Gross loans	(Btmn)	1,906,053	1,904,089	1,913,287	1,918,010	1,875,807	1,938,082	1,928,205	1,959,549
Accrued interest receivable	(Btmn)	3,378	5,271	3,554	3,159	5,020	5,212	5,462	4,988
Loan loss reserve	(Btmn)	103,908	110,781	112,541	111,466	119,649	125,381	129,598	136,586
Net loans	(Btmn)	1,805,523	1,798,578	1,804,299	1,809,703	1,761,178	1,817,912	1,804,069	1,827,950
Total assets	(Btmn)	2,689,178	2,689,446	2,696,367	2,672,038	2,668,061	2,864,373	2,887,501	2,804,772
Deposits	(Btmn)	1,973,357	1,972,404	1,991,444	1,962,422	1,950,086	2,070,875	2,033,068	2,040,349
Interbank liabilities	(Btmn)	209,716	203,166	190,367	186,650	184,108	228,691	250,239	193,603
Borrowings	(Btmn)	118,926	120,691	113,746	116,807	116,261	110,626	110,375	112,163
Total liabilities	(Btmn)	2,413,012	2,410,299	2,408,139	2,392,324	2,378,397	2,570,149	2,587,650	2,509,090
Minority interest	(Btmn)	4,928	5,218	5,588	5,464	5,892	6,358	6,969	6,938
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	271,238	273,929	282,640	274,250	283,773	287,867	292,882	288,744
BVPS	(Bt)	19.40	19.59	20.22	19.62	20.30	20.59	20.95	20.65

Financial Ratios

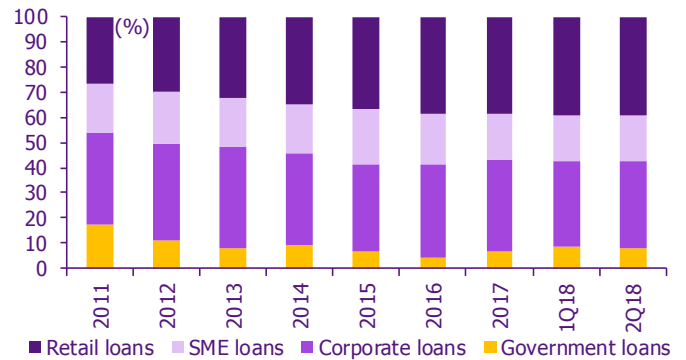
FY December 31		3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Growth									
YoY loan growth	(%)	(3.93)	(6.08)	(3.87)	(2.81)	(1.59)	1.79	0.78	2.17
YoY non-NII growth	(%)	(3.49)	0.69	(4.35)	(3.35)	(8.42)	22.08	(0.52)	8.26
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.77	4.85	4.78	4.72	4.69	4.50	4.23	4.32
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.76	1.70	1.63	1.59	1.61	1.58	1.49	1.53
Spread	(%)	3.01	3.15	3.15	3.12	3.07	2.93	2.73	2.79
Net interest margin	(%)	3.22	3.35	3.35	3.32	3.28	3.14	2.94	3.01
ROE	(%)	12.95	10.95	12.26	4.63	8.42	6.74	9.35	10.60
ROA	(%)	1.28	1.11	1.27	0.48	0.88	0.67	0.94	1.10
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	5.16	4.79	5.25	5.17	5.53	5.32	5.59	5.64
LLR/NPLs	(%)	105.58	121.57	112.11	112.50	115.37	121.71	120.25	123.54
Provision expense/Total loans	(%)	1.60	1.98	1.56	2.89	2.11	2.80	1.43	1.38
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	91.10	90.97	90.88	92.25	90.78	88.84	89.96	91.04
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	42.66	42.78	41.64	39.86	42.03	39.97	46.74	42.05
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	16.66	16.61	16.04	16.26	16.60	17.20	17.49	17.57
Tier-1	(%)	12.85	12.81	12.54	12.77	13.10	13.48	13.73	13.79
Tier-2	(%)	3.80	3.80	3.50	3.49	3.50	3.72	3.76	3.78

Figure 1: Loan growth



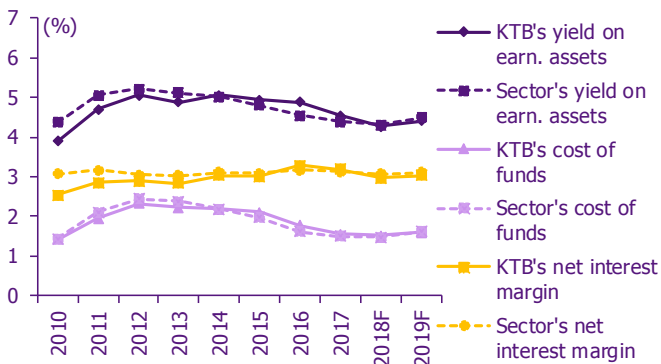
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: KTB's loans broken down by segment



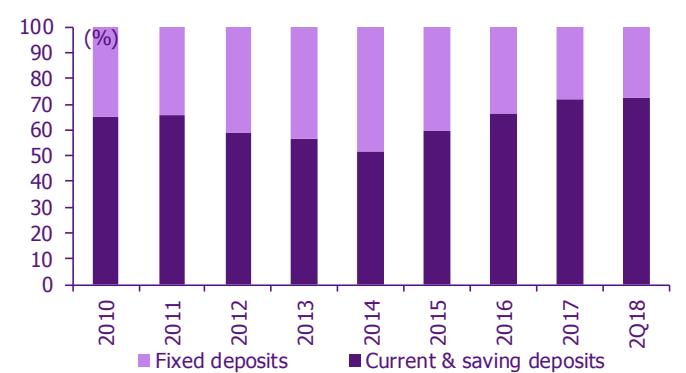
Source: KTB and SCBS Investment Research

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



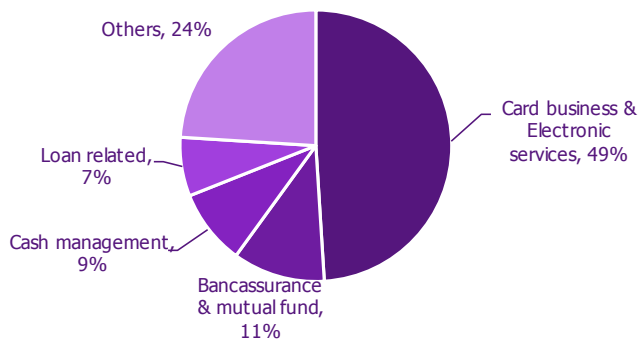
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 4: KTB's deposit breakdown



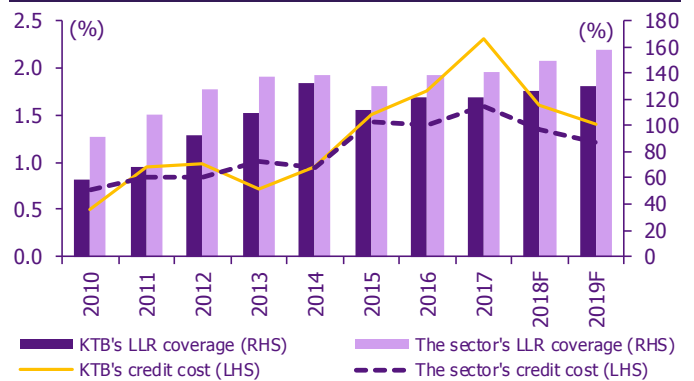
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: KTB's 2Q18 fee & service income breakdown



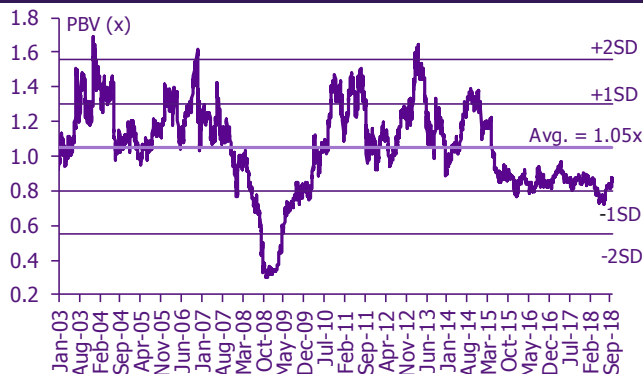
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage and credit cost



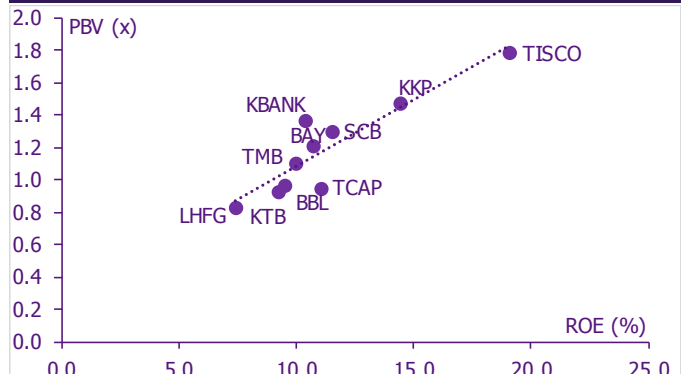
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 7: KTB's PBV



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Banking sector valuation map



Source: SCBS Investment Research



ถูกลงโทษมากเกินไป

TMB ปรับตัว underperform SETBANK หลังจากผลประกอบการ 1H61 ออกมาไม่ดีหวัง ซึ่งเรามองว่าเป็นการลงโทษที่มากเกินไป เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมของ TMB จะเติบโตสูงกว่าธนาคารอื่นๆ อย่างต่อเนื่อง โดย NIM จะฟื้นตัวดีขึ้น อีกทั้งยังมี upside จากหนี้สูญได้รับคืนที่เกิดจากนโยบายตัดหนี้สูญเชิงรุก และการค้าประกันสินเชื่อโดย บสย. ราคาหุ้น TMB มี upside 19% สู่ราคาเป้าหมายที่ 2.75 บาท

รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตโดดเด่น และมี upside จากการขาย TMBAM รายได้ค่าธรรมเนียมและธุรกิจประกันของ TMB มีแนวโน้มเติบโตโดดเด่นที่ 7% ในปี 2561 และปี 2562 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 0% ทั้งนี้เป็นเพราะธนาคารยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมเพื่อแลกกับเงินฝากต้นทุนต่ำในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา ส่งผลทำให้ธนาคารได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัลเมื่อไม่นานนี้ของธนาคารอื่นๆ TMB วางแผนกระจายแหล่งรายได้ค่าธรรมเนียมของธนาคารไปสู่แพลตฟอร์มการลงทุนที่สมดุลมากขึ้น หลังจากได้รับผลกระทบจากเม็ดเงินลงทุนต่างชาติที่ปรับตัวลดลงใน 2Q61 นอกจากนี้ยังมี upside จากกำไรจากการขายหุ้น 65% ใน TMBAM ให้แก่ Prudential Corporation Asia Limited (PCAL) และการขายหุ้นที่เหลืออีก 35% ให้แก่ PCAL ในอนาคต เพื่อจับมือเป็นพันธมิตรกับ Eastspring (Singapore) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ PCAL เพื่อสนับสนุนบริการ open architecture platform (ลูกค้าสามารถเลือกลงทุนในกองทุนรวมต่างค่ายจาก TMB ได้) รายงานข่าวระบุว่าราคาขายอยู่ที่ 2 พันลบ. (PBV 2.4 เท่า) ซึ่งหมายความว่าธนาคารจะมีกำไร 1.4 พันลบ. เราคาดว่าราคาจับมือเป็นพันธมิตรกับ Eastspring จะทำให้ TMB มีรายได้ค่าธรรมเนียมเข้ามามากขึ้นพอชดเชยการสูญเสีย TMBAM (2-3% ของกำไรสุทธิของ TMB) ไป

Upside จากการตัดหนี้สูญเชิงรุก และการค้าประกันโดย บสย. ตั้งแต่ปี 2559 TMB ตัดจำหน่าย NPL เชิงรุก ด้วยการตั้งสำรองเผื่อ NPL 100% โดยไม่คำนึงถึงหลักประกัน และตัดจำหน่าย NPL ที่ตั้งสำรองครบ 100% เพื่อจำกัดความเสี่ยงขาลง และรักษาคุณภาพงบดุลของธนาคารเอาไว้ ดังนั้น TMB จึงมีโอกาสมากขึ้นที่จะมี upside จากหนี้สูญได้รับคืนมากกว่าธนาคารอื่นๆ เนื่องจากเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องในปีหน้า ธนาคารตัดหนี้สูญไปแล้วจำนวน 3.1 หมื่นลบ. ณ 2Q61 นอกจากนี้ NPL ประมาณ 15% ก็ได้รับการค้าประกันโดยบริษัทประกันสินเชื่อ อุตสาหกรรมขนาดย่อม (บสย.) ถ้าเรารวมการค้าประกันโดย บสย.เข้ามา LLR coverage ของ TMB จะอยู่ที่ 156% แทนที่จะเป็น 141% ณ 2Q61

NIM จะฟื้นตัวดีขึ้น หลังจากผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อลดลง 5 ไตรมาสติดต่อกัน เพราะสัดส่วนของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำปรับตัวเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อของ TMB ก็เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2Q61 (+7 bps QoQ) ซึ่งเป็นผลมาจากการสิ้นสุดของระยะเวลาคิดอัตราดอกเบี้ยคงที่ต่ำกว่าปกติ (teaser rate) สำหรับสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย TMB วางแผนกลับมาขยายสินเชื่อ SME ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงใน 2H61 ซึ่งน่าจะช่วยให้ผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก เราคาดว่า ธปท. จะเริ่มทยอยขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายใน 1Q62 หรืออย่างเร็วในเดือนธ.ค.ปีนี้) โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการปรับตัวเพิ่มขึ้นของหนี้สินภาคครัวเรือนในสภาวะที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานเกินไป เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะสนับสนุนให้ NIM ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7-8 bps ต่อปี ในปี 2562-2563

โอกาสเข้าซื้อเพราะราคาหุ้น underperform ราคาหุ้น TMB ปรับตัว underperform กลุ่มธนาคารอยู่ 18% YTD (-20% เทียบกับ SETBANK ที่ -2%) และ 8% (+5% เทียบกับ SETBANK ที่ +13%) หลังจากผลประกอบการ 1H61 ออกมาไม่ดีหวัง เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงมากเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อหุ้น TMB เนื่องจากอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ NIM และรายได้ค่าธรรมเนียมจะฟื้นตัวดีขึ้น และการคาดการณ์ถึงการเติบโตลดลงหลังผลประกอบการ 1H61 สร้างความผิดหวัง สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เราจึงคงราคาเป้าหมายของ TMB ไว้ที่ 2.75 บาท (1.2 เท่าของประมาณการ BVPS กลางปี 2562)

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	16,876	17,601	18,222	20,231	22,719
Net profit	(Bt mn)	8,226	8,687	8,945	10,656	12,665
PPP/Sh	(Bt)	0.39	0.40	0.42	0.46	0.52
EPS	(Bt)	0.19	0.20	0.20	0.24	0.29
BVPS	(Bt)	1.91	2.05	2.19	2.38	2.59
DPS	(Bt)	0.06	0.06	0.06	0.07	0.09
P/PPP	(x)	6.02	5.78	5.58	5.03	4.48
PPP growth	(%)	13.93	4.30	3.53	11.02	12.30
P/E	(x)	12.35	11.71	11.37	9.54	8.03
EPS growth	(%)	(11.97)	5.52	2.97	19.13	18.86
P/BV	(x)	1.21	1.13	1.06	0.98	0.90
ROE	(%)	10.27	10.01	9.62	10.64	11.63
Dividend yield	(%)	2.59	2.59	2.64	3.14	3.74

Source: SCBS Investment Research

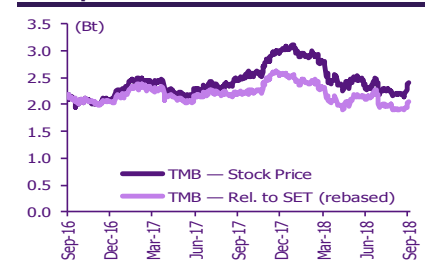
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 27) (Bt)	2.32
12-m target price (Bt)	2.75
Upside (Downside) to TP (%)	18.53
Mkt cap (Btbn)	101.74
Mkt cap (US\$mn)	3,141

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.57
Sector % SET	13.23
Shares issued (mn)	43,852
Par value (Bt)	0.95
12-m high / low (Bt)	3.1 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	17.99
Foreign limit / actual (%)	49 / 33
Free float (%)	49.0
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	5.5	0.0	(7.2)
Relative to SET	3.4	(8.8)	(11.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018) (Bt)	2.75
12-month dividend (Bt)	0.06
Capital gain (%)	18.53
Dividend yield (%)	2.64
Total return (%)	21.17

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Interest & dividend income	(Btmn)	34,826	35,848	36,430	35,631	34,713	35,552	40,072	45,630
Interest expense	(Btmn)	14,004	14,253	13,210	10,870	9,979	10,645	12,967	15,810
Net interest income	(Btmn)	20,822	21,595	23,220	24,761	24,734	24,908	27,105	29,819
Non-interest income	(Btmn)	8,385	8,358	10,230	10,462	12,705	13,662	14,545	15,510
Non-interest expenses	(Btmn)	14,550	15,774	16,467	16,589	17,792	18,198	18,869	19,588
Pre-provision profit	(Btmn)	14,657	14,179	16,983	18,634	19,646	20,371	22,781	25,741
Provision	(Btmn)	7,613	3,437	5,479	8,649	8,915	9,277	9,575	10,054
Pre-tax profit	(Btmn)	7,044	10,742	11,504	9,984	10,732	11,094	13,206	15,687
Tax	(Btmn)	1,297	1,191	2,153	1,740	2,004	2,108	2,509	2,981
Equities & minority interest	(Btmn)	10	13	18	18	41	41	41	41
Core net profit	(Btmn)	5,737	9,539	9,333	8,226	8,687	8,945	10,656	12,665
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	5,737	9,539	9,333	8,226	8,687	8,945	10,656	12,665
EPS	(Bt)	0.13	0.22	0.21	0.19	0.20	0.20	0.24	0.29
DPS	(Bt)	0.04	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07	0.09

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Cash	(Btmn)	16,576	16,428	17,290	16,531	17,872	18,189	19,307	20,412
Interbank assets	(Btmn)	96,437	113,097	115,758	113,858	112,534	123,788	123,788	123,788
Investments	(Btmn)	103,277	110,859	98,260	62,116	61,305	61,305	61,305	61,305
Gross loans	(Btmn)	499,474	530,360	580,776	593,441	643,373	681,975	736,535	810,187
Accrued interest receivable	(Btmn)	1,004	1,068	1,068	915	969	969	969	969
Loan loss reserve	(Btmn)	31,468	28,362	29,025	25,088	24,969	25,040	27,250	31,227
Net loans	(Btmn)	469,010	503,066	552,819	569,268	619,373	657,905	710,253	779,929
Total assets	(Btmn)	765,732	810,167	838,937	821,000	843,872	895,126	949,866	1,022,055
Deposits	(Btmn)	529,606	571,625	644,694	598,948	611,430	656,370	703,136	765,856
Interbank liabilities	(Btmn)	66,038	72,717	36,217	45,417	60,349	60,349	60,349	60,349
Borrowings	(Btmn)	38,173	36,249	30,184	39,874	33,352	33,352	33,352	33,352
Total liabilities	(Btmn)	703,899	740,374	762,339	737,152	754,016	798,956	845,724	908,444
Minority interest	(Btmn)	76	89	107	125	0	0	0	0
Paid-up capital	(Btmn)	41,426	41,495	41,562	41,617	41,648	41,648	41,648	41,648
Total Equities	(Btmn)	61,757	69,704	76,491	83,723	89,856	96,170	104,142	113,611
BVPS	(Bt)	1.42	1.60	1.75	1.91	2.05	2.19	2.38	2.59

Key Assumptions and Financial Ratios

	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Growth									
YoY loan growth	(%)	10.33	6.18	9.51	2.18	8.41	6.00	8.00	10.00
YoY non-NII growth	(%)	9.74	(0.33)	22.40	2.26	21.44	7.53	6.47	6.63
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	5.00	4.78	4.60	4.48	4.34	4.22	4.48	4.76
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.15	2.16	1.89	1.56	1.44	1.46	1.68	1.91
Spread	(%)	2.86	2.62	2.71	2.92	2.90	2.77	2.80	2.85
Net interest margin	(%)	2.99	2.88	2.93	3.12	3.09	2.96	3.03	3.11
ROE	(%)	9.64	14.51	12.77	10.27	10.01	9.62	10.64	11.63
ROA	(%)	0.77	1.21	1.13	0.99	1.04	1.03	1.16	1.28
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	4.49	3.41	3.53	2.97	2.72	2.48	2.48	2.43
LLR/NPLs	(%)	140.35	156.76	141.77	142.51	142.90	148.11	149.24	158.36
Provision expense/Total loans	(%)	1.52	0.65	0.94	1.46	1.39	1.36	1.30	1.24
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	87.97	87.25	86.06	92.90	99.78	98.88	100.01	101.37
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	49.82	52.66	49.23	47.10	47.52	47.18	45.30	43.21
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	15.89	18.39	16.65	18.25	17.33	16.88	16.65	16.27
Tier-1	(%)	10.62	11.09	11.32	12.90	13.18	12.93	12.97	12.89
Tier-2	(%)	5.27	7.30	5.33	5.35	4.16	3.95	3.68	3.37

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Interest & dividend income	(Btmn)	8,795	8,777	8,560	8,687	8,753	8,713	8,545	8,700
Interest expense	(Btmn)	2,527	2,386	2,401	2,489	2,561	2,529	2,514	2,600
Net interest income	(Btmn)	6,268	6,391	6,160	6,198	6,193	6,184	6,030	6,100
Non-interest income	(Btmn)	2,696	2,944	2,738	3,309	3,184	3,474	3,353	3,094
Non-interest expenses	(Btmn)	4,124	4,515	4,104	4,365	4,446	4,877	4,265	4,294
Earnings before tax & provision	(Btmn)	4,841	4,819	4,794	5,142	4,930	4,780	5,119	4,899
Provision	(Btmn)	2,541	2,234	2,241	2,282	2,391	2,001	2,305	2,380
Pre-tax profit	(Btmn)	2,300	2,586	2,553	2,860	2,539	2,780	2,814	2,519
Tax	(Btmn)	451	441	447	518	521	517	534	493
Equities & minority interest	(Btmn)	4	6	9	13	14	5	0	0
Core net profit	(Btmn)	1,845	2,139	2,096	2,330	2,003	2,257	2,280	2,026
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	1,845	2,139	2,096	2,330	2,003	2,257	2,280	2,026
EPS	(Bt)	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Cash	(Btmn)	12,606	16,531	13,739	12,848	14,318	17,872	13,967	12,496
Interbank assets	(Btmn)	116,642	113,858	105,666	104,313	130,253	112,534	106,335	105,379
Investments	(Btmn)	59,523	62,116	63,369	63,000	60,322	61,305	51,053	62,202
Gross loans	(Btmn)	591,421	593,441	598,630	616,759	619,092	643,373	646,182	653,599
Accrued interest receivable	(Btmn)	968	915	917	919	975	969	986	1,272
Loan loss reserve	(Btmn)	24,857	25,088	25,288	25,410	25,395	24,969	25,293	24,792
Net loans	(Btmn)	567,532	569,268	574,259	592,269	594,672	619,373	621,875	630,079
Total assets	(Btmn)	810,161	821,000	805,388	840,566	830,714	843,872	828,956	850,015
Deposits	(Btmn)	606,839	598,948	587,388	601,429	607,313	611,430	623,307	632,133
Interbank liabilities	(Btmn)	29,976	45,417	51,097	54,817	55,483	60,349	31,748	45,172
Borrowings	(Btmn)	39,741	39,874	39,396	34,097	33,851	33,352	29,905	32,471
Total liabilities	(Btmn)	728,404	737,152	719,318	754,688	742,857	754,016	736,831	758,516
Minority interest	(Btmn)	119	125	134	129	143	0	0	0
Paid-up capital	(Btmn)	41,617	41,617	41,617	41,648	41,648	41,648	41,648	41,659
Total Equities	(Btmn)	81,638	83,723	85,937	85,748	87,714	89,856	92,125	91,498
BVPS	(Bt)	1.86	1.91	1.96	1.96	2.00	2.05	2.10	2.09

Financial Ratios

		3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Growth									
YoY loan growth	(%)	4.25	2.18	2.16	4.30	4.68	8.41	7.94	5.97
YoY non-NII growth	(%)	3.15	10.12	10.46	41.26	18.07	18.00	22.45	(6.51)
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.50	4.49	4.38	4.39	4.34	4.28	4.22	4.28
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.47	1.40	1.42	1.46	1.48	1.44	1.44	1.49
Spread	(%)	3.03	3.08	2.96	2.94	2.87	2.84	2.78	2.79
Net interest margin	(%)	3.21	3.27	3.15	3.13	3.07	3.04	2.98	3.00
ROE	(%)	9.14	10.35	9.89	10.85	9.24	10.17	10.02	8.83
ROA	(%)	0.91	1.04	1.04	1.11	0.96	1.07	1.10	0.95
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.94	2.97	2.94	2.95	2.91	2.72	2.76	2.70
LLR/NPLs	(%)	142.72	142.51	143.78	139.56	141.13	142.90	141.92	140.50
Provision expense/Total loans	(%)	1.72	1.51	1.50	1.48	1.54	1.24	1.43	1.46
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	91.47	92.90	95.51	97.05	96.56	99.78	98.92	98.34
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	46.00	48.37	46.12	45.91	47.42	50.50	45.45	46.71
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	18.35	18.25	18.26	16.69	18.06	17.33	17.51	17.50
Tier-1	(%)	12.92	12.90	12.90	12.47	13.72	13.18	13.29	13.44
Tier-2	(%)	5.43	5.35	5.36	4.22	4.34	4.16	4.22	4.06

Figure 1: Fee and non-NII growth

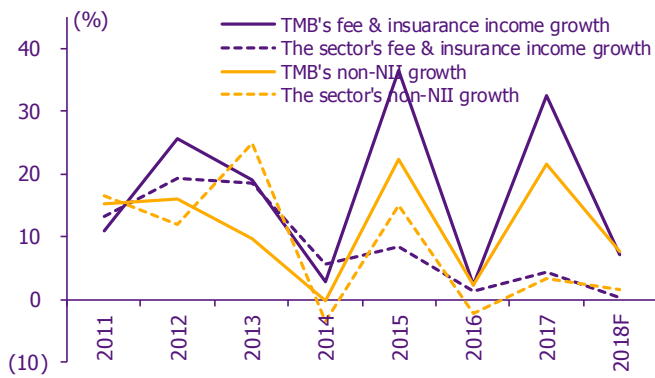


Figure 2: TMB's fee income breakdown

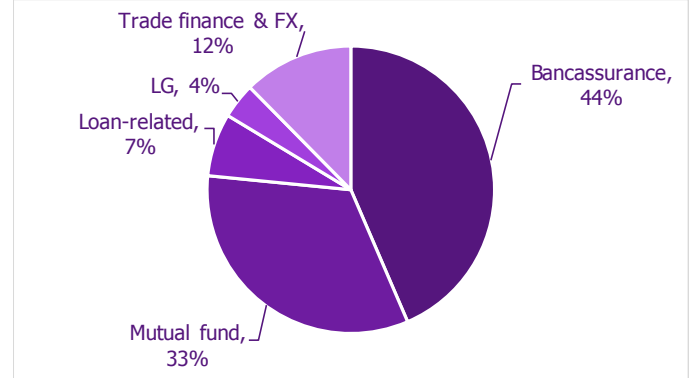


Figure 3: Loan growth

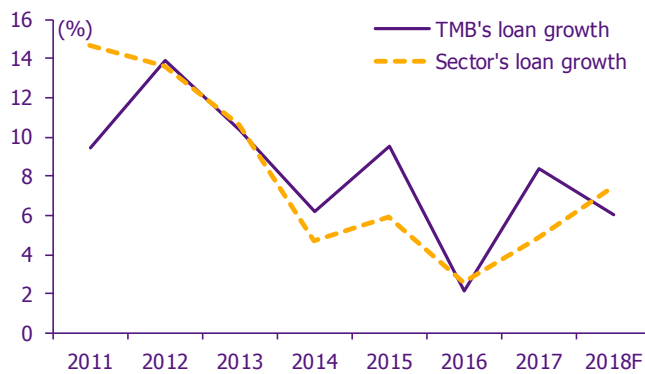


Figure 4: TMB's loan breakdown

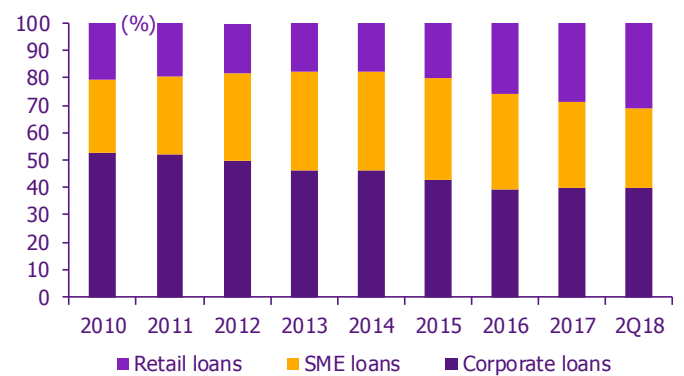


Figure 4: NIM, yield on earning assets, funding cost

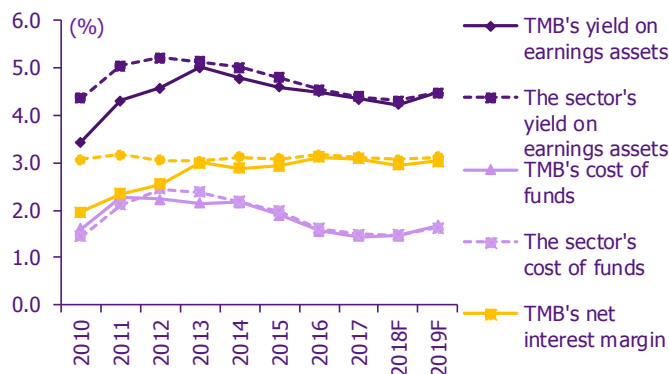


Figure 4: TMB's deposit mix

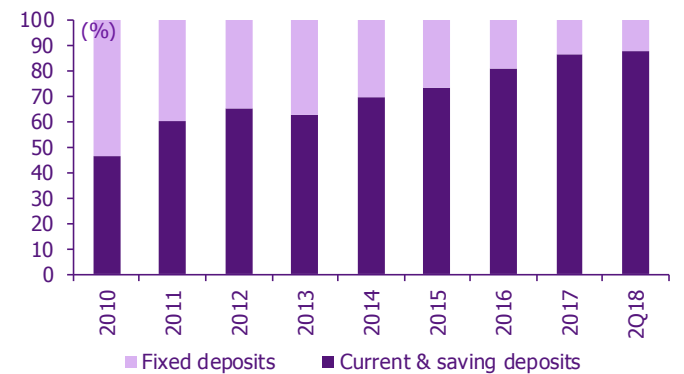


Figure 5: LLR coverage and credit cost

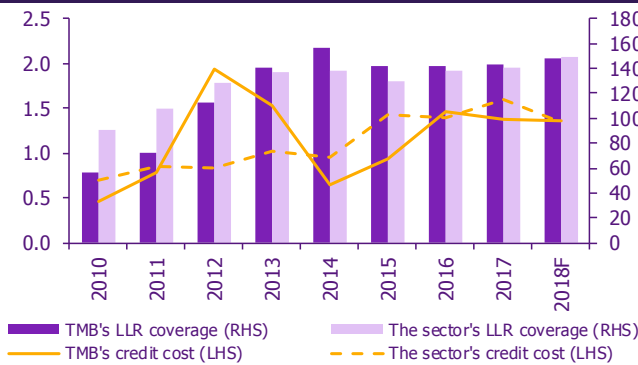
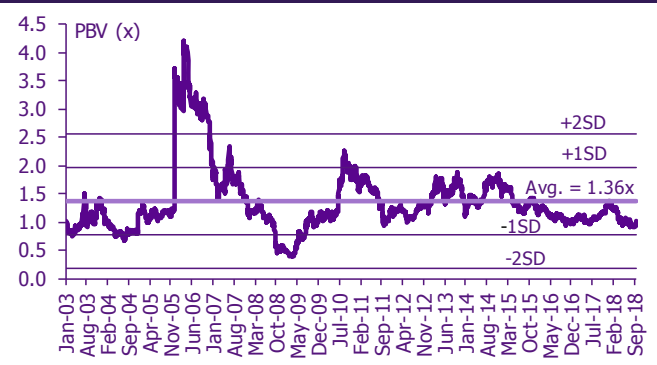


Figure 6: TMB's PBV



ตลาดรถยนต์ในประเทศที่แข็งแกร่งเป็นปัจจัยสำคัญ

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ไทย โดยคาดว่าจะผลิตรถยนต์ได้ 6% YoY ในปี 2561 และ 5% YoY ในปี 2562 ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศที่แข็งแกร่ง เราคาดว่าตลาดรถยนต์ในประเทศจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะเพิ่งเริ่มฟื้นตัวในปี 2560 เป็นปีแรกตามเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น Top picks ของเรา คือ SAT และ STANLY

ภาพรวมอุตสาหกรรมแข็งแกร่ง ข้อมูลเดือนส.ค.บ่งชี้ว่าอุตสาหกรรมยานยนต์ไทยมีแนวโน้มขาขึ้น ด้วยยอดผลิตรถยนต์ 181,000 คัน เพิ่มขึ้น 2% YoY (แต่ลดลง 1% MoM) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมากถึง 86,800 คัน เพิ่มขึ้น 28% YoY (และ 6% MoM) ในขณะที่ยอดส่งออกอยู่ที่ 102,500 คัน ลดลง 0.4% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 14% MoM) ทั้งนี้ใน 8M61 ยอดผลิตรถยนต์อยู่ที่ 1.42 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 10% YoY โดยแบ่งเป็นยอดขายรถยนต์ในประเทศ 657,800 คัน (+21% YoY) และยอดส่งออก 754,600 คัน (+3% YoY) สำหรับ 4Q61 เราคาดว่าความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และงาน Motor Show ประจำปี (29 พ.ย.-10 ธ.ค.) ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่แข็งแกร่งสนับสนุนให้เราปรับประมาณการยอดผลิตรถยนต์ในปี 2561 เพิ่มขึ้นสู่ 2.11 ล้านคัน เดบิต 6% (เพิ่มจากประมาณการเดิมที่ 2.06 ล้านคัน) และปี 2562 เพิ่มขึ้นสู่ 2.22 ล้านคัน เดบิต 5% (เพิ่มจากประมาณการเดิมที่ 2.18 ล้านคัน)

ตลาดรถยนต์ในประเทศยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น เรามองว่าความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศเติบโตอย่างแข็งแกร่ง แต่ยังไม่ถึงจุดสูงสุด เนื่องจากเพิ่งเดบิตเป็นบวกครั้งแรกในปี 2560 หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมานานตั้งแต่ปี 2556 เมื่อโครงการรถคันแรกของรัฐบาลสิ้นสุดลง ดังนั้นเราคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะยังคงเติบโตได้ดีที่ 16% YoY ในปี 2561 (1.0 ล้านคัน) และ 7% YoY ในปี 2562 (1.1 ล้านคัน) เครื่องชี้นำหลักๆ ที่เราใช้ติดตามดูทิศทางความต้องการซื้อรถยนต์ คือ ยอดขายรถยนต์ในรอบ 12 เดือน (chart ด้านล่าง) แสดงให้เห็นว่าแนวโน้มอยู่ในขาขึ้น ข้อมูลในอดีตตั้งแต่ปี 2535 ถึงปัจจุบัน แสดงให้เห็นว่าความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศปรับตัวลดลงนาน 1.9-3.5 ปี ในขณะที่แนวโน้มขาขึ้นกินเวลานานกว่านั้นที่ 3.7-7.2 ปี ดังนั้นความต้องการรถยนต์ที่ล่าสุดฟื้นตัวขึ้นมาแล้ว 2.4 ปี จึงบ่งชี้ว่าความต้องการซื้อรถยนต์จะยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

สงครามการค้าสร้างความกังวล ความกังวลสำหรับการส่งออกรถยนต์ไทยที่เกิดขึ้นในระยะหลังนี้คือ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เรามองว่าสงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการค้าระหว่างประเทศโดยรวม รวมถึงความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ ซึ่งหมายความว่า การส่งออกของประเทศไทยจะได้รับผลกระทบทางอ้อม ทั้งนี้ในปี 2560 จีนและสหรัฐฯ รวมกันคิดเป็นสัดส่วน ~8% ของมูลค่าการส่งออกรถยนต์ไทย (รถยนต์และชิ้นส่วน) อย่างไรก็ตาม สมองประเทศนี้ไม่ใช่ตลาดหลัก ตลาดหลักในการส่งออกของประเทศไทย คือ ออสเตรเลีย (~17%), ฟิลิปปินส์ (~8%), อินโดนีเซีย (~6%) และญี่ปุ่น (~5%) เราคาดว่า การส่งออกของประเทศไทยจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในปี 2561 (1.14 ล้านคัน) และจะเดบิต 3% ในปี 2562 (1.17 ล้านคัน)

Top picks คือ SAT และ STANLY top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มยานยนต์ของเรา คือ SAT เนื่องจากถ้าเรามีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่ในปีนี้ ราคาหุ้น SAT มี upside 32% สุราค่าเป้าหมายกลางปี 2562 ของเราที่ 28 บาท/หุ้น เราชอบ STANLY (ราคาเป้าหมายกลางปี 2562 ที่ 320 บาท/หุ้น) เพราะถ้าเราจะเดบิตได้อย่างแข็งแกร่งที่ 20% ในปี FY2562 และราคาหุ้นมี upside 27%

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AH	Neutral	30.5	38.0	29.3	9.7	8.5	1.2	1.0
PCSGH	Neutral	7.4	8.2	15.5	14.8	13.2	2.1	2.0
SAT	Buy	21.9	28.0	31.9	11.1	9.7	1.4	1.3
STANLY	Buy	258.0	320.0	27.1	10.0	8.8	1.3	1.1
Average					12.3	10.9	1.7	1.5

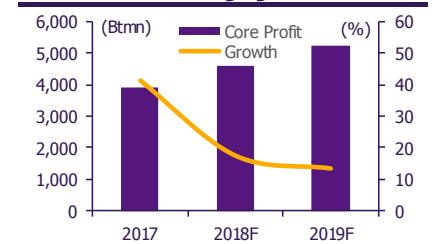
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)	1M	3M	12M	Relative to SET (%)	1M	3M	12M
AH	(8.3)	(8.3)	(9.0)	11.9	(10.1)	(16.9)	6.4	6.4
PCSGH	4.2	4.2	6.5	6.5	2.2	(2.8)	1.2	1.2
SAT	(6.4)	(6.4)	(3.5)	23.7	(8.3)	(12.0)	17.6	17.6
STANLY	(1.1)	(1.1)	1.2	16.7	(3.1)	(7.7)	11.0	11.0

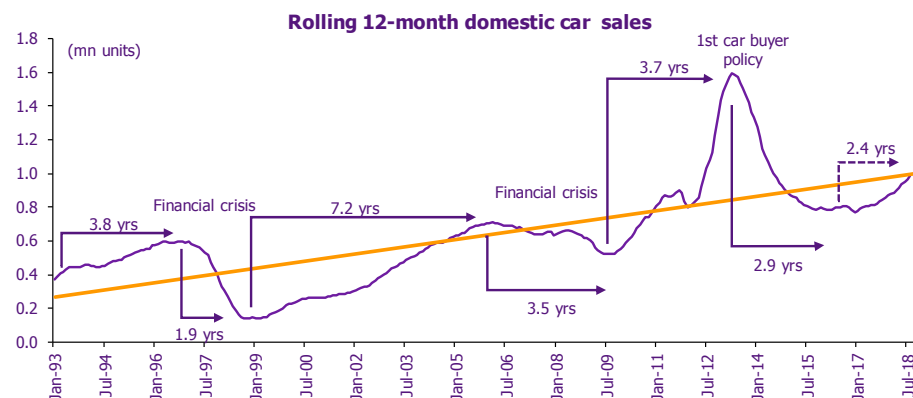
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ยอดขายรถยนต์ในรอบ 12 เดือนชี้ให้เห็นว่าความต้องการซื้อรถยนต์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

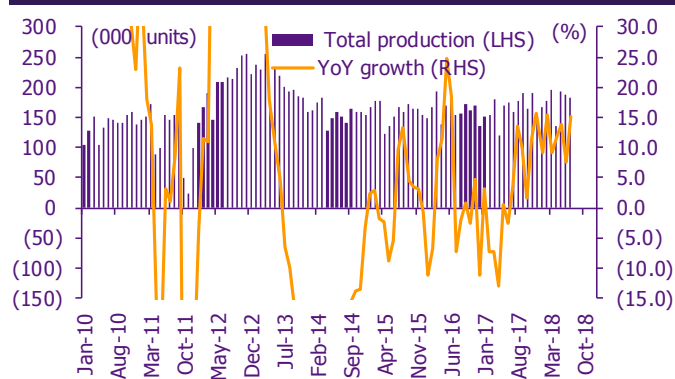
ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

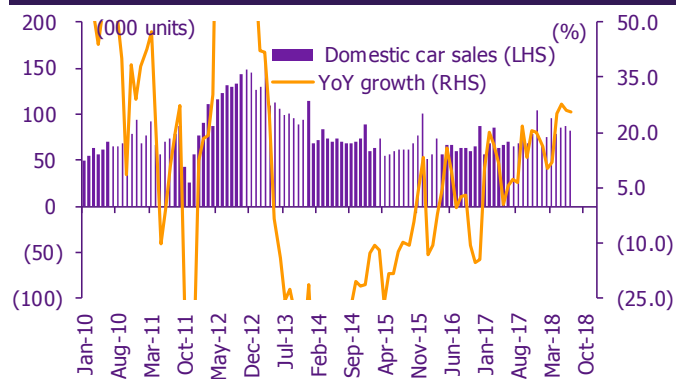
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Thai auto production



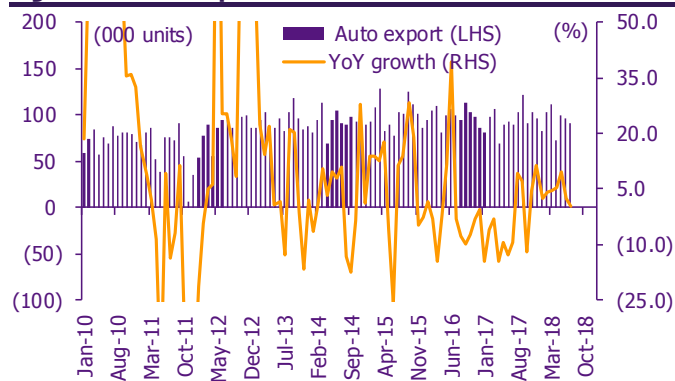
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic auto sales



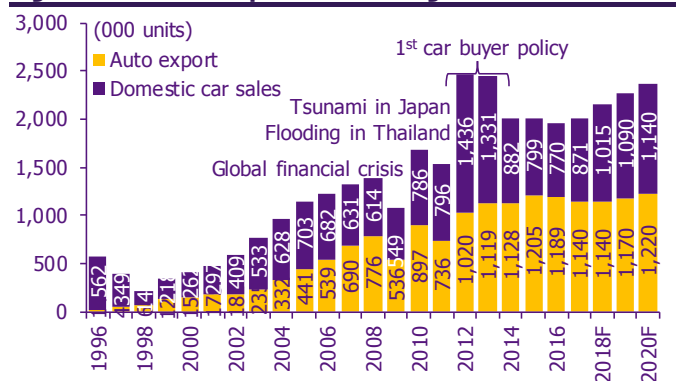
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: Auto exports



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: Thai auto production to grow in 2018-19



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 5: Auto statistics

000 units	Aug-17	Jul-18	Aug-18	%YoY	%MoM	8M17	8M18	%YoY
Domestic sales	67.7	81.9	86.8	28.2%	5.9%	542.9	657.8	21.2%
Auto export	102.9	90.2	102.5	-0.4%	13.7%	729.3	754.6	3.5%
Auto production	177.4	183.1	181.2	2.2%	-1.0%	1,287.5	1,420.9	10.4%

Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)	EPS growth (%)	P/BV (x)	ROE (%)	Div. Yield (%)	EV/EBITDA (x)
					17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F
AH	Neutral	30.50	38.0	29.3	10.9 9.7 8.5	66 13 14	1.4 1.2 1.0	13 13 13	3.9 4.7 5.2	10.7 8.9 7.5
PCSGH	Neutral	7.40	8.2	15.5	17.8 14.8 13.2	68 20 12	2.2 2.1 2.0	13 15 16	3.8 4.6 5.3	8.6 8.1 7.1
SAT	Buy	21.90	28.0	31.9	12.9 11.1 9.7	19 16 15	1.5 1.4 1.3	12 13 13	4.1 4.0 4.7	5.3 4.3 3.7
STANLY	Buy	258.00	320.0	27.1	11.9 10.0 8.8	33 20 13	1.4 1.3 1.1	12 13 13	2.7 3.0 3.4	4.9 4.0 3.2
Average					13.4 11.4 10.1	46 17 14	1.6 1.5 1.4	12 13 14	3.6 4.1 4.6	7.3 6.3 5.4

Source: SCBS Investment Research

ขึ้นค่าโดยสารเพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น

ผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นและเงินบาทที่อ่อนค่าที่มีต่ออุตสาหกรรมการบินโดยรวม ส่งผลทำให้ AAV และ THAI รวมถึงผู้ประกอบการสายการบินในตลาดภูมิภาคเริ่มปรับอัตราค่าโดยสารเพิ่มขึ้นเพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 แนวโน้มกลุ่มสายการบินดูไม่ตึงเครียด แต่เราเชื่อว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว และ valuation ที่ตกต่ำน่าจะช่วยจำกัด downside AAV (Top pick) ชื้อขายที่ PB 0.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับเดียวกับปี 2556-57 เมื่อครั้งที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทย

ผลการดำเนินงาน 2Q61 อ่อนตัวลงเพราะได้รับแรงกดดันจากต้นทุนที่สูงขึ้น ราคาหุ้น AAV และ THAI ปรับตัวลดลงถึง 30% และ 28% YTD ตามลำดับ สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี เพราะถูกกดดันโดยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 2Q61 เนื่องจากได้รับผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้น (ราคา spot price น้ำมันเครื่องบินโดยเฉลี่ยใน 2Q61 อยู่ที่ US\$84.7/bbl เพิ่มขึ้น 41% YoY และ 9% QoQ) และเงินบาทที่อ่อนค่าลง (ค่าเงินบาทเฉลี่ยใน 2Q61 อยู่ที่ 31.9 บาท/US\$ -7% YoY แต่ +1% QoQ) แรงกดดันด้านต้นทุนมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 3Q61 เนื่องจากราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย QTD ยังอยู่ในระดับสูงที่ US\$86/bbl (เพิ่มขึ้น 37% YoY และ 2% QoQ) และค่าเงินบาทเฉลี่ย QTD อ่อนค่าลงมาอยู่ที่ 33 บาท/US\$ (-1% YoY แต่ +3% QoQ)

ขึ้นค่าโดยสารเพื่อชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น ทั้งนี้เพื่อลดผลกระทบต่ออุตสาหกรรมการบินโดยรวม ผู้ประกอบการสายการบินทั่วโลกจึงปรับอัตราค่าโดยสารเพิ่มขึ้นเพื่อส่งผ่านภาระต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกค้า Etihad ประกาศเก็บค่าธรรมเนียมน้ำมันมีผลในเดือนมิ.ย. สายการบินหลายสายของจีนประกาศเก็บค่าธรรมเนียมน้ำมันในเดือนมิ.ย. หลังจากการขึ้นค่าโดยสารของสายการบิน IndiGo Airlines เริ่มเก็บค่าธรรมเนียมน้ำมันในเดือนมิ.ย. ในขณะ Air India จะปรับค่าโดยสาร Scoot (สายการบินราคาประหยัดของ Singapore Airline) ประกาศขึ้นค่าโดยสารโดยเฉลี่ย 5% ในเดือนส.ค. สำหรับสายการบินของไทย ในเดือนก.ค. Thai AirAsia (AAV) นำกลยุทธ์การตั้งราคาแบบยืดหยุ่น (Dynamic pricing) มาใช้เพื่อเพิ่มอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยและหลีกเลี่ยงผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง โดยบริษัทตั้งเป้าอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยปรับขึ้น 5-7% การบินไทย (THAI) ขึ้นค่าธรรมเนียมน้ำมันในเดือนก.ย. เราไม่คิดว่าจะเกิดสงครามราคาเนื่องจากการขึ้นค่าโดยสารดูเหมือนจะเกิดขึ้นกับทุกสายการบิน การขึ้นค่าโดยสารอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางที่มีความอ่อนไหวต่อราคาแต่ น่าจะเป็นระยะสั้น และสถานการณ์น่าจะค่อยๆปรับตัวดีขึ้นต่อไป

AAV: Valuation ที่ตกต่ำจะช่วยจำกัด downside เรามองว่า AAV จะรายงานขาดทุนต่อเนื่องใน 3Q61 แต่จะกลับมาทำกำไรใน 4Q61 โดยได้แรงหนุนจากกลยุทธ์การตั้งราคาแบบยืดหยุ่น และช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยว ซึ่งจะหนุนให้ค่าโดยสารเฉลี่ยปรับขึ้น และชดเชยต้นทุนที่สูงขึ้น ทั้งนี้แม้ขาดปัจจัยกระตุ้นในระยะสั้น แต่เรามองว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว และ valuation ที่ตกต่ำน่าจะช่วยจำกัด downside; AAV ชื้อขายที่ PB 0.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ซื้อขายในปี 2556-57 เมื่อครั้งที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศไทย

AOT: ปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว AOT คาดว่าจะประกาศผู้ชนะการประมูลพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่สนามบินสุวรรณภูมิได้ในปีนี้ การแข่งขันที่สูงขึ้นสะท้อนถึงราคาประมูลที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ AOT มีรายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์เพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น AOT ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 38% หลังจากมีรายงานข่าวเกี่ยวกับการเปิดประมูลพื้นที่เชิงพาณิชย์ในเดือนก.ค. 2560 ทั้งนี้แม้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 12% จากจุดสูงสุดในปี 2561 ซึ่งเราเชื่อว่ามีสาเหตุมาจากจำนวนผู้โดยสารที่กลับมาเติบโตตามปกติตั้งแต่เดือน พ.ค. แต่ valuation ไม่ถูก เนื่องจากหุ้น AOT ชื้อขายที่ PE ปี 2561 ระดับ 37 เท่า สูงกว่า PE เฉลี่ยของกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 21 เท่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AAV	Buy	4.3	6.0	44.9	20.8	15.4	0.9	0.9
AOT	Sell	65.3	60.0	(6.7)	36.8	32.2	6.5	5.8
THAI	Sell	15.3	14.0	(8.5)	37.9	51.6	1.1	1.0
Average					31.8	33.1	2.8	2.6

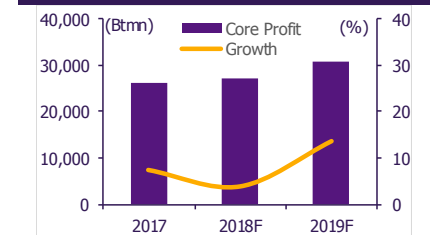
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	(3.2)	(15.2)	(33.1)	(5.1)	(22.7)	(36.4)
AOT	(1.1)	3.6	10.6	(3.1)	(5.5)	5.1
THAI	15.9	17.7	(15.5)	13.6	7.4	(19.6)

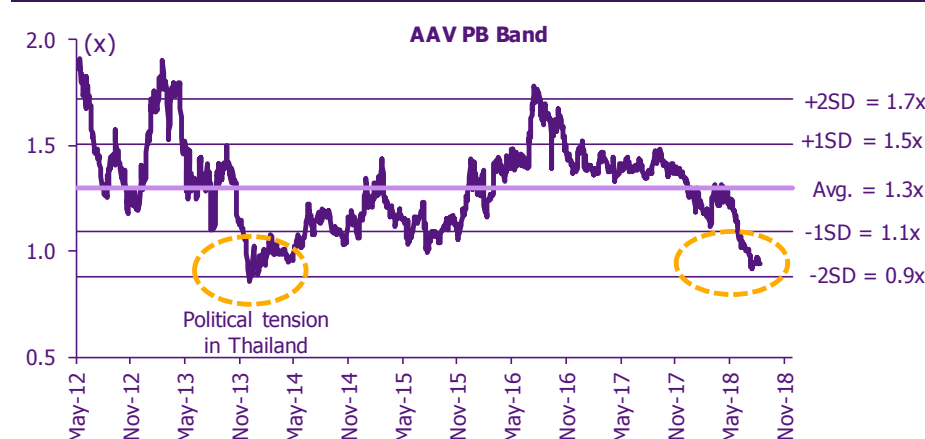
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

AAV ชื้อขายที่ valuation ตกต่ำ



Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

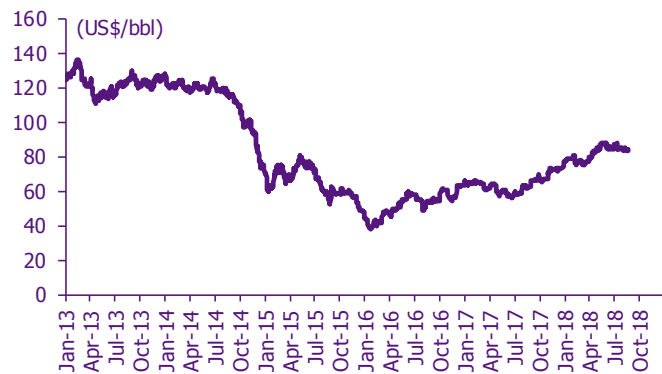
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

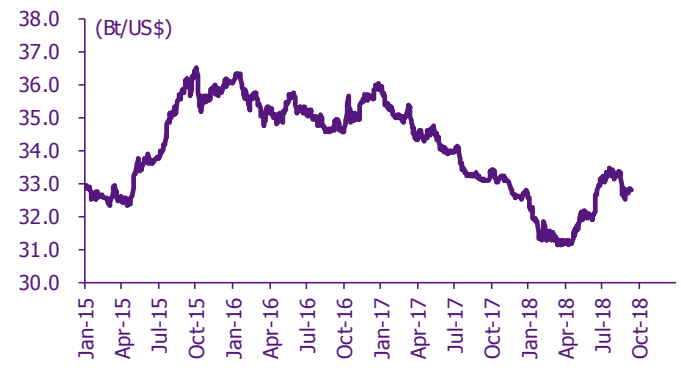
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Jet fuel price trend



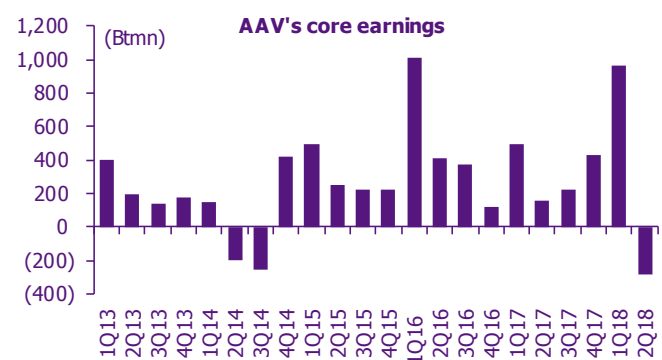
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: Baht is depreciating



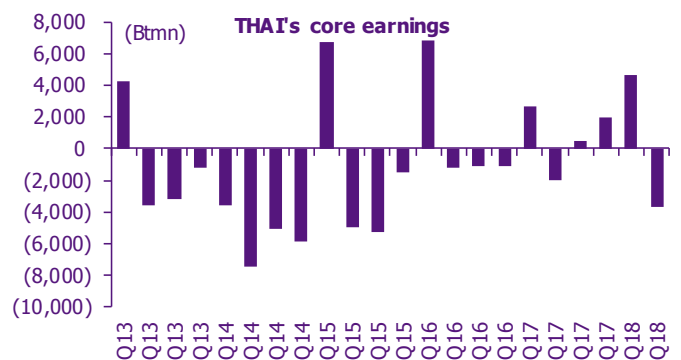
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV's quarterly earnings



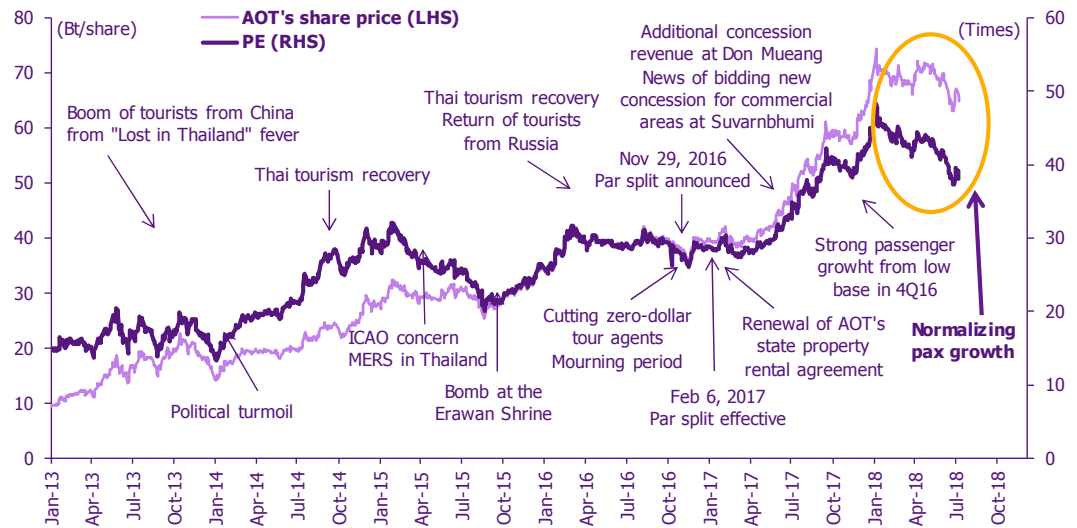
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: THAI's quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AOT's share price and PE movement



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AAV	Buy	4.28	6.0	44.9	16.0	20.8	15.4	(32)	(23)	35	0.9	0.9	0.9	6	5	6	3.5	4.7	3.5	11.0	7.5	6.9
AOT	Sell	65.25	60.0	(6.7)	42.7	36.8	32.2	14	16	14	7.1	6.5	5.8	17	18	19	1.3	1.4	1.6	26.0	23.6	21.2
THAI	Sell	15.30	14.0	(8.5)	10.8	37.9	51.6	(9)	(72)	(27)	1.0	1.1	1.0	9	3	2	0.0	0.0	0.0	7.3	8.3	7.6
Average					23.2	31.8	33.1	(9)	(26)	8	3.0	2.8	2.6	11	9	9	1.6	2.0	1.7	14.8	13.1	11.9

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มสดชื่น

เราคาดว่าสินเชื่อกำลังฟื้นตัวและคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวดีขึ้นใน 2H61 และปี 2562 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโตเร่งตัวขึ้น และการส่งออกที่ดีอย่างต่อเนื่อง เมื่อเข้าสู่ปี 2562 เราคาดว่าธนาคารส่วนใหญ่จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร

สินเชื่อฟื้นตัว สินเชื่อค่อยๆ ฟื้นตัวจากที่เติบโต 4.7% YoY ในเดือนม.ค. สู่ 5.3% YoY ในเดือนมิ.ย. และ 6.3% YoY ในเดือนก.ค. การเติบโตของสินเชื่อใน 7M61 ส่วนใหญ่เกิดจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ โดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนสินทรัพย์ถาวร และเพื่อใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนเป็นหลัก โดยเฉพาะธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกและการรับเหมาก่อสร้างงานของภาครัฐ เราเชื่อว่าการเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่หรือค้อมานาน ซึ่งหลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายกำลังการผลิตเพื่อตอบสนองการส่งออกที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง โครงการระเบียงเขตเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) และการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของประเทศไทย จะเป็นตัวเปลี่ยนเกมที่จะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้นเราคาดว่าอัตราขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นจาก 5% ในปี 2560 สู่ 7% ในปี 2561 และ 9% ในปี 2562 ธปท. คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโตเร่งตัวขึ้นจาก 1.7% ในปี 2560 สู่ 3.7% ในปี 2561 และ 4.4% ในปี 2562

กังวลน้อยลงเกี่ยวกับ NPL ไหลเข้า NPL ที่ไหลเข้าเพิ่มขึ้น 8% QoQ ใน 2Q61 หลักๆ เกิดจากภาคธุรกิจการเงินและประกัน และภาคบริการ ในขณะที่ NPL ใหม่และ NPL ย้อนกลับในภาคค้าส่งและค้าปลีก (-13% QoQ) และภาคการผลิต (-20% QoQ) ลดลง ทั้งนี้ NPL ไหลเข้าในภาคค้าส่งและค้าปลีก (76% เป็นผู้ประกอบการ SME) ปรับตัวลดลงติดต่อกัน 2 ไตรมาสแล้ว สำนักงานส่งเสริมวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อม รายงานว่าดัชนีความเชื่อมั่นผู้ประกอบการ SME ภาคการค้าและบริการ 3 เดือนข้างหน้า เพิ่มขึ้นจาก 98.8 ในเดือนพ.ค. สู่ 105 ในเดือนมิ.ย. จากความคาดหวังว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะได้รับประโยชน์จากการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่เร่งตัวขึ้นก่อนสิ้นปีงบประมาณในเดือนก.ย. ส่งผลทำให้มีการคาดการณ์ว่า NPL ไหลเข้าในภาคค้าส่งและค้าปลีกจะลดลงอีกใน 3Q61

ค่ากำไร 2H61 ฟื้นตัว YoY อย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะฟื้นตัว YoY อย่างต่อเนื่องที่ 10% YoY ใน 2H61 (เทียบกับ 9% YoY ใน 1H61) สะท้อนสินเชื่อที่เติบโตเร่งตัวขึ้น การตั้งสำรองลดลง NIM ในระดับทรงตัว และรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัล

NIM จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มปรับขึ้น NIM ของธนาคารส่วนใหญ่ (ยกเว้นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้ออย่าง TCAP TISCO และ KKP) จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเริ่มปรับขึ้นในปีหน้า ทั้งนี้เราคาดว่า NIM จะปรับขึ้น 6 bps ในปี 2562 สะท้อนการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น 50 bps

ยืนยันเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการกลับมาของวัฏจักรการลงทุน และมี valuation น่าสนใจที่สุด

Valuation summary

	Rating	Price (฿)	TP (฿)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	
BAY	Neutral	40.0	43.0	10.0	12.0	10.7	1.2	1.1
BBL	Buy	212.0	260.0	25.9	10.9	9.4	1.0	0.9
KBANK	Neutral	214.0	220.0	4.9	13.3	11.4	1.4	1.3
KKP	Buy	74.8	76.0	8.5	10.3	9.7	1.5	1.4
KTB	Buy	20.0	23.0	18.7	10.2	8.7	0.9	0.9
LHFG	Neutral	1.6	1.6	1.6	11.5	10.6	0.8	0.8
TCAP	Buy	53.8	60.0	15.9	8.9	8.3	0.9	0.9
TISCO	Buy	83.8	97.0	23.0	9.8	9.3	1.8	1.7
TMB	Buy	2.3	2.8	21.2	11.4	9.5	1.1	1.0
Average					11.0	9.8	1.2	1.1

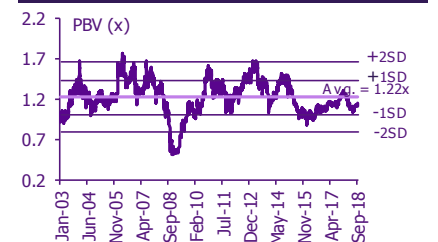
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Bank	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	(1.8)	6.0	6.7	(3.8)	(3.3)	1.4
BBL	1.4	9.0	14.9	(0.6)	(0.5)	9.2
KBANK	(0.5)	12.9	3.9	(2.4)	3.0	(1.2)
KKP	(2.6)	11.6	7.6	(4.5)	1.8	2.2
KTB	2.6	19.0	7.5	0.5	8.6	2.2
LHFG	0.0	7.5	7.5	(2.0)	(1.9)	2.2
TCAP	0.5	13.8	10.8	(1.5)	3.8	5.4
TISCO	3.1	(0.6)	9.1	1.0	(9.3)	3.7
TMB	5.5	0.0	(7.2)	3.4	(8.8)	(11.8)

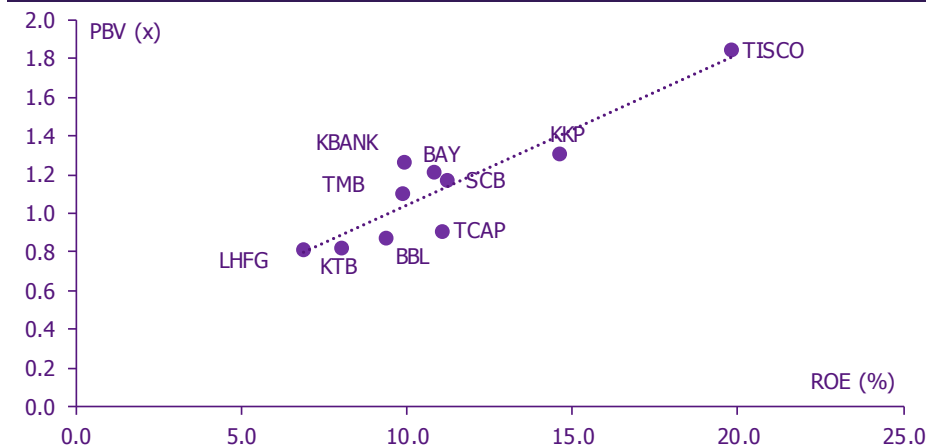
Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

Valuation map แสดงให้เห็นว่า BBL และ KTB เป็นหุ้น laggard



Source: Banks and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

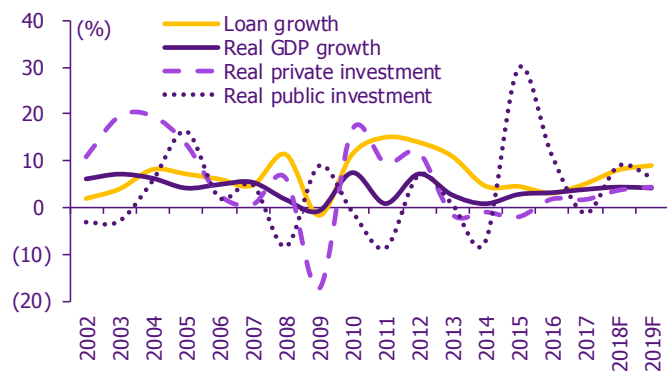
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

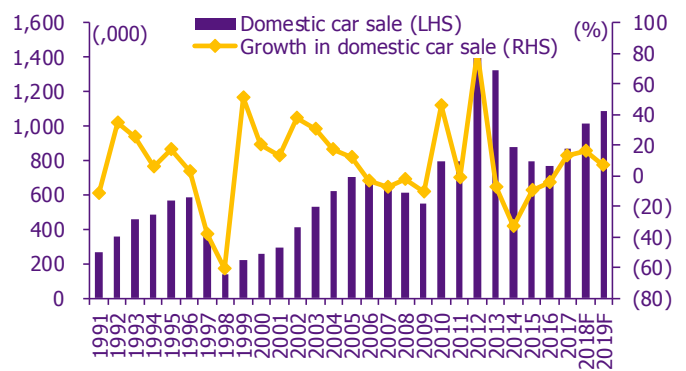
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



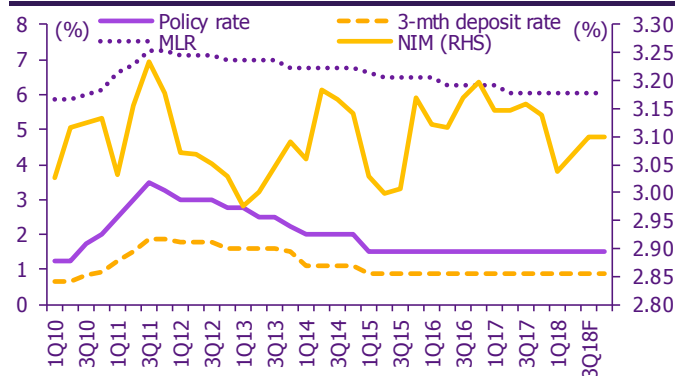
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



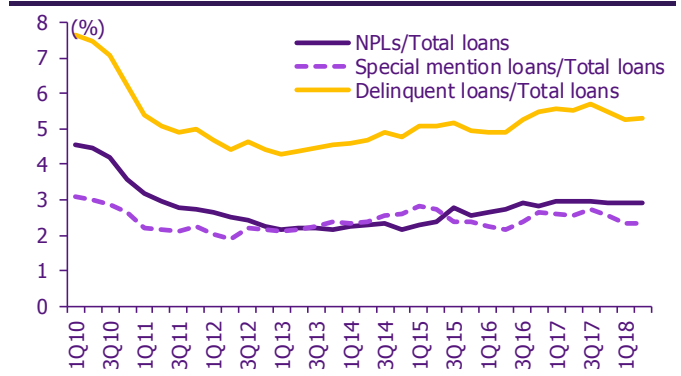
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



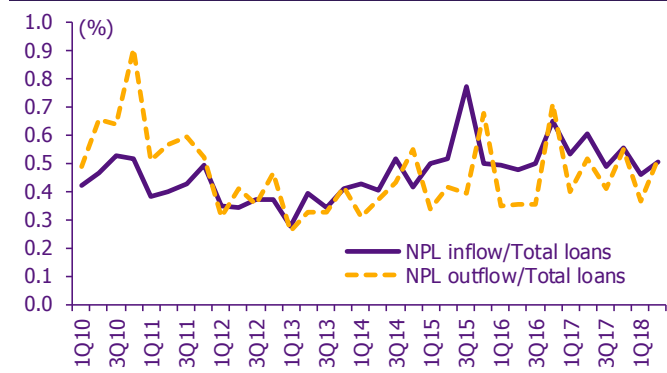
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



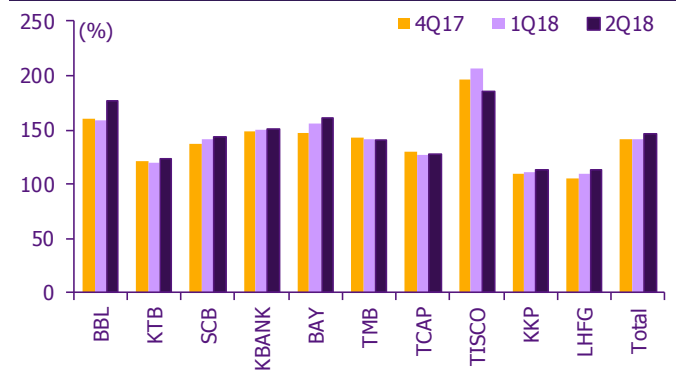
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BAY	Neutral	40.00	43.0	10.0	12.7	12.0	10.7	8	6	12	1.3	1.2	1.1	11	10	11	2.1	2.5	2.8
BBL	Buy	212.00	260.0	25.9	12.3	10.9	9.4	4	13	16	1.0	1.0	0.9	8	9	10	3.1	3.2	3.7
KBANK	Neutral	214.00	220.0	4.9	14.9	13.3	11.4	(15)	12	17	1.5	1.4	1.3	10	11	11	1.9	2.1	2.3
KKP	Buy	74.75	76.0	8.5	11.0	10.3	9.7	3	7	6	1.5	1.5	1.4	14	15	15	6.7	6.8	7.2
KTB	Buy	20.00	23.0	18.7	12.5	10.2	8.7	(31)	22	17	1.0	0.9	0.9	8	9	10	3.1	3.7	4.3
LHFG	Neutral	1.58	1.55	1.6	12.9	11.5	10.6	(38)	12	8	0.9	0.8	0.8	9	7	8	3.7	3.5	3.8
TCAP	Buy	53.75	60.0	15.9	9.3	8.9	8.3	16	4	7	1.0	0.9	0.9	12	11	11	4.1	4.3	4.5
TISCO	Buy	83.75	97.0	23.0	11.0	9.8	9.3	22	12	5	1.9	1.8	1.7	19	19	19	6.0	7.1	7.0
TMB	Buy	2.32	2.75	21.2	11.7	11.4	9.5	6	3	19	1.1	1.1	1.0	10	10	11	2.6	2.6	3.1
Average					12.0	11.0	9.8	(2)	9	13	1.3	1.2	1.1	11	11	12	3.7	3.9	4.3

Source: SCBS Investment Research

ได้ประโยชน์จากความเชื่อมั่นและกำลังซื้อที่ดี

แม้ว่าไม่มีฐานต่ำเหมือนใน 1H61 และฝนตกค่อนข้างหนักในปีี้ แต่ราคาตัวยอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 2.7% YoY ใน 3Q61TD และจะมีอัตราเติบโตเป็นบวก YoY ใน 2H61 (เทียบกับ 2.9% YoY ใน 1H61) โดยจะได้รับการสนับสนุนจากความเชื่อมั่นที่ดีขึ้น รายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่งมากขึ้น มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยของรัฐบาล และราคาอาหารที่ลดลงในอัตราชะลอตัวลง ซึ่งเมื่อรวมกับการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้กำไรใน 2H61 ของกลุ่มพาณิชย์เติบโต YoY top picks คือ BJC GLOBAL (เติบโตอย่างแข็งแกร่ง) และ CPALL (laggard play)

ความเชื่อมั่นผู้บริโภคดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 82.2 จุดในเดือนก.ค. สู่ระดับสูงสุดในรอบ 64 เดือนที่ 83.2 จุดในเดือนส.ค. เนื่องจากเศรษฐกิจไทยแข็งแกร่งมากขึ้น (นำโดยการส่งออกและการท่องเที่ยว) และรายได้เกษตรกรปรับตัวเพิ่มขึ้น พระราชบัญญัติประกอบรัฐธรรมนูญว่าด้วยการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรและการได้มาซึ่งสมาชิกวุฒิสภาถูกประกาศในราชกิจจานุเบกษาในเดือนก.ย. ซึ่งหมายความว่าความไม่สงบทางการเมืองจะเกิดขึ้นภายในเดือนพ.ค. 2562 สถานการณ์การเมืองที่ชัดเจนขึ้นจะช่วยให้ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวดีขึ้นในเดือนถัดไป

รายได้เกษตรกรดีขึ้น ในเดือนก.ค. รายได้เกษตรกรเพิ่มขึ้น 5 เดือนติดต่อกันที่ 8% YoY เนื่องจากผลผลิตสินค้าเกษตรเพิ่มขึ้น 9% มากกว่าราคาสินค้าเกษตรที่ลดลง 1% เมื่อแยกตามกลุ่มพบว่าดัชนีรายได้เกษตรกรปรับตัวขึ้นอย่างมากในกลุ่มมันสำปะหลัง (+177% YoY) ข้าวเปลือก (+152% YoY) และข้าวโพด (+33% YoY) แต่ลดลงในกลุ่มผัก (-48% YoY) อ้อย (-11% YoY) สัตว์ปีกและผลิตภัณฑ์ปศุสัตว์ (-7% YoY) และยาง (-3% YoY) ทั้งนี้เมื่อเทียบกับตัวเลขเบื้องต้นในเดือนส.ค. รายได้เกษตรกรเติบโต 6% YoY และ สศก. คาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในเดือนก.ย.

มาตรการรัฐบาล รัฐบาลได้ให้เงินช่วยเหลือค่าครองชีพเดือนละ 200-300 บาทแก่ประชาชน 11.4 ล้านคน สำหรับใช้ซื้อสินค้าที่ร้านธงฟ้าตั้งแต่เดือนด.ค. 2560 ต่อมาในเดือนก.ย. 2561 ครม. มีมติเห็นชอบโครงการคืนภาษีมูลค่าเพิ่ม (VAT) ให้กับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ โดยผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐจะได้รับ VAT คืน 5% สำหรับการซื้อสินค้าทุกครั้ง โดยจะได้คืนไม่เกิน 500 บาทต่อเดือน เริ่มคืนภาษีตั้งแต่เดือนพ.ย. 2561 ถึงเดือนเม.ย. 2562 ที่ร้านธงฟ้าซึ่งลงทะเบียนภายใต้ระบบ VAT โครงการนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อเพิ่มกำลังซื้อให้แก่ผู้มีรายได้น้อย โดยใช้งบประมาณรวมทั้งสิ้นไม่เกิน 5 พันลบ.

ราคาอาหารลดลงในอัตราชะลอตัวลง เราคาดว่าราคาอาหารจะลดลงในอัตราชะลอตัวลง (จากผลของฐานที่ต่ำลง) ซึ่งจะส่งผลทำให้ SSS ของผู้ประกอบการบางราย (BJC และ MAKRO) เติบโตดีขึ้นใน 2H61 ทั้งนี้เมื่อเทียบกับข้อมูลจาก สศก. พบว่า ในเดือนก.ค. ราคาอาหารลดลงในอัตราชะลอตัวสำหรับหมู (-5% YoY เทียบกับ -16% YoY ใน 1H61), กุ้ง (-10% YoY เทียบกับ -18% YoY ใน 1H61) และเนื้อในเมสิดปาล์ม (ทรงตัว YoY เทียบกับ -30% YoY ใน 1H61); แต่ยังคงอ่อนแอไม่เปลี่ยนแปลงจาก 1H61 สำหรับสัตว์ปีก (-11% YoY) และอ้อย (-19% YoY)

Top picks เราชอบ BJC และ GLOBAL เพราะกำไร 2H61 จะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ BJC จะได้ประโยชน์จากโครงการคืน VAT (ผ่านทางยอดขาย 7% ของ BIGC ที่ขายให้กับธุรกิจ B2B ซึ่งรวมถึงการขายให้กับร้านธงฟ้า) และ GLOBAL จะได้ประโยชน์จากราคาเหล็กที่สูงขึ้น นอกจากนี้เราก็ชอบ CPALL เนื่องจากเป็นหุ้น laggard ของกลุ่มพาณิชย์ และ valuation ดูน่าสนใจมากขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 19F
BJC	Buy	59.8	72.0	21.5	36.7	30.8	2.1
CPALL	Buy	69.3	90.0	31.7	30.3	25.9	6.1
GLOBAL	Buy	20.7	23.0	12.0	40.8	34.6	5.6
HMPRO	Buy	15.9	17.0	9.1	37.1	32.2	10.4
MAKRO	Neutral	34.0	40.0	20.5	27.2	25.3	8.4
ROBINS	Buy	70.0	90.0	30.6	24.4	21.0	4.0
Average					32.8	28.3	6.1

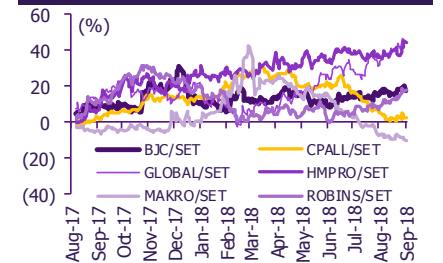
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	3.5	18.3	13.8	1.4	8.0	8.2
CPALL	0.7	(7.4)	4.9	(1.3)	(15.5)	(0.3)
GLOBAL	7.3	26.2	34.8	5.1	15.2	28.1
HMPRO	7.4	20.5	40.7	5.3	9.9	33.8
MAKRO	(0.7)	(12.3)	(0.7)	(2.7)	(19.9)	(5.6)
ROBINS	6.5	27.3	9.8	4.4	16.1	4.4

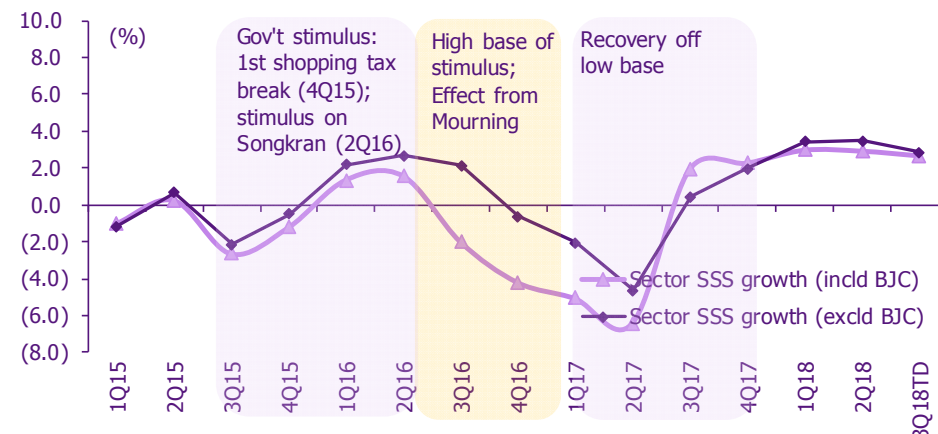
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

SSS ของกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มเติบโตเป็นบวกใน 2H61



Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

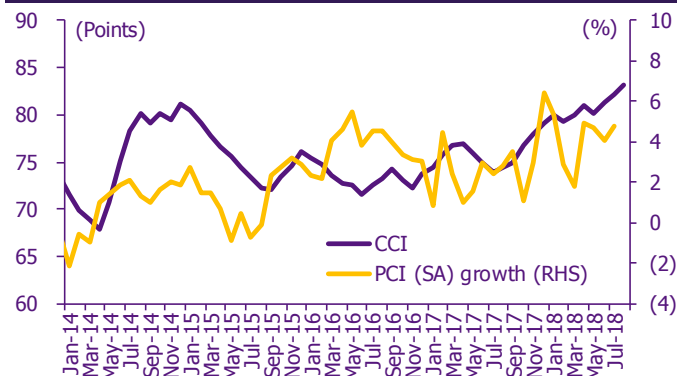
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

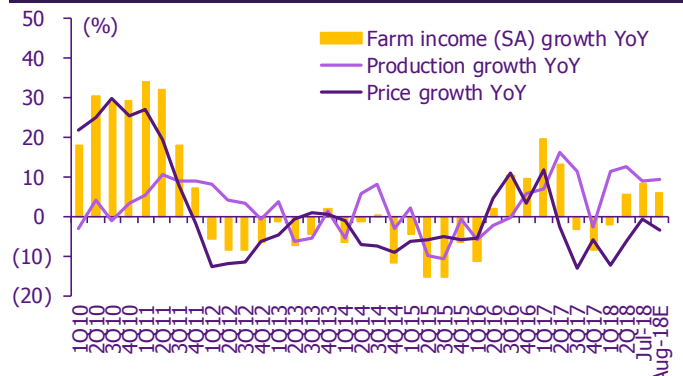
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: CCI at a 64-month high, a positive indicator for consumption



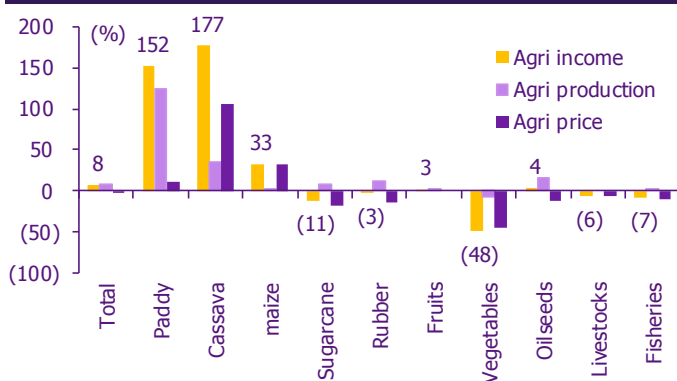
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income grew 8% YoY in July and it is estimated to grow further in Aug-Sep



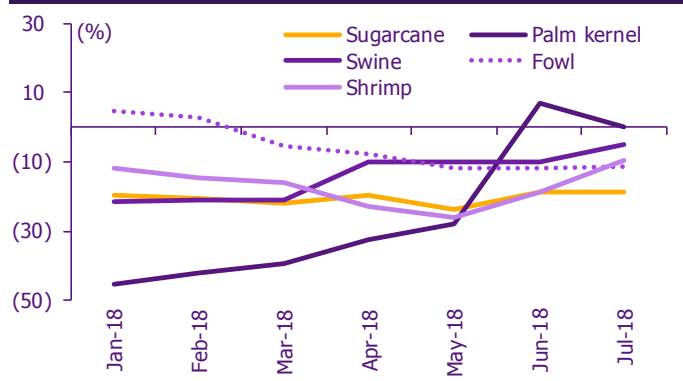
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: By segment, farm income grew strongly in cassava, paddy, and maize in July



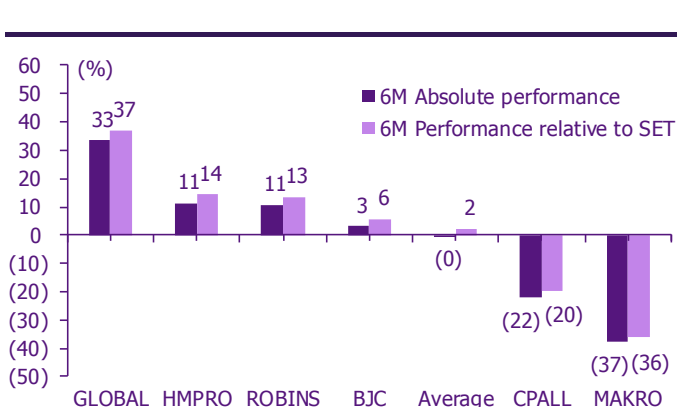
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 4: Food price dropped at slower pace in some food segments (swine, shrimp and palm) in July



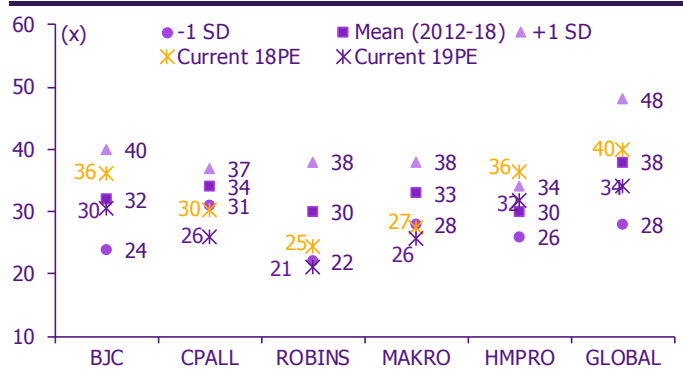
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 5: Sector price performance over six months



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Current 2018PE and 2019PE vs 7-year historical PE



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BJC	Buy	59.75	72.0	21.5	46.6	36.7	30.8	35	27	19	2.1	2.1	2.1	5	6	7	1.0	1.0	1.2	19.5	17.8	16.4
CPALL	Buy	69.25	90.0	31.7	32.4	30.3	25.9	16	7	17	7.8	6.1	5.4	28	24	23	1.6	1.7	2.0	18.5	17.1	15.3
GLOBAL	Buy	20.70	23.0	12.0	51.5	40.8	34.6	(4)	26	18	6.2	5.6	5.1	13	14	15	0.9	0.9	0.9	32.5	26.8	23.3
HMPRO	Buy	15.90	17.0	9.1	42.8	37.1	32.2	18	15	15	11.2	10.4	9.4	27	29	31	1.9	2.2	2.5	23.3	21.0	18.9
MAKRO	Neutral	34.00	40.0	20.5	26.4	27.2	25.3	14	(3)	7	9.1	8.4	7.7	37	32	32	2.8	2.8	2.8	16.1	16.0	15.0
ROBINS	Buy	70.00	90.0	30.6	28.7	24.4	21.0	8	18	16	4.4	4.0	3.6	16	17	18	1.8	2.0	2.4	15.3	14.0	12.7
Average					38.1	32.8	28.3	15	15	15	6.8	6.1	5.5	21	20	21	1.7	1.8	2.0	20.9	18.8	16.9

Source: SCBS Investment Research

วัสดุก่อสร้าง

SET CONMAT index Close: 27/9/2018 11,545.08 -42.49 / -0.37% Bt1,778mn
Bloomberg ticker: SETCONMT

อุปสงค์ค่อยๆ กลับมา

อุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนก.ค. และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในปลายปี 2561 โดยได้แรงหนุนจากการลงทุนภาครัฐ และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ราคาผลิตภัณฑ์ทยอยปรับขึ้น YTD แต่เราคาดว่าจะเห็นการปรับราคาขึ้นอีก เพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง **Top picks** คือ SCC และ SCCC

อุปสงค์ค่อยๆฟื้นตัว เมื่ออิงข้อมูลจาก สคอ. พบว่าในเดือนก.ค. ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศกลับมาเติบโต 7% YoY และ 4% YoY เราคาดว่าอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้บ้างในระยะเวลานี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เพิ่มขึ้น และโครงการลงทุนภาคเอกชนที่ทยอยกลับมาอย่างช้าๆ ทั้งนี้เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเพิ่มขึ้น 2.0% YoY ในปี 2561 (เทียบกับ -0.5% YoY สำหรับปูนซีเมนต์ และทรงตัว YoY สำหรับกระเบื้องเซรามิค ใน 7M61) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโต 11% YoY และการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโต 4% YoY อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC

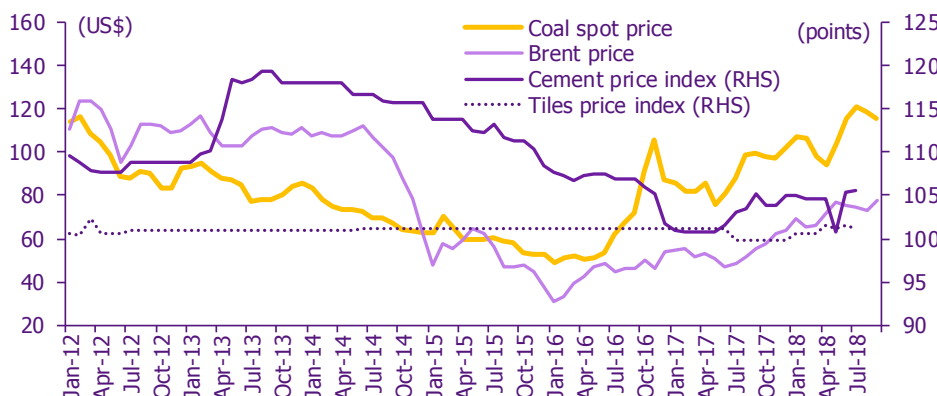
โครงการภาครัฐ: เบิกจ่ายมากขึ้น พระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐฉบับใหม่ พ.ศ. 2560 (มีผลบังคับใช้ตั้งแต่กลางปี 2560) เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลชะลอตัวในกลางปี 2560 ถึงต้นปี 2561 อย่างไรก็ตาม การปรับตัวให้เข้ากับพ.ร.บ.ใหม่ดังกล่าวได้ดีขึ้น ช่วยให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น 10% YoY ใน 2Q61 และ 3% YoY ในเดือนก.ค. เราคาดว่าโครงการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก โดยเกิดจาก: 1) อัตราการเบิกจ่ายที่เพิ่มขึ้นหลังจากปรับตัวให้เข้ากับพ.ร.บ.ใหม่; 2) การจัดสรรงบประมาณลงทุนของรัฐบาลเพิ่มขึ้นสู่ 6.60 แสนล. (+4% YoY) ในปีงบประมาณ 2562 (ค.ค. 2561-ก.ย. 2562) สำหรับโครงการขนาดใหญ่ SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณจะเร่งตัวขึ้นในปี 2561-63 การอนุมัติและการก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

โครงการภาคเอกชน: รอปัจจัยกระตุ้น พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ตัวชี้วัดอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในประเทศ) ปรับตัวลดลงในปลายปี 2558 แต่กลับมามีระดับที่ค่อนข้างทรงตัวตั้งแต่กลางปี 2560 ซึ่งบ่งชี้ว่ากิจกรรมการก่อสร้างโครงการภาคเอกชนผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และกำลังปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ เช่น ความคืบหน้าของโครงการภาครัฐ มากกระตุ้นให้อุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ราคาจะปรับขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงระดับสูง ในปี 2560 ราคาถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้นถึง 35% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 24% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2561 เป็นต้นมา ราคาถ่านหิน (spot price) เพิ่มขึ้น 22% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 33% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะลือราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ทั้งนี้ในเดือน ก.ค. และ 7M61 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น 2% YoY ในขณะที่ดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 1% YoY เราคาดว่าต้นทุนที่สูงขึ้นจะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นอีก แต่อุปสงค์วัสดุก่อสร้างที่ฟื้นตัวอย่างประปรายอาจจะทำให้การปรับราคาขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นทำได้จำกัด

Top picks Top picks ของเรา คือ SCC เพราะผลการดำเนินงาน 2H61 จะปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุน นอกจากนี้เรายังชอบ SCCC จากการประหยัดต้นทุนสืบเนื่องมาจากความสำเร็จของแผนปฏิรูปธุรกิจที่เห็นมาตั้งแต่ 2Q61

ราคาสินค้าโภคภัณฑ์เริ่มปรับขึ้น และจะปรับขึ้นอีกเพื่อครอบคลุมต้นทุน



Source: REIC, NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	
					17F	18F	18F
DCC	Neutral	2.6	2.8	12.1	17.1	15.4	4.2 3.9
SCC	Buy	450.0	580.0	33.1	11.0	10.0	1.6 1.5
SCCC	Buy	250.0	285.0	18.0	22.4	19.5	2.0 2.0
Average					16.8	15.0	2.6 2.4

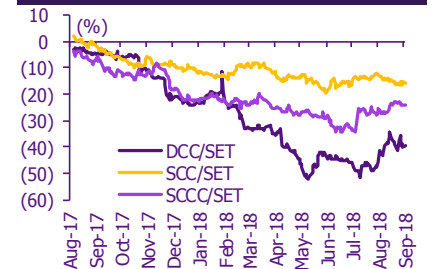
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	6.6	15.0	(34.7)	4.4	5.0	(37.9)
SCC	(0.4)	9.8	(8.9)	(2.4)	0.2	(13.4)
SCCC	6.4	23.2	(11.3)	4.3	12.4	(15.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

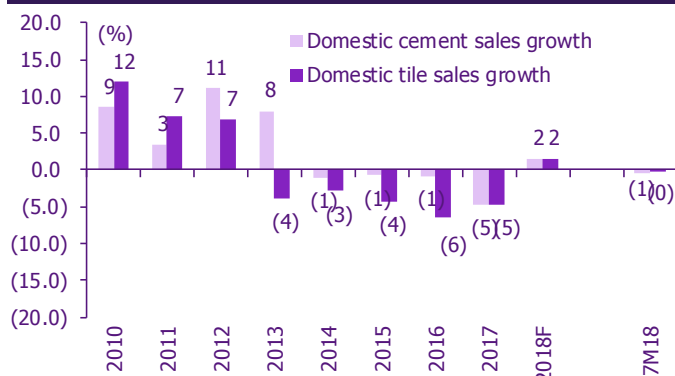
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

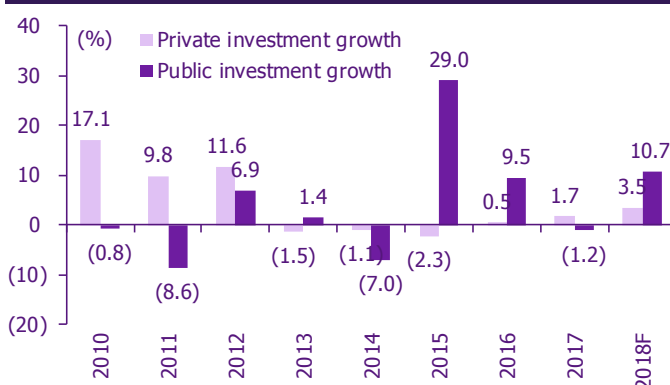
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Local sales volume growth in 2018F



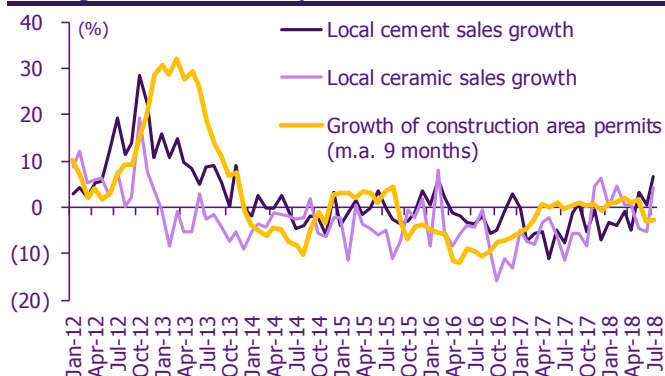
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 2: Public and private investment growth



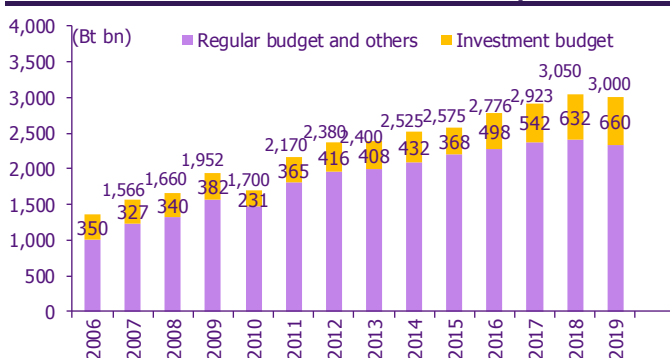
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permits (9-month moving average) were relatively stable in 2018TD



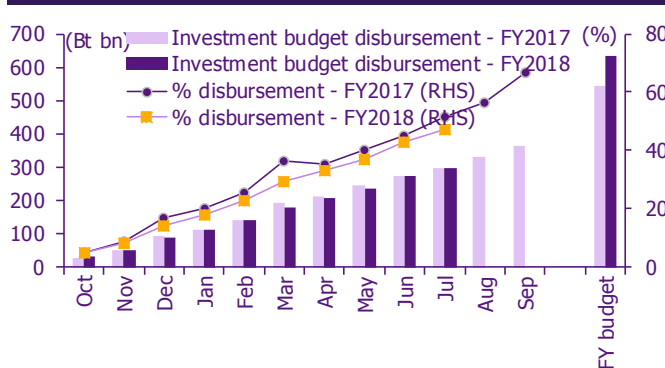
Source: BOT, OIE and SCBS Investment Research

Figure 4: Government investment budget raised to Bt660bn (+4% YoY) in FY2019 (Oct 2018-Sep 2019)



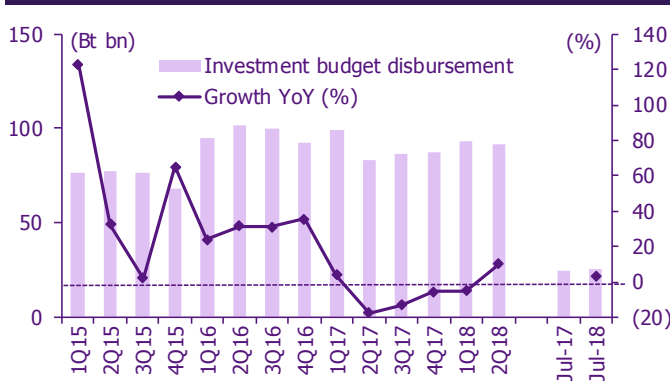
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 5: The government disbursed Bt298bn, flat YoY in 10MFY18 (Oct 2017-July 2018) ...



Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 6: ... but the disbursement improved 10% YoY in 2Q18 and 3% YoY in July



Source: SCB EIC based on MOT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
DCC	Neutral	2.60	2.8	12.1	15.2	17.1	15.4	(21)	(11)	10	4.5	4.2	3.9	31	25	26	4.9	4.4	4.9	10.7	10.3	9.6
SCC	Buy	450.00	580.0	33.1	10.4	11.0	10.0	(4)	(5)	10	1.8	1.6	1.5	18	16	16	4.2	4.2	4.2	6.9	6.7	6.2
SCCC	Buy	250.00	285.0	18.0	26.3	22.4	19.5	(39)	18	15	1.9	2.0	2.0	9	9	10	4.0	4.0	4.0	12.4	12.2	11.3
Average					17.3	16.8	15.0	(22)	0	12	2.7	2.6	2.4	19	17	17	4.4	4.2	4.4	10.0	9.7	9.0

Source: SCBS Investment Research

ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

SET ETRON index Close: 27/9/2018 1,746.39 -1.12 / -0.06% Bt318mn
Bloomberg ticker: SETETRON

คาดการณ์ 3Q61 และ 4Q61 แข็งแกร่ง

ราคาหุ้นกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับตัวขึ้นอย่างมากในไตรมาสก่อน อย่างไรก็ตาม ภายใต้อิทธิพลของราคาหุ้นที่ปรับขึ้นสะท้อนการคาดการณ์ว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 3Q61 ไปเพียงบางส่วน แต่ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีกจากการคาดการณ์ว่ากำไรจะเติบโตต่อเนื่องใน 4Q61 ความเสี่ยง คือ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบ ซึ่งจะต้องจับตาต่อไป top pick ของเรา คือ KCE (ราคาเป้าหมายกลางปี 62 ที่ 50 บาท) เพราะคาดว่าจะกำไรปี 62 จะเติบโตสูงที่สุด และมีรายได้ในกลุ่มยานยนต์ซึ่งมีแนวโน้มที่สดใสในสัดส่วนสูง

อุปสงค์ยังแข็งแกร่ง ยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 20% YoY สู่ US\$2.66 แสนล้านใน 7M61 และเติบโต 17% YoY สู่ US\$3.9 หมื่นล้านในเดือนก.ค. อ้างอิงรายงานจาก Semiconductor Industry Association (SIA) ทั้งนี้เนื่องจากความคิดเห็นจากซัพพลายเออร์ที่เกี่ยวข้องบ่งชี้ว่าอุปสงค์จะยังคงแข็งแกร่งตลอด 2H61 ดังนั้นเราจึงมองว่ามีโอกาสสูงที่ World Semiconductor Trade Statistics (WSTS) จะปรับประมาณการอัตราการเติบโตของยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 61 ซึ่งปัจจุบันที่คาดการณ์ไว้ที่ 12% (สู่ US\$4.63 แสนล้าน) เพิ่มขึ้น

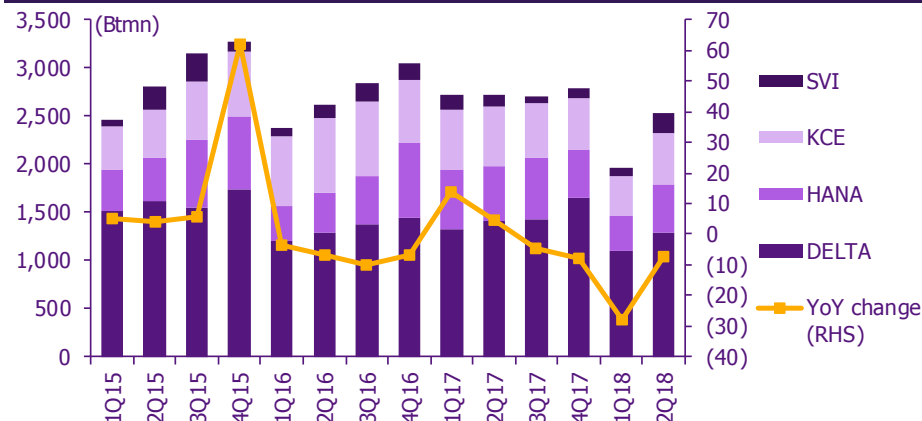
อัตราแลกเปลี่ยนที่คาดว่าจะส่งผลต่ออย่างเต็มที่ใน 3Q61 หลังจากเงินบาทเทียบกับ US\$ อ่อนค่าลงอย่างต่อเนื่องนาน 16 เดือน (ม.ค. 60 ถึง เม.ย. 61) จาก ~36 บาท/US\$ สู่ ~31 บาท/US\$ อัตราแลกเปลี่ยนก็พลิกกลับมามีทิศทางที่ดีขึ้นสำหรับผู้ส่งออกในเดือนพ.ค. และเมื่อสิ้นสุด 2Q61 ประโยชน์ที่ได้รับยังไม่มากนัก เพราะเงินบาทอ่อนค่าลงเพียง 1.2% QoQ แต่คาดว่าจะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่ใน 3Q61; ถ้าบาท/US\$ อยู่ในระดับทรงตัวไปจนกระทั่งสิ้นสุดไตรมาส ค่าเงินบาทโดยเฉลี่ยใน 3Q61 จะอยู่ที่ 33 บาท/US\$ อ่อนค่าลง 3.5% QoQ ปัจจุบันเพียงอย่างเดียวจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของบริษัทในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ปรับขึ้นได้อีก 7-14% อ้างอิงการคำนวณของเรา

คาดการณ์ 3Q61 และ 4Q61 แข็งแกร่ง แม้ประมาณการอัตราแลกเปลี่ยนใน 3Q61 ดังกล่าวข้างต้นยังคงสะท้อนถึงเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น 1% YoY แต่จะได้รับการชดเชยมากกว่านั้นโดยอุปสงค์ที่เติบโต YoY ดังนั้นเราคาดว่าบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทุกบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะรายงานกำไรปกติเติบโต YoY ใน 3Q61 โดยคาดว่า SVI จะเป็นบริษัทที่รายงานกำไรปกติเติบโต YoY สูงที่สุด (เพิ่มขึ้น 200% จากฐานต่ำ) ด้วยด้วย KCE (เพิ่มขึ้น 19%) เราคาดว่ากำไร 4Q61 จะแข็งแกร่งกว่าปกติ เพราะมีออเดอร์จำนวนมากทะลักเข้ามาใน 4Q61 และปัญหาบางอย่างคลี่คลายลง (คอขวดการผลิตของ KCE และความสามารถในการจัดหาวัตถุดิบเพิ่มของ SVI)

จับตาสงครามการค้าและสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบ รายชื่อสินค้าปัจจุบันที่สหรัฐฯ เรียกเก็บภาษีนำเข้าจากจีน ไม่มีผลกระทบใดๆ ต่อบริษัทในการวิเคราะห์ของเรา แต่มีความเสี่ยงถ้ามีการเพิ่มรายชื่อสินค้า นอกจากนี้แล้วสถานการณ์ขาดแคลนวัตถุดิบก็เป็นอีกประเด็นที่ต้องจับตาเนื่องจากสถานการณ์นี้อาจจะเกิดต่อเนื่องไปจนถึงปี 62 หรือปี 63 อ้างอิงแหล่งข่าวในอุตสาหกรรมหุ้นที่มีความอ่อนไหวต่อประเด็นเหล่านี้มากกว่าหุ้นอื่นๆ คือ HANA (มีโรงงานในจีน) และ SVI (ขนาดเล็กสุด ทำให้มีอำนาจต่อรองน้อยกว่าบริษัทอื่นๆ เมื่อสั่งซื้อวัตถุดิบ)

Top pick คือ KCE (ราคาเป้าหมาย 50 บาท) เพราะมีรายได้ในกลุ่มยานยนต์ซึ่งมีแนวโน้มการเติบโตที่สดใสที่สุดในสัดส่วนสูง (70% ของรายได้) โดยคาดว่ากลุ่ม IC สำหรับยานยนต์จะเติบโตที่ CAGR 12.5% ในปี 60-64 เทียบกับอัตราการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 6.1% และคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงที่สุดที่ 45% ในปี 62

กำไรปกติ



Source: Companies and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
DELTA	Neutral	69.75	73.0	8.5	16.3	14.1	2.5	2.3
HANA	Buy	39.25	45.0	19.7	14.6	12.6	1.5	1.4
KCE	Buy	42.00	50.0	21.7	21.2	14.6	3.8	3.1
SVI	Buy	5.60	6.6	19.3	18.2	13.0	1.6	1.5
Average					17.6	13.6	2.3	2.1

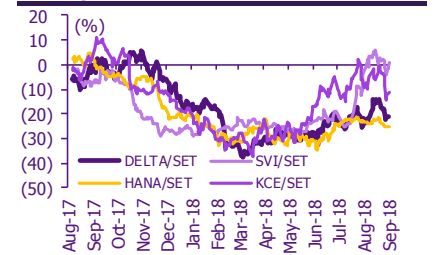
Source: SCBS Investment Research

Price performance

		Absolute		Relative to SET	
(%)		1M	3M	1M	3M
DELTA	(0.4)	25.7	(19.8)	(2.3)	14.7
HANA	5.4	27.6	(19.1)	3.3	16.5
KCE	(1.8)	12.0	(17.6)	(3.7)	2.2
SVI	(1.8)	37.3	9.8	(3.7)	25.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศลยา ณ สงขลา

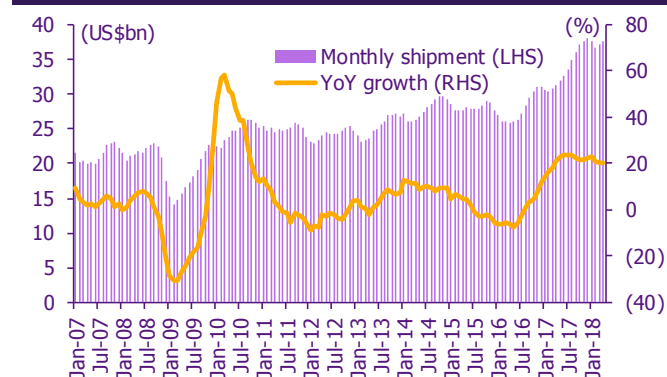
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1006

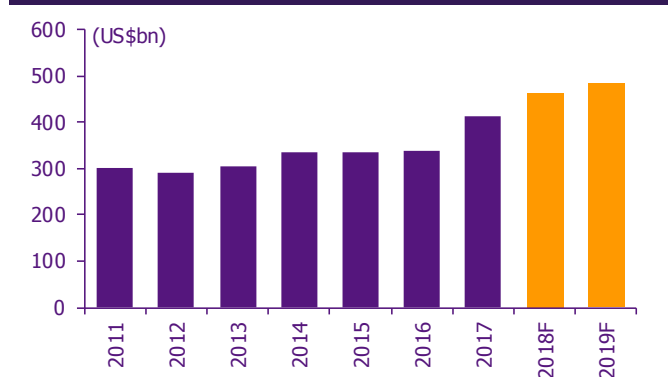
solaya.na_songkhla@scb.co.th

Figure 1: Worldwide semiconductor shipments



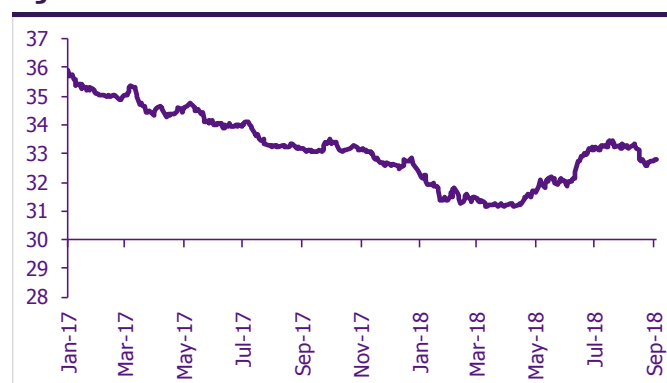
Source: SIA

Figure 2: Worldwide semiconductor sales forecast



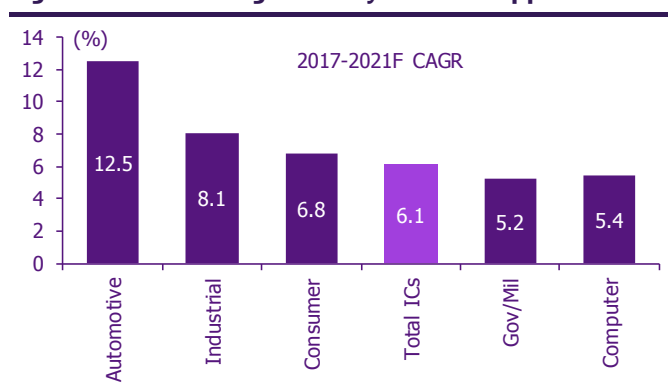
Source: WSTS, SIA

Figure 3: Baht/US dollar



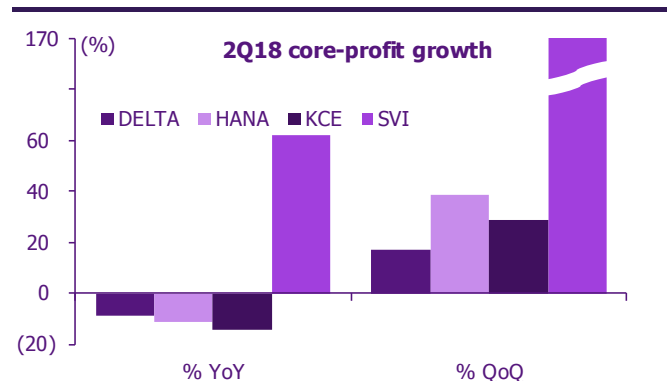
Source: BOT

Figure 4: IC market growth by end-use application



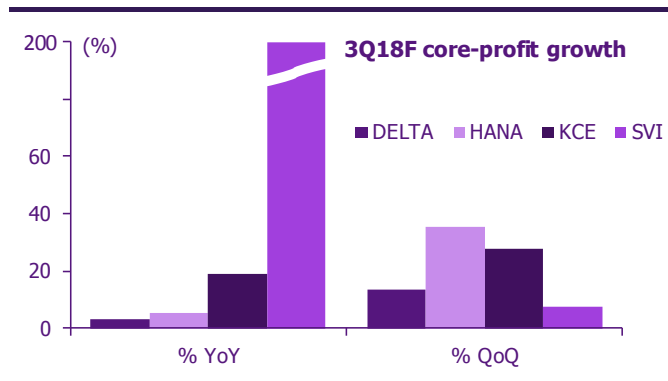
Source: IC Insights

Figure 5: 2Q18F net profit growth



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY changes in core earnings



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
DELTA	Neutral	69.75	73.0	8.5	15.0	16.3	14.1	9	(8)	16	2.7	2.5	2.3	18	16	17	3.2	3.9	4.3	9.8	9.9	8.6
HANA	Buy	39.25	45.0	19.7	13.4	14.6	12.6	16	(8)	16	1.5	1.5	1.4	12	10	12	5.1	5.1	5.1	6.1	6.1	5.6
KCE	Buy	42.00	50.0	21.7	21.0	21.2	14.6	(20)	(1)	45	4.4	3.8	3.1	22	19	23	2.6	2.6	2.9	15.1	14.8	10.7
SVI	Buy	5.60	6.6	19.3	28.3	18.2	13.0	(22)	55	40	1.8	1.6	1.5	6	9	12	1.5	1.5	1.5	13.0	8.6	6.4
Average					19.4	17.6	13.6	(4)	9	29	2.6	2.3	2.1	14	14	16	3.1	3.3	3.4	11.0	9.8	7.8

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 27/9/2018 27,198.90 +63.84 / +0.24% Bt17,140mn
Bloomberg ticker: SETENERG

ไฟฟ้ที่ธุรกิจ O&G แบบครบวงจร และโรงกลั่น

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัว underperform ตลาดอยู่เล็กน้อยใน 3Q61 แต่ยังคงปรับขึ้น 5% โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันโรงกลั่น (ปลายน้ำ) ที่ปรับขึ้น 17% เทียบกับ -1% สำหรับหุ้น E&P (ต้นน้ำ) และ +4% สำหรับหุ้น O&G แบบครบวงจร Top picks ใน 3Q61 ของเรา (PTT IRPC และ SPRC) ให้ผลตอบแทน 8% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ +3% สำหรับ SET และ +5% สำหรับ SET Energy ราคาหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากอุปสงค์ตามฤดูกาลและการหยุดชะงักของอุปทาน (สหรัฐฯ คว้าบาตรอิหร่าน) จะกระตุ้นให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นในกลุ่มนี้มากขึ้น เราขอแนะนำบริษัทที่ประกอบธุรกิจ O&G แบบครบวงจรอย่าง PTT ซึ่งพอร์ตสินทรัพย์ของบริษัทได้รับผลกระทบน้อยมากจากความผันผวนของราคาน้ำมัน Top picks ในกลุ่มโรงกลั่นของเราคือ IRPC และ SPRC โดยได้รับการสนับสนุนจาก GRM ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นและกำไรจากสต็อกน้ำมัน

กำไรปกติ 1H61 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันและก๊าซ เติบโต 12% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากบริษัทที่ประกอบธุรกิจ E&P และธุรกิจ O&G แบบครบวงจร เนื่องจากราคาน้ำมันสูงขึ้น กำไรของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นก็เติบโต 41% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรจากสต็อกน้ำมัน ซึ่งหลักๆ เกิดขึ้นใน 2Q61 แม้กำไรได้รับผลกระทบจาก GRM ที่ลดลง และ crude premium ที่สูงขึ้น เราคาดว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะช่วยกระตุ้นให้กำไรปกติของบริษัทที่ประกอบธุรกิจ E&P ปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H61 ในขณะที่บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นจะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของ GRM จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล และ spread ที่แคบลงระหว่างราคาน้ำมันดิบชนิดเบากับชนิดหนัก กำไรสต็อกน้ำมันจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็น upside

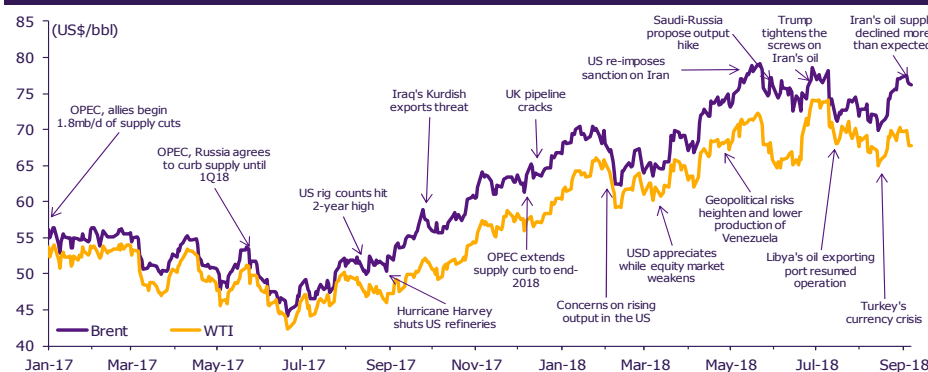
ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ย YTD ต่ำกว่าประมาณการของเราอยู่ 1.8% ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ย QTD ลดลง 0.6% จาก 2Q61 ตามคาด สู่ระดับ US\$74.1/bbl เนื่องจากโอเปกและพันธมิตรผลิตน้ำมันเพิ่มเพื่อชดเชยผลผลิตน้ำมันที่หายไปจากเวเนซุเอลาและลิเบีย และอุปทานน้ำมันจากอิหร่านลดลงเพราะถูกสหรัฐฯ คว้าบาตร ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นส่งผลทำให้อุปสงค์ปรับตัวลดลง และเป็นสาเหตุทำให้ราคาน้ำมันลดลงใน 3Q61 ทั้งนี้ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 61 ถึงปัจจุบันอยู่ที่ US\$71.7/bbl ต่ำกว่าสมมติฐานของเราที่ US\$73/bbl อยู่เล็กน้อย การหยุดชะงักของอุปทานและอุปสงค์ตามฤดูกาลในช่วงที่เหลือของปีนี้จะทำให้ส่วนต่างราคาแคบลง แม้เราคาดว่าฤดูพายุเฮอริเคนจะไม่ส่งผลกระทบต่อการผลิตน้ำมัน อ่างอิงการคาดการณ์ของ NOAA

ค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้น แม้โดยปกติแล้วไตรมาส 3 เป็นโลว์ซีซั่นสำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่น แต่ Singapore GRM ปรับขึ้น QoQ ใน 3Q61TD โดยได้รับการสนับสนุนจาก crack spread ที่แข็งแกร่งของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate GRM เฉลี่ย YTD ลดลง 6% YoY สู่ US\$6.4/bbl เพราะ crack spread ของน้ำมันเบนซินลดลง (-15% YoY) สำหรับช่วงที่เหลือของปีนี้ผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยจะได้รับประโยชน์จาก crack spread ที่แข็งแกร่งของน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยาน ซึ่งเพิ่มขึ้น 6-12% YoY สู่ระดับเกือบ US\$15/bbl โดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่เติบโตอย่างต่อเนื่องและอุปสงค์ตามฤดูกาล นอกจากนี้การหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นทั่วโลกตามแผนและนอกแผนอาจจะทำให้อุปทานหยุดชะงักในระยะสั้นด้วย

ราคาก๊าซหุงต้มดีกวาคา ค่าราคาก๊าซหุงต้มในตลาดภูมิภาคเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 3Q61 สู่ระดับสูงสุดในรอบ 7 ปีที่ US\$123/ตัน (ราคาเฉลี่ย YTD อยู่ที่ US\$108.8/ตัน +27% YoY) เพราะสต็อกก๊าซหุงต้มที่มีค่าความร้อนสูงอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากปริมาณสำรองก๊าซหุงต้มกำลังจะหมดลง และการลงทุนทำเหมืองก๊าซหุงต้มลดลง เพราะอุปสงค์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง เนื่องจากการลงทุนในโรงไฟฟ้าก๊าซหุงต้มแห่งใหม่ชะลอตัวลง แม้ราคาก๊าซหุงต้มสูงในปัจจุบันอาจจะทำให้การเจรจาระหว่างโรงไฟฟ้ากับผู้ผลิตก๊าซหุงต้มเพื่อกำหนดราคาอ้างอิงในเดือนต.ค.เกิดความล่าช้า แต่อุปสงค์ตามฤดูกาลเพื่อสะสมสต็อกก๊าซหุงต้มเพิ่มก่อนฤดูหนาวน่าจะกระตุ้นให้ราคาก๊าซหุงต้มปรับขึ้นใน 4Q61

ยังคงเลือก PTT IRPC และ SPRC เป็น top picks ผลตอบแทนเฉลี่ยจาก top picks ในไตรมาสก่อนสูงกว่ากลุ่มอยู่เล็กน้อย โดยหลักๆ เกิดจาก IRPC และ SPRC เนื่องจากนักลงทุนหันมาให้ความสนใจในหุ้นน้ำมันปลายน้ำมากขึ้น หลังจากราคาน้ำมันลดลงแรงใน 2Q61 เราคาดว่านักลงทุนจะให้ความสนใจในหุ้นสามตัวนี้อย่างต่อเนื่องใน 4Q61 เพราะ valuation ไม่แพง ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง และกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ม.ค. 60 - พ.ค. 61)



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					18F	19F
BCP	Buy	35.5	53.0	55.5	8.7	7.2
ESSO	Neutral	15.6	16.0	8.3	8.6	7.8
IRPC	Buy	6.9	9.2	38.6	9.5	8.4
PTT	Buy	54.0	65.0	24.8	10.3	9.7
PTTEP	Buy	156.5	170.0	11.7	15.7	14.2
SPRC	Buy	14.9	20.0	42.3	7.0	7.9
TOP	Buy	88.0	125.0	47.7	8.8	9.3
Average				32.7	9.8	9.2

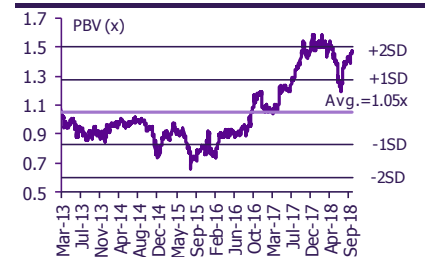
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute	Relative to SET
(%)	1M 3M 12M	1M 3M 12M
BCP	(2.1) 13.6 (10.1)	(4.0) 3.7 (14.6)
ESSO	0.0 32.2 27.9	(2.0) 20.6 21.6
IRPC	3.0 17.9 10.4	0.9 7.6 4.9
PTT	2.9 13.7 30.4	0.8 3.7 24.0
PTTEP	9.8 15.1 74.4	7.6 5.0 65.8
SPRC	(1.3) 13.7 (15.3)	(3.3) 3.8 (19.5)
TOP	4.5 13.5 (5.9)	2.4 3.6 (10.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETENERG



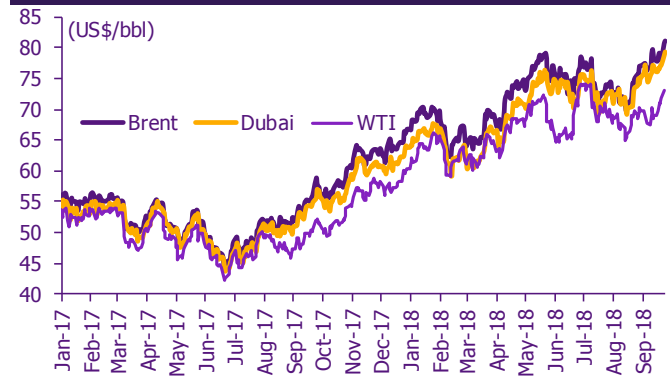
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

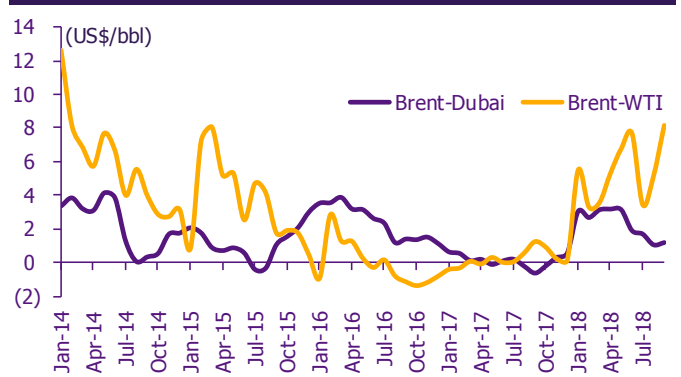
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark crude oil price



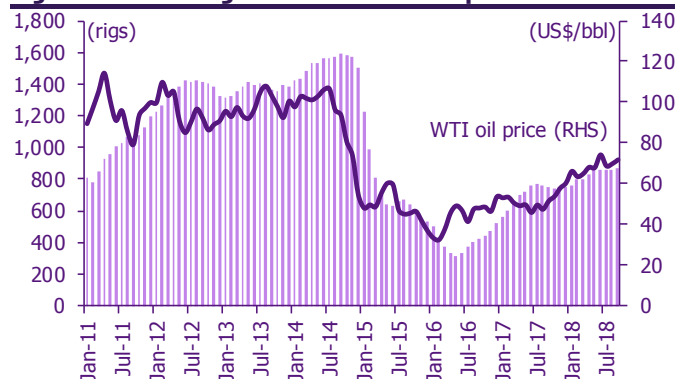
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differentials



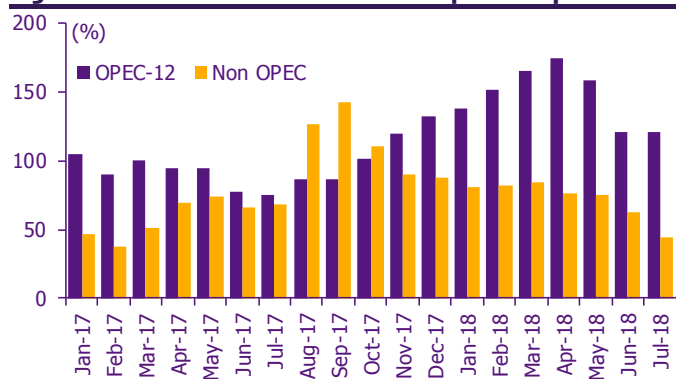
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: US oil rig counts vs. WTI oil price



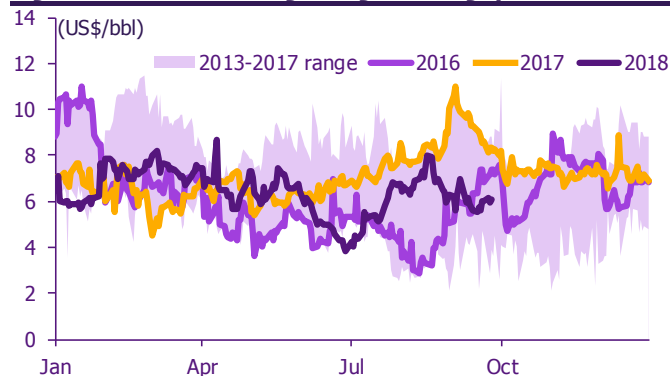
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

Figure 4: OPEC 12 & Non-OPEC – output compliance



Source: IEA, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Gross refining margin – Singapore



Source: Bisnews, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price



Source: BANPU, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BCP	Buy	35.50	53.0	55.5	7.8	8.7	7.2	52	(11)	21	1.1	1.0	0.9	15	12	14	6.1	6.2	6.5	6.3	6.4	5.4
ESSO	Neutral	15.60	16.0	8.3	7.4	8.6	7.8	10	(14)	11	1.9	1.7	1.6	30	21	21	6.4	5.8	6.4	6.5	7.0	5.9
IRPC	Buy	6.90	9.2	38.6	12.8	9.5	8.4	(14)	35	13	1.6	1.5	1.3	13	16	17	4.2	5.2	5.9	9.0	5.9	5.3
PTT	Buy	54.00	65.0	24.8	10.8	10.3	9.7	37	4	6	1.9	1.7	1.6	12	11	11	3.7	4.4	4.6	4.7	3.8	3.2
PTTEP	Buy	156.50	170.0	11.7	16.2	15.7	14.2	115	3	10	1.7	1.6	1.5	10	10	11	2.7	3.0	3.2	5.2	4.4	3.9
SPRC	Buy	14.90	20.0	42.3	8.7	7.0	7.9	(9)	24	(12)	1.5	1.4	1.3	18	21	17	7.7	8.1	8.1	5.3	4.3	4.2
TOP	Buy	88.00	125.0	47.7	8.2	8.8	9.3	4	(7)	(5)	1.4	1.3	1.2	18	15	14	6.0	5.7	5.3	4.7	5.0	4.9
Average					10.3	9.8	9.2	32	(1)	6	1.6	1.5	1.3	16	15	15	5.2	5.5	5.7	5.9	5.3	4.7

Source: SCBS Investment Research

เติบโตดี; ชอบ AEONTS เพราะ valuation ถูกกว่า KTC

เราคาดว่าทั้ง KTC และ AEONTS จะรายงานสิ้นเชิงเติบโตและ credit cost ลดลงในปี 2561-2562 เนื่องจากทั้งสองบริษัทจะได้รับประโยชน์จากค่าจ้างและรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไร 3Q61 ของทั้ง KTC และ AEONTS จะเพิ่มขึ้นมาก YoY เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก valuation ของ AEONTS ถูกกว่า KTC

สินเชื่อของ AEONTS จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าสินเชื่อของ AEONTS จะยังคงเติบโตที่ 13% ในปี FY2561 และ 12% ในปี FY2562 (เทียบกับ 15% ในปี FY2560) เนื่องจากบริษัทเพิ่มวงเงินสินเชื่อสำหรับลูกค้าเดิมเพื่อกระตุ้นการขยายสินเชื่อ และขยายธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองเพื่อหนุนให้สินเชื่อขยายตัวในปี FY2561 บัตรเครดิตที่บริษัทออกร่วมกับ BIGC (เริ่มกลางปี 2560) จะมียอดใช้จ่ายมากขึ้นในปี

KTC จะขยายธุรกิจสินเชื่อในไฟแนนซ์และฟิโกไฟแนนซ์ สินเชื่อของ KTC เติบโตต่ำที่ 7.2% YoY ใน 1H61 และ -2% YTD ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 10% และประมาณการทั้งปีของเราที่ 8% การจัดโปรโมชันเชิงรุกมากขึ้นทำให้เราคาดว่า KTC จะเร่งขยายสินเชื่อส่วนบุคคลจากที่เติบโต 13% YoY (3% YTD) ใน 1H61 สู่ 15% ภายในสิ้นปี 2561 ทั้งนี้เพื่อกระตุ้นการเติบโตของสินเชื่อ KTC จึงวางแผนปล่อยสินเชื่อภายใต้โครงการสินเชื่อในไฟแนนซ์ (สินเชื่อไม่มีหลักประกันที่มีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนให้กับผู้ประกอบการรายย่อย วงเงินสินเชื่อไม่เกิน 100,000 บาท/คน) และฟิโกไฟแนนซ์ (สินเชื่อไม่มีหลักประกันหรือมีหลักประกัน วงเงินสินเชื่อไม่เกิน 50,000 บาท/คน) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงขึ้น แต่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้น (คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดไม่เกิน 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล)

Credit cost จะลดลง KTC และ AEONTS คาดว่าค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรองจะลดลงในปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องอันเป็นผลมาจากค่าจ้างและรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น อัตราส่วน LLR/NPL ระดับสูงของ KTC ที่ 605% จะเปิดโอกาสให้บริษัทลด credit cost ลงสู่ระดับต่ำกว่าการตัดหนี้สูญเป็นการชั่วคราวในปี 2561 แต่จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว AEONTS ตั้งเป้าตั้งสำรองประมาณ 5 พันลบ. (6.25% ของสินเชื่อทั้งหมด) ในปี FY2561 เทียบกับ 4.7 พันลบ. (6.6% ของสินเชื่อทั้งหมด) ในปี FY2560

ได้รับผลกระทบจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นและอัตราดอกเบี้ยที่มีแนวโน้มปรับขึ้นจะกดดันให้ KTC และ AEONTS ต้องขยาย duration ของหนี้สินออกไปเพื่อลดต้นทุนทางการเงิน ซึ่งจะสร้างแรงกดดันให้ต้นทุนทางการเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าต้นทุนทางการเงินจะเพิ่มขึ้น และ NIM จะลดลงในปี 2561-2563

พริ้ว 3Q61: กำไรเติบโต YoY อย่างแข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2QFY61 (มิ.ย.-ส.ค.) ของ AEONTS จะเพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 41% YoY และ 2% QoQ สู่ 944 ลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิที่เพิ่มขึ้นและคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q61 ของ KTC จะเพิ่มขึ้น 55% YoY แต่ทรงตัว QoQ ที่ 1.3 พันลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจาก credit cost ที่ลดลง

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก valuation ของ AEONTS ถูกกว่า KTC หุ่น AEONTS ซื้อขายที่ PER 12 เท่า และ PBV 2.4 เท่า ในปี FY2562 ในขณะที่หุ้น KTC ซื้อขายที่ valuation ค่อนข้างสูงที่ PER 17 เท่า และ PBV 4.7 เท่า ในปี 2562 เราแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ AEONTS และ "ขาย" สำหรับ KTC

Valuation summary

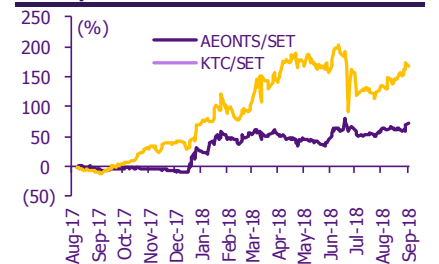
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					18F	19F
AEONTS	Buy	210.0	223.0	8.4	13.8	11.7
KTC	Sell	36.0	25.0	(28.4)	18.4	16.7
Average					16.1	14.2

Source: SCBS Investment Research

Price performance

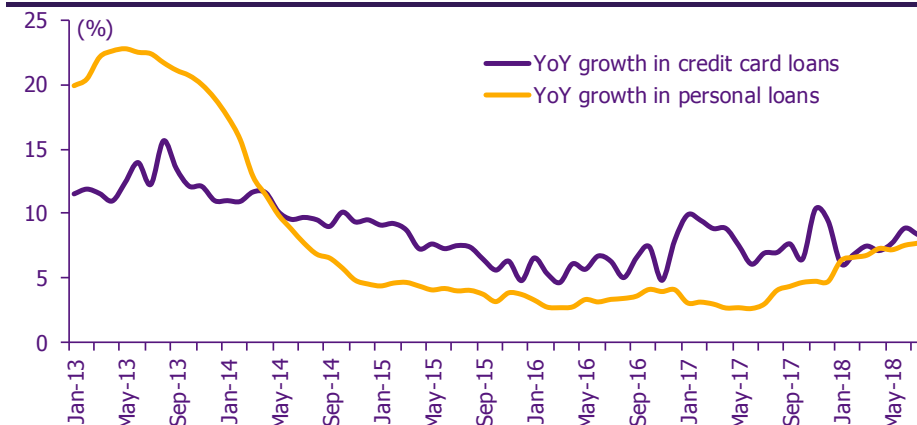
	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	18.3	28.0	107.9	16.0	16.8	97.7
KTC	22.0	3.2	230.3	19.6	(5.9)	214.0

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การปล่อยสินเชื่อมากขึ้นจะช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตที่ลดลง แต่ไม่ยั่งยืน



Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

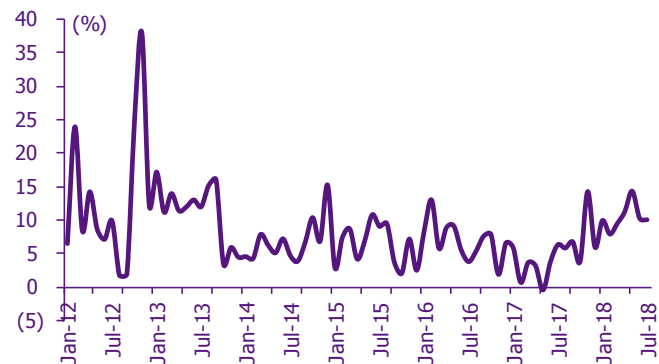
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

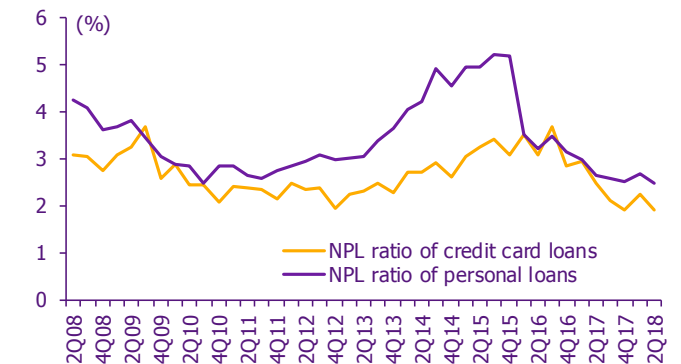
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: YoY growth in credit card spending



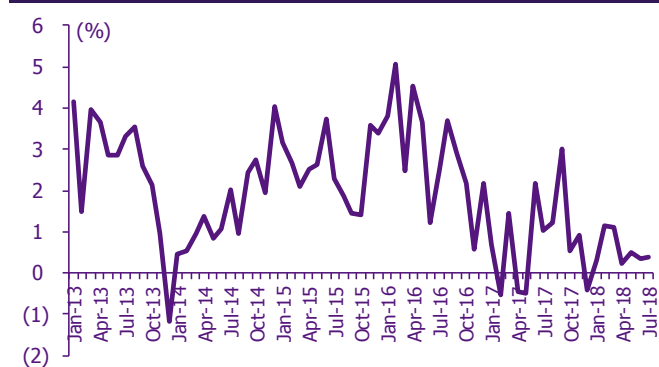
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Credit card and personal loan NPLs



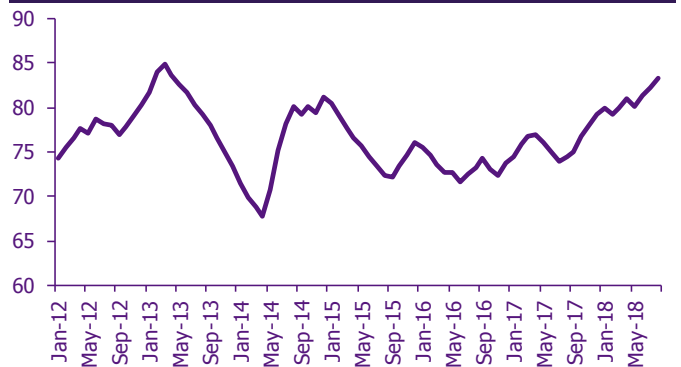
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



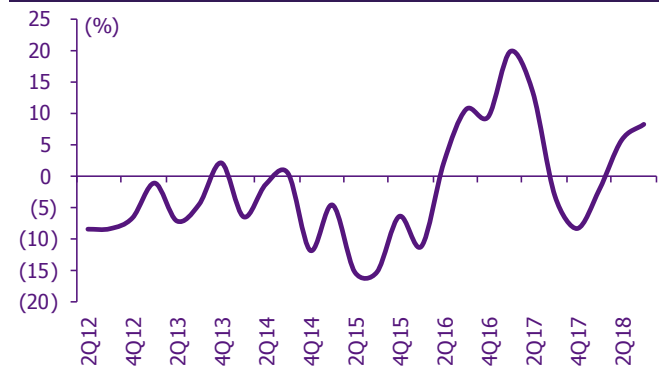
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



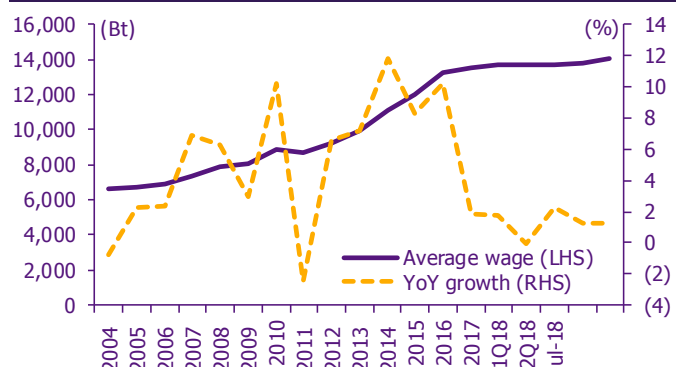
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income growth



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Average wage



Source: Banks and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AEONTS	Buy	210.00	223.0	8.4	17.7	13.8	11.7	23	28	19	3.3	2.8	2.4	20	22	22	1.8	2.2	2.6
KTC	Sell	36.00	25.0	(28.4)	28.1	18.4	16.7	32	53	10	7.4	5.7	4.7	29	35	31	1.5	2.2	2.4
Average					22.9	16.1	14.2	28	40	15	5.4	4.3	3.5	25	29	27	1.7	2.2	2.5

Source: SCBS Investment Research

อัตราค่าอะไรจะฟื้นตัวสู่ระดับที่แข็งแกร่ง

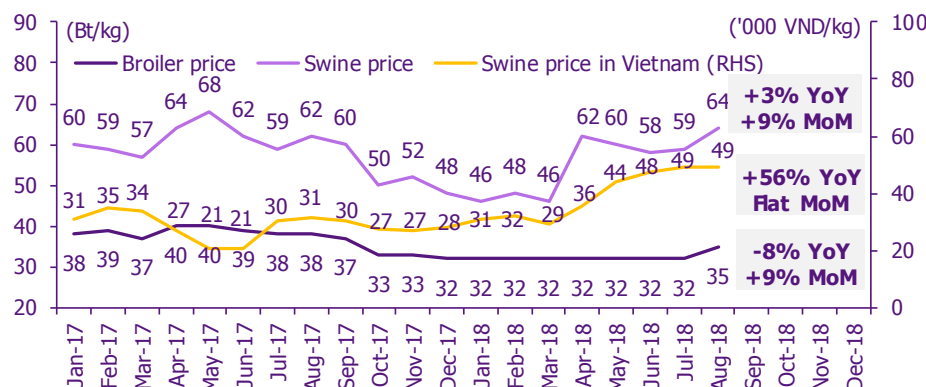
ข้อมูลใน 3Q61 จนถึงปัจจุบัน แสดงให้เห็นว่าราคาสัตว์บกมีการฟื้นตัวขึ้น ราคาหมูในเวียดนาม รวมถึงราคาหมูและไก่ในประเทศไทย ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 1-2 ปี โดยเกิดจากการปรับอุปทาน และผู้ประกอบการส่งผ่านภาระต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น YoY ต้นทุนวัตถุดิบในธุรกิจสัตว์น้ำสำหรับกลุ่มทูน่า แซลมอน และกุ้ง ยังอยู่ในระดับต่ำ ปัจจัยทั้งหมดเหล่านี้ส่งผลให้มูลค่าของอาหาร Top picks คือ CPF (ธุรกิจหมูและไก่ปรับตัวดีขึ้น) และ TU (ธุรกิจทูน่าดีขึ้น)

ธุรกิจสัตว์บก: ราคามีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ธุรกิจหมูในเวียดนาม ราคาหมูปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 27 เดือนที่ VND49,000/กก. (ทรงตัว MoM แต่ +56% YoY) ในเดือนส.ค. และ +59% YoY ใน 3Q61TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ VND34,000/กก. ทั้งนี้มีการปรับอุปทานหมูในเวียดนามลดลงหลังจากประสบกับภาวะขาดทุนจากราคาหมูตกต่ำในปี 2560-1Q61 ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหมูยืนอยู่ในระดับสูงในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า **ธุรกิจหมูในประเทศไทย** ราคาหมูในประเทศปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 15 เดือนที่ 64 บาท/กก. (+9% MoM และ +3% YoY) ในเดือนส.ค. และ 62 บาท/กก. (+2% YoY) ใน 3Q61TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 55 บาท/กก. จากการปรับอุปทาน และการส่งผ่านภาระต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น YoY ต้นทุนอาหารสัตว์: ใน 3Q61TD ราคาข้าวโพดอยู่ที่ 9.1 บาท/กก. (+9% YoY) ในขณะที่ราคากากถั่วเหลืองอยู่ที่ 16.8 บาท/กก. (+12% YoY) ทั้งนี้ ภายใต้การปรับราคา แต่ยังคงมีต้นทุนอาหารสัตว์สูง YoY ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 6% YoY ใน 3Q61TD แต่ดีกว่า -24% YoY YTD **ธุรกิจไก่ในประเทศไทย** ราคาไก่กลับมากปรับตัวเพิ่มขึ้นในกลางเดือนส.ค. โดยปรับตัวขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 11 เดือนที่ 35 บาท/กก. (+9% MoM แต่ -8% YoY) ในเดือนส.ค. และ 34 บาท/กก. (-11% YoY) ใน 3Q61TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ 33-35 บาท/กก. เล็กน้อย จากการปรับอุปทานลดลง และการส่งผ่านภาระต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น YoY ทั้งนี้ ภายใต้การปรับราคา แต่ยังคงมีต้นทุนอาหารสัตว์สูง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวลดลง 33% YoY ใน 3Q61TD แต่ยังคงดีกว่า -40% YoY YTD เมื่อเข้าสู่ off-peak season ใน 4Q61 ราคาสัตว์บกอาจจะลดลง QoQ แต่ราคายังแข็งแกร่ง YoY โดยเกิดจากการปรับอุปทานอย่างต่อเนื่องและต้นทุนที่สูงขึ้น

ธุรกิจสัตว์น้ำ: ต้นทุนวัตถุดิบต่ำ **ทูน่า** ราคาปลาทูน่าห้องแช่อยู่ที่ US\$1,375/ตัน (-32% YoY) ใน 3Q61TD ทั้งนี้ใน 8M61 ราคาปลาทูน่าห้องแช่โดยเฉลี่ยอยู่ที่ US\$1,560/ตัน (-16% YoY) เพราะจับปลาทูน่าได้มากขึ้น เนื่องจากราคาปลาทูน่า (spot price) เริ่มปรับตัวลดลงตอนต้นปี และ TU เก็บสต็อกสินค้าคงคลังไว้นาน 3-6 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนสินค้าคงคลังที่แท้จริงจะลดลงใน 2H61 **แซลมอน** ราคาแซลมอนลดลงสู่ NOK54/กก. -5% YoY ใน 3QTD61 เพราะอุปทานทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น **กุ้ง** ราคากุ้งในประเทศลดลงสู่ 155 บาท/กก. (-8% YoY) ใน 3Q61TD เพราะอุปทานทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น

Top picks: CPF และ TU ราคาสัตว์บกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงในธุรกิจสัตว์น้ำ เป็นบวกต่ออัตราค่าของอาหารกลุ่มอาหาร หัน top pick อันดับหนึ่งของเรา คือ CPF ซึ่งธุรกิจหมูจะสามารถทำกำไรใน 2H61 หลังจากขาดทุนในเวียดนามในปี 60 และขาดทุนในไทยใน 4Q60 อีกทั้งยังจะได้รับการสนับสนุนมากขึ้นจากธุรกิจไก่ด้วย top pick อันดับสองของเรา คือ TU ซึ่งได้ประโยชน์จากต้นทุนปลาทูน่าที่ลดลง และเงินบาทที่อ่อนค่าลงตั้งแต่ 2H61 นอกจากนี้เราก็มอง GFPT ซึ่งเราคาดว่าอย่างน้อยกำไรจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ใน 4Q61 (หรืออาจจะเติบโต YoY) โดยเกิดจากราคาไก่ที่ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่กลางเดือนส.ค.เป็นต้นไป

ราคาสัตว์บกที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 3Q61TD เป็นบวกต่อ CPF และ GFPT



Source: SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 19F
CPF	Buy	25.00	32.0	31.0	38.9	26.8	0.9	0.9
GFPT	Buy	14.00	18.0	30.4	16.5	13.0	1.4	1.3
TU	Buy	17.70	23.0	33.3	21.1	16.4	1.7	1.6
Average					25.5	18.7	1.3	1.3

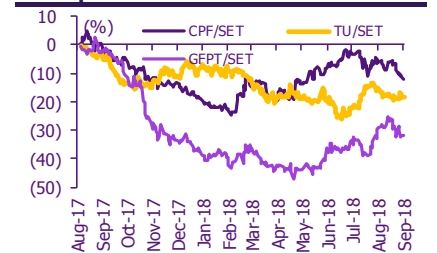
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	(4.8)	1.6	(3.8)	(6.7)	(7.3)	(8.6)
GFPT	(6.7)	10.2	(28.9)	(8.5)	0.6	(32.4)
TU	0.0	12.0	(9.7)	(2.0)	2.2	(14.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

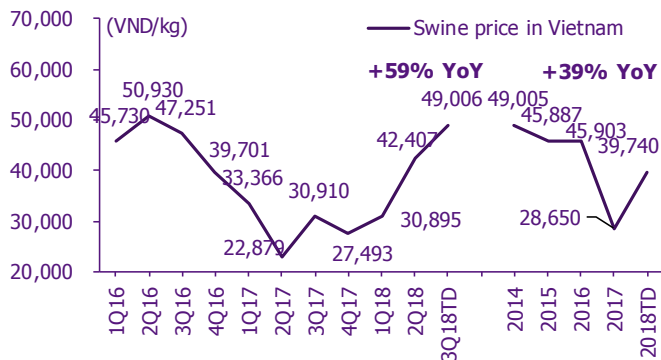
นักวิเคราะห์การลงทุนพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

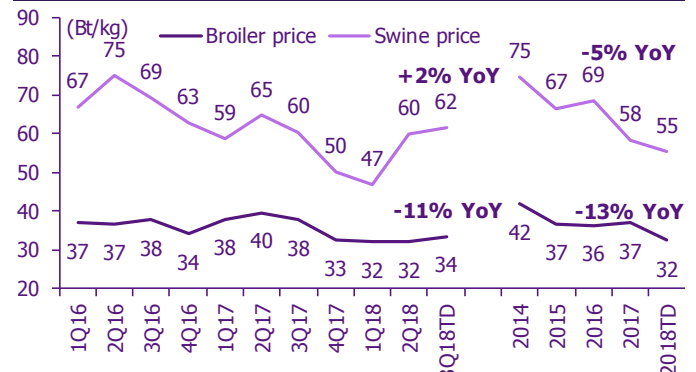
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: In 3Q18TD, swine price in Vietnam is on an upward trend (+59% YoY) as supply adjusts



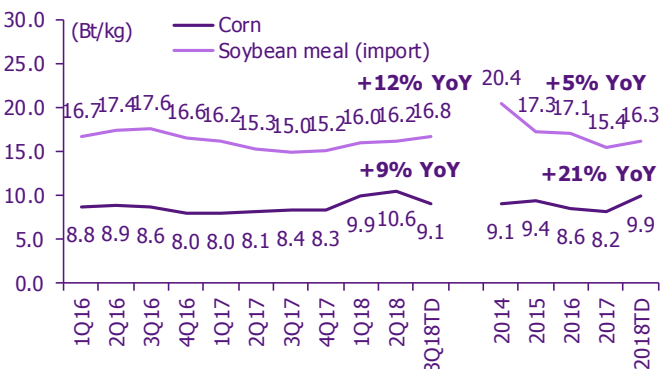
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 3Q18TD, local swine price has risen 2% YoY and QoQ; broiler price dropped YoY but rose QoQ



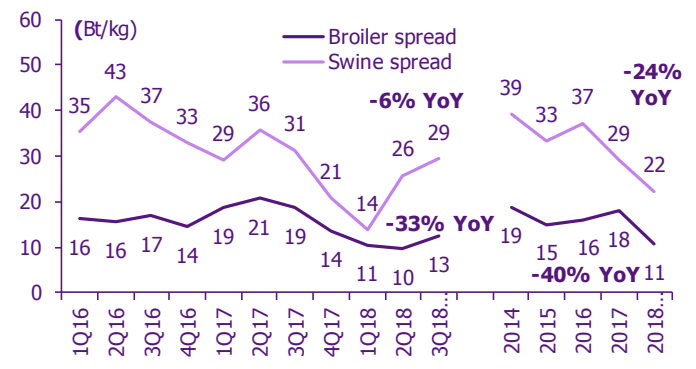
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 3Q18TD, corn price rose 9% YoY, while soybean meal price rose 12% YoY



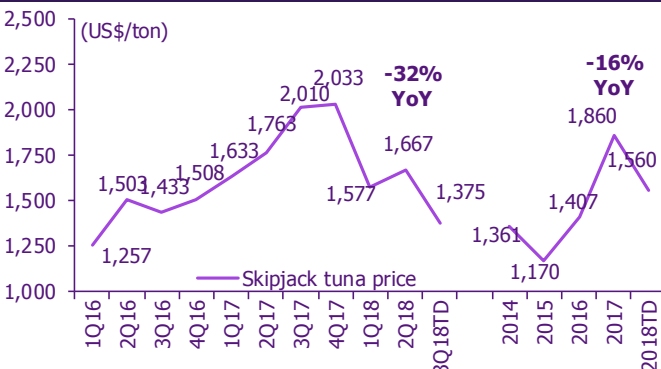
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 3Q18TD, local swine and broiler spreads (price minus feed costs) dropped YoY but rose QoQ



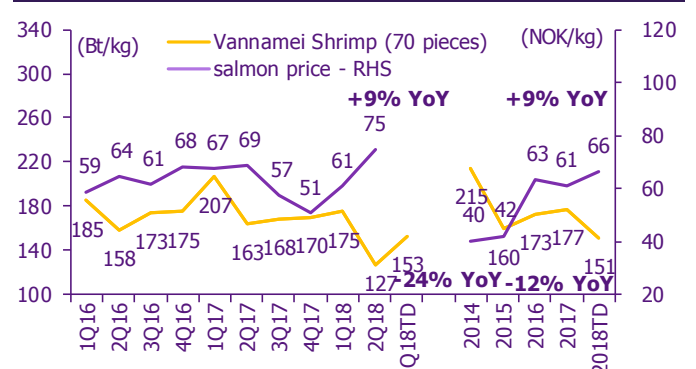
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 3Q18TD, skipjack tuna price dipped 32% YoY and 18% QoQ from better tuna catches



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 3Q18TD, salmon price fell 5% YoY and local shrimp price dropped 8% YoY from more supply



Source: Fishpool, industry sources and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
CPF	Buy	25.00	32.0	31.0	31.7	38.9	26.8	(59)	(18)	45	0.9	0.9	0.9	3	3	4	3.0	3.0	3.0	15.2	15.2	13.8
GFPT	Buy	14.00	18.0	30.4	10.0	16.5	13.0	10	(39)	27	1.4	1.4	1.3	15	9	10	2.1	1.8	1.9	6.8	7.6	7.1
TU	Buy	17.70	23.0	33.3	18.5	21.1	16.4	(12)	(12)	29	1.8	1.7	1.6	10	8	10	3.7	3.3	3.4	15.4	15.9	13.8
Average					20.1	25.5	18.7	(20)	(23)	34	1.3	1.3	1.3	9	6	8	3.0	2.7	2.8	12.5	12.9	11.5

Source: SCBS Investment Research

กำไรจะกลับมาเติบโตในระดับปกติใน 2H61

ใน 3Q61TD เราพบว่านักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นโรงพยาบาลขนาดเล็ก (CHG, BCH) มากขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกำไรที่แข็งแกร่งใน 2Q61 เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากกำไรจะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2H61 แต่การเติบโต YoY จะกลับมาในระดับปกติ เนื่องจากผลกระทบจากฐานต่ำจะผ่านพ้นไป เราชอบ BDMS (laggard play ที่กำไรแข็งแกร่ง) และ CHG (กำไรเข้าสู่วัฏจักรการเติบโตรอบใหม่)

นักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นโรงพยาบาลขนาดเล็กมากขึ้น ใน 3Q61TD SETHLTH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% underperform SET ที่เพิ่มขึ้น 10% เราพบว่านักลงทุนหันมาให้ความสนใจโรงพยาบาลขนาดเล็ก (CHG +36%, BCH +33%) มากกว่าหุ้นโรงพยาบาลขนาดใหญ่ (BH +11%, BDMS +2%) โดยได้รับการสนับสนุนจากผลประกอบการ 2Q61 ที่ดีกว่าคาดของโรงพยาบาลขนาดเล็ก และยังมีแนวโน้มที่จะสะท้อนถึงความจริงที่ว่า BDMS ปรับตัว outperform ใน 1H61 อีกด้วย

กำไรจะกลับมาเติบโตในระดับปกติใน 2H61 เรายังคงมุมมองที่ว่าปี 2561 จะเป็นปีที่ดีขึ้นของผู้ประกอบการโรงพยาบาล โดยคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 17% YoY ดีกว่าที่เติบโต 3% YoY ในปี 2560 อย่างมาก กำไรของกลุ่มการแพทย์จะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2H61 อย่างไรก็ตาม กำไรปกติจะกลับมาเติบโต YoY ในระดับปกติใน 2H61 ที่ +8% เนื่องจากฐานต่ำใน 1H60 ที่ส่งผลทำให้กำไรปกติเติบโต 27% YoY ใน 1H61 จะผ่านพ้นไป ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกโดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นประกอบกับการให้บริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนมากขึ้น ทำให้เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 14% YoY ในปี 2562

การลงทุนใหม่เน้นพื้นที่ EEC, BDMS มีเครือข่ายที่แข็งแกร่ง สำหรับหุ้นในกลุ่มการแพทย์ ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา BDMS มีเครือข่ายที่แข็งแกร่งมากที่สุดในภาคตะวันออกซึ่งจะได้รับประโยชน์จากโครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ซึ่งจะส่งผลทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจและธุรกิจภาคตะวันออกปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจุบัน BDMS มีโรงพยาบาล 8 แห่งในภาคตะวันออก สร้างรายได้ ~20% ให้กับบริษัท ทั้งนี้เพื่อตอบสนองความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น บริษัทจึงพัฒนา โรงพยาบาลกรุงเทพระยอง เป็นศูนย์ความเป็นเลิศเฉพาะทาง และจะเพิ่มจำนวนเตียงที่ โรงพยาบาลสมิติเวช ชลบุรี อีก 200 เตียง โดยพื้นที่ใหม่ที่จังหวัดชลบุรีจะพร้อมเปิดให้บริการในปี 2563 CHG วางแผนเปิด โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา ซึ่งเป็นโรงพยาบาลขนาด 100 เตียงในจังหวัดฉะเชิงเทรา ใน 4Q61 BCH จะเริ่มก่อสร้างโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปรารังบุรี (116 เตียง) ใน 4Q61 และคาดว่าจะเปิดให้บริการได้ใน 3Q63 ในขณะที่ BH ไม่มีแผนขยายกิจการโรงพยาบาลนอกกรุงเทพฯ

ชอบ BDMS เราเลือก BDMS เป็น top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มการแพทย์ BDMS ให้ผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงที่น่าสนใจด้วย ETR 19% สู่ราคาเป้าหมายของเรา (30 บาท/หุ้น เนื่องจากราคาหุ้นหลัง และกำไรมีแนวโน้มเติบโต 22% ในปี 2561 และ 16% ในปี 2562) CHG เป็น top pick อันดับสองของเรา (ราคาเป้าหมาย 3.2 บาท/หุ้น, ETR 15%) ทั้งนี้แม้ราคาหุ้น CHG พุ่งขึ้นแรง แต่เรามองว่าเป็นแค่การรีบาวด์ หลังจากปรับตัวลดลงมานาน 1 ปี และวัฏจักรการเติบโตของกำไรรอบใหม่จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 19F
BCH	Buy	20.3	23.0	14.4	45.8	38.4	8.8	7.9
BDMS	Buy	25.5	30.0	19.0	40.4	35.0	5.9	5.4
BH	Neutral	184.5	185.0	1.8	32.4	30.4	7.4	6.6
CHG	Buy	2.8	3.2	14.9	43.0	36.7	8.6	7.7
Average					40.4	35.1	7.7	6.9

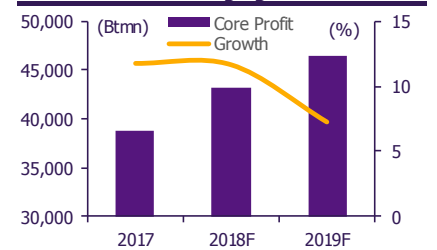
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	6.3	32.7	34.4	4.2	21.1	27.8
BDMS	(5.6)	2.4	25.0	(7.4)	(6.6)	18.8
BH	3.1	7.9	(14.2)	1.0	(1.5)	(18.4)
CHG	11.9	28.2	14.6	9.7	17.0	9.0

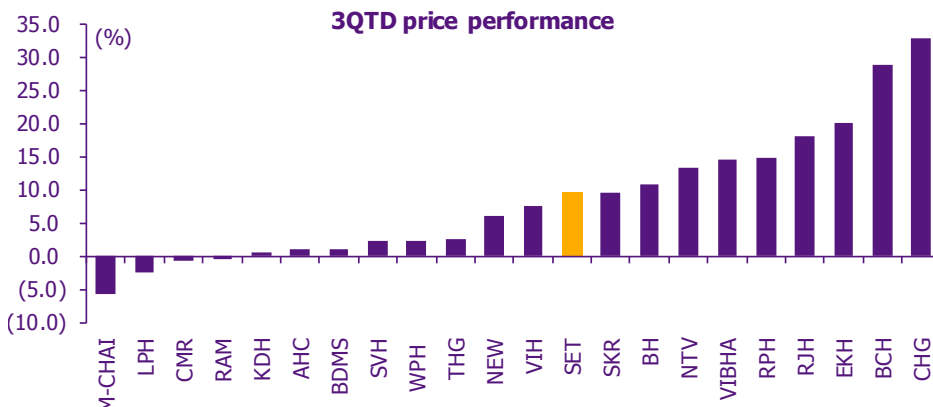
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ใน 3Q61TD เราพบว่านักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นโรงพยาบาลขนาดเล็กมากขึ้น



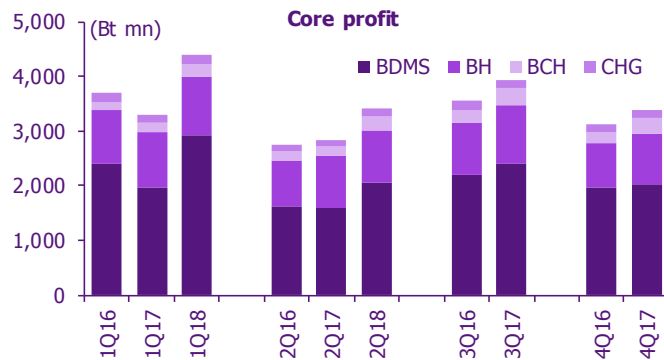
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีณช ปิยะเกรียงไกร

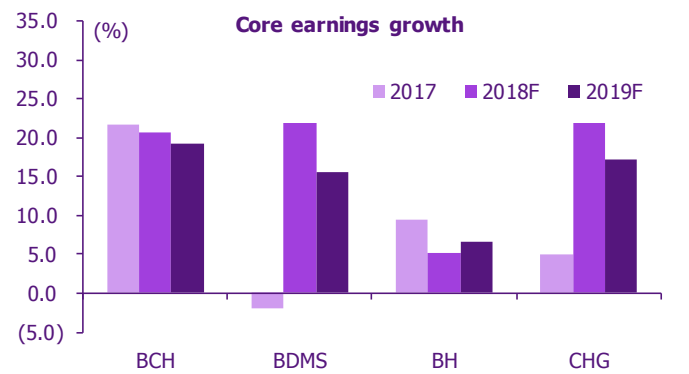
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Earnings base effect to normalize in 2H18



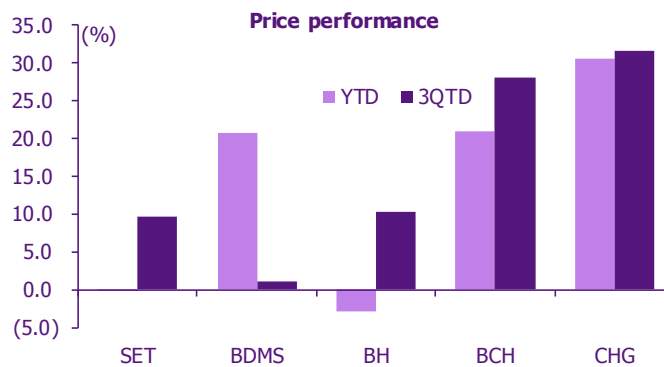
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Earnings growth forecast



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: 2019PE-to-earnings growth

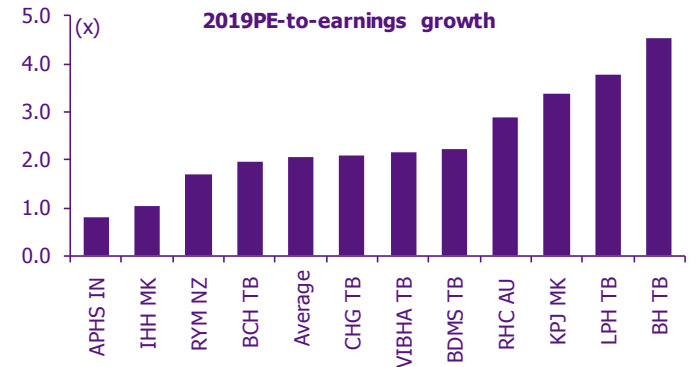
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
*SCBS estimates

Figure 5: Regional valuation comparison

Company name	Country	Mkt Cap U\$ mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	1,562	45.8	38.4	34.3	20.6	19.2	11.8	8.8	7.9	7.1	1.1	1.3	1.5	17.8	19.3	19.5	23.7	20.3	18.1
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	12,325	40.4	35.0	29.8	21.8	15.7	17.4	5.9	5.4	5.0	1.4	1.6	1.8	14.3	15.5	16.9	24.3	21.2	18.6
Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,148	32.4	30.4	28.5	5.1	6.7	6.7	7.4	6.6	5.9	1.5	1.6	1.8	23.6	22.6	21.5	20.3	18.8	17.3
Chularat Hospital*	Thailand	957	43.0	36.7	31.9	21.8	17.2	15.1	8.6	7.7	6.9	1.4	1.6	1.9	19.9	21.2	21.9	26.1	22.2	19.9
Ladprao General Hospital	Thailand	136	32.1	29.8	24.9	(26.9)	7.9	19.5	2.9	2.7	2.7	2.5	2.6	3.1	9.6	9.2	11.0	17.4	15.0	12.4
Vibhavadi Medical Center	Thailand	1,050	36.9	32.3	28.7	6.1	14.3	12.5	4.4	4.0	3.5	1.6	1.9	2.3	12.9	13.3	13.1	23.4	20.6	18.8
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,120	28.2	26.2	25.0	5.4	7.7	4.8	2.6	2.5	2.3	1.9	2.0	2.2	10.3	10.6	11.1	13.5	12.7	11.9
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	10,319	54.0	39.5	30.8	(15.1)	36.5	28.2	1.8	1.8	1.7	0.6	0.7	0.8	3.5	4.6	5.6	18.5	15.7	13.7
Raffles Medical Group	Singapore	1,461	30.0	33.6	31.7	(8.0)	(10.8)	6.1	2.5	2.5	2.4	1.8	1.8	1.8	8.9	7.7	7.7	20.3	20.5	18.8
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,048	57.4	39.2	28.9	26.4	46.5	35.4	4.0	3.8	3.5	0.6	0.7	1.0	7.7	10.5	13.1	19.0	15.8	13.2
Ramsay Health Care	Australia	7,988	19.3	18.1	16.7	5.5	6.3	8.3	4.4	4.0	3.6	2.7	2.8	3.0	23.6	22.6	21.6	10.2	9.6	9.1
Ryman Healthcare	New Zealand	4,526	30.1	26.1	22.1	(6.5)	15.2	18.2	3.4	3.0	2.7	1.6	1.9	2.3	10.9	11.4	12.0	29.8	26.4	22.1
Average			37.5	32.1	27.8	4.7	15.2	15.3	4.7	4.3	3.9	1.6	1.7	2.0	13.6	14.0	14.6	20.5	18.2	16.2

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research
*SCBS estimates

เข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มอุปสงค์สังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม EEC จะช่วยกระตุ้นให้ FDI ไหลเข้ามาจำนวนมาก และจะผลักดันให้เกิดวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ซึ่งกนอ.เชื่อว่ามีความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมสูงถึง 70,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนผ่าน FDI ที่ไหลเข้ามามากขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 5,000-8,000 ไร่/ปี สูงกว่าการคาดการณ์ของเราก่อนหน้านี้ที่ 4,000 ไร่ ปัจจุบันยังมีอีกอย่างหนึ่ง คือ อัตราการใช้กำลังการผลิตสูง ซึ่งส่งสัญญาณถึงการขยายกำลังการผลิตในอนาคตอันใกล้ เนื่องจากอุปสงค์จำนวนมาก เราจึงรวมโอกาสลงทุนใหม่เข้ามาไว้ในหุ้นกลุ่มนิคมฯ ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา และปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 33.0 บาท สำหรับ AMATA, 8.5 บาท สำหรับ ROJNA และ 6.0 บาท สำหรับ WHA หุ้นสามบริษัทนี้เป็น top picks ของเรา และเราแนะนำ "ซื้อ" ทั้งสามบริษัท

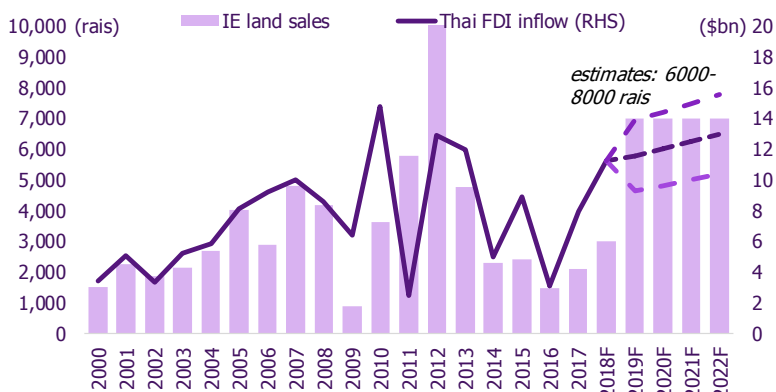
EEC จะช่วยกระตุ้น FDI และผลักดันให้เกิดวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก ธปท. พบว่าเม็ดเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ในภาคการผลิตของประเทศไทยทำจุดต่ำสุดไปแล้วในเดือนมี.ค. 2560 หลังจากนั้นก็เริ่มฟื้นตัวกลับขึ้นมา โดยส่วนหนึ่งได้รับการสนับสนุนจากมาตรการส่งเสริมการลงทุนของบีโอไอซึ่งให้สิทธิประโยชน์ทางภาษีสำหรับ FDI ใน 10 อุตสาหกรรมแห่งอนาคต (S-curve) ถัดมา คือ โครงการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) เสนอสิทธิประโยชน์ทางภาษีสูงสุดแก่ 10 อุตสาหกรรมหลักในจังหวัดฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง ซึ่งจะช่วยผลักดันให้ประเทศไทยเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่อันจะส่งผลทำให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมเร่งตัวขึ้น ทั้งนี้ กนอ. คาดว่าความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมในพื้นที่ EEC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 70,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า สูงกว่าความต้องการรวมทั้งหมดทั่วประเทศที่ 17,000 ไร่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

ไทยจะดึงดูด FDI ให้ไหลเข้ามาในภาวะที่สงครามการค้ารุนแรงมากขึ้น สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน จะส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทาน และผู้ผลิตจะย้ายฐานการผลิตออกจากจีนมาสู่อาเซียน ทั้งนี้เมื่ออิงกับผลการสำรวจของ US AmCham China และ AmCham Shanghai พบว่าบริษัทอเมริกันประมาณ 1 ใน 3 จากจำนวนกว่า 430 บริษัทในจีนได้ย้ายหรือเตรียมย้ายฐานการผลิต โดยมีภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้เป็นจุดหมายปลายทางอันดับหนึ่ง ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะได้รับเม็ดเงิน FDI ที่เบ่นเข้มาจากจีน รวมถึง FDI จากจีนเอง และเราเชื่อว่าส่วนแบ่ง FDI ของประเทศไทยจาก FDI ทั้งหมดทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นสู่ 0.6-0.9% ดีกว่าระดับที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 0.3% อย่างมาก และจะส่งผลทำให้ FDI ไหลเข้ามาในไทยเพิ่มขึ้นสู่ระดับเฉลี่ย 1.0-1.6 หมื่นล้านเหรียญสหรัฐฯ ในปี 2561-2565 หรือคิดเป็นยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมโดยเฉลี่ย 5,000-8,000 ไร่/ปี สูงกว่าระดับที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 4,000 ไร่/ปี

อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นจะหนุนให้โรงงานขยายกำลังการผลิต โดยปกติแล้วผู้ผลิตจะเริ่มวางแผนขยายกำลังการผลิตเมื่ออัตราการใช้กำลังการผลิตปรับขึ้นไปถึง 70% และอัตราการใช้กำลังการผลิตของไทยก็ปรับขึ้นเข้าใกล้ระดับดังกล่าว: อัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยใน 6M61 อยู่ที่ 69.5% สูงที่สุดในรอบ 5 ปี และสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 66.9% การขยายกำลังการผลิตจะหนุนให้ FDI ปรับตัวเพิ่มขึ้น และอุปสงค์สังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น อุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มขยายกำลังการผลิต ได้แก่ โลหะ อาหาร เครื่องจักรกล เครื่องใช้ไฟฟ้า การแพทย์ โรงกลั่น เคมีภัณฑ์ และยานยนต์ สอดคล้องกับอุตสาหกรรมเป้าหมายของรัฐบาล

Top picks ของกลุ่มนิคม: AMATA ROJNA และ WHA ความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากจะเปิดโอกาสลงทุนให้ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมสะสมที่ดินรอการพัฒนา โดยเฉพาะในพื้นที่ EEC เรารวมโอกาสดังกล่าวเข้ามาไว้ในประมาณการสำหรับ AMATA ROJNA และ WHA และใช้สมมติฐานอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่เกิน 2.0 เท่า (เดิมเราใช้สมมติฐานว่าไม่มีการลงทุนใหม่) ส่งผลให้เราปรับราคาเป้าหมายของ AMATA เพิ่มขึ้น 13% สู่ 33.0 บาท, ROJNA เพิ่มขึ้น 21% สู่ 8.5 บาท และ WHA เพิ่มขึ้น 15% สู่ 6.0 บาท โดยแนะนำ "ซื้อ" ทั้งสามบริษัท

FDI ในประเทศไทยและความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมจะปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CBRE, BoT, SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AMATA	Buy	23.0	33.0	46.2	15.2	11.9	1.8	1.6
AMATAV	Neutral	6.2	7.5	22.6	13.2	11.7	1.9	1.6
ROJNA	Buy	5.3	8.5	69.4	12.6	9.3	0.8	0.8
WHA	Buy	4.2	6.0	45.0	17.5	14.8	2.3	2.2
Average					14.6	11.9	1.7	1.6

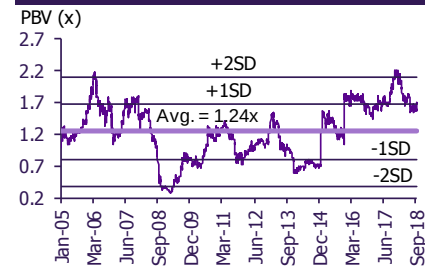
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	13.9	25.0	5.0	11.6	14.1	(0.2)
AMATAV	(6.8)	(5.4)	(23.6)	(8.7)	(13.7)	(27.4)
ROJNA	(4.5)	1.0	(8.7)	(6.4)	(7.9)	(13.2)
WHA	7.6	14.0	18.4	5.5	4.0	12.6

Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



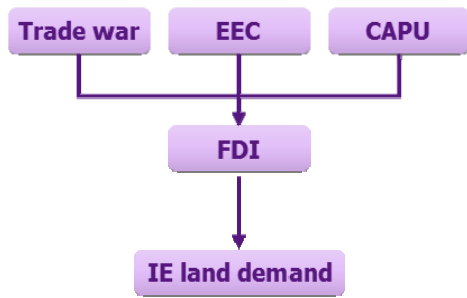
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ ฤกษ์นิพัทธ์

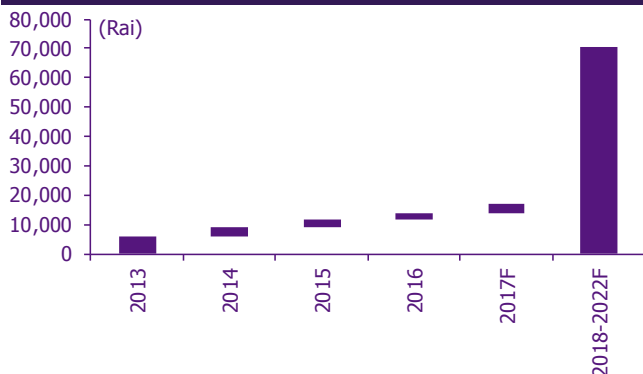
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Industrial property demand is driven by FDI



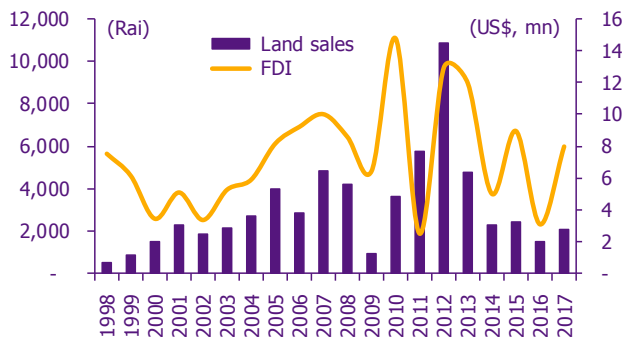
Source: IEAT, BoI

Figure 3: IEAT forecasts industrial land demand in EEC to jump to 70,000 rai during 2018-2022F



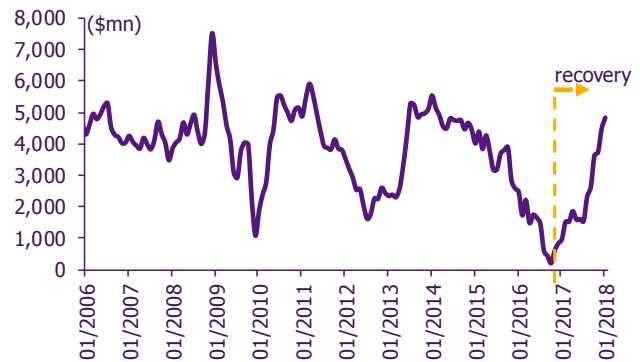
Source: IEAT

Figure 5: Positive correlation between FDI and industrial land sales (51%)



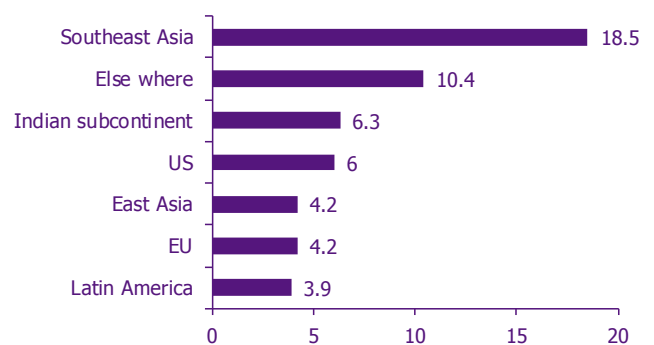
Source: BoT, CBRE

Figure 2: Manufacturing FDI has bottomed out



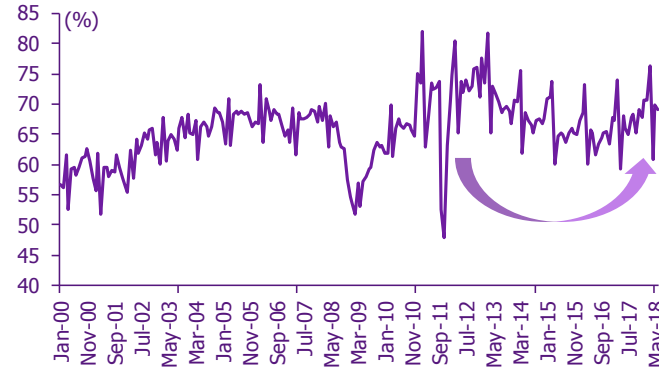
Source: BoT, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 4: Southeast Asia is the top destination for FDI



Source: US AmCham China and AmCham Shanghai

Figure 6: CAPU is rising



Source: BoT

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F
AMATA	Buy	23.00	33.0	46.2	15.8	15.2	11.9	10	4	28	2.0	1.8	1.6	11	10	12	2.3	2.7	3.4	15.3	26.7	21.5
AMATAV	Neutral	6.15	7.5	22.6	11.4	13.2	11.7	73	(13)	12	2.2	1.9	1.6	17	14	14	0.5	0.6	0.7	9.8	9.9	9.5
ROJNA	Buy	5.25	8.5	69.4	16.2	12.6	9.3	5	28	35	0.8	0.8	0.8	3	5	6	5.7	7.5	7.5	11.0	10.1	8.2
WHA	Buy	4.24	6.0	45.0	20.2	17.5	14.8	4	16	18	2.4	2.3	2.2	13	12	13	3.3	3.5	4.2	15.8	17.9	15.5
Average					15.9	14.6	11.9	23	9	23	1.8	1.7	1.6	11	10	11	3.0	3.6	3.9	13.0	16.1	13.7

Source: SCBS Investment Research

ชอบ BLA เพราะ valuation ถูกและ bond yield สูงขึ้น

แม้การเป็นพันธมิตรของ AIA กับ BBL จะส่งผลกระทบต่อเบี้ยประกันรับของ BLA แต่เรายังคงชอบ BLA เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ที่ฟื้นตัวขึ้น และมี valuation น่าสนใจมากที่สุด ถ้าไรของ THREL ไม่น่าจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่องในปี นี้ เพราะ combined ratio จะเพิ่มขึ้น และ ROI จะลดลง ผลการดำเนินงานของ THRE มีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ แต่ความสามารถในการทำกำไรยังต่ำ และ valuation ยังแพง เราชอบ BLA มากที่สุด

BLA: เบี้ยประกันรับมีแนวโน้มปรับตัวลดลง แต่ได้ประโยชน์ในระยะยาวจาก bond yield ที่สูงขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 8% ในปี 2561 (เทียบกับ -1% YoY ใน 1H61) และ 10% ในปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) การจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance ของ AIA กับ BBL 2) ยอดเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาเพิ่มขึ้น และ 3) แผนลดการออกผลิตภัณฑ์ประเภทสะสมทรัพย์ระยะสั้นลงเพื่อเพิ่มอัตรากำไร เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 22% ในปี 2561 (ทั้งๆ ที่ +8% YoY ใน 1H61) และ 20% ในปี 2562 BLA คาดว่าเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาจะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 7-8 พันลบ. ในปี 2561 สู่ 1.0 หมื่นลบ. ในปี 2562 ในขณะที่ในระยะยาว BLA จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของ bond yield (อัตราผลตอบแทนพันธบัตร) ในรูปของการตั้งสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตลดลง (เริ่มใน 4Q60), ROI ที่ดีขึ้น (เริ่มได้รับประโยชน์ใน 2Q61), การตั้งราคาผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ได้ดีขึ้น และ embedded value (EV) ที่สูงขึ้น

THREL: combined ratio จะเพิ่มขึ้น และ ROI จะลดลง เราคาดว่ากำไรของ THREL จะลดลง 16% ในปี 2561 (เทียบกับ -31% YoY ใน 1H61) เนื่องจากจะถูกกดดันโดย combined ratio ที่เพิ่มขึ้น และ ROI ที่ลดลง เรายังคงประมาณการของเราไว้ว่าอัตราการเติบโตของเบี้ยประกันรับจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 7% ในปี 2560 สู่ 9% ในปี 2561 (17% YoY ใน 1H61) เราคาดว่า combined ratio จะเพิ่มขึ้นจาก 78% ในปี 2560 สู่ 84% ในปี 2561 (เทียบกับ 85% ใน 1H61) โดยเกิดจาก: 1) การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพซึ่งมี combined ratio สูงที่ประมาณ 90% และ 2) ระยะเวลาเหลือมูลค่าในการรับราคาสินใหม่ทดแทนสำหรับประกันชีวิตกลุ่มซึ่งเบี้ยประกันรับเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2560 เราคาดว่า ROI ของ THREL จะลดลงใน 2H61 เพราะไม่มีกำไรพิเศษ 19 ลบ. จากการขายหุ้นที่ถืออยู่ใน EMCS เหมือนในปีก่อน

THRE: ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัว เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวใน 2H61 เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ เรายังคงคาดว่าเบี้ยประกันรับจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2561 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดรับประกันเป็นการชั่วคราวของบริษัท เจ้าพระยาประกันภัย จำกัด (มหาชน) เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะฟื้นตัว HoH ใน 2H61 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายธุรกิจในตลาดประเทศ (กัมพูชา ลาว และเวียดนาม) และการขยายผลิตภัณฑ์ประเภท non-conventional เราคาดว่า combined ratio จะลดลงกลับสู่ระดับปกติที่ 103% ใน 2H61 จาก 116% ใน 1H61 และจะลดลงสู่ 99% ในปี 2562 และ 95% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากการหมดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครุ ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ ประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครุคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 30% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมดในปี 2560 และจะลดลง 20% ในปี 2561, 50% ในปี 2562 และหมดลงในปี 2563

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

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BLA	Buy	32.5	46.0	43.7	11.5	11.4	1.3	1.2
THRE	Sell	1.1	1.1	(1.8)	n.m.	13.6	1.2	1.1
THREL	Neutral	8.2	8.2	5.2	13.5	11.5	3.1	2.8
Average					12.5	12.2	1.9	1.7

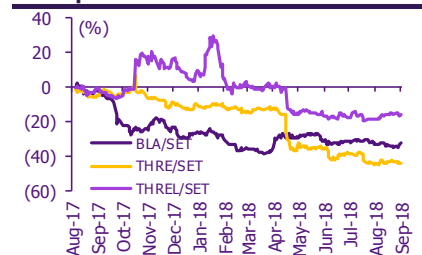
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Relative to SET		
	1M	3M	12M
BLA	0.8	8.3	(27.4)
THRE	2.8	(2.6)	(38.8)
THREL	3.1	11.6	(9.9)

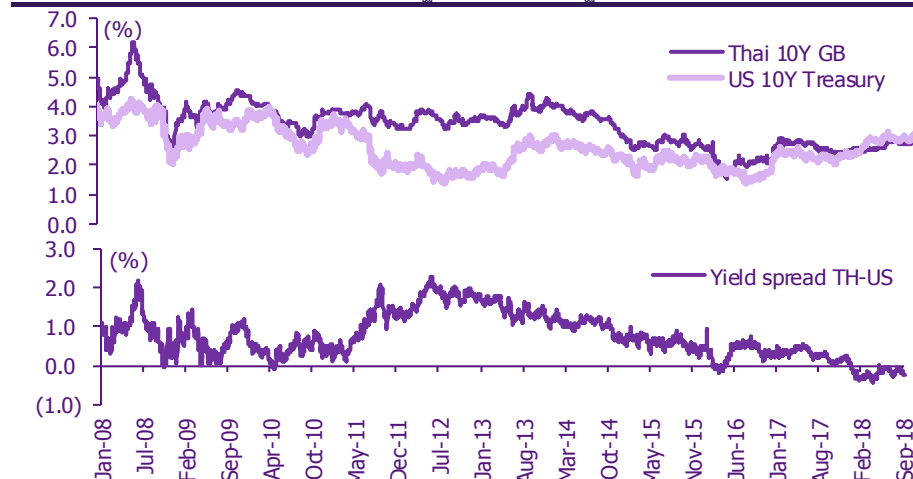
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยกับสหรัฐฯ ปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

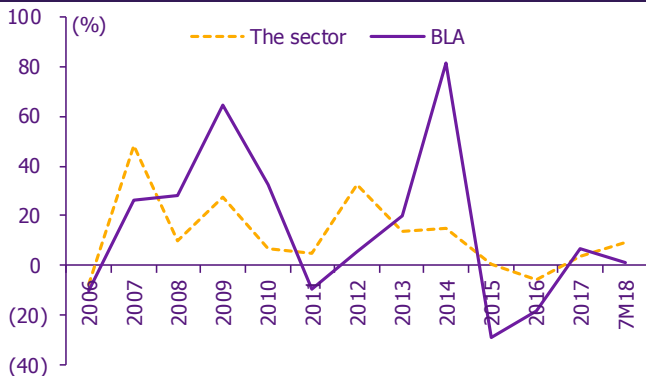
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

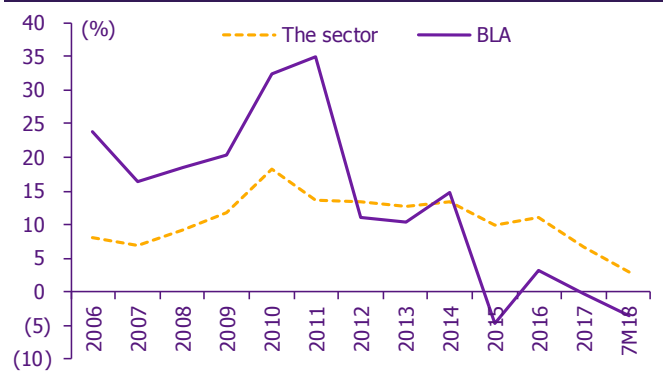
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



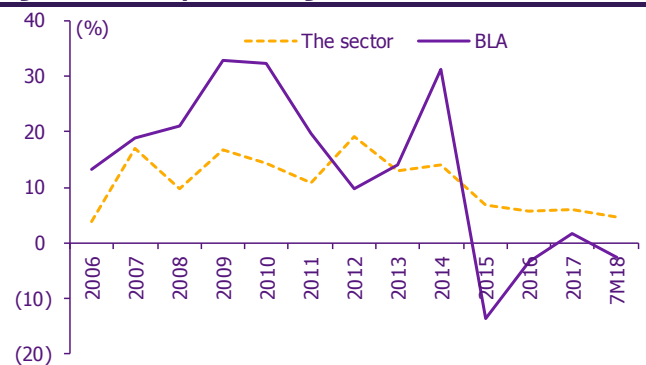
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



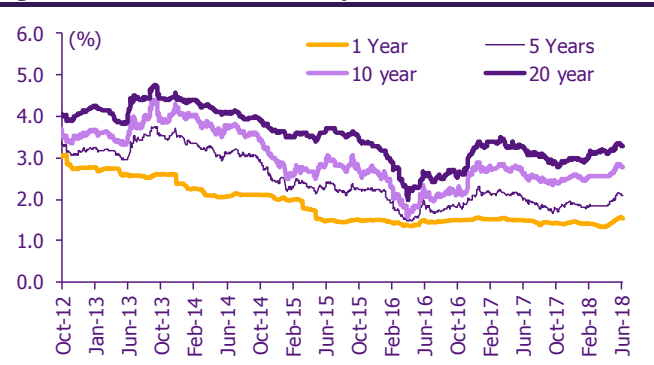
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



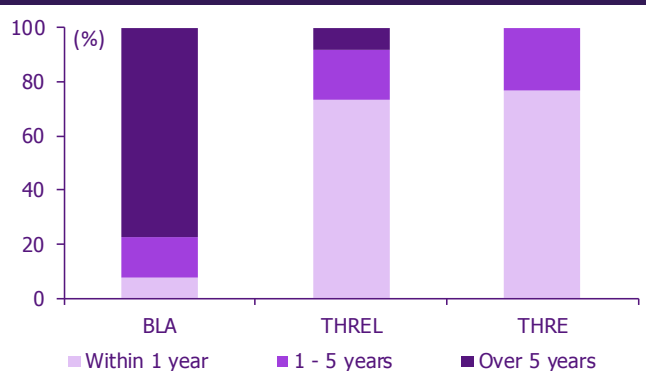
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



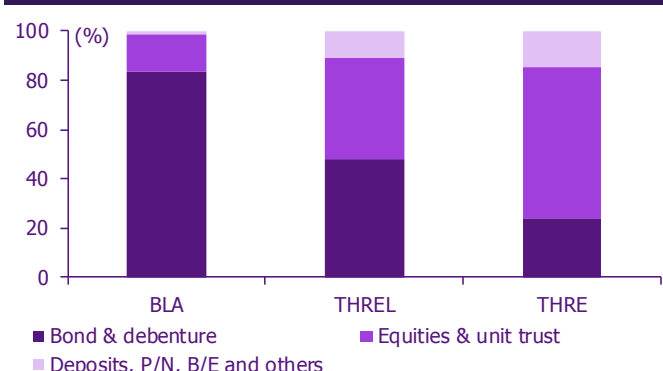
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BLA	Buy	32.50	46.0	43.7	15.3	11.5	11.4	(29)	33	1	1.4	1.3	1.2	10	12	11	1.7	2.2	2.2
THRE	Sell	1.12	1.1	(1.8)	n.m.	n.m.	13.6	n.m.	(354)	n.m.	1.0	1.2	1.1	(2)	(11)	8	8.9	0.0	8.9
THREL	Neutral	8.20	8.2	5.2	11.3	13.5	11.5	35	(16)	17	3.2	3.1	2.8	31	23	25	6.1	5.2	6.1
Average					13.3	12.5	12.2	3	(112)	9	1.9	1.9	1.7	13	8	15	5.6	2.5	5.7

Source: SCBS Investment Research

สื่อ OOH โดดเด่นที่สุด

ยอดขายโฆษณาเดือนส.ค.ชะลอตัว โดยลดลง 4.7% MoM และ 2.3% YoY เม็ดเงินโฆษณาลดลงในสื่อเกือบทุกประเภท นำโดยนิตยสาร และโรงภาพยนตร์ ยกเว้นโทรทัศน์ที่รายงานเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากเอเชียนเกมส์ และเป็นครั้งแรกในปีที่สื่อ OOH รายงานยอดขายโฆษณา YoY และ QoQ อย่างไรก็ดี สื่อ OOH ยังคงโดดเด่นกว่าสื่ออื่นๆ ที่เหลือ เพราะยอดขายโฆษณา YTD เพิ่มขึ้น 7% YoY VGI และ PLANB เป็น top picks ของเรา และเราแนะนำ "ซื้อ" ทั้งคู่

ทีวีออนไลน์จตุรัสให้อุตสาหกรรมสื่อปรับตัวลดลง ข้อมูลจาก Nielsen แสดงให้เห็นว่ายอดขายโฆษณาในเดือนส.ค. ลดลง 4.7% MoM และ 2.3% YoY สู่ 8.7 พันลบ. เม็ดเงินโฆษณาลดลงในสื่อเกือบทุกประเภท นำโดยนิตยสาร (-39% YoY) และโรงภาพยนตร์ (-27% YoY) มีเพียงโทรทัศน์ที่รายงานเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากเอเชียนเกมส์ซึ่งถ่ายทอดสดโดย WORK ในขณะที่เป็นครั้งแรกในปีที่สื่อออนไลน์ (OOH) รายงานเม็ดเงินโฆษณาลดลงทั้ง YoY (-2%) และ MoM (-5%) อย่างไรก็ดี สำหรับ YTD เม็ดเงินโฆษณาทางโทรทัศน์และสื่อ OOH เติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมสื่อโดยรวม โดยเติบโต 2.5% YoY และ 7% YoY ตามลำดับ ในขณะที่เม็ดเงินโฆษณาโดยรวมในเดือนม.ค.-ส.ค. อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อน

สื่อ OOH เป็นผู้นำกลุ่ม สื่อ OOH เป็นสื่อที่ผู้โฆษณาชื่นชอบ เพราะผู้โฆษณาหันมาโฆษณาทางสื่อ OOH แทนสื่อดั้งเดิมเพิ่มมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัด ทั้งนี้ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ปี 2550-2560) สื่อ OOH เติบโตสูงกว่าอุตสาหกรรมสื่อโดยรวม (7.7% สำหรับสื่อ OOH เทียบกับ 1.4% สำหรับอุตสาหกรรมสื่อ) และส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นจาก 6% ในปี 50 สู่ 12% ในปี 60 ทั้งนี้ยอดขายโฆษณาทางสื่อ OOH ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก เนื่องจากในประเทศที่ประชาชนใช้เวลาที่บ้านน้อยลง เช่น ชองกง และสิงคโปร์ สื่อ OOH คิดเป็น 25% ของยอดขายโฆษณาทั้งหมด ประเทศไทยกำลังเปลี่ยนไปสู่สังคมที่ใช้เวลาที่บ้านน้อยลง และเนื่องจากอุตสาหกรรมสื่อมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น เราจึงคาดว่าสื่อ OOH จะเติบโตดีที่สุด และ outperform อุตสาหกรรมสื่อโดยรวม

โทรทัศน์เผชิญการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น และเม็ดเงินโฆษณาลดลง ผู้ประกอบการโทรทัศน์จะยังคงได้รับแรงกดดันสองต่อจากการจัดสรรงบประมาณให้แก่สื่อโทรทัศน์ลดลง และการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นในกลุ่มผู้ประกอบการโทรทัศน์ การพูดคุยกับผู้ประกอบการโทรทัศน์เมื่อไม่นานนี้บ่งชี้ว่ารายได้โฆษณาใน 3Q61 ลดลงอย่างต่อเนื่องทั้ง YoY และ QoQ เพราะได้รับผลกระทบจากอัตราค่าโฆษณาที่ลดลง เนื่องจากผู้ประกอบการโทรทัศน์ให้ส่วนลดแก่ผู้โฆษณามากขึ้น บวกกับ load factor ปรับตัวลดลง ทั้งนี้เรายังมองไม่เห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์สำหรับผู้ประกอบการโทรทัศน์ในอนาคตอันใกล้

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" PLANB VGI และ WORK ในฐานะ top picks ของกลุ่มสื่อ PLANB และ VGI (ผู้ประกอบการสื่อ OOH) อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่สุดที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของอุตสาหกรรมสื่อ เราแนะนำ "ซื้อ" PLANB ด้วยราคาเป้าหมาย 9 บาท และ VGI ด้วยราคาเป้าหมาย 10 บาท สำหรับกลุ่มสื่อโทรทัศน์ เราชอบ WORK เพราะมีโอกาสปรับอัตราค่าโฆษณาขึ้นได้อีก เราเชื่อว่ากลยุทธ์สร้างความแตกต่างของ WORK ที่มุ่งเน้นรายการที่หลากหลายจะช่วยให้บริษัทมี TVR เพิ่มขึ้นในอนาคต ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการขึ้นอัตราค่าโฆษณา เราแนะนำ "ซื้อ" WORK ด้วยราคาเป้าหมาย 55 บาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	18F	19F	18F	19F
BEC	Neutral	7.0	7.7	10.0	n.m.	99.1	2.5	2.4		
GRAMMY	Sell	8.0	6.5	(18.8)	n.m.	n.m.	7.6	6.6		
MAJOR	Buy	24.6	30.0	26.1	23.8	20.7	3.3	3.2		
MCOT	Sell	9.4	6.0	(35.8)	n.m.	n.m.	1.0	1.1		
PLANB	Buy	6.8	9.0	34.7	35.5	26.2	6.3	5.6		
RS	Neutral	21.4	19.5	(7.5)	45.0	33.6	10.8	9.6		
VGI	Buy	7.9	10.0	29.5	51.3	40.4	5.1	5.0		
WORK	Buy	41.8	55.0	33.3	32.5	24.3	3.6	3.1		
Average					37.6	40.7	5.0	4.6		

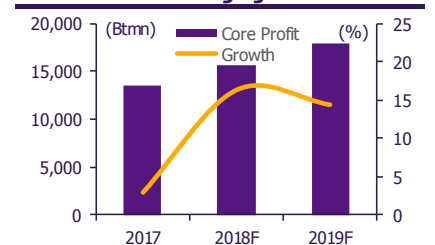
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEC	(8.5)	(10.8)	(57.3)	(10.3)	(18.6)	(59.4)
GRAMMY	(0.6)	(3.0)	(28.6)	(2.6)	(11.5)	(32.1)
MAJOR	(1.2)	(0.4)	(18.7)	(3.2)	(9.1)	(22.7)
MCOT	1.1	0.5	(27.0)	(0.9)	(8.3)	(30.6)
PLANB	(1.5)	9.8	11.6	(3.4)	0.2	6.1
RS	21.6	41.7	16.9	19.2	29.3	11.2
VGI	9.8	1.9	37.7	7.6	(7.0)	30.9
WORK	4.4	14.4	(50.1)	2.3	4.4	(52.6)

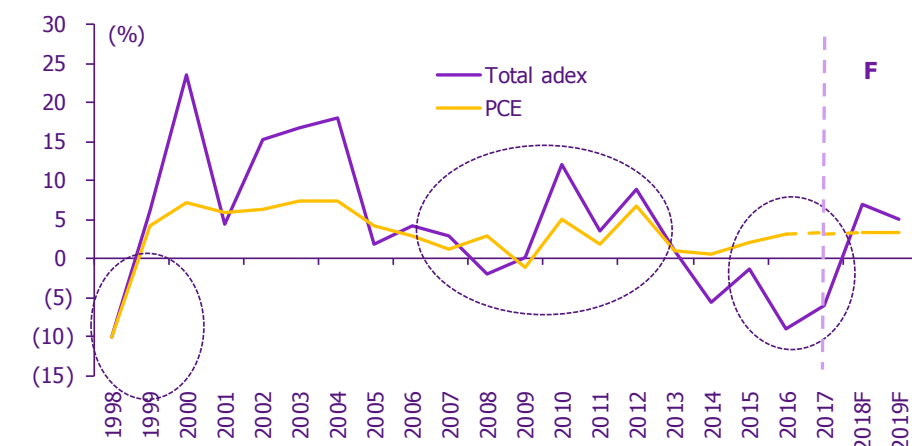
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

คาดยอดขายโฆษณาจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปีนี้

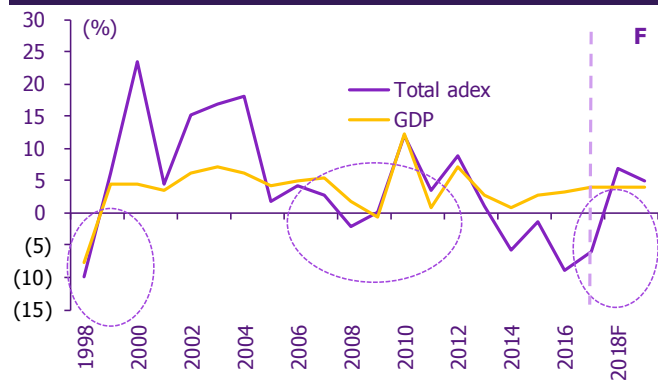


Source: Nielsen and SCBS Investment Research

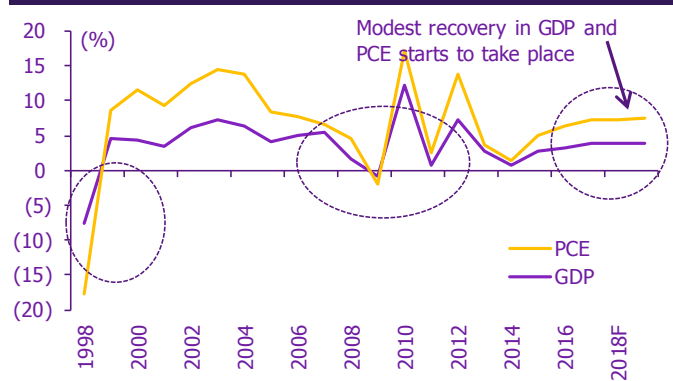
นักวิเคราะห์

ปฏิภาณ นาวรัตน์

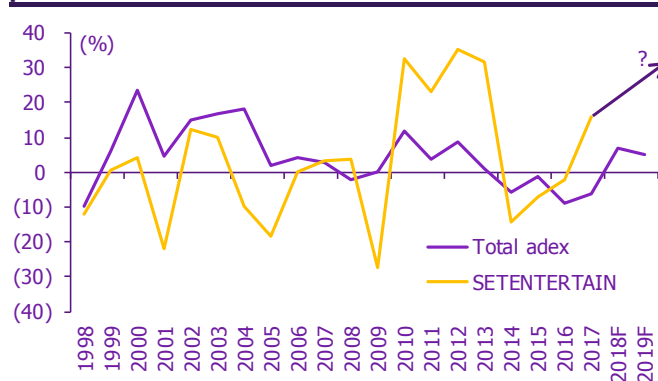
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Figure 1: GDP will drive growth in ad spending

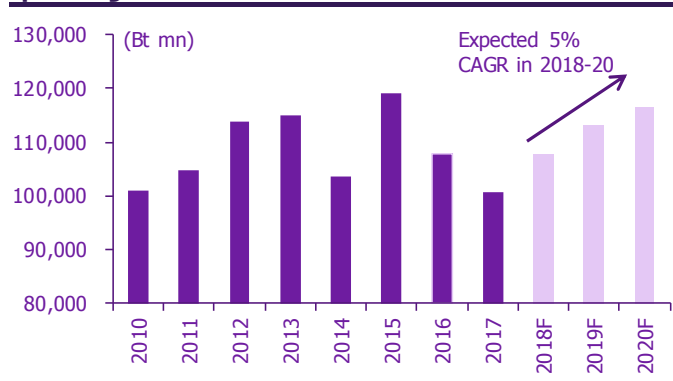
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 2: GDP and PCE will be in a growth phase

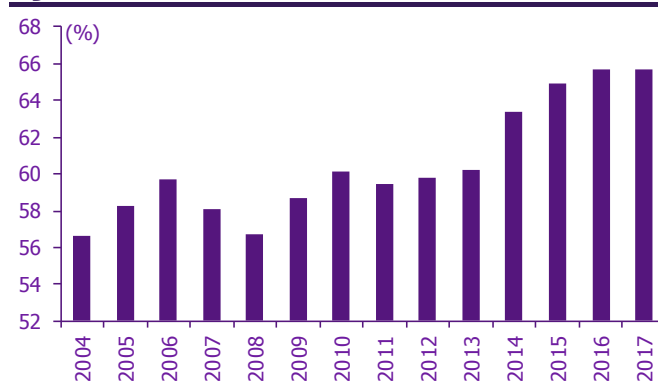
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 3: Greater ad spending is key to media sector performance

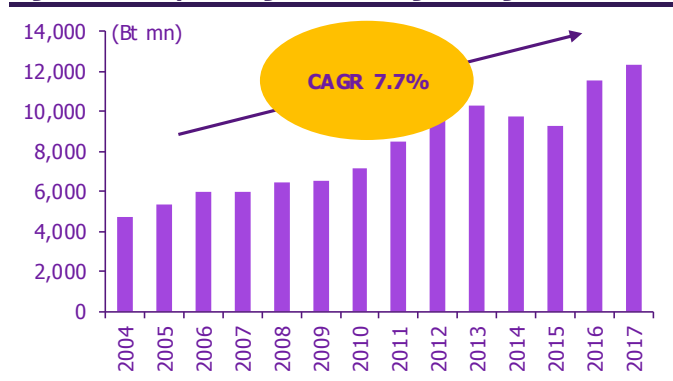
Source: SET, Nielsen and SCBS Investment Research

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

Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 5: TV continues to be the main media

Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 6: Ad spending on OOH is growing

Source: Nielsen and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BEC	Neutral	7.00	7.7	10.0	n.m.	n.m.	99.1	(100)	n.m.	n.m.	2.1	2.5	2.4	0	(2)	2	1.4	0.0	0.9	4.0	2.4	1.8
GRAMMY	Sell	8.00	6.5	(18.8)	n.m.	n.m.	n.m.	(114)	52	n.a.	6.0	7.6	6.6	(87)	(55)	n.a.	0.0	0.0	n.a.	24.9	15.4	14.3
MAJOR	Buy	24.60	30.0	26.1	27.5	23.8	20.7	(8)	15	15	3.4	3.3	3.2	12	14	16	5.1	4.2	4.3	12.2	11.2	10.2
MCOT	Sell	9.35	6.0	(35.8)	n.m.	n.m.	n.m.	(246)	1	(12)	1.0	1.0	1.1	(39)	(40)	(47)	0.0	0.0	10.7	(6.1)	(4.3)	(3.6)
PLANB	Buy	6.75	9.0	34.7	51.7	35.5	26.2	31	46	36	6.7	6.3	5.6	14	18	23	0.7	1.4	1.9	24.9	17.6	13.6
RS	Neutral	21.40	19.5	(7.5)	75.2	45.0	33.6	n.m.	67	34	11.9	10.8	9.6	16	25	30	0.0	1.3	1.8	13.8	14.6	13.0
VGI	Buy	7.85	10.0	29.5	66.2	51.3	40.4	24	29	27	9.1	5.1	5.0	18	14	13	0.8	2.1	2.1	31.5	32.0	29.2
WORK	Buy	41.75	55.0	33.3	20.3	32.5	24.3	355	(37)	34	4.1	3.6	3.1	24	12	14	3.3	1.6	2.1	9.6	13.3	11.3
Average					48.2	37.6	40.7	(8)	25	22	5.5	5.0	4.6	(5)	(2)	7	1.4	1.3	3.4	14.3	12.8	11.2

Source: SCBS Investment Research

กลุ่มปิโตรเคมีจะยังคงปรับตัวขึ้นได้ดีในไตรมาส 4

ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% QTD นำโดย PTTGC (+8%) ตามมาด้วย top pick ของเราในกลุ่มนี้ คือ IVL ซึ่งปรับขึ้น 5% เรามองว่ากลุ่มปิโตรเคมีน่าจะยังคงปรับตัวขึ้นได้ดีใน 4Q61 Chart ด้านล่างแสดงให้เห็นว่าโดยปกติแล้วดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีมักจะปรับตัวขึ้นในไตรมาส 4 ยกเว้นปี 2551 (วิกฤติการเงินโลก) และปี 2557-58 (ราคาน้ำมันร่วงแรง) เราคาดว่ากลุ่มปิโตรเคมีจะปรับตัวขึ้นตามปกติใน 4Q61 เนื่องจากราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวสูงขึ้น หุ่นขนาดใหญ่อสองตัวอย่าง IVL และ PTTGC จะยังคงเป็นตัวกระตุ้นให้กลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวขึ้น เนื่องจากหุ้นสองตัวนี้คิดเป็น 88% ของมูลค่าตลาดของกลุ่มปิโตรเคมี และเราชอบทั้ง IVL และ PTTGC

กำไรปกติ 1H61 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 48% YoY โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งของ IVL (+70% YoY) เพราะ PET margin แข็งแรง เนื่องจากอุปทานดิบตัว และอุปสงค์ทั่วโลกเติบโตอย่างต่อเนื่อง ธุรกิจโอเลฟินส์ของ PTTGC ก็ทำกำไรได้ดีใน 1H61 โดยเกิดจากราคา HDPE ที่ดี และอัตราการใช้กำลังการผลิตสูง นอกจากนี้ความสามารถในการทำกำไรยังได้รับการสนับสนุนจากกำไรจากสินค้าคงคลังใน 2Q61 ด้วย กำไรปกติ 2H61 จะยังคงแข็งแกร่ง เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ดี แม้อาจจะลดลงจากระดับสูงผิดปกติใน 1H61 (หลักๆ คือ PET)

PE spread ลดลง แต่ราคา HDPE ได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันที่ดี ส่วนต่าง (spread) ระหว่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีน (PE) กับแนฟทาตาลดลง 8-13% QoQ ใน 3Q61 เพราะต้นทุนแนฟทาสูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบตั้งต้น แต่ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบตั้งต้นจะได้รับความคุ้มครองจากสูตร netback เพราะราคา HDPE แข็งแรง >US\$1,300 /ตัน แม้ลดลง 3% จากไตรมาสก่อนหน้า เราเชื่อว่าตลาดยังคงระมัดระวังเกี่ยวกับการเพิ่มการผลิตเพิ่มเติมจากสหรัฐฯ และเอเชียเหนือ ซึ่งอาจจะมีการส่งออกเพิ่มขึ้น แต่เราคาดว่าโรงงานใหม่จะไม่ค่อยๆ ทดลองเริ่มเดินเครื่อง และจะถูกดูดซับโดยอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น

PX spread สูงสุดในรอบ 5 ปี กำไรของผู้ผลิตเอโรเมติกส์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากใน 3Q61 เพราะ PX spread แข็งแรงมากขึ้น หลังจากจุดรั้งให้กำไรลดลงใน 1H61 spread ของ PX-คอนเดนเสท และ spread ของ PX-แนฟทา ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 39% และ 37% YoY สู่ >US\$500/ตัน และ US\$400/ตัน ตามลำดับ ใน 3Q61 (QTD) เพราะอุปสงค์ในตลาดภูมิภาคปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเกิดจากโรงงาน PTA ซึ่งกลับมาดำเนินการตามปกติหลังจากหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนใน 2Q61 ในขณะที่อุปสงค์ PTA จากผู้ผลิต PET แข็งแรงก่อนเข้าสู่ไฮซีซั่น นอกจากนี้ยังน่าจะสะท้อนถึงการเก็บสะสมสต็อกก่อนที่โรงงาน PX บางแห่งในตลาดภูมิภาคจะหยุดซ่อมบำรุงตามแผน

PET spread จะกลับสู่ระดับปกติ PET spread ปรับตัวลดลง 20% QoQ สู่ US\$254/ตันใน 3Q61 แต่เพิ่มขึ้นถึง 90% YoY เพราะอุปสงค์แข็งแกร่งมากขึ้น และอุปทานดิบตัวมากขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการรายหลักๆ บางรายชะลอการผลิตหรือหยุดผลิต เราเชื่อว่า spread จะอยู่ในระดับที่มีเสถียรภาพมากขึ้นใน 4Q61 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง แม้กำลังการผลิตที่หยุดผลิตไปบางส่วนอาจจะกลับมาเริ่มเดินเครื่องหลังจากขายสินทรัพย์เสร็จ

ความกังวลหลัก: ข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ผลกระทบด้านลบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เป็นความกังวลหลักอย่างหนึ่ง เนื่องจากการนำเข้า PE ของจีนคิดเป็นสัดส่วน 50% ของการนำเข้าสุทธิทั่วโลก อ้างอิงข้อมูลจาก ICIS ปัจจุบันผลิตภัณฑ์พลาสติกที่จีนส่งออกไปยังสหรัฐฯ ถูกเรียกเก็บภาษีนำเข้า 25% และเราคาดว่าเหตุการณ์นี้จะส่งผลกระทบต่อธุรกรรมการค้าผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีทั่วโลกในระยะยาว แต่อาจจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากความต้องการพลาสติกบริสุทธิ์ในจีนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากจีนประกาศห้ามนำเข้าผลิตภัณฑ์รีไซเคิล

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					18F 19F 18F 19F	
GGC	Neutral	11.6	11.0	(5.2)	13.9 9.2	1.3 1.1
IVL	Buy	59.8	80.0	36.7	13.3 10.8	2.2 2.0
PTTGC	Buy	81.8	120.0	52.5	8.6 8.5	1.2 1.2
Average					12.0 9.5	1.6 1.4

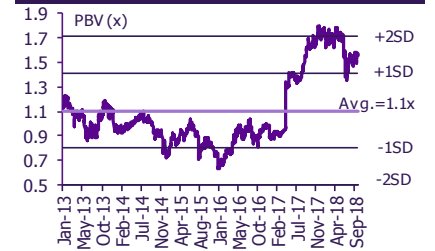
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	0.9	(4.9)	(34.8)	(1.1)	(13.2)	(38.1)
IVL	1.3	9.6	43.1	(0.7)	0.0	36.0
PTTGC	0.0	7.2	5.8	(2.0)	(2.2)	0.6

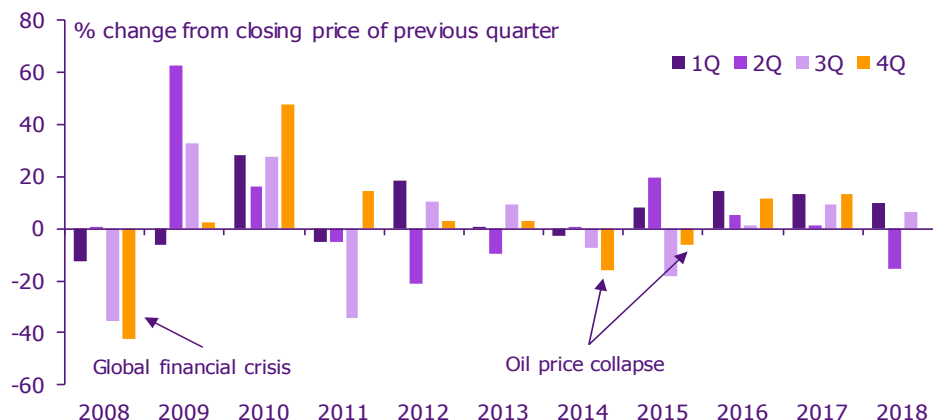
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

การเปลี่ยนแปลงรายได้ไตรมาสของดัชนีกลุ่มปิโตรเคมี



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

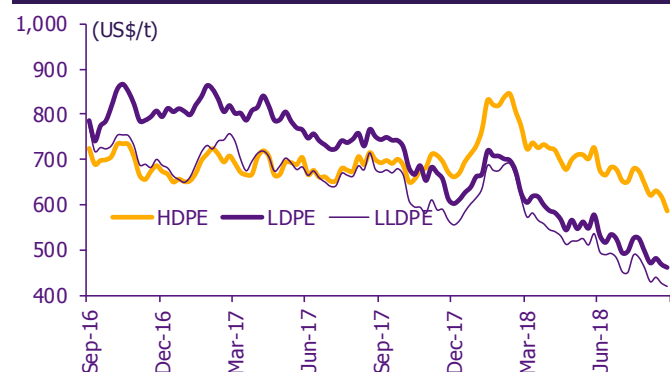
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

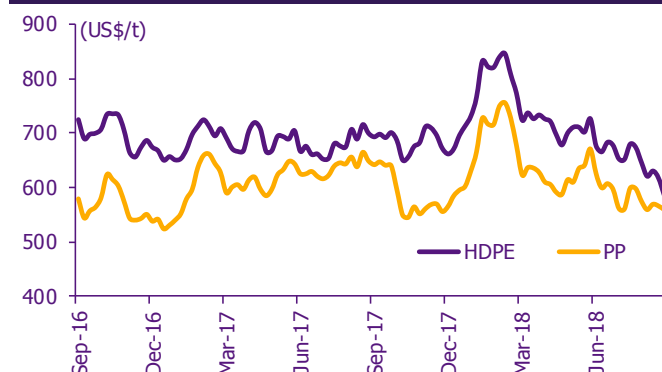
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



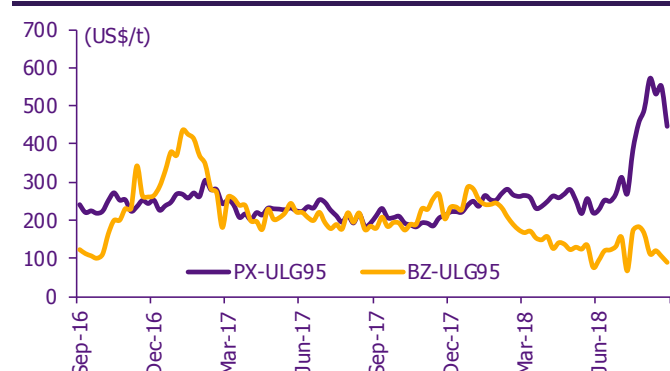
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE/PP-naphtha spread



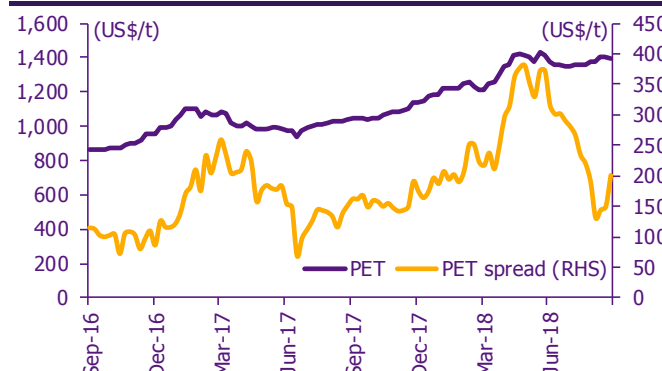
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread vs. ULG95



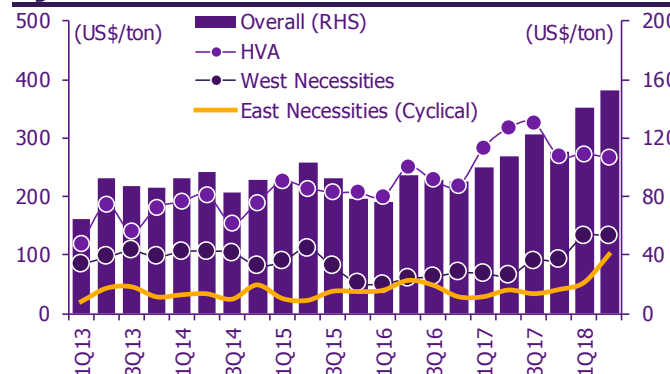
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: PET spread



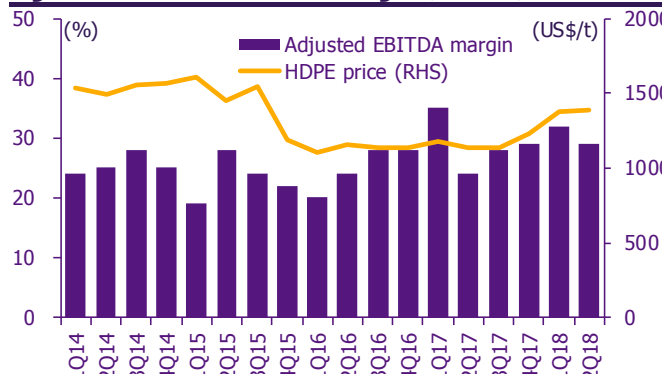
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: IVL – core EBITDA/t



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: PTTGC – EBITDA margin (olefins)



Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
GGC	Neutral	11.60	11.0	(5.2)	19.8	13.9	9.2	(52)	42	51	1.1	1.3	1.1	6	8	13	3.0	0.0	4.3	8.7	9.1	5.3
IVL	Buy	59.75	80.0	36.7	15.6	13.3	10.8	93	17	23	2.7	2.2	2.0	20	19	19	1.7	2.8	3.3	11.5	7.9	6.4
PTTGC	Buy	81.75	120.0	52.5	9.0	8.6	8.5	54	5	1	1.3	1.2	1.2	15	15	14	5.2	5.7	5.9	6.3	5.9	5.5
Average					14.8	12.0	9.5	32	21	25	1.7	1.6	1.4	14	14	15	3.3	2.9	4.5	8.8	7.6	5.7

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 27/9/2018 306.06 -7.50 / -2.39% Bt6,260mn
Bloomberg ticker: SETPROP



โมเมนตัมดีต่อเนื่อง

ภาพรวมอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยดีขึ้นใน 1H61 โดยอุปสงค์ (+29% YoY) มีมากกว่าอุปทานใหม่ ส่งผลทำให้อุปทานสุทธิลดลงมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2553 ยอดขายทั้งหมดของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่เติบโต 12% YoY ใน 1H61 ภาพรวมใน 2H61 ดูดีขึ้น HoH โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นกว่ากระโดด และยอดขายรอรับรายได้ที่รองรับรายได้ 75% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2561 เราเห็นแนวโน้ม upside ในยอดขายของ AP LH SIRI และ SPALI ตลาดที่อยู่อาศัยระดับกลาง-บน และบ้านแนวราบ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ยอดขายปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง top picks ของเราคือ LH และ QH เนื่องจากเป็นผู้นำบ้านแนวราบที่เน้นตลาดระดับกลาง-บน และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 6.6%

อุปสงค์แข็งแกร่งใน 1H61 และจะมากขึ้นใน 2H61 ข้อมูลจาก AREA ระบุว่า ใน 1H61 อุปสงค์ที่อยู่อาศัยเติบโต 29% YoY สู่ 55,190 ยูนิต และ 38% YoY สู่ 2.27 แสนลบ. ภาวะอุปสงค์/อุปทานดูดีมาก เนื่องจากอุปสงค์มีมากกว่าอุปทานใหม่ ส่งผลทำให้อุปทานสุทธิลดลงมากที่สุดนับตั้งแต่ปี 2553; สต็อกการขายลดลง 7% จากเดือนธ.ค. 2560 สู่ 175,239 ยูนิต ช่วยคลายความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์อุปทานในตลาด สำหรับ 2H61 เราคาดว่าอุปสงค์จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยในปี 2561 เติบโต 10% YoY เท่ากับปีก่อน

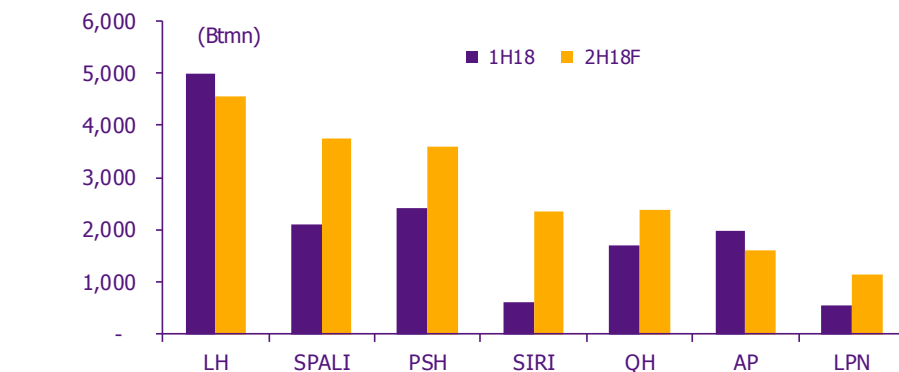
ยอดขายมีแนวโน้ม upside ใน 1H61 ยอดขายรวมทั้งหมดของ AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI และ SPALI เติบโต 12% YoY สู่ 1.13 แสนลบ. โดย 58% เป็นบ้านแนวราบ (เพิ่มขึ้น 20% YoY) และ 42% เป็นคอนโด (เติบโตเล็กน้อย 3%) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 48% ของปริมาณการยอดขายทั้งหมดในปี 2561 สำหรับ 2H61 เราคาดการณ์ถึงยอดขายที่แข็งแกร่งมากขึ้นที่ 1.25 แสนลบ. +7% YoY ซึ่งจะส่งผลทำให้ยอดขายทั้งหมดในปี 2561 อยู่ที่ 2.38 แสนลบ. +9% YoY แผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 75% YoY และ 124% HoH สู่ 2.11 แสนลบ. ในครึ่งปีหลังจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายเติบโตเพิ่มขึ้น เราคาดว่า LH, LPN, PSH และ QH จะมียอดขายเพิ่มขึ้นมาก HoH ใน 2H61 และเห็นแนวโน้ม upside ในยอดขายของ AP, LH, SIRI และ SPALI

ปัจจัยกระตุ้น คือ ตลาดที่อยู่อาศัยระดับกลาง-บน และผลิตภัณฑ์บ้านแนวราบ เมื่อแยกตามกลุ่ม พบว่าปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ตลาดที่อยู่อาศัยระดับกลาง-บน (ราคา >2 ลบ./ยูนิต) เนื่องจากลูกค้าในตลาดนี้มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง และภาระหนี้สินต่ำกว่าลูกค้าในตลาดระดับล่าง ลูกค้าในตลาดระดับกลาง-บนจะได้รับผลกระทบจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าลูกค้าในตลาดระดับล่าง บ้านเดี่ยวระดับซูเปอร์ลักซ์จะมีบทบาทสำคัญมากขึ้นใน 2H61 ในขณะที่เมื่อแยกตามประเภทผลิตภัณฑ์ พบว่าบ้านแนวราบเติบโตสูง โดยใน 1H61 ยอดขายบ้านแนวราบเติบโตสูงถึง 33% YoY เทียบกับยอดขายคอนโดที่เติบโตเพียง 21% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ฟื้นตัวดีขึ้น โดยความเชื่อมั่นเกี่ยวกับโอกาสในการหางานทำปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 13 ปี นอกจากนี้แล้ว ราคาย่านแนวราบก็จับต้องได้มากกว่าคอนโด เนื่องจากราคาปรับขึ้นในระดับเดียวกับรายได้ทำให้ราคายังคงจับต้องได้ การขยายเส้นทางเดินรถไฟฟ้าสู่ชานเมืองและการปรับปรุงกฎหมายผังเมือง (zoning law) ของกรุงเทพฯ เพื่อให้มีการใช้ประโยชน์ที่ดินย่านชานเมืองเพิ่มมากขึ้น จะส่งผลทำให้ต้นทุนที่ดินลดลง และสนับสนุนให้ความต้องการซื้อบ้านแนวราบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

กำไรใน 2H61 จะปรับตัวดีขึ้น HoH หากตัดกำไรพิเศษออกไป เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จะเติบโต HoH ใน 2H61 บริษัทที่คาดว่าจะรายงานกำไร 2H61 เติบโต HoH มากที่สุด 3 อันดับแรก คือ LPN SIRI และ SPALI เนื่องจากมียอดขายรอรับรายได้ที่จะโอนกรรมสิทธิ์มากขึ้นใน 2H61 ทั้งนี้ ณ เดือนมี.ย. 2561 ยอดขายรอรับรายได้ อยู่ที่ 1.27 แสนลบ. รองรับรายได้ 75% ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2561

ความเสี่ยงและความกังวล ธปท.อาจจะคุมการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยเข้มงวดมากขึ้นเพื่อสกัดการเก็งกำไร คอนโดจะได้รับผลกระทบมากที่สุด และบ้านแนวราบจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด

ประมาณการกำไร – ผู้ชนะใน 2H61 (กำไรเติบโตมากที่สุด HoH) คือ LPN SIRI และ SPALI



Source: Company

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AP	Buy	9.1	11.5	31.5	7.9	7.8	1.2	1.1
LH	Buy	11.4	15.5	42.6	14.2	14.2	2.7	2.6
LPN	Buy	10.4	16.5	66.2	9.2	7.8	1.2	1.1
PSH	Buy	21.3	24.5	21.6	7.7	6.8	1.2	1.1
QH	Buy	3.5	4.2	27.3	9.1	8.4	1.4	1.3
SIRI	Buy	1.7	2.2	40.7	8.3	8.3	0.8	0.7
SPALI	Buy	24.5	30.0	26.9	9.0	7.7	1.6	1.4
Average					9.4	8.7	1.4	1.3

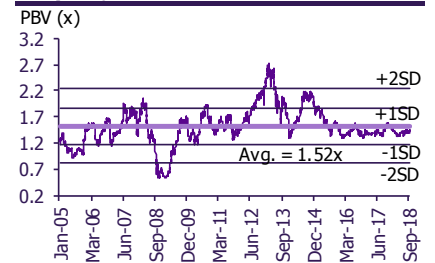
Source: SCBS Investment Research

Price Performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	(3.2)	5.8	16.8	(5.1)	(3.4)	11.0
LH	0.0	1.8	15.7	(2.0)	(7.1)	10.0
LPN	4.0	3.0	(13.3)	1.9	(6.0)	(17.6)
PSH	4.4	10.4	(9.4)	2.3	0.7	(13.8)
QH	1.2	11.5	29.9	(0.8)	1.8	23.4
SIRI	2.5	6.5	(25.7)	0.4	(2.9)	(29.3)
SPALI	2.1	1.2	6.1	0.1	(7.6)	0.8

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์

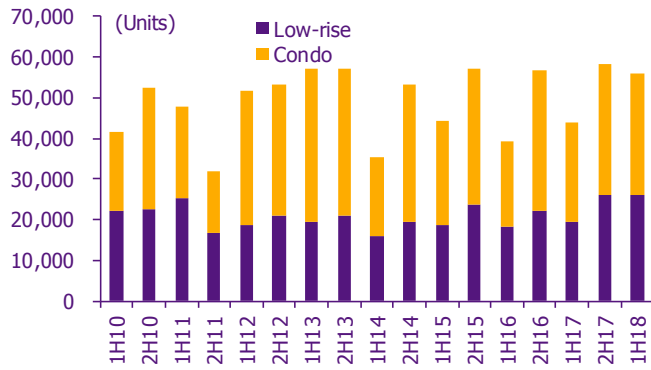
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

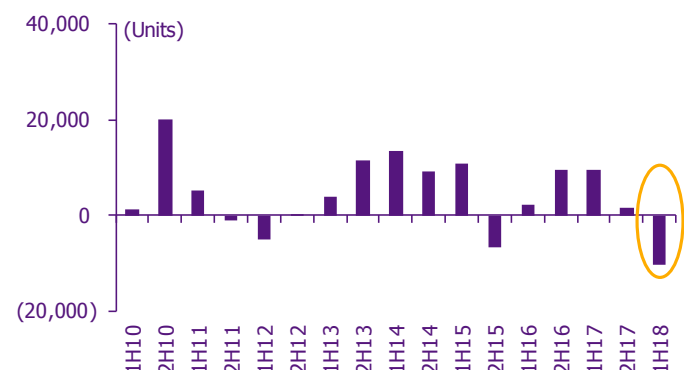
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Demand grew 29% in units (SDH +33% and condo +21%)



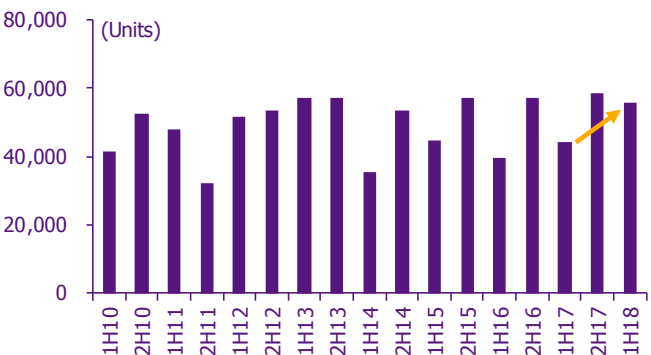
Source: AREA

Figure 2: Net supply (new supply-demand) dropped



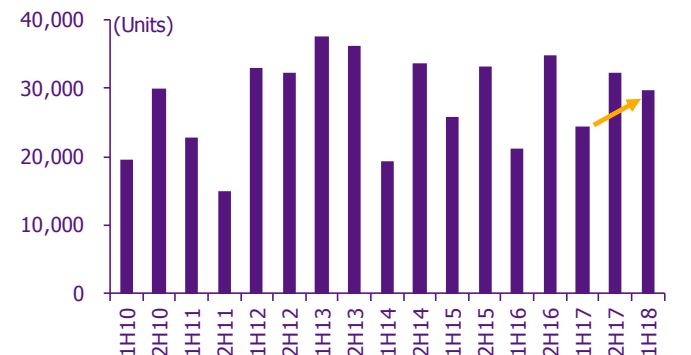
Source: AREA

Figure 3: Low-rise demand jumped 33% YoY in 1H18



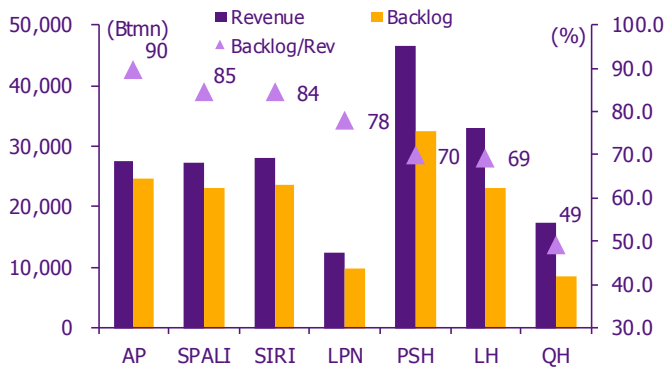
Source: AREA

Figure 4: Condo demand rose 21% YoY in 1H18



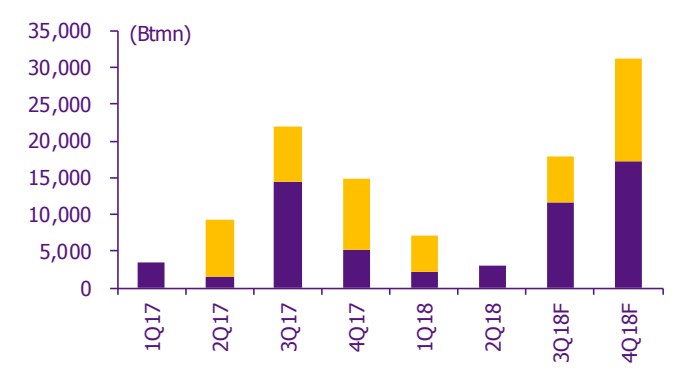
Source: AREA

Figure 5: Backlog (including holding in JVs) secures 75% of 2018F



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Backloaded planned new launches for 2018



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

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
AP	Buy	9.05	11.5	31.5	9.2	7.9	7.8	18	16	1	1.3	1.2	1.1	15	16	14	3.9	4.4	4.4	11.4	10.6	10.8
LH	Buy	11.40	15.5	42.6	14.7	14.2	14.2	13	3	1	2.8	2.7	2.6	19	19	19	6.6	6.6	6.7	13.4	13.6	14.9
LPN	Buy	10.40	16.5	66.2	14.4	9.2	7.8	(51)	58	17	1.2	1.2	1.1	9	13	14	4.8	7.6	8.9	14.7	9.4	8.3
PSH	Buy	21.30	24.5	21.6	8.5	7.7	6.8	(8)	10	14	1.3	1.2	1.1	15	15	16	6.1	6.6	7.5	8.9	8.4	7.6
QH	Buy	3.48	4.2	27.3	10.8	9.1	8.4	4	18	9	1.5	1.4	1.3	14	16	16	5.7	6.6	7.2	13.3	11.3	10.2
SIRI	Buy	1.65	2.2	40.7	8.3	8.3	8.3	(14)	(0)	0	0.8	0.8	0.7	10	10	9	7.3	7.3	7.3	12.7	13.5	13.5
SPALI	Buy	24.50	30.0	26.9	7.7	9.0	7.7	12	(14)	17	1.6	1.6	1.4	22	19	20	0.0	4.5	5.2	8.2	7.3	6.1
Average					10.5	9.4	8.7	(4)	13	9	1.5	1.4	1.3	15	15	15	4.9	6.2	6.7	11.8	10.6	10.2

Source: SCBS Investment Research

ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ

บริษัทหลักทรัพย์ได้รับประโยชน์จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่สูงถึง 5.4 หมื่นลบ. (ไม่รวมบัญชีบล.) YTD ซึ่งบ่งชี้ถึง upside ในประมาณการทั้งปีของเราที่ 5.0 หมื่นลบ. เราคาดว่าทั้ง ASP และ MBKET จะรายงานกำไร 3Q61 เพิ่มขึ้น QoQ หลักๆ เกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้น MBKET มี upside จากคดีฟ้องร้องในศาล เราแนะนำ "Neutral" ทั้ง ASP และ MBKET โดยคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจ

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันแข็งแกร่ง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ใน 3Q61 (ณ วันที่ 25 ก.ย.) อยู่ที่ 4.68 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 6% YoY แต่ลดลง 11% QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 5.4 หมื่นลบ. ทำให้เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2561 ของเราที่ 5.0 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น (เทียบกับ 4.5 หมื่นลบ. ในปี 2560) เราใช้สมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันใน 4Q61 ที่ 4.0 หมื่นลบ.

ส่วนแบ่งการตลาด YTD ยังต่ำกว่าปี 2560 ทั้งๆ ที่เพิ่มขึ้น QoQ ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นจาก 5.75% ใน 2Q61 สู่ 6.75% ใน 3Q61 (ณ วันที่ 25 ก.ย.) ส่งผลทำให้ส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 6.19% ยังต่ำกว่า 6.83% ในปี 2560 เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2561 ของ MBKET เพิ่มขึ้นจาก 5.9% สู่ 6.1% เทียบกับ 6.83% ในปี 2560 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP เพิ่มขึ้นจาก 2.15% ใน 2Q61 สู่ 2.269% ใน 3Q61 ส่งผลทำให้ส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 2.34% เทียบกับ 2.69% ในปี 2560 เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2561 ของ ASP ไว้ที่ 2.3% เทียบกับ 2.69% ในปี 2560

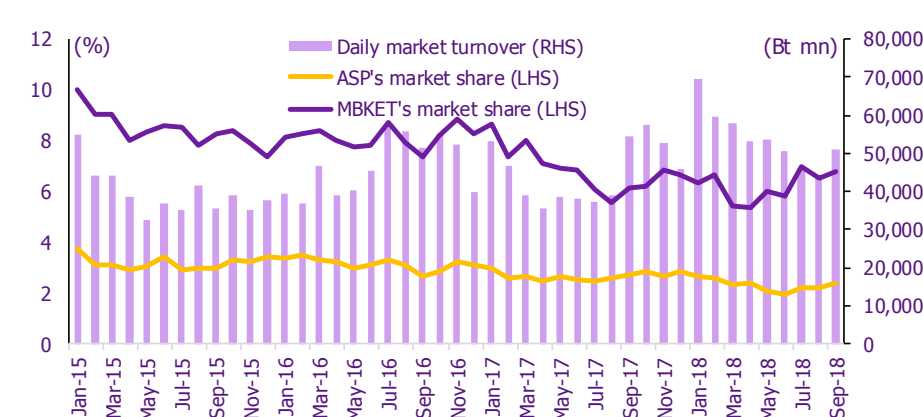
MBKET มี upside จากคดีฟ้องร้องในศาล เมื่อวันที่ 30 ส.ค. ศาลแพ่งมีคำพิพากษาให้ผู้บริหารของบล.หยวนต้า จ่ายเงิน 578 ลบ. (บวกดอกเบี้ย 7%) ให้แก่ MBKET ฐานทำผิดในการนำข้อมูลที่เป็นความลับของ MBKET ไปใช้ตั้งลูกค้าของ MBKET มายังบล.หยวนต้า คำพิพากษานี้เป็นการพิจารณาครั้งแรก เรายังไม่ได้รวมเอารายการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา เนื่องจากเราจะต้องรอคำพิพากษาค้างสุดท้าย ซึ่งจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง

พริ้วผลประกอบการ 3Q61: กำไรเพิ่มขึ้น QoQ สำหรับ MBKET เราคาดว่ากำไร 3Q61 จะเพิ่มขึ้น 15% QoQ (หลักๆ เกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น และส่วนแบ่งการตลาดที่สูงขึ้น) และ 24% YoY สู่ 130 ลบ. สำหรับ ASP เราคาดว่ากำไร 3Q61 จะเพิ่มขึ้น 33% QoQ (หลักๆ เกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่สูงขึ้น) แต่จะลดลง 20% YoY สู่ 148 ลบ. เราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น QoQ (เพราะ SET ฟื้นตัว 10% QoQ) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไร 3Q61 ของทั้ง MBKET และ ASP ฟื้นตัว QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง 11% QoQ จะถูกชดเชยโดยส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้น QoQ

คาดผลตอบแทนจากเงินปันผล 2H61 น่าพอใจ สำหรับ MBKET เราคาดการณ์เงินปันผล 2H61 ที่ 0.52 บาท/หุ้น (เทียบกับ 0.38 บาท/หุ้นใน 1H61) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 100% และคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 3.9% สำหรับ ASP เราคาดการณ์เงินปันผล 2H61 ที่ 0.16 บาท/หุ้น (เทียบกับ 0.1 บาท/หุ้นใน 1H61) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 85% และคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.2%

แนะนำ "Neutral" เราปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ลงสู่ "Neutral" และคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ MBKET เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2562 โดยได้ราคาเป้าหมายใหม่สำหรับ ASP ที่ 3.9 บาท และ MBKET ที่ 14 บาท

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สูง แต่ส่วนแบ่งการตลาดลดลง



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
ASP	Neutral	3.8	3.9	9.5	11.5	14.0	1.6	1.6
MBKET	Neutral	13.1	14.0	12.9	16.7	18.3	1.7	1.7
Average					14.1	16.1	1.7	1.7

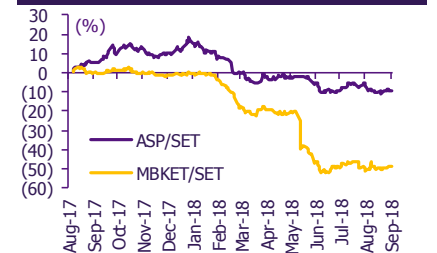
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)	1M	3M	12M	Relative to SET (%)	1M	3M	12M
ASP	(0.5)	2.7	0.0	(2.5)	(6.3)	(4.9)		
MBKET	3.1	6.5	(39.9)	1.1	(2.8)	(42.9)		

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

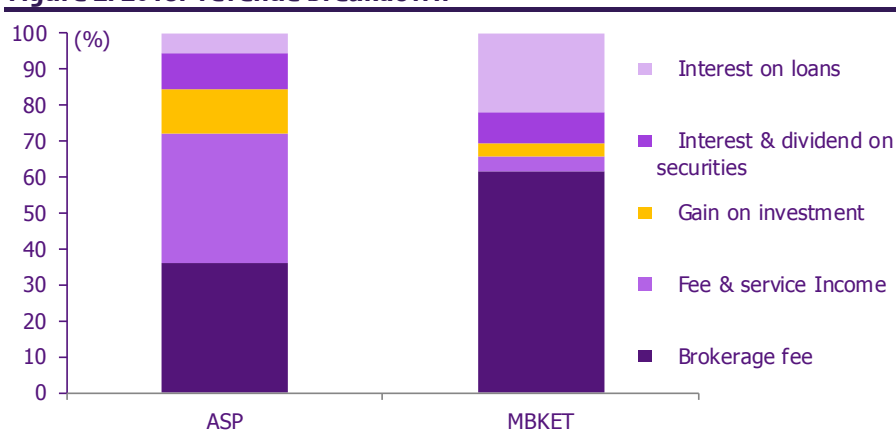
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at mid-2019F various daily mkt. turnover		
Bt47bn	3.7	12
Bt50bn — base case	3.9	14
Bt53bn	4.0	17
Mid-2019F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt47bn	0.29	0.76
Bt50bn — base case	0.31	0.90
Bt53bn	0.32	1.03
Mid-2019F EPS DPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt47bn	0.25	0.76
Bt50bn — base case	0.26	0.90
Bt53bn	0.27	1.03
Dividend payout	85%	100%
Target PE (x)	12.6	16.0

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2018F revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

Figure 3: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
ASP	Neutral	3.82	3.9	9.5	10.8	11.5	14.0	(2)	(6)	(18)	1.7	1.6	1.6	15	14	12	7.9	7.4	6.1
MBKET	Neutral	13.10	14.0	12.9	11.7	16.7	18.3	(34)	(30)	(9)	1.6	1.7	1.7	13	10	9	8.4	6.0	5.5
Average					11.3	14.1	16.1	(18)	(18)	(13)	1.6	1.7	1.7	14	12	10	8.1	6.7	5.8

Source: SCBS Investment Research

กสทช.พยายามผลักดันการประมูลให้สำเร็จ

กสทช.เตรียมจัดการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz รอบใหม่ในวันที่ 20 ต.ค. โดยหวังว่า DTAC จะเข้าร่วมการประมูล เนื่องจากเป็นคลื่นที่ DTAC ครอบครองภายใต้สัญญาสัมปทาน อย่างไรก็ตาม กสทช.ไม่ได้ปรับปรุงเงื่อนไขมากนัก ดังนั้นเรคาดว่า DTAC จะไม่เข้าร่วมการประมูลอีกเช่นเคย การไม่มีคลื่น 900MHz จะทำให้ DTAC ตกอยู่ในสถานะที่เป็นรองคู่แข่ง เนื่องจากบริษัทจะสูญเสียคลื่นที่ครอบคลุมพื้นที่ทางไกล เราแนะนำ "ขาย" DTAC เราเลือก ADVANC (ราคาเป้าหมาย 225 บาท) และ TRUE (ราคาเป้าหมาย 8 บาท) เป็น top pick ของกลุ่มสื่อสาร เพราะ ADVANC มีกำไรที่ชัดเจนและมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น และ TRUE มี story เกี่ยวกับการฟื้นตัว

กสทช.พยายามผลักดันการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz อีกครั้ง แม้การประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz และ 1800MHz สัมเลหลายครั้งในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่ กสทช. ขาดการพิจารณาที่ไม่เคยเล็งความพยายาม โดยในการประชุมเมื่อวันที่ 19 ก.ย. กสทช.วางแผนจัดการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz จำนวน 1 ใบอนุญาต ขนาด 2X5 MHz ในวันที่ 20 ต.ค. ราคาเริ่มต้นจะอยู่ที่ 37,988 ลบ. โดยรวมแล้วเงื่อนไขสำหรับการประมูลรอบใหม่นี้มีการเปลี่ยนแปลงน้อยมาก ยกเว้นที่ กสทช.ระบุว่าถ้า DTAC เข้าร่วมการประมูลและชนะการประมูลครั้งนี้ กสทช.จะอนุญาตให้ DTAC สามารถให้บริการบนคลื่นความถี่นี้ได้ต่อไปเป็นเวลา 2 ปี ก่อนที่จะต้องอัปเดตคลื่น

ทำไมจึงจัดประมูลรอบใหม่อย่างรวดเร็ว? เราเชื่อว่า กสทช.พยายามจัดการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz รอบใหม่อย่างรวดเร็ว เพราะหวังว่า DTAC จะเข้าร่วมการประมูล ความจริงแล้วคลื่น 900MHz ที่จะนำมาประมูลเคยเป็นของ DTAC มาก่อนที่สัมปทานของบริษัทจะหมดอายุเมื่อวันที่ 15 ก.ย.ปีนี้ และตอนนี้ DTAC ก็ให้บริการบนคลื่น 900MHz ภายใต้ระยะเวลาเยียวยา 3 เดือนตามคำสั่งศาล ซึ่งจะสิ้นสุดลงในวันที่ 15 ธ.ค.

คาด DTAC จะไม่เข้าร่วมการประมูลอีกครั้ง DTAC ไม่ได้เข้าร่วมการประมูลครั้งก่อนโดยให้เหตุผลว่า กสทช.ไม่ได้ระบุอย่างชัดเจนว่าใครจะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายในการติดตั้งอุปกรณ์วงจรกรองสัญญาณ (filter) เพื่อป้องกันการรบกวนคลื่น (เรื่องนี้เกิดจากปัญหาเกี่ยวกับการรบกวนสัญญาณการเดินรถไฟไฟฟ้า) เนื่องจากประเด็นนี้ไม่ได้ถูกกล่าวถึงในถ้อยแถลงเกี่ยวกับการประมูลรอบใหม่ ดังนั้นเราจึงมองว่า DTAC มีแนวโน้มที่จะไม่เข้าร่วมการประมูลในวันที่ 20 ต.ค.อีกครั้ง

ADVANC และ TRUE ยังคงเป็น top picks ของเรา เรายืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมาย 225 บาท เนื่องจากเราชอบ ADVANC ที่กำไรมีความชัดเจน โดยที่เราคาดว่ากำไรในปีนี้จะเติบโต 7% จากปีก่อน โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้จากการให้บริการที่ไม่ใช่เสียง (non-voice) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และความพยายามในการควบคุมต้นทุน นอกจากนี้เรายังแนะนำ "ซื้อ" TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย 8 บาท เนื่องจากบริษัทจะพลิกมาทำกำไรได้หลังจากไม่เข้าร่วมการประมูล เรายืนยันคำแนะนำ "ขาย" DTAC เนื่องจากเรามองว่าบริษัทจะตกอยู่ในสถานการณ์ที่ยากลำบากมากขึ้นหลังจากสัมปทานหมดอายุในเดือนก.ย. โดยเฉพาะถ้าบริษัทไม่เข้าร่วมการประมูลใดๆ อย่างต่อเนื่อง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F
ADVANC	Buy	202.0	225.0	15.1	18.8	17.5	11.4	9.9
DTAC	Sell	46.5	34.0	(24.1)	83.1	104.0	4.1	4.1
INTUCH	Buy	54.5	70.0	35.7	13.8	13.0	4.4	4.1
THCOM	Neutral	9.9	9.5	(3.6)	24.0	30.9	0.7	0.7
TRUE	Buy	6.1	8.0	31.1	n.m.	28.7	1.4	1.3
Average					34.9	38.8	4.4	4.0

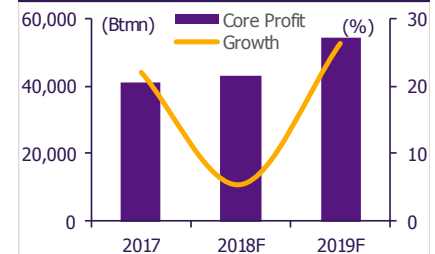
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	0.0	8.9	4.4	(2.0)	(0.6)	(0.8)
DTAC	1.1	29.2	(17.3)	(0.9)	17.9	(21.4)
INTUCH	(2.7)	3.8	(6.0)	(4.6)	(5.3)	(10.7)
THCOM	(1.0)	27.9	(41.0)	(3.0)	16.7	(43.9)
TRUE	(7.6)	15.1	(0.8)	(9.4)	5.0	(5.7)

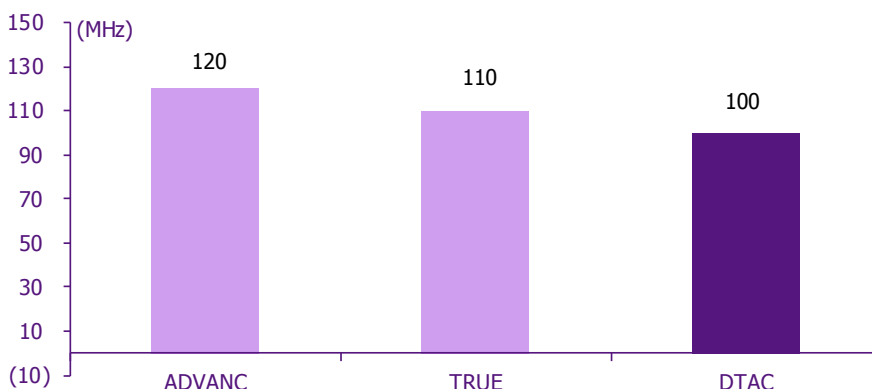
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ADVANC และ TRUE มีคลื่นความถี่เท่ากัน โดยทั้งหมดอยู่ภายใต้ระบบใบอนุญาต



Source: The companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ปฏิภาณ นาวาวัฒน์

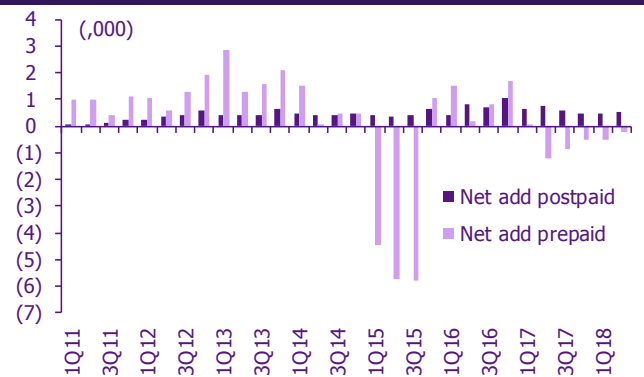
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

Figure 1: ADVANC has the highest bandwidths

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

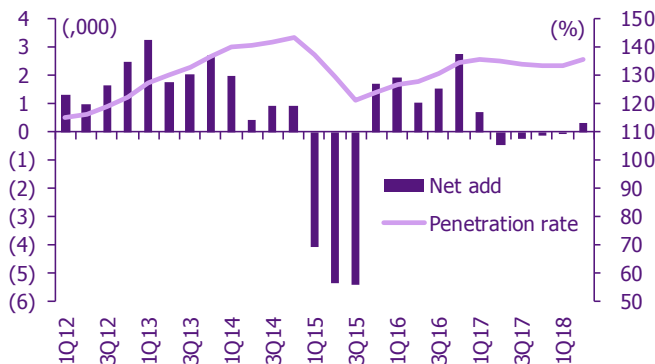
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 2: Net adds for prepaid continues to fall



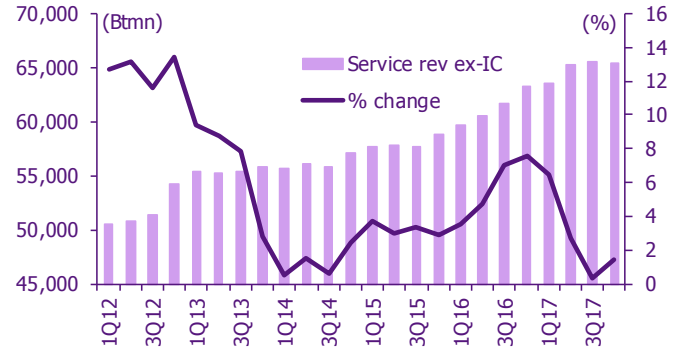
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 3: Penetration rate is still above 100%



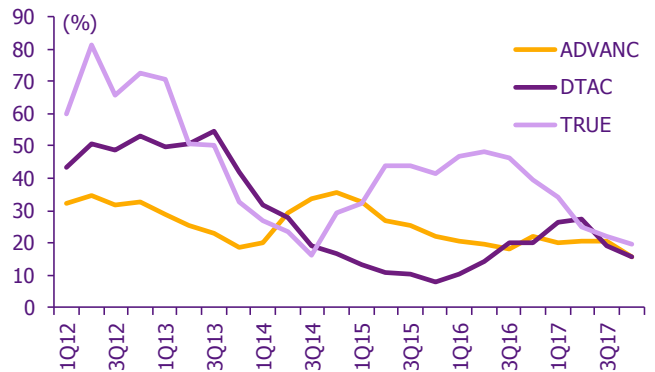
Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 4: Service revenue is on the rise



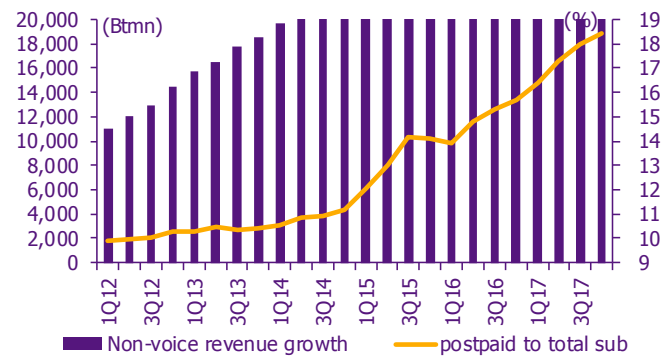
Source: The companies and SCBS Investment Research

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



Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 6: Growing postpaid portion is the reason for the rising non-voice revenue



Source: The companies and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
ADVANC	Buy	202.00	225.0	15.1	20.1	18.8	17.5	37	7	7	11.9	11.4	9.9	64	62	61	3.5	3.7	4.0	9.8	9.3	8.9
DTAC	Sell	46.50	34.0	(24.1)	55.5	83.1	104.0	1,027	(33)	(20)	4.1	4.1	4.1	7	5	4	0.5	2.8	1.0	6.6	6.4	5.7
INTUCH	Buy	54.50	70.0	35.7	14.2	13.8	13.0	(1)	3	6	4.7	4.4	4.1	33	33	32	7.6	7.2	7.7	14.9	14.2	13.3
THCOM	Neutral	9.85	9.5	(3.6)	62.7	24.0	30.9	(85)	161	(22)	0.7	0.7	0.7	1	3	2	0.0	0.0	0.0	5.2	3.8	6.2
TRUE	Buy	6.10	8.0	31.1	n.m.	n.m.	28.7	(64)	3	n.m.	1.1	1.4	1.3	(3)	(3)	5	0.5	0.0	1.7	7.1	8.9	9.7
Average					38.1	34.9	38.8	183	28	(7)	4.5	4.4	4.0	21	20	21	2.4	2.7	2.9	8.7	8.5	8.8

Source: SCBS Investment Research

3Q61 ชะลอตัว...เข้าสู่ไฮซีซั่นใน 4Q61

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะชะลอตัวใน 3Q61 หลังจากอุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือน ก.ค. ส่งผลทำให้ตลาดจีนชะลอตัวลง อย่างไรก็ตาม เรามองเหตุการณ์นี้ว่าเป็นการสะดุดลงในระยะสั้น และคาดว่าภาพรวมการท่องเที่ยวไทยจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 เราเลือก ERW (ราคาเป้าหมาย 11 บาท/หุ้น, ETR 38%) เป็น top pick ของเราในกลุ่มท่องเที่ยว เนื่องจากกำไรของบริษัทจะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 4Q61 หลังจากปรับปรุงห้องพัก 70% ของ JW Marriott เสริม ซึ่งจะหนุนให้ ARR ปรับขึ้น โดยปกติแล้วผลการดำเนินงานของ ERW จะมีความอ่อนไหวสูงต่อปัจจัยด้านราคา เนื่องจากมีต้นทุนคงที่สูง

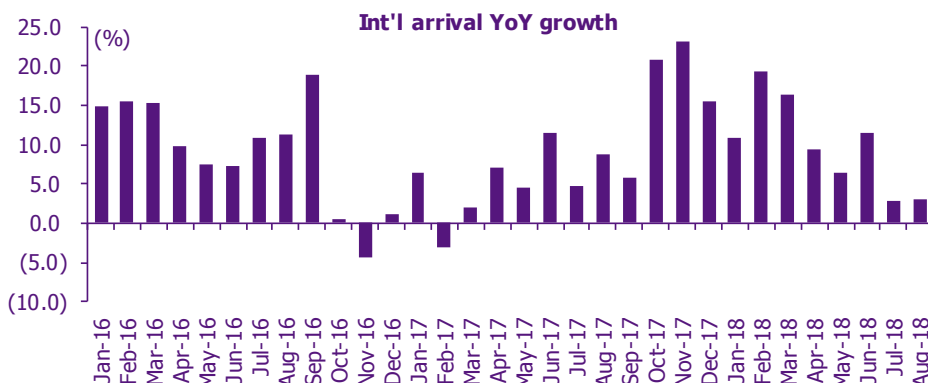
อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัวใน 3Q61... ข้อมูลเดือนก.ค.-ส.ค. แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัว โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตเพียง 3% YoY เทียบกับที่เติบโต 12% YoY ใน 1H61 ทั้งนี้ไม่เพียงแค่อัตราการเติบโตตามปกติหลังจากทำฐานต่ำใน 1H61 แต่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยยังถูกกดดันโดยจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีน (30% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ที่ลดลง 1% YoY ในเดือน ก.ค. และลดลง 12% YoY ในเดือน ส.ค. หลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือนก.ค. ตลาดจีนจะอ่อนแอลงมากขึ้นในเดือนส.ค. เนื่องจากเป็นเดือนหลังจากอุบัติเหตุ

...เป็นแค่การสะดุดลง และจะเข้าสู่ไฮซีซั่นใน 4Q61 อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ชะลอตัวใน 3Q61 เป็นแค่การสะดุดลงในระยะสั้น และคาดว่าจะเข้าสู่ไฮซีซั่นใน 4Q61 จากการกลับมาของนักท่องเที่ยวจากจีน และจากยุโรป (14% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) โดยเฉพาะรัสเซีย หลังจากการแข่งขันฟุตบอลโลกสิ้นสุดลง การตรวจสอบตามช่องทางต่างๆ ของเราพบว่า AAV มียอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าจำนวนมากในเดือนค.ค. สำหรับเส้นทางจีน โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวันหยุดยาว "Golden Week" ของจีน ทั้งนี้ในช่วงเวลาที่เยี่ยมเยียน ผู้ประกอบการโรงแรมพบว่ารายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ในเดือน ส.ค. เติบโต YoY มากกว่าในเดือนก.ค. เรายังคงประมาณการของเราไว้ว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ที่ 38 ล้านคนในปี 2561 (+9% YoY) และจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ 42 ล้านคนในปี 2562 (+8% YoY)

ตรวจสอบ valuation ราคาหุ้น ERW ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 28% QTD แต่เพิ่งฟื้นตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับก่อนราคาหุ้นปรับตัวลดลงเพราะตลาดกังวลเกี่ยวกับผลการดำเนินงาน 2Q61 ที่อ่อนแอ เราคาดว่า valuation ของ ERW ไม่แพง เนื่องจากซื้อขายที่ EV/EBITDA ที่ 2561 ระดับ 14 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีต ราคาหุ้น MINT ก็ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 25% QTD แต่เรามองว่าเป็นการรีบาวด์ หลังจากตลาดคลายความกังวลเกี่ยวกับการเข้าซื้อ NH Hotel Group เมื่อไม่นานนี้ MINT ซื้อขายที่ PE ที่ 2561 ระดับ 32 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยในอดีต CENTEL เป็นหุ้นที่ปรับตัวแย่ที่สุด โดยราคาหุ้นลดลง 2% QTD และซื้อขายที่ PE ที่ 2561 ระดับ 26 เท่า ซึ่งเป็นระดับเดียวกับเมื่อครั้งที่เกิดวิกฤติการณ์เมื่อปี 2556-57 (-1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต)

ERW เป็น top pick ERW เป็น top pick ของเราในกลุ่มท่องเที่ยว ก้าวที่อ่อนแอใน 2Q-3Q61 ไม่ใช่แนวโน้ม และกำไรของ ERW จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 4Q61 หลังจากปรับปรุงห้องพัก 70% ของ JW Marriott เสริม ซึ่งจะหนุนให้ ARR ของห้องพักเหล่านี้ปรับขึ้น 10-15% โดยปกติแล้วผลการดำเนินงานของ ERW จะมีความอ่อนไหวสูงต่อปัจจัยด้านราคา เนื่องจากมีต้นทุนคงที่สูง เราแนะนำ "ซื้อ" MINT เนื่องจากกำไร 2H61 จะปรับตัวดีขึ้น YoY และ HoH โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความแข็งแกร่งของธุรกิจโรงแรม ซึ่งจะช่วยชดเชยธุรกิจอาหารที่อ่อนแอ เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการเข้าลงทุนใน NH Hotel Group เนื่องจากจะช่วยให้อำนาจของ MINT ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาวผ่านทางการได้รับประโยชน์จากพอร์ตโรงแรมและฐานลูกค้าที่ใหญ่ขึ้น เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ CENTEL เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตในอัตราชะลอตัวลงในปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากการปรับปรุงใหญ่ที่โรงแรมระดับ 5 ดาวของบริษัทในสมัย อย่างไรก็ตาม valuation ของ CENTEL ไม่แพง

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงในเดือนก.ค.-ส.ค.



Source: SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
CENTEL	Neutral	42.0	46.0	11.0	26.3	25.0	4.2	3.9
ERW	Buy	8.1	11.0	37.8	30.9	27.5	3.4	3.2
MINT	Buy	40.5	46.0	14.7	32.3	27.6	3.5	3.2
Average					29.8	26.7	3.7	3.4

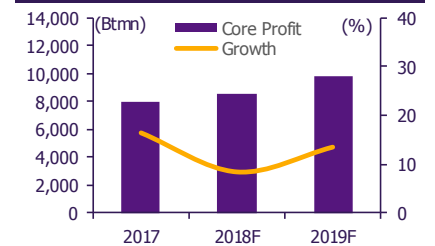
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	7.7	(3.4)	(3.4)	5.6	(11.9)	(8.2)
ERW	1.9	27.8	27.8	(0.1)	16.6	21.5
MINT	5.2	25.6	0.0	3.1	14.6	(4.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



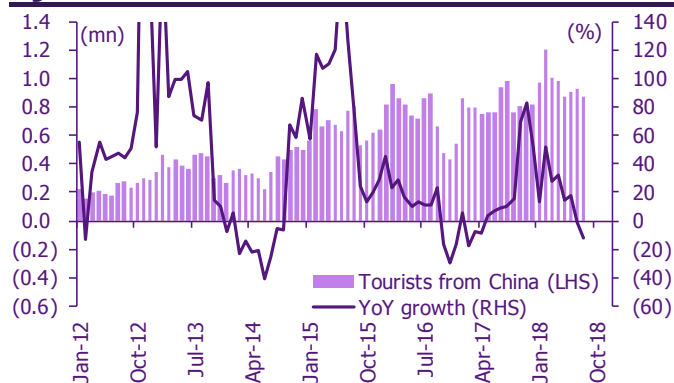
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

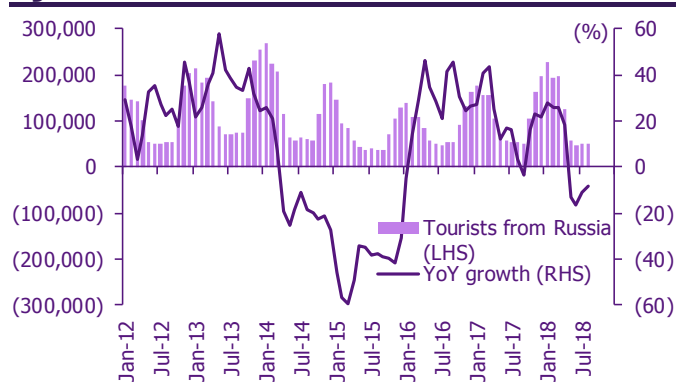
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Slow China market...



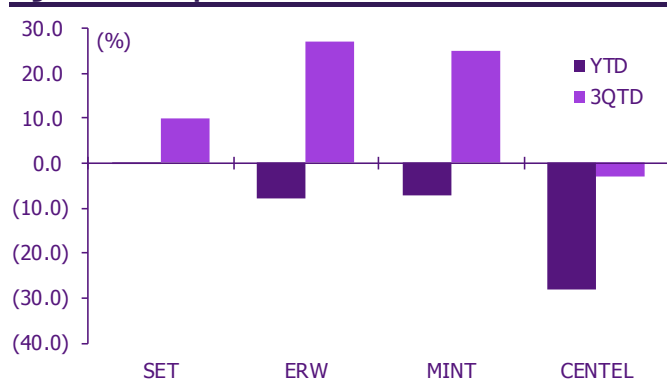
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: ...and Russia market



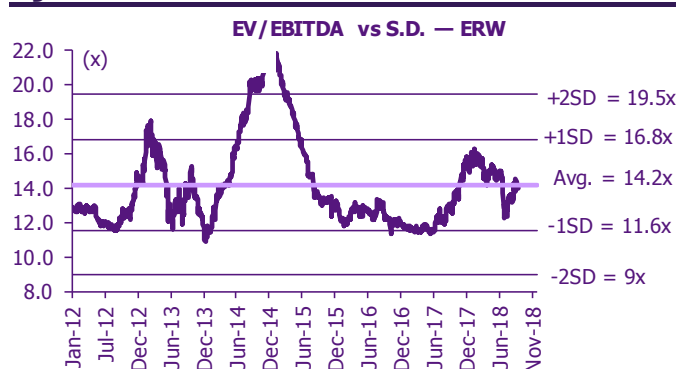
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Price performance



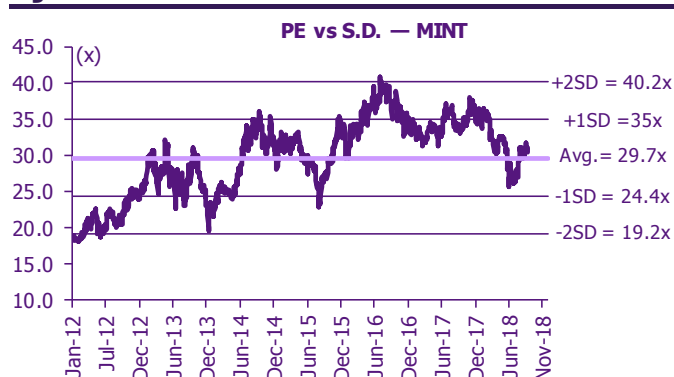
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ERW: EV/EBITDA band



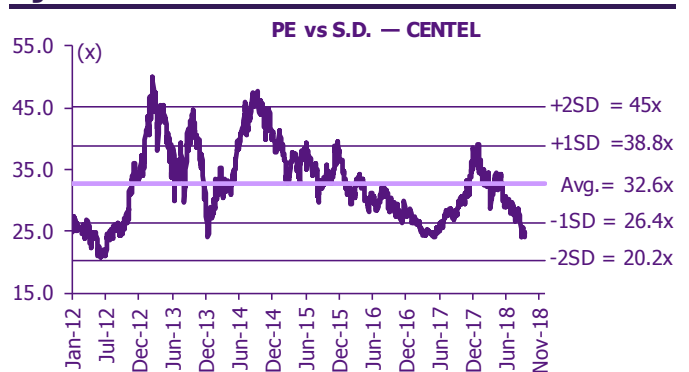
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: MINT: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CENTEL: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
CENTEL	Neutral	42.00	46.0	11.0	28.1	26.3	25.0	7	7	5	4.7	4.2	3.9	17	17	16	1.4	1.5	1.6	13.4	12.5	12.6
ERW	Buy	8.05	11.0	37.8	39.4	30.9	27.5	46	28	12	3.7	3.4	3.2	10	12	12	1.1	1.1	1.3	15.1	14.1	13.4
MINT	Buy	40.50	46.0	14.7	33.2	32.3	27.6	17	3	17	3.6	3.5	3.2	12	11	12	1.0	1.1	1.3	19.9	19.4	17.6
Average					33.6	29.8	26.7	23	12	11	4.0	3.7	3.4	13	13	13	1.2	1.2	1.4	16.2	15.3	14.5

Source: SET and SCBS Investment Research

โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเป็นปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้นสำหรับผู้ประกอบการระบบขนส่งมวลชน คือ โครงการเร่งด่วน: รถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อมต่อ 3 สนามบิน BTS และ BEM จะเข้าร่วมประมูลโครงการนี้ซึ่งมีมูลค่าสูงกว่า 2.0 แสนลบ. โดยอาจจะมีผู้ประกอบการรายอื่นจับมือเป็นพันธมิตรเพื่อประมูลโครงการนี้ เนื่องจากเราไม่ทราบว่าจะใครจะได้โครงการนี้ไป ดังนั้นเราจึงยังไม่รวมเอาโครงการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการ แต่ปล่อยให้ upside BTS เป็น top pick ของเราในกลุ่มนี้ เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า BEM

โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงจะเปิดประมูลในเดือนพ.ย. โครงการระบบขนส่งมวลชนหลักๆ 2 โครงการที่จะเปิดประมูลในปีนั้น คือ โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อมต่อ 3 สนามบิน (ดอนเมือง สุวรรณภูมิ และอู่ตะเภา) และโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม แต่โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงดูใกล้ความจริงมากที่สุด เพราะจะประกาศรายชื่อผู้ชนะการประมูลภายในสิ้นปีนี้ อ้างอิงกรอบเวลาของรัฐบาล โครงการนี้กลายเป็นโครงการเร่งด่วนเพราะจะช่วยสนับสนุนโครงการระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) ของรัฐบาล โดยออกเอกสารเงื่อนไขการประกวดราคา (TOR) แล้ว และจะจัดประมูลวันที่ 12 พ.ย. แล้วประกาศรายชื่อผู้ชนะประมูลวันที่ 13 พ.ย. โครงการนี้มีมูลค่าสูงถึง 2.24 แสนลบ. ประกอบด้วยงานโยธาและงานระบบ ในรูปแบบการร่วมลงทุนของภาครัฐและเอกชน (PPP net cost) ระยะเวลา 50 ปี ซึ่งหมายความว่าผู้ดำเนินการจะมีหน้าที่ดูแลรับผิดชอบโครงการทั้งหมด ซึ่งรวมถึงการจัดหาเงินทุนสำหรับงานโยธา

ระบบขนส่งมวลชนโดยรวมในกรุงเทพฯ และปริมณฑล คืบหน้าตามเป้า เรายังคงมุมมองของเราว่าในระยะ 5 ปีข้างหน้า ระบบขนส่งมวลชนทางรางจะกลายเป็นรูปแบบการขนส่งสาธารณะที่สำคัญประเภทหนึ่งควบคู่ไปกับรถโดยสารประจำทางและเรือข้ามฟาก ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางราง (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นความต้องการใช้บริการ) จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้เมื่อเทียบกับแผนแม่บทระบบขนส่งมวลชนทางราง (M-Map) ฉบับล่าสุด ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 500% จาก 110 กม. สู่ 515 กม.ภายในปี 2572 ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนประชากรที่อาศัยอยู่ในพื้นที่ที่สามารถเข้าถึงเส้นทางระบบขนส่งมวลชนทางรางได้เพิ่มขึ้น 5 เท่าจาก 2.4 ล้านคนในปี 2559 สู่ 11.7 ล้านคนในปี 2572 จำนวนผู้โดยสารที่ใช้บริการระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้นจาก 1 ล้านคน/วันในปัจจุบัน สู่ 4.3 ล้านคนในปี 2562 และ 7.8 ล้านคนในปี 2572 คิดเป็นอัตราการเติบโตของปริมาณผู้โดยสารทั้งระบบที่ CAGR 18% ในระหว่างปี 2560-2572 จาก CAGR 12% ในปี 2542-2559 ในเวลาเดียวกัน แม้ไม่มีการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ตั้งแต่ต้นปี 2561 ถึงปัจจุบัน (อ้างอิงกรอบเวลาของรัฐบาล) แต่โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มน่าจะเปิดประมูลช่วงปลายปีนี้

เราชอบ BTS มากกว่า BEM เพราะ BTS มีสัดส่วนรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนทางรางมากกว่า BEM เราเลือก BTS เป็น top pick และแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 11 บาท เราแนะนำ "ขาย" BEM ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 7.4 บาท เนื่องจากธุรกิจทางด่วนที่ให้อัตรากำไรสูงและสร้างกระแสเงินสดให้กับบริษัทเริ่มเข้าสู่จุดอิ่มตัว เราชอบ BTS มากกว่า BEM ด้วยเหตุผลหลายประการด้วยกัน: ประการแรก BTS มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้นในระยะ 10 ปีข้างหน้ามากกว่า BEM เพราะ BTS มีความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางเกือบสองเท่าของ BEM นอกจากนี้เส้นทางเดินรถของบริษัทก็กระจายตัวมากกว่าและครอบคลุมพื้นที่ของกรุงเทพฯ และปริมณฑลมากกว่า BEM ประการที่สอง EBITDA ของ BTS มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายเครือข่ายเส้นทางเดินรถ ในขณะที่ EBITDA ของ BEM มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากการสิ้นสุดสัญญาสัมปทานทางด่วน

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
BEM	Sell	8.7	7.4	(12.5)	36.2	27.7	4.0	3.8
BTS	Buy	9.4	11.0	19.5	42.4	29.4	2.5	2.4
Average					39.3	28.5	3.3	3.1

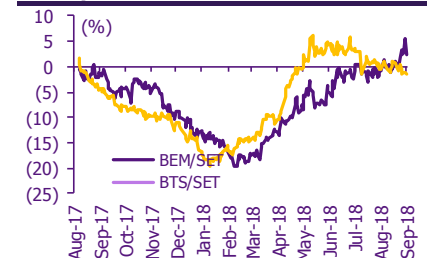
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	1.8	13.8	6.8	(0.3)	3.9	1.5
BTS	0.0	3.9	8.7	(2.0)	(5.2)	3.4

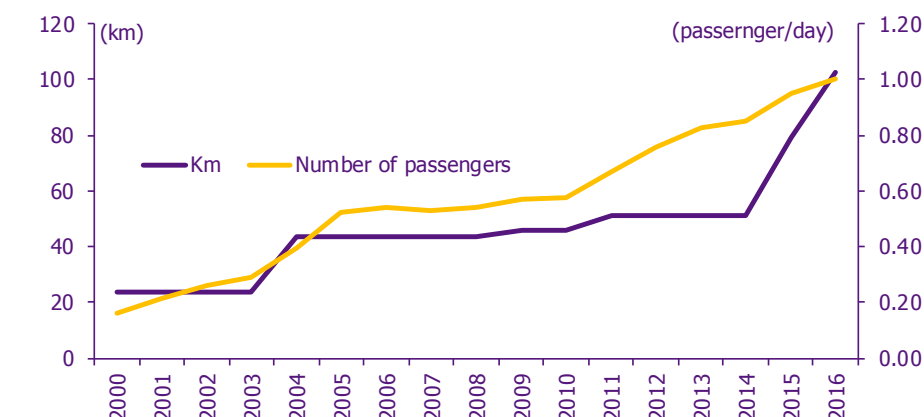
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

มี correlation สูงระหว่างความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางกับปริมาณการจราจร



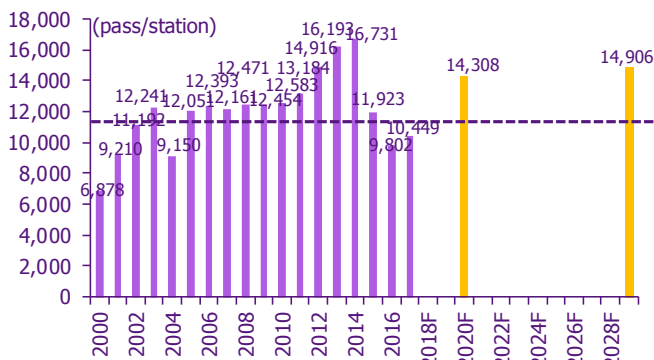
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ปฏิภาณ นาวรัตน์

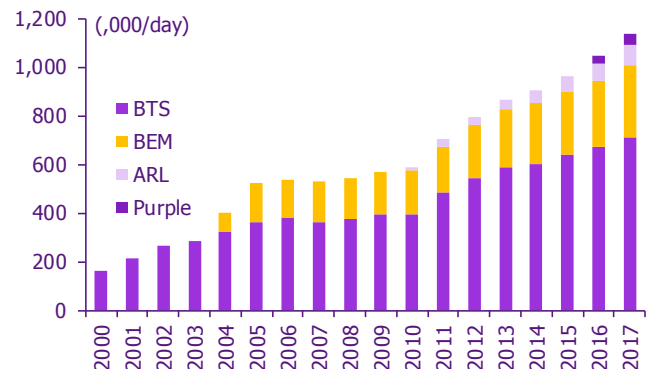
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
phatipak.navawatana@scb.co.th

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



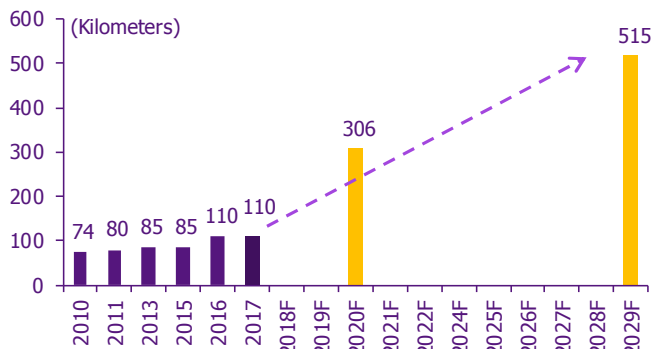
Source: The Office of Transport and Traffic Policy & Planning and SCBS Investment Research

Figure 2: More lines add more passengers



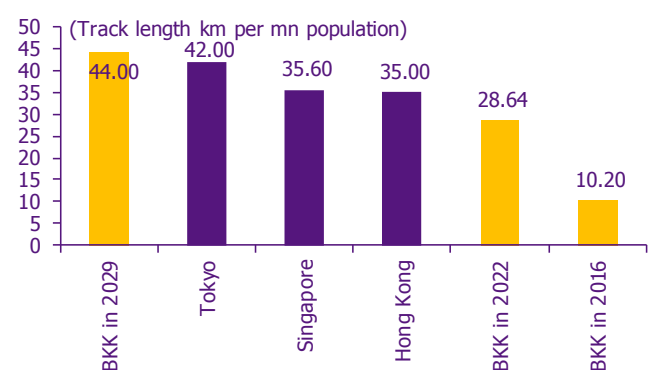
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 3: Rail mass transit expanding hugely



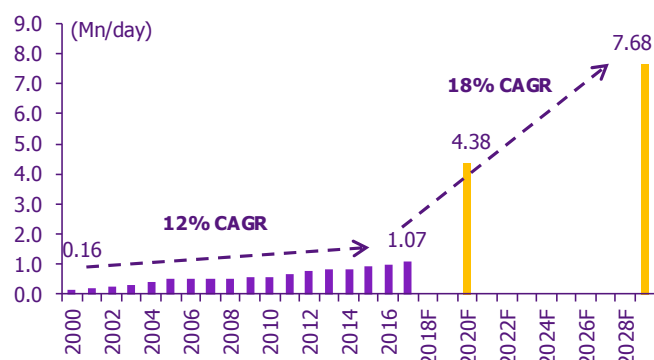
Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 4: Km/population will catch up with peers



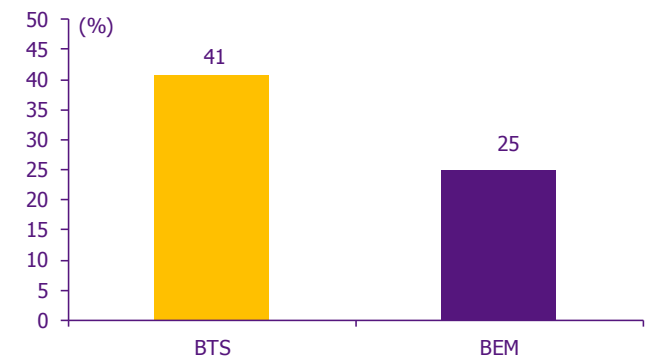
Source: The company and SCBS Investment Research

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



Source: The company and SCBS Investment Research

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



Source: The company and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BEM	Sell	8.65	7.4	(12.5)	42.3	36.2	27.7	20	17	31	4.2	4.0	3.8	10	11	14	1.5	1.9	2.5	21.1	18.4	15.7
BTS	Buy	9.35	11.0	19.5	62.1	42.4	29.4	39	46	44	2.5	2.5	2.4	4	6	8	3.7	1.9	2.7	36.1	28.4	32.9
Average					52.2	39.3	28.5	29	32	37	3.3	3.3	3.1	7	9	11	2.6	1.9	2.6	28.6	23.4	24.3

Source: SCBS Investment Research

พันตัวใน 3Q61 ก่อนเข้าสู่โลว์ซีซั่นใน 4Q61

2Q61 ไม่ใช่ไตรมาสที่ดีนักสำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า เพราะได้รับผลกระทบจากการหยุดซ่อมบำรุง ค่าธรรมเนียมการไฟฟ้าเพิ่มขึ้น และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้ แต่ **3Q61** ดูดีขึ้น (กำไรจะเพิ่มขึ้น 3% YoY และ QoQ) โดยได้รับการสนับสนุนจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้าลดน้อยลง เราคาดว่า **WHAUP** จะเป็นบริษัทที่รายงานกำไรเติบโต YoY สูงที่สุดมา **3Q61** โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา และยังคงเป็นหนึ่งใน **top picks** ของเราในกลุ่มนี้ โดยซื้อขายที่ **PE** ที่ 62 ถูก นอกจากนี้เรายังชอบ **BPP** ซึ่งเราโฟกัสที่แนวโน้มระยะยาว เนื่องจากบริษัทจะมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นเพิ่มขึ้น 29% ภายในปี 63 และขยายการลงทุนในต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง

กำไร 2Q61 อ่อนแอ กำไรปกติทั้งหมดของบริษัทในกลุ่มสารานุกรม 9 บริษัทที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS ลดลง 7% YoY สู่ 1.11 หมื่นลบ. โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า (BPP, EGCO, GLOW และ RATCH) และค่าใช้จ่ายในการไฟฟ้าเพิ่มขึ้น (BCPG และ EGCO รวมถึง WHAUP ซึ่งกำไรเพิ่มขึ้น) บริษัทที่กำไรปกติเติบโต YoY สูงที่สุด คือ CKP (เพิ่มขึ้น 199% จากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าในปีที่ผ่านมา และฐานต่ำ) ตามมาด้วย GPSC (เพิ่มขึ้น 34% จากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า และประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น) และ WHAUP (เพิ่มขึ้น 26% จากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า) กำไรสุทธิทั้งหมดลดลง 54% YoY สู่ 6.0 พันลบ. โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่รับรู้จำนวนมากที่ EGCO, WHAUP และ GLOW

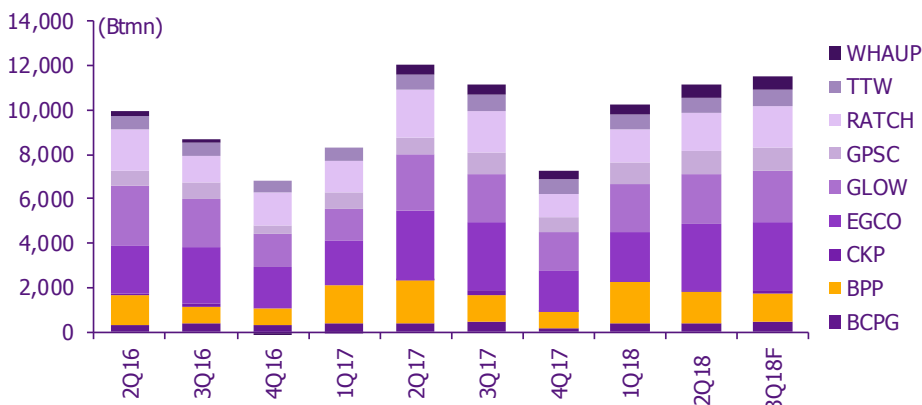
มีโครงการเริ่ม COD ใน 2H61 ไม่กี่โครงการ, หยุดซ่อมบำรุงหลายโครงการใน 4Q61 มีเพียง BPP และ RATCH ที่มีโครงการใหม่ที่มีกำหนดเริ่มเดินเครื่องใน 2H61 BPP มีโครงการโซลาร์ใหม่ 3 โครงการในญี่ปุ่น กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 45 MW ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตดำเนินงานเพิ่มขึ้น 2% จากกลางปี 61 และ RATCH มีโครงการใหม่ 2 โครงการในออสเตรเลีย กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 178 MW หรือคิดเป็นกำลังการผลิตดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น 3% จากนั้นใน 4Q61 (เป็นช่วงโลว์ซีซั่นสำหรับผู้ผลิตไฟฟ้า) จะมีการหยุดซ่อมบำรุงโครงการ IPP ตามกำหนดหลายโครงการของ BPP, EGCO, GPSC และ RATCH

กำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 3Q61: WHAUP จะรายงานกำไรเติบโต YoY สูงที่สุด เราคาดว่ากำไรปกติทั้งหมดจะเติบโต 3% YoY และ QoQ สู่ 1.15 หมื่นลบ. บริษัทที่จะรายงานกำไรปกติเติบโต YoY สูงที่สุด คือ WHAUP (เพิ่มขึ้น 38% จากการ COD โรงไฟฟ้า SPP 4 โรง ใน 3Q60-1Q61 และการประหยัดต้นทุนทางการเงินได้จากการไฟฟ้าเพิ่มขึ้น) ตามมาด้วย CKP (เพิ่มขึ้น 16% จากปริมาณน้ำที่ไหลเข้าสู่อ่างเก็บน้ำมากขึ้นที่โครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำในลาว และลูกค้าอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้น) และ GPSC (เพิ่มขึ้น 9% จากประสิทธิภาพโรงไฟฟ้าที่ดีขึ้น และการเริ่มเดินเครื่องโครงการ 3 โครงการในเดือนมี.ย.-ธ.ค. 60 กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 149 MW คิดเป็นกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น 11%) เมื่ออิงกับอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบัน เราไม่คิดว่าจะมีกำไร/ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนมากนักใน 3Q61

คาดประกาศใช้แผน PDP ฉบับใหม่ตอนปลายปี 61 กระทรวงพลังงานวางแผนประกาศใช้แผนพัฒนากำลังการผลิตไฟฟ้า (PDP) ในปีนี้ ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าคาดว่าแผน PDP ฉบับใหม่จะให้ความสำคัญกับความต้องการด้านพลังงานไฟฟ้าของแต่ละภาค และเพิ่มกำลังผลิตของพลังงานหมุนเวียน (กำหนดอัตราค่าไฟฟ้าโดยการประมูล) เนื่องจากกำลังผลิตไฟฟ้าสำรองของประเทศไทยสูงกว่า 30% ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าจะมีการประกาศใช้แผน PDP ฉบับใหม่มากนักในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า และคาดว่ากำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่จะอยู่ในต่างประเทศ

Top picks: BPP และ WHAUP เราชอบ BPP โดยโฟกัสไปที่แนวโน้มระยะยาว เนื่องจากบริษัทจะมีกำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 29% ภายในปี 63 (อ้างอิงโครงการที่ยืนยันแล้ว) และขยายการลงทุนอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดเข้าไปลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนในเวียดนาม และ WHAUP เพราะกำไร 3Q61 จะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่ม จะเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า SPP ใหม่ในขนาดอันโกลีนี และ PE ที่ 62 ถูก

กำไรปกติรายไตรมาส



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
		18F	19F	18F	19F	19F
BCPG	Neutral	21.2	19.0	(7.4)	24.1	19.3
BPP	Buy	26.3	29.0	12.8	13.8	12.7
CKP	Neutral	5.4	4.0	(24.7)	86.6	58.8
EGCO	Buy	236.0	273.0	18.8	12.1	11.6
GLOW	Neutral	88.0	93.0	12.2	15.0	14.7
GPSC	Neutral	67.8	72.0	8.5	24.7	21.7
RATCH	Buy	52.0	64.0	27.7	10.7	10.1
TTW	Buy	12.2	13.5	16.2	16.1	15.6
WHAUP	Buy	6.3	8.75	42.6	10.8	9.7
Average				11.9	23.8	19.4

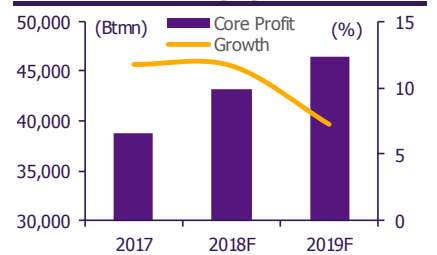
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCPG	13.4	30.1	10.4	11.1	18.7	5.0
BPP	6.3	13.6	(0.9)	4.2	3.7	(5.8)
CKP	28.6	35.8	49.4	26.1	23.9	42.1
EGCO	1.7	4.4	0.9	(0.3)	(4.7)	(4.1)
GLOW	(6.1)	(6.9)	(2.2)	(8.0)	(15.0)	(7.1)
GPSC	(5.9)	(1.8)	49.7	(7.8)	(10.4)	42.3
RATCH	(0.5)	1.0	(3.3)	(2.5)	(7.9)	(8.0)
TTW	(3.9)	6.1	14.0	(5.8)	(3.2)	8.4
WHAUP	5.9	12.5	(8.7)	3.8	2.7	(13.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศลยา ณ สงขลา

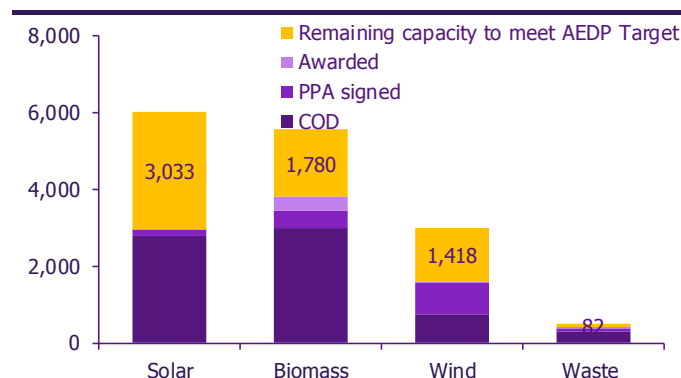
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1006

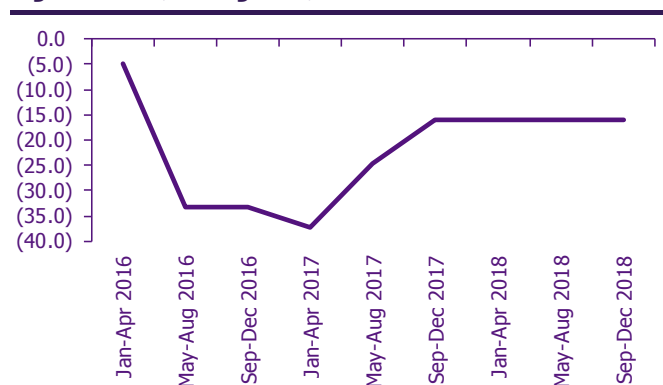
solaya.na_songkhla@scb.co.th

Figure 1: AEDP 2015 and progress vs 2036 target



Source: EPPO and ERC (Aug 2018)

Figure 2: Ft (satang/unit)



Source: ERC

Figure 3: Companies' overseas investment

	Laos	Philippines	Indonesia	Japan	China	Australia	Vietnam
BCPG		✓	✓	✓			
BPP				✓	✓		✓
CKP	✓						
EGCO	✓	✓	✓			✓	
GPSC	✓			✓			
RATCH	✓					✓	
WHAUP	✓						

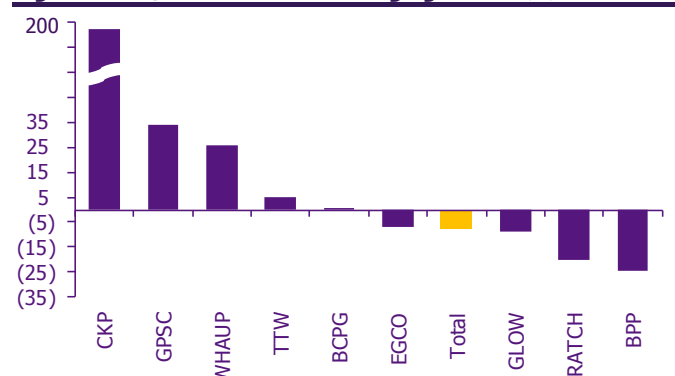
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 4: Portfolio in different fuel sources

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

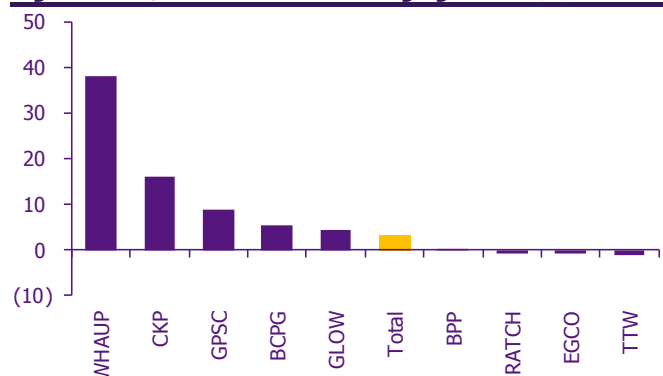
Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 5: 2Q18 YoY core earnings growth (%)



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 6: 3Q18F YoY core earnings growth (%)



Source: Company reports and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
BCPG	Neutral	21.20	19.0	(7.4)	30.0	24.1	19.3	0	25	25	2.9	2.7	2.6	10	12	14	2.9	3.0	3.2	23.3	23.9	20.2
BPP	Buy	26.25	29.0	12.8	14.3	13.8	12.7	36	4	9	2.1	1.9	1.7	15	14	14	2.3	2.3	2.5	51.7	56.0	45.2
CKP	Neutral	5.35	4.0	(24.7)	188.8	86.6	58.8	(10)	118	47	2.2	2.2	2.1	1	3	4	0.4	0.6	0.6	20.1	16.5	16.4
EGCO	Buy	236.00	273.0	18.8	12.3	12.1	11.6	16	1	4	1.4	1.2	1.1	12	11	10	3.0	3.1	3.2	18.7	13.5	12.7
GLOW	Neutral	88.00	93.0	12.2	16.5	15.0	14.7	(11)	10	2	2.6	2.6	2.6	16	17	18	6.5	6.5	6.5	9.4	9.0	8.9
GPSC	Neutral	67.75	72.0	8.5	32.0	24.7	21.7	18	30	14	2.6	2.5	2.3	8	10	11	1.8	2.2	2.5	23.8	16.5	16.4
RATCH	Buy	52.00	64.0	27.7	11.6	10.7	10.1	11	8	7	1.2	1.1	1.1	10	11	11	4.6	4.6	4.6	15.3	14.4	14.1
TTW	Buy	12.20	13.5	16.2	18.3	16.1	15.6	8	14	3	4.1	4.0	4.0	23	25	26	4.9	5.6	6.4	12.2	11.7	11.2
WHAUP	Buy	6.30	8.75	42.6	19.1	10.8	9.7	186	76	12	1.9	1.7	1.5	13	17	17	3.2	3.7	4.1	44.3	31.7	27.0
Average					38.1	23.8	19.4	28	32	14	2.3	2.2	2.1	12	13	14	3.3	3.5	3.7	24.3	21.5	19.1

Source: SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
Agribusiness						1,748	1,064	1,355							10.0	16.5	13.0				1.44	1.37	1.27	15	9	10
GFPT	Buy	14.00	18.00	28.6	15.5	1,748	1,064	1,355	1.39	0.85	1.08	10	(39)	27	10.0	16.5	13.0	9.7	10.2	11.1	1.44	1.37	1.27	15	9	10
Automotive						3,920	4,603	5,221							13.4	11.4	10.1				1.62	1.49	1.36	12	13	14
AH	Neutral	30.50	38.00	24.6	44.6	900	1,017	1,158	2.79	3.15	3.59	66	13	14	10.9	9.7	8.5	21.6	25.7	30.2	1.41	1.19	1.01	13	13	13
PCSGH	Neutral	7.40	8.20	10.8	9.0	643	771	865	0.42	0.50	0.56	68	20	12	17.8	14.8	13.2	3.3	3.4	3.6	2.24	2.15	2.05	13	15	16
SAT	Buy	21.90	28.00	27.9	26.6	720	835	964	1.69	1.96	2.27	19	16	15	12.9	11.1	9.7	15.1	16.2	17.4	1.45	1.35	1.26	12	13	13
STANLY	Buy	258.00	320.00	24.0	309.8	1,657	1,980	2,235	21.62	25.84	29.17	33	20	13	11.9	10.0	8.8	189.6	206.0	226.3	1.36	1.25	1.14	12	13	13
Banking						186,266	202,570	232,150							12.0	11.0	9.8				1.27	1.19	1.11	10	10	11
Large Banks																										
BBL	Buy	212.00	260.00	22.6	231.9	33,009	37,241	43,134	17.29	19.51	22.60	4	13	16	12.3	10.9	9.4	210.5	217.6	233.3	1.01	0.97	0.91	8	9	10
KBANK	Neutral	214.00	220.00	2.8	227.5	34,338	38,394	44,956	14.35	16.04	18.78	(15)	12	17	14.9	13.3	11.4	145.7	156.8	171.0	1.47	1.37	1.25	10	11	11
KTB	Buy	20.00	23.00	15.0	20.9	22,440	27,413	31,985	1.60	1.96	2.29	(31)	22	17	12.5	10.2	8.7	20.6	21.7	23.2	0.97	0.92	0.86	8	9	10
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	40.00	43.00	7.5	42.3	23,209	24,583	27,581	3.16	3.34	3.75	8	6	12	12.7	12.0	10.7	30.6	33.1	35.8	1.31	1.21	1.12	11	10	11
KKP	Buy	74.75	76.00	1.7	81.0	5,737	6,130	6,523	6.78	7.24	7.70	3	7	6	11.0	10.3	9.7	48.8	51.0	53.7	1.53	1.47	1.39	14	15	15
LHFG	Neutral	1.58	1.55	(1.9)	1.7	2,603	2,909	3,156	0.12	0.14	0.15	(38)	12	8	12.9	11.5	10.6	1.8	1.9	2.0	0.87	0.83	0.79	9	7	8
TCAP	Buy	53.75	60.00	11.6	56.4	7,001	7,049	7,547	5.80	6.05	6.48	16	4	7	9.3	8.9	8.3	51.4	56.6	60.8	1.05	0.95	0.88	12	11	11
TISCO	Buy	83.75	97.00	15.8	93.9	6,090	6,844	7,179	7.61	8.55	8.97	22	12	5	11.0	9.8	9.3	43.2	46.8	49.8	1.94	1.79	1.68	19	19	19
TMB	Buy	2.32	2.75	18.5	2.5	8,687	8,945	10,656	0.20	0.20	0.24	6	3	19	11.7	11.4	9.5	2.0	2.2	2.4	1.13	1.06	0.98	10	10	11
Commerce						40,410	44,863	51,780							38.1	32.8	28.3				6.80	6.11	5.54	21	20	21
BJC	Buy	59.75	72.00	20.5	61.9	5,122	6,500	7,744	1.28	1.63	1.94	35	27	19	46.6	36.7	30.8	27.8	28.1	28.5	2.15	2.12	2.10	5	6	7
CPALL	Buy	69.25	90.00	30.0	85.5	19,908	21,516	25,002	2.14	2.28	2.67	16	7	17	32.4	30.3	25.9	8.9	11.3	12.9	7.75	6.11	5.36	28	24	23
GLOBAL	Buy	20.70	23.00	11.1	18.7	1,609	2,031	2,391	0.40	0.51	0.60	(4)	26	18	51.5	40.8	34.6	3.3	3.7	4.1	6.19	5.63	5.06	13	14	15
HMPRO	Buy	15.90	17.00	6.9	15.8	4,886	5,643	6,496	0.37	0.43	0.49	18	15	15	42.8	37.1	32.2	1.4	1.5	1.7	11.22	10.35	9.43	27	29	31
MAKRO	Neutral	34.00	40.00	17.6	38.0	6,178	5,993	6,442	1.29	1.25	1.34	14	(3)	7	26.4	27.2	25.3	3.8	4.0	4.4	9.06	8.41	7.69	37	32	32
ROBINS	Buy	70.00	90.00	28.6	73.0	2,707	3,181	3,706	2.44	2.86	3.34	8	18	16	28.7	24.4	21.0	15.8	17.4	19.3	4.44	4.03	3.63	16	17	18
Construction Materials						56,859	54,739	60,508							18.8	17.7	15.4				2.66	2.55	2.38	17	16	16
Cement																										
SCC	Buy	450.00	580.00	28.9	518.9	52,051	49,190	54,093	43.38	40.99	45.08	(4)	(5)	10	10.4	11.0	10.0	251.5	274.2	300.3	1.79	1.64	1.50	18	16	16
SCCC	Buy	250.00	285.00	14.0	270.9	2,618	3,324	3,823	9.49	11.15	12.83	(39)	18	15	26.3	22.4	19.5	130.3	123.7	126.5	1.92	2.02	1.98	9	9	10
Others																										
DCC	Neutral	2.60	2.80	7.7	3.2	1,117	995	1,100	0.17	0.15	0.17	(21)	(11)	10	15.2	17.1	15.4	0.6	0.6	0.7	4.49	4.20	3.86	31	25	26
EPG	Buy	8.90	10.50	18.0	10.2	1,073	1,230	1,493	0.38	0.44	0.53	(24)	15	21	23.2	20.3	16.7	3.6	3.8	4.1	2.46	2.34	2.18	11	12	14
Electronic Components						10,953	10,502	13,037							19.4	17.6	13.6				2.59	2.35	2.08	14	14	16
DELTA	Neutral	69.75	73.00	4.7	72.8	5,806	5,322	6,178	4.65	4.27	4.95	9	(8)	16	15.0	16.3	14.1	26.0	28.1	30.4	2.68	2.48	2.30	18	16	17
HANA	Buy	39.25	45.00	14.6	44.2	2,357	2,164	2,511	2.93	2.69	3.12	16	(8)	16	13.4	14.6	12.6	25.7	26.4	27.5	1.53	1.49	1.43	12	10	12
KCE	Buy	42.00	50.00	19.0	47.2	2,341	2,320	3,372	2.00	1.98	2.88	(20)	(1)	45	21.0	21.2	14.6	9.6	11.1	13.4	4.39	3.78	3.13	22	19	23
SVI	Buy	5.60	6.60	17.9	6.0	449	696	977	0.20	0.31	0.43	(22)	55	40	28.3	18.2	13.0	3.2	3.4	3.8	1.75	1.64	1.49	6	9	12
Energy & Utilities						273,861	288,324	306,468							25.9	17.7	14.9				2.01	1.88	1.78	14	14	14
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	54.00	65.00	20.4	57.7	143,010	149,171	158,400	5.01	5.22	5.55	37	4	6	10.8	10.3	9.7	28.7	31.7	34.8	1.88	1.70	1.55	12	11	11
PTTEP	Buy	156.50	170.00	8.6	147.5	38,384	39,678	43,733	9.67	9.99	11.02	115	3	10	16.2	15.7	14.2	94.8	100.1	106.1	1.65	1.56	1.48	10	10	11
Refineries																										
BCP	Buy	35.50	53.00	49.3	40.8	6,267	5,591	6,776	4.55	4.06	4.92	52	(11)	21	7.8	8.7	7.2	33.0	34.9	37.6	1.07	1.02	0.94	15	12	14
ESSO	Neutral	15.60	16.00	2.6	17.4	7,288	6,282	6,942	2.11	1.82	2.01	10	(14)	11	7.4	8.6	7.8	8.1	9.0	10.1	1.92	1.74	1.55	30	21	21
IRPC	Buy	6.90	9.20	33.3	7.5	10,978	14,812	16,719	0.54	0.72	0.82	(14)	35	13	12.8	9.5	8.4	4.3	4.7	5.1	1.61	1.47	1.35	13	16	17
SPRC	Buy	14.90	20.00	34.2	17.5	7,386	9,185	8,128	1.70	2.12	1.87	(9)	24	(12)	8.7	7.0	7.9	9.7	10.7	11.3	1.53	1.40	1.31	18	21	17
TOP	Buy	88.00	125.00	42.0	95.0	21,808	20,352	19,370	10.69	9.98	9.50	4	(7)	(5)	8.2	8.8	9.3	62.3	67.2	72.0	1.41	1.31	1.22	18	15	14
Utilities																										
BCPG	Neutral	21.20	19.00	(10.4)	19.4	1,408	1,754	2,188	0.71	0.88	1.10	0	25	25												

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
Finance & Securities						(15.2)	7,651	9,985	11,058						17.1	15.1	15.2				3.50	2.96	2.60	19	20	19
Credit card																										
AEONTS	Buy	210.00	223.00	6.2	203.9	2,966	3,792	4,503	11.87	15.17	18.01	23	28	19	17.7	13.8	11.7	62.9	74.3	87.7	3.34	2.83	2.39	20	22	22
KTC	Sell	36.00	25.00	(30.6)	32.4	3,304	5,045	5,571	1.28	1.96	2.16	32	53	10	28.1	18.4	16.7	4.9	6.3	7.7	7.38	5.71	4.69	29	35	31
Securities																										
ASP	Neutral	3.82	3.90	2.1	4.0	742	699	574	0.35	0.33	0.27	(2)	(6)	(18)	10.8	11.5	14.0	2.3	2.3	2.3	1.66	1.64	1.65	15	14	12
MBKET	Neutral	13.10	14.00	6.9	13.4	639	449	409	1.12	0.79	0.72	(34)	(30)	(9)	11.7	16.7	18.3	8.2	7.8	7.8	1.61	1.67	1.69	13	10	9
Food & Beverage						22.8	16,589	15,727	20,231						27.8	30.7	23.6				2.07	2.02	1.91	8	7	9
CPF	Buy	25.00	32.00	28.0	29.7	6,603	5,926	8,315	0.79	0.64	0.93	(59)	(18)	45	31.7	38.9	26.8	29.4	28.4	28.7	0.85	0.88	0.87	3	3	4
MINT	Buy	40.50	46.00	13.6	44.0	5,415	5,800	6,771	1.22	1.26	1.47	17	3	17	33.2	32.3	27.6	11.3	11.6	12.6	3.60	3.48	3.21	12	11	12
TU	Buy	17.70	23.00	29.9	19.8	4,571	4,001	5,145	0.96	0.84	1.08	(12)	(12)	29	18.5	21.1	16.4	10.1	10.3	10.7	1.75	1.72	1.65	10	8	10
Health Care Services						13.3	13,472	15,741	17,883						47.7	40.4	35.1				8.40	7.67	6.91	18	19	20
BDMS	Buy	25.50	30.00	17.6	28.4	8,021	9,769	11,298	0.52	0.63	0.73	(2)	22	16	49.2	40.4	35.0	4.1	4.4	4.7	6.26	5.85	5.44	13	14	15
BH	Neutral	184.50	185.00	0.3	197.6	3,941	4,144	4,420	5.41	5.69	6.07	9	5	7	34.1	32.4	30.4	22.5	24.9	28.0	8.20	7.40	6.59	25	24	23
BCH	Buy	20.30	23.00	13.3	19.6	917	1,106	1,318	0.37	0.44	0.53	22	21	19	55.2	45.8	38.4	2.1	2.3	2.6	9.75	8.81	7.90	16	18	19
CHG	Buy	2.82	3.20	13.5	2.8	592	722	846	0.05	0.07	0.08	5	22	17	52.4	43.0	36.7	0.3	0.3	0.4	9.40	8.60	7.72	18	20	21
Information & Communication Technology						13.8	40,843	43,041	54,309						38.1	34.9	38.8				4.50	4.39	4.02	21	20	21
Mobile																										
ADVANC	Buy	202.00	225.00	11.4	223.8	29,852	31,984	34,261	10.04	10.76	11.52	37	7	7	20.1	18.8	17.5	16.9	17.6	20.4	11.93	11.45	9.92	64	62	61
DTAC	Sell	46.50	34.00	(26.9)	53.2	1,983	1,325	1,059	0.84	0.56	0.45	1,027	(33)	(20)	55.5	83.1	104.0	11.5	11.5	11.5	4.06	4.06	4.06	7	5	4
TRUE	Buy	6.10	8.00	31.1	7.3	-3,496	-3,378	5,228	-0.14	-0.14	0.21	(64)	3	n.m.	n.m.	n.m.	28.7	5.4	4.3	4.6	1.12	1.41	1.34	(3)	(3)	5
Internet																										
THCOM	Neutral	9.85	9.50	(3.6)	11.1	172	449	350	0.16	0.41	0.32	(85)	161	(22)	62.7	24.0	30.9	13.9	14.3	14.5	0.71	0.69	0.68	1	3	2
Other																										
INTUCH	Buy	54.50	70.00	28.4	69.0	12,332	12,660	13,412	3.85	3.95	4.18	(1)	3	6	14.2	13.8	13.0	11.6	12.5	13.3	4.68	4.36	4.11	33	33	32
Insurance						35.3	3,960	4,686	5,641						13.3	12.5	12.2				1.86	1.86	1.70	13	8	15
BLA	Buy	32.50	46.00	41.5	41.7	3,635	4,825	4,867	2.13	2.83	2.85	(29)	33	1	15.3	11.5	11.4	22.7	24.4	26.6	1.43	1.33	1.22	10	12	11
THRE	Sell	1.12	1.10	(1.8)	1.5	-111	-504	346	-0.03	-0.12	0.08	n.m.	(354)	n.m.	n.m.	n.m.	13.6	1.2	0.9	1.0	0.97	1.20	1.10	(2)	(11)	8
THREL	Neutral	8.20	8.20	-	9.9	436	365	427	0.73	0.61	0.71	35	(16)	17	11.3	13.5	11.5	2.6	2.7	3.0	3.19	3.06	2.76	31	23	25
Media & Publishing						18.3	-396	780	2,043						880.7	37.6	40.7				5.54	5.03	4.57	(5)	(2)	2
TV broadcasting																										
BEC	Neutral	7.00	7.70	10.0	9.4	3	-93	141	0.00	-0.05	0.07	(100)	n.m.	n.m.	5043.2	n.m.	99.1	3.3	2.8	2.9	2.14	2.46	2.40	0	(2)	2
GRAMMY	Sell	8.00	6.50	(18.8)	8.1	-1,118	-539	-295	-1.36	-0.66	-0.36	(114)	52	45	n.m.	n.m.	n.m.	1.3	1.0	1.2	6.01	7.62	6.57	(87)	(55)	(32)
MCOT	Sell	9.35	6.00	(35.8)	6.9	-2,542	-2,529	-2,831	-3.70	-3.68	-4.12	(246)	1	(12)	n.m.	n.m.	n.m.	9.3	8.9	8.5	1.01	1.05	1.10	(39)	(40)	(47)
RS	Neutral	21.40	19.50	(8.9)	23.1	287	480	642	0.28	0.48	0.64	n.m.	67	34	75.2	45.0	33.6	1.8	2.0	2.2	11.94	10.79	9.55	16	25	30
WORK	Buy	41.75	55.00	31.7	40.3	904	567	758	2.05	1.29	1.72	355	(37)	34	20.3	32.5	24.3	10.2	11.6	13.4	4.10	3.60	3.12	24	12	14
Cinema																										
MAJOR	Buy	24.60	30.00	22.0	30.4	795	916	1,056	0.90	1.03	1.19	(8)	15	15	27.5	23.8	20.7	7.3	7.5	7.6	3.36	3.29	3.22	12	14	16
Other																										
PLANB	Buy	6.75	9.00	33.3	7.9	461	670	911	0.13	0.19	0.26	31	46	36	51.7	35.5	26.2	1.0	1.1	1.2	6.67	6.27	5.60	14	18	23
VGI	Buy	7.85	10.00	27.4	8.5	814	1,309	1,662	0.12	0.15	0.19	24	29	27	66.2	51.3	40.4	0.9	1.5	1.6	9.10	5.14	4.98	18	14	13
Petrochemicals & Chemicals						39.9	61,520	68,810	75,682						14.8	12.0	9.5				1.70	1.57	1.41	0	0	0
GGC	Neutral	11.60	11.00	(5.2)	12.7	601	852	1,286	0.59	0.83	1.26	(52)	42	51	19.8	13.9	9.2	10.8	9.2	10.5	1.07	1.25	1.10	6%	8%	13%
IVL	Buy	59.75	80.00	33.9	74.6	20,150	25,146	31,028	3.84	4.48	5.53	93	17	23	15.6	13.3	10.8	22.3	26.8	30.5	2.68	2.23	1.96	20%	19%	19%
PTTGC	Buy	81.75	120.00	46.8	102.9	40,768	42,812	43,368	9.04	9.50	9.62	54	5	1	9.0	8.6	8.5	61.0	66.0	70.9	1.34	1.24	1.15	15%	15%	14%
Property Development						32.6	36,337	40,113	44,148						12.5	11.3	9.9				1.62	1.52	1.42	13	14	14
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	23.00	33.00	43.5	25.6	1,549	1,619	2,069	1.45	1.52	1.94	10	4	28	15.8	15.2	11.9	11.8	12.8	14.1	1.95	1.80	1.63	11	10	12
AMATAV	Neutral	6.15	7.50	22.0	8.4	369	445	491	0.54	0.47	0.52	73	(13)	12	11.4	13.2	11.7	2.8	3.3	3.8	2.17	1.88	1.64	17	14	14
ROJNA	Buy	5.25	8.50	61.9	6.8	655	841	1,138	0.32	0.42	0.56	5	28	35	16.2	12.6	9.3	6.5	6.5	6.7	0.81	0.81	0.79	3	5	6
WHA	Buy	4.24	6.00	41.5	4.8	3,002	3,475	4,106	0.21	0.24	0.29	4	16	18	20.2	17.5	14.8	1.8	1.9	2.0	2.41	2.29	2.16	13	12	13
Residential																										
AP	Buy	9.05	11.50	27.1	10.4	3,089	3,587	3,628	0.98	1.14	1.15	18	16	1	9.2	7.9	7.8	6.9	7.7	8.4	1.32	1.18	1.07	15		



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
Tourism & Leisure																										
CENTEL	Neutral	42.00	46.00	9.5	48.1	2,020	2,155	2,264	1.50	1.60	1.68	7	7	5	28.1	26.3	25.0	8.9	9.9	10.9	4.70	4.25	3.85	17	17	16
ERW	Buy	8.05	11.00	36.6	9.3	506	645	724	0.20	0.26	0.29	46	28	12	39.4	30.9	27.5	2.2	2.3	2.5	3.69	3.43	3.17	10	12	12
Transportation & Logistics																										
Aviation																										
AAV	Buy	4.28	6.00	40.2	5.1	1,300	1,000	1,348	0.27	0.21	0.28	(32)	(23)	35	16.0	20.8	15.4	4.5	4.6	4.7	0.94	0.93	0.92	6	5	6
AOT	Sell	65.25	60.00	(8.0)	73.8	21,821	25,310	28,918	1.53	1.77	2.02	14	16	14	42.7	36.8	32.2	9.2	10.0	11.2	7.08	6.50	5.83	17	18	19
THAI	Sell	15.30	14.00	(8.5)	14.7	3,094	882	648	1.42	0.40	0.30	(9)	(72)	(27)	10.8	37.9	51.6	14.7	14.5	14.8	1.04	1.06	1.04	9	3	2
Mass Transit																										
BEM	Sell	8.65	7.40	(14.5)	8.9	3,123	3,656	4,774	0.20	0.24	0.31	20	17	31	42.3	36.2	27.7	2.0	2.1	2.3	4.24	4.04	3.78	10	11	14
BTS	Buy	9.35	11.00	17.6	10.9	1,782	2,606	3,763	0.15	0.22	0.32	39	46	44	62.1	42.4	29.4	3.8	3.7	3.8	2.45	2.53	2.44	4	6	8
SCBS Coverage																										
		1752.95		17.8		787,640	841,801	943,954	99.62	106.47	119.39	11	7	12	17.6	16.5	14.7				1.95	1.81	1.68	12	12	13

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Agribusiness				28.6		17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F			
GFPT	Buy	14.00	18.00	28.6	15.5	0.30	0.25	0.27	2.14	1.82	1.93	6.79	7.58	7.12	12	-12	4	2,840	2,498	2,031	1,254	17,553	0.10
Automotive				21.9		3.64	4.10	4.63	7.35	6.30	5.38	12	9	5	-6,072	-9,136	-13,459				50,205	0.28	
AH	Neutral	30.50	38.00	24.6	44.6	1.20	1.43	1.58	3.93	4.68	5.18	10.66	8.85	7.48	2	13	3	3,083	2,260	736	323	9,839	0.06
PCSGH	Neutral	7.40	8.20	10.8	9.0	0.28	0.34	0.39	3.78	4.65	5.29	8.61	8.10	7.09	21	13	8	(1,798)	(1,193)	(1,750)	1,525	11,285	0.06
SAT	Buy	21.90	28.00	27.9	26.6	0.90	0.88	1.02	4.11	4.04	4.66	5.25	4.28	3.74	6	-2	1	(1,132)	(2,804)	(3,556)	425	9,312	0.05
STANLY	Buy	258.00	320.00	24.0	309.8	7.00	7.80	8.80	2.71	3.02	3.41	4.86	3.97	3.21	20	12	9	(6,224)	(7,400)	(8,889)	77	19,769	0.11
Banking				19.5		3.68	3.93	4.27													2,321,293	13.08	
Large Banks																							
BBL	Buy	212.00	260.00	22.6	231.9	6.50	6.83	7.91	3.07	3.22	3.73							-	-	-	1,909	404,675	2.28
KBANK	Neutral	214.00	220.00	2.8	227.5	4.00	4.50	5.00	1.87	2.10	2.34							-	-	-	2,393	512,158	2.89
KTB	Buy	20.00	23.00	15.0	20.9	0.61	0.75	0.87	3.05	3.73	4.35							-	-	-	13,976	279,521	1.58
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	40.00	43.00	7.5	42.3	0.85	1.00	1.12	2.13	2.51	2.81							-	-	-	7,356	294,230	1.66
KKP	Buy	74.75	76.00	1.7	81.0	5.00	5.07	5.39	6.69	6.78	7.21							-	-	-	847	63,295	0.36
LHFG	Neutral	1.58	1.55	(1.9)	1.7	0.06	0.05	0.06	3.67	3.48	3.77										21,184	33,470	0.19
TCAP	Buy	53.75	60.00	11.6	56.4	2.20	2.30	2.40	4.09	4.28	4.47							-	-	-	1,165	62,625	0.35
TISCO	Buy	83.75	97.00	15.8	93.9	5.00	5.98	5.83	5.97	7.14	6.96							-	-	-	801	67,054	0.38
TMB	Buy	2.32	2.75	18.5	2.5	0.06	0.06	0.07	2.59	2.64	3.14							-	-	-	43,852	101,736	0.57
Commerce				22.2		1.66	1.78	1.97	20.88	18.77	16.94	12	9	10	317,941	294,284	274,652				1,394,061	7.86	
BJC	Buy	59.75	72.00	20.5	61.9	0.57	0.62	0.74	0.95	1.04	1.23	19.53	17.82	16.40	29	9	8	152,812	151,195	148,919	4,002	239,100	1.35
CPALL	Buy	69.25	90.00	30.0	85.5	1.10	1.20	1.39	1.59	1.73	2.01	18.48	17.10	15.26	12	5	10	136,656	116,116	102,076	8,983	622,080	3.51
GLOBAL	Buy	20.70	23.00	11.1	18.7	0.18	0.18	0.18	0.86	0.86	0.87	32.51	26.75	23.34	3	22	14	11,286	11,533	10,939	4,001	82,830	0.47
HMPRO	Buy	15.90	17.00	6.9	15.8	0.31	0.34	0.40	1.95	2.16	2.49	23.33	21.02	18.93	12	10	10	12,553	9,809	8,139	13,151	209,104	1.18
MAKRO	Neutral	34.00	40.00	17.6	38.0	0.96	0.96	0.96	2.82	2.82	2.82	16.13	15.97	15.02	14	2	6	4,675	6,615	6,566	4,800	163,200	0.92
ROBINS	Buy	70.00	90.00	28.6	73.0	1.23	1.43	1.67	1.76	2.05	2.38	15.33	13.96	12.67	4	8	9	-41	-984	-1,987	1,111	77,746	0.44
Construction Materials				26.2		3.99	3.86	4.02	11.69	10.66	9.84	-7	8	7	185,166	176,308	165,451				656,393	3.70	
Cement																							
SCC	Buy	450.00	580.00	28.9	518.9	19.00	19.00	19.00	4.22	4.22	4.22	6.86	6.73	6.21	-3	1	7	152,058	144,819	135,555	1,200	540,000	3.04
SCCC	Buy	250.00	285.00	14.0	270.9	10.00	10.00	10.00	4.00	4.00	4.00	12.36	12.21	11.33	11	6	7	30,134	29,127	28,164	298	74,500	0.42
Others																							
DCC	Neutral	2.60	2.80	7.7	3.2	0.13	0.11	0.13	4.92	4.40	4.86	10.67	10.27	9.60	-16	3	8	2,016	1,919	2,151	6,528	16,973	0.10
EPG	Buy	8.90	10.50	18.0	10.2	0.25	0.25	0.27	2.81	2.81	3.00	16.89	13.43	12.23	-19	23	6	957	443	-420	2,800	24,920	0.14
Electronic Components				11.3		3.09	3.27	3.43	11.01	9.84	7.82	-2	10	23	-26,992	-31,632	-33,389				180,542	1.02	
DELTA	Neutral	69.75	73.00	4.7	72.8	2.20	2.70	3.00	3.15	3.87	4.30	9.84	9.92	8.62	12	-5	15	-17,307	-20,166	-19,883	1,247	87,005	0.49
HANA	Buy	39.25	45.00	14.6	44.2	2.00	2.00	2.00	5.10	5.10	5.10	6.12	6.07	5.57	7	-3	13	-9,740	-10,605	-9,878	805	31,591	0.18
KCE	Buy	42.00	50.00	19.0	47.2	1.10	1.10	1.20	2.62	2.62	2.86	15.06	14.80	10.66	-15	1	32	2,370	1,851	-769	1,173	49,257	0.28
SVI	Buy	5.60	6.60	17.9	6.0	0.08	0.08	0.08	1.48	1.48	1.48	13.02	8.56	6.43	-11	46	31	-2,316	-2,713	-2,859	2,266	12,688	0.07
Energy & Utilities				18.0		4.15	4.37	4.60	16.28	14.38	12.80	2	11	4	369,757	182,768	-61,304				3,316,213	18.69	
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	54.00	65.00	20.4	57.7	2.00	2.40	2.50	3.70	4.44	4.63	4.67	3.78	3.22	12	15	6	133,640	15,693	-137,038	28,563	1,542,402	8.69
PTTEP	Buy	156.50	170.00	8.6	147.5	4.25	4.75	5.00	2.72	3.03	3.19	5.17	4.43	3.93	-1	19	8	-64,062	-53,372	-76,047	3,970	621,303	3.50
Refineries																							
BCP	Buy	35.50	53.00	49.3	40.8	2.15	2.20	2.30	6.06	6.20	6.48	6.25	6.41	5.44	16	3	9	30,578	34,763	28,542	1,377	48,881	0.28
ESSO	Neutral	15.60	16.00	2.6	17.4	1.00	0.90	1.00	6.41	5.77	6.41	6.52	6.96	5.89	6	-11	8	17,553	13,724	7,920	3,461	53,989	0.30
IRPC	Buy	6.90	9.20	33.3	7.5	0.29	0.36	0.41	4.20	5.22	5.94	9.02	5.92	5.31	6	36	1	56,625	35,352	18,241	20,434	140,997	0.79
SPRC	Buy	14.90	20.00	34.2	17.5	1.14	1.20	1.20	7.67	8.05	8.05	5.25	4.26	4.22	-8	13	-8	183	-5,075	-10,403	4,336	64,605	0.36
TOP	Buy	88.00	125.00	42.0	95.0	5.25	5.00	4.70	5.97	5.68	5.34	4.74	5.00	4.85	10	-8	-3	-1,474	-7,449	-17,959	2,040	179,522	1.01
Utilities																							
BCPG	Neutral	21.20	19.00	(10.4)	19.4	0.61	0.64	0.68	2.88	3.02	3.21	23.28	23.90	20.19	5	2	15	15,024	17,734	16,054	1,997	42,331	0.24
BPP	Buy	26.25	29.00	10.5	27.9	0.60	0.60	0.65	2.29	2.29	2.48	51.74	55.99	45.18	-20	-5	23	3,912	6,333	5,439	3,051	80,089	0.45
CKP	Neutral	5.35	4.00	(25.2)	4.5	0.02	0.03	0.03	0.42	0.56	0.56	20.05	16.53	16.43	0	21	2	23,612	23,286	23,988	7,370	39,430	0.22
EGCO	Buy	236.00	273.00	15.7	260.6	7.00	7.25	7.50	2.97	3.07	3.18	18.75	13.49	12.66	16	13	0	86,995	47,333	37,342	526	124,246	0.70
GLOW	Neutral	88.00	93.00	5.7	91.9	5.7.																	

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Finance & Securities			(15.2)						4.89	4.43	4.13										160,841	0.91	
Credit card																							
AEONTS	Buy	210.00	223.00	6.2	203.9	3.85	4.55	5.40	1.83	2.17	2.57										250	52,500	0.30
KTC	Sell	36.00	25.00	(30.6)	32.4	0.53	0.78	0.86	1.47	2.17	2.40										2,578	92,820	0.52
Securities																							
ASP	Neutral	3.82	3.90	2.1	4.0	0.30	0.28	0.23	7.85	7.38	6.07										2,106	8,044	0.05
MBKET	Neutral	13.10	14.00	6.9	13.4	1.10	0.79	0.72	8.40	6.00	5.47										571	7,478	0.04
Food & Beverage			22.8						2.57	2.47	2.54	16.84	16.84	15.05	-13	1	12	371,243	362,768	366,916	486,808	2.74	
CPF	Buy	25.00	32.00	28.0	29.7	0.75	0.75	0.75	3.00	3.00	3.00	15.19	15.22	13.77	-32	3	10	261,872	257,081	262,072	8,611	215,281	1.21
MINT	Buy	40.50	46.00	13.6	44.0	0.40	0.44	0.51	0.99	1.09	1.27	19.88	19.36	17.63	5	5	9	43,113	40,574	38,012	4,619	187,066	1.05
TU	Buy	17.70	23.00	29.9	19.8	0.66	0.59	0.59	3.73	3.32	3.35	15.44	15.95	13.76	-13	-4	17	66,257	65,112	66,831	4,772	84,461	0.48
Health Care Services			13.3						1.28	1.35	1.54	27.31	23.60	20.62	8	14	14	41,061	32,131	26,954	615,571	3.47	
BDMS	Buy	25.50	30.00	17.6	28.4	0.36	0.35	0.40	1.41	1.36	1.57	27.57	24.31	21.25	5	13	13	33,567	31,220	27,730	15,666	399,474	2.25
BH	Neutral	184.50	185.00	0.3	197.6	2.70	2.84	3.03	1.46	1.54	1.64	22.26	20.27	18.79	8	5	7	2,118	(4,158)	(5,578)	729	134,455	0.76
BCH	Buy	20.30	23.00	13.3	19.6	0.20	0.22	0.26	0.99	1.09	1.30	26.97	23.71	20.26	14	13	17	5,009	4,690	4,519	2,494	50,623	0.29
CHG	Buy	2.82	3.20	13.5	2.8	0.04	0.04	0.05	1.28	1.40	1.64	32.43	26.11	22.20	7	24	17	367	379	283	11,000	31,020	0.17
Information & Communication Technology			13.8						2.42	2.75	2.87	8.72	8.53	8.76	7	5	4	300,864	351,832	405,943	1,099,761	6.20	
Mobile																							
ADVANC	Buy	202.00	225.00	11.4	223.8	7.08	7.53	8.07	3.51	3.73	3.99	9.79	9.27	8.95	16	6	5	89,714	92,742	103,139	2,973	600,565	3.38
DTAC	Sell	46.50	34.00	(26.9)	53.2	0.24	1.29	0.45	0.52	2.77	0.96	6.58	6.44	5.68	9	3	10	90,108	91,326	85,280	2,368	110,103	0.62
TRUE	Buy	6.10	8.00	31.1	7.3	0.03	0.00	0.11	0.51	0.00	1.74	7.10	8.91	9.75	46	-5	4	109,792	160,463	203,452	33,368	203,546	1.15
Internet																							
THCOM	Neutral	9.85	9.50	(3.6)	11.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.25	3.83	6.18	-35	15	-7	5,486	2,852	9,724	1,096	10,797	0.06
Other																							
INTUCH	Buy	54.50	70.00	28.4	69.0	4.13	3.95	4.18	7.58	7.24	7.67	14.87	14.19	13.26	-3	4	7	5,764	4,449	4,349	3,206	174,750	0.98
Insurance			35.3						5.56	2.46	5.73										65,137	0.37	
BLA	Buy	32.50	46.00	41.5	41.7	0.54	0.71	0.71	1.66	2.17	2.19										1,708	55,496	0.31
THRE	Sell	1.12	1.10	(1.8)	1.5	0.10	0.00	0.10	8.93	0.00	8.93										4,215	4,721	0.03
THREL	Neutral	8.20	8.20	-	9.9	0.50	0.43	0.50	6.10	5.19	6.08										600	4,920	0.03
Media & Publishing			18.3						1.42	1.32	2.98	14.34	12.77	11.20	25	15	16	14,777	8,414	7,168	180,040	1.01	
TV broadcasting																							
BEC	Neutral	7.00	7.70	10.0	9.4	0.10	0.00	0.06	1.43	0.00	0.91	3.98	2.36	1.77	-25	7	15	2,055	-3,782	-5,230	2,000	14,000	0.08
GRAMMY	Sell	8.00	6.50	(18.8)	8.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	24.88	15.39	14.26	-25	56	21	5,909	5,453	6,853	820	6,560	0.04
MCOT	Sell	9.35	6.00	(35.8)	6.9	0.00	0.00	1.00	0.00	0.00	10.70	-6.15	-4.26	-3.63	n.m.	n.m.	n.m.	5,346	5,309	5,022	687	6,424	0.04
RS	Neutral	21.40	19.50	(8.9)	23.1	0.00	0.29	0.38	0.00	1.33	1.78	13.75	14.58	13.05	77	-6	12	-476	-475	-476	1,010	21,617	0.12
WORK	Buy	41.75	55.00	31.7	40.3	1.39	0.65	0.87	3.33	1.56	2.08	9.64	13.26	11.25	108	-23	18	-1,254	-524	-524	442	18,435	0.10
Cinema																							
MAJOR	Buy	24.60	30.00	22.0	30.4	1.25	1.02	1.06	5.08	4.16	4.32	12.18	11.18	10.17	-1	8	9	3,702	3,370	3,160	895	22,009	0.12
Other																							
PLANB	Buy	6.75	9.00	33.3	7.9	0.05	0.09	0.13	0.74	1.41	1.91	24.90	17.59	13.56	21	39	26	-525	-952	-1,590	3,530	23,825	0.13
VGI	Buy	7.85	10.00	27.4	8.5	0.06	0.16	0.17	0.76	2.06	2.10	31.52	32.04	29.20	19	23	10	20	15	-48	8,557	67,170	0.38
Petrochemicals & Chemicals			39.9						3.30	2.86	4.52	8.81	7.61	5.73	12	14	21	127,726	60,264	5,752	715,942	4.03	
GGC	Neutral	11.60	11.00	(5.2)	12.7	0.35	0.00	0.50	3.02	0.00	4.33	8.68	9.06	5.31	-20	6	47	-1,737	-612	-2,158	1,024	11,875	0.07
IVL	Buy	59.75	80.00	33.9	74.6	1.00	1.70	2.00	1.67	2.85	3.35	11.48	7.92	6.42	29	33	15	88,491	32,311	6,450	5,615	335,469	1.89
PTTGC	Buy	81.75	120.00	46.8	102.9	4.25	4.70	4.80	5.20	5.75	5.87	6.28	5.85	5.46	27	4	0	40,972	28,565	1,460	4,509	368,598	2.08
Property Development			32.6						4.20	5.26	5.72	12.23	12.73	11.60	1	8	10	223,336	258,312	262,173	441,457	2.49	
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	23.00	33.00	43.5	25.6	0.53	0.62	0.78	2.32	2.68	3.40	15.29	26.65	21.53	-5	-7	24	6,462	25,944	26,032	1,067	24,541	0.14
AMATAV	Neutral	6.15	7.50	22.0	8.4	0.03	0.04	0.04	0.49	0.65	0.68	9.78	9.91	9.55	47	0	7	1,729	1,803	2,051	935	5,750	0.03
ROJNA	Buy	5.25	8.50	61.9	6.8	0.30	0.40	0.39	5.71	7.53	7.51	10.96	10.11	8.24	0	-4	5	23,040	19,284	15,029	2,020	10,607	0.06
WHA	Buy	4.24	6.00	41.5	4.8	0.14	0.15	0.18	3.30	3.51	4.15	15.84	17.87	15.49	-17	3	15	31,910	47,332	46,656	14,334	60,777	0.34
Residential																							
AP	Buy	9.05	11.50	27.1	10.4	0.35	0.40	0.40	3.87	4.39	4.44	11.40	10.58	10.80	16	13	2	17,348	19,512	21,538	3,146	28,470	0.16
LH	Buy	11.40	15.50	36.0	13.1	0.75	0.75	0.76	6.58	6.61	6.71	13.40	13.60	14.90	25	-1	-7	43,692	44,048	47,075	11,950	136,227	0.77
LPN	Buy	10.40	16.50	58.7	11.3	0.50	0.79	0.93	4.81	7.58	8.90	14.72	9.36	8.29	-49	52	17	5,648	4,976	5,745	1,476	15,347	0.09
PSH	Buy	21.30	24.50	15.0	23.4	1.29	1.40	1.59	6.06	6.57	7.48	8.89	8.41	7.62	-6	10	15	22,952	25,776	28,569	2,189	46,615	0.26
QH	Buy	3.48	4.20	20.7	3.8	0.20	0.23	0.25	5.75	6.56	7.18	13.28	11.27	10.21	1	19	13	20,212	20,876	22,094	10,714	37,286	0.21
SIRI	Buy	1.65	2.20	33.3	1.8	0.12	0.12	0.12	7.27	7.33	7.27	12.74	13.53	13.58	-15	-3	0	30,886	32,335	32,291	14,863	24,524	0.14
SPALI	Buy	24.50	30.00	22.4	27.4	0.00	1.09	1.28	0.00	4.45	5.20	8.31	8.77	7.35	10	6	17	19,457	16,426	15,092	2,094	51,312	0.29



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET		
Tourism & Leisure				16.6		17A	18F	19F	1.27	1.33	1.43	14.29	13.33	13.00	17A	18F	19F	8	10	5	14,094	15,638	18,401	76,878	0.43
CENTEL	Neutral	42.00	46.00	9.5	48.1	0.60	0.64	0.67	1.43	1.52	1.60	13.44	12.52	12.57	-1	7	3	6,105	6,113	8,033	1,350	56,700	0.32		
ERW	Buy	8.05	11.00	36.6	9.3	0.09	0.09	0.10	1.12	1.13	1.27	15.14	14.13	13.44	16	13	8	7,990	9,526	10,368	2,507	20,178	0.11		
Transportation & Logistics				(5.6)					2.01	1.97	2.06	19.61	17.38	16.81	5	6	13	192,734	188,244	218,854		1,229,264	6.93		
Aviation																									
AAV	Buy	4.28	6.00	40.2	5.1	0.15	0.20	0.15	3.50	4.67	3.50	7.55	8.03	6.63	-11	-3	22	12,634	13,685	13,932	4,850	20,758	0.12		
AOT	Sell	65.25	60.00	(8.0)	73.8	0.86	0.89	1.01	1.32	1.36	1.55	25.99	23.63	21.18	8	11	11	-44,161	-35,381	-36,933	14,286	932,142	5.25		
THAI	Sell	15.30	14.00	(8.5)	14.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.33	8.34	7.62	-6	-15	3	143,977	138,919	128,272	2,183	33,396	0.19		
Mass Transit																									
BEM	Sell	8.65	7.40	(14.5)	8.9	0.13	0.17	0.22	1.50	1.94	2.53	21.10	18.43	15.67	5	9	9	57,333	47,683	35,046	15,285	132,215	0.75		
BTS	Buy	9.35	11.00	17.6	10.9	0.35	0.18	0.25	3.74	1.89	2.72	36.06	28.45	32.95	29	27	22	22,950	23,338	78,536	11,845	110,753	0.62		
SCBS Coverage			1752.95	17.8					2.95	3.21	3.48	11.40	10.35	9.53	7	9	7	2,128,475	1,892,694	1,646,143		13,007,961	73.31		

Disclaimer:

The information in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, its accuracy or completeness is not guaranteed. Any opinions expressed herein reflect our judgment at this date and are subject to change without notice. This report is for information only. It is not to be construed as an offer, or solicitation of an offer to sell or buy any securities. We accept no liability for any loss arising from the use of this document. We or our associates may have an interest in the companies mentioned therein.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") is a wholly-owned subsidiary of The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). Any information related to SCB is for sector comparison purposes.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") acts as market maker and issuer of Derivative Warrants on the ordinary shares AAV, ADVANC, AMATA, ANAN, AP, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BJC, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, EA, EGCO, ESSO, GGC, GLOBAL, HANA, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKB, KTB, KTC, LH, MC, MEGA, MINT, MONO, ORI, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTGCG, SCC, SIRI, SPALI, SPRC, STA, SUPER, TASCO, THAI, TKN, TMB, TOP, TPIPP, TRUE, TTA, TU, UNIQ, UV, VGI, WHA.

Before making an investment decision over a derivative warrant, an investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrants. Any opinion, news, research, analyse, price, statement, forecast, projection and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general purpose information only, and shall not be construed as a recommendation to any person of an offer to buy or sell, or the solicitation of an offer to buy or sell, any securities. SCBS and/or its directors, officers, employees, and agents shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of, or reliance on, the Information, including without limitation, damages for loss of profits. The investor should use the Information in association with other information and opinion, including his/her own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

SCBS reserves the right to modify the Information from time to time at its sole discretion without giving any notice. This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

This document is prepared by SCB Securities Company Limited ("SCBS") which is wholly-owned by The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). SCB has acted as financial advisor of Siam Makro Public Company Limited. SCBS has acted as Joint-Lead Underwriter of Siam Makro Public Company Limited. Any opinions, news, research, analyses, prices, statements, forecasts, projections and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general information purposes only, and shall not be construed as individualized recommendation of an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. SCBS and/or its directors, officers and employees shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of or reliance on the Information, including without limitation to, damages for loss of profits. The investors shall use the Information in association with other information and opinion, including their own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

This document is prepared by SCB Securities Company Limited ("SCBS") which is wholly-owned by The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). SCB has acted as financial advisor of Global Power Synergy Public Company Limited. Any opinions, news, research, analyses, prices, statements, forecasts, projections and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general information purposes only, and shall not be construed as individualized recommendation of an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. SCBS and/or its directors, officers and employees shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of or reliance on the Information, including without limitation to, damages for loss of profits. The investors shall use the Information in association with other information and opinion, including their own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

Futures and Options trading carry a high level of risk with the potential for substantial losses, and are not suitable for all persons. Before deciding to trade Futures and Options, you should carefully consider your financial position, investment objectives, level of experience, and risk appetite if Futures and Options trading are appropriate. The possibility exists that you could sustain a loss of some or all of your initial investment. You should be aware of all the risks associated with Futures and Options trading, and you are advised to rely on your own judgment while making investment decision and/or should seek advice from professional investment advisor if you have any doubts.

This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

Copyright©2012 SCB Securities Company Limited. All rights reserved.

CG Rating 2017 Companies with CG Rating



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



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



AEC, AEONTS, AF, AJ, AKR, ALLA, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APURE, AQUA, ARROW, AS, ASEFA, ASIAN, ASN, ATP30, AU, BA, BCH, BEAUTY, BH, BIG, BIZ, BLAND, BPP, BR, BROCK, B, BTNC, CBG, CCET, CCP, CGD, CITY, CMR, COLOR, COMAN, CPL, CSR, CTW, CWT, DCON, DIGI, DNA, EFORL, EKH, EPCO, ESSO, ETE, FE, 7UP, FOCUS, FSS, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GSTEL, GTB, GYT, HPT, HTC, HTECH, IFS, IHL, INSURE, IRCP, J, JMART, JMT, JUBILE, KASET, KBS, KCAR, KIAT, KWC, KYE, LDC, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MDX, METCO, MGT, MILL, MJD, MK, MODERN, MPG, NC, NCL, NDR, NEP, NETBAY, NPK, NPP, NUSA, OCEAN, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PRECHA, PRIN, PSTC, QLT, RCI, RCL, RIJ, ROJNA, RPC, S11, SANKO, SAPPE, SCP, SE, SGP, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPGC, SPG, SPVI, SQ, SRICHA, SSC, STANLY, SUPER, SVOA, T, TACC, TCCC, TCMC, JCK, TIC, TLUXE, TM, TMD, TNP, TNR, TOPP, TPA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPOLY, TPP, TRITN, TTI, TVT, TYCN, UOBKH, UPA, UREKA, UT, VIBHA, VPO, META, WIJK, WIN

Corporate Governance Report

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

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

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชั่น เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข่าวสารดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

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

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, ABICO, AIE, AJ, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, APCO, APCS, ARROW, ASIAN, B, BGRIM, BJC, BJCHI, BLAND, BLISS, BM, BPP, BR, BSBM, BUI, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHO, CI, COL, COM7, CPR, DDD, EFORL, EKH, ESTAR, FLOYD, FN, FPI, FTE, GJS, GPI, GSTEL, GYT, HARN, ICHI, ILINK, ITCL, JAS, JTS, KWC, KWG, LDC, LEE, LIT, LRH, MATCH, MATI, MBAX, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NNCL, NWR, PAP, PK, PL, PLANB, POST, PRM, PRO, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAPPE, SCI, SELIC, SHANG, SST, STA, STANLY, SUPER, SWC, SYMC, SYNEX, THE, THIP, TKN, TMC, TNP, TNR, TOPP, TRITN, TTI, TVO, TWPC, UEC, UKEM, UPA, UWC, VIH, XO, YUASA

N/A

2S, 7UP, AAV, ABM, ACAP, ACC, ADAM, ADB, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AI, AIRA, AIT, AJA, AKR, ALLA, ALT, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APEX, APURE, AQ, AQUA, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, BA, BAT-3K, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BOL, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHOTTI, CHOW, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCONP, DELTA, DIGI, DNA, DOD, DTGI, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, ETE, EVER, F&D, FANCY, FC, FMT, FOCUS, FORTH, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GRAMMY, GRAND, GREEN, GTB, GULF, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IEC, IHL, IJ, INGRS, INOX, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCAR, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTJ, LVT, MACO, MAJOR, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, META, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MPG, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFI, NOBLE, NOK, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, ORI, OT, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PIJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RIJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOIL, SF, SFP, SGF, SIAM, SIMAT, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SPA, SPALI, SPGC, SPG, SPORT, SPPT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STEC, STAI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, T, TACC, TAKUNI, TAPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUJ, TIC, TITL, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UV, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VNG, VPO, WAVE, WG, WHAUP, WIJK, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YNP, ZIGA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 21, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขารัษฎาธิปไตย

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

กรุงเทพฯ – สาขาสันทร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเฉลิมกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า

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

เชียงใหม่ – สาขาอินครพิงค์ 1

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

เชียงใหม่ – สาขาอินครพิงค์ 2

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

หาดใหญ่ – สาขากบวราภรณ์ยินดี (หาดใหญ่)

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