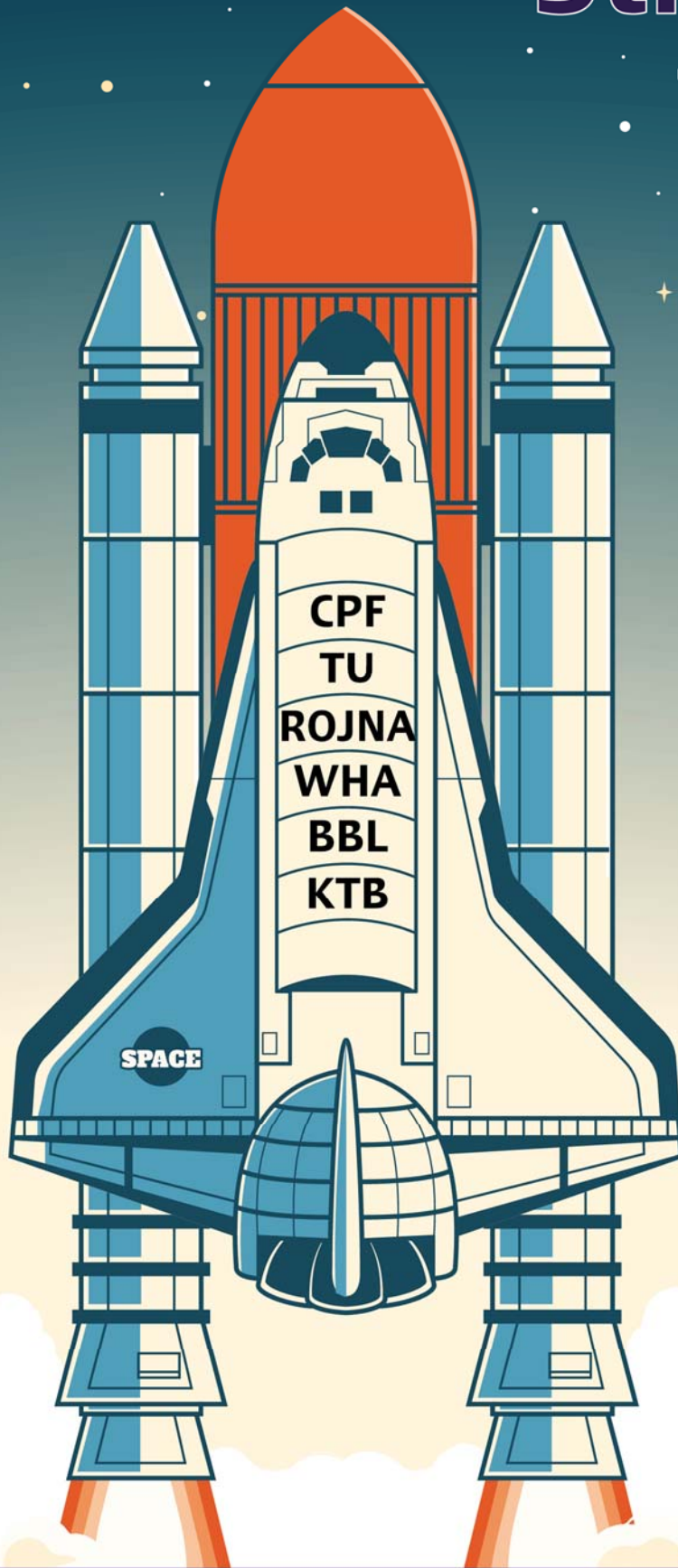


# Market Strategy 1Q 2019



## ทะยาน

เศรษฐกิจโลกจะพลิกกลับมาหนุนหุ้นตลาดเกิดใหม่  
หุ้นไทยทะยานตั้งแต่ไตรมาส 1 โดยมีเป้าหมายปี 62 ที่ 2000 จุด  
3 วัฏจักรหุ้นหุ้น top picks: การลงทุน ดอกเบี้ย ราคาหมู/ทูน่า

## Research Group

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

### เลขานุการ

กัญยารัตน์ ภาวียะ  
kanyarat.kawiya@scb.co.th, (662) 949-1011

### วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

**การแพทย์ ก่อ่งเกี่ยว ขนส่ง ยานยนต์**  
ระวีบุษ ปิยภักดิ์วงไกร  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

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

**วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม อาหาร**  
ศิริมา ดิลลาร, CFA  
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

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

**อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม**  
สิริกรม กฤษณิพัทธ์  
sirikam.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

## SCBS Market Strategy Report

2561



2560



2559



2558



### กลยุทธ์การลงทุน

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

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

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

**วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์**  
บิณฑกษิต กองจักษ์  
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

**ผู้ช่วยนักวิเคราะห์**  
จรัสศักดิ์ วรกิจบำรุง  
jarasak.worajitbumrung@scb.co.th, (662) 949-1018

### Research Support

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

**ฐานข้อมูล**  
สุภัตตรา ใจเรือ  
supattra.jaorew@scb.co.th, (662) 949-1023

**แปลและเรียบเรียง**  
ปอญกานิต ไพฑูริช  
pongkanit.paucharoen@scb.co.th, (662) 949-1027

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

ดูข้อมูลลงวันสิทธิ์และปฏิเสศความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้  
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

**สารบัญ**

กฤษฎา..... 1

**Top Picks**

บมจ. เจริญโภคภัณฑอาหาร (CPF)..... 23  
 บมจ. ไทยยูเนียน กรุ๊ป (TU)..... 27  
 บมจ. สอนอุตสาหกรรมโรจน: (ROJNA)..... 31  
 บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA)..... 35  
 บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL)..... 39  
 บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB) ..... 43

**กลุ่มอุตสาหกรรม**

ยานยนต์ ..... 47  
 การบิน ..... 49  
 ธนาคาร ..... 51  
 พาณิชย ..... 53  
 วัสดุก่อสร้าง ..... 55  
 พลังงาน ..... 57  
 เงินทุน ..... 59  
 อาหาร..... 61  
 การแพทย์ ..... 63  
 บัณฑอุตสาหกรรม ..... 65  
 ประกัน ..... 67  
 สื่อ ..... 69  
 ปิโตรเคมี ..... 71  
 พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ..... 73  
 หลักทรัพย ..... 75  
 สื่อสาร ..... 77  
 ก่อตั้ง..... 79  
 ขนส่ง ..... 81  
 SCBS Stock Universe ..... 83

This page is left blank intentionally

# SCBS strategy

SET index	Close: 29/11/2018	1,636.49	-4.14 / -0.25%	Bt36,622mn
SET50 index	Close: 29/11/2018	1,087.85	-2.72 / -0.25%	Bt24,081mn

## ทะยาน

เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะชะลอตัวลงจากฐานสูงในปี 2561 เมื่อแรงส่งจากมาตรการลดภาษีชะลอลง แต่จะยังคงแข็งแกร่งพอผลักดันบรรยากาศ risk-on ให้เกิดการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง เราคาด SET index จะทะยานตั้งแต่ 1Q62 และเราคงเป้าปี 2562 ไว้ที่ 2,000 จุด จาก: 1) GDP แข็งแกร่ง (+4.2%); 2) บริษัทมีกำไรปกติเติบโตดี (+11%) และ 3) valuation ตัดขึ้นจากระดับตอนนี้ที่ถูกมาก (fwd PER: 13.9 เท่า หรือ -1SD) ล่าสุดเริ่มมีข้อมูลเศรษฐกิจหลายตัวที่ดี เป็นไปตามธีมการลงทุนของเราได้แก่: วัฏจักรการลงทุน (ส่งผลดีต่อกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม) วัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ย (ส่งผลดีต่อกลุ่มธนาคาร) และวัฏจักรราคาหมูและปลาที่ส่งผลดีต่อกลุ่มอาหาร (ธุรกิจหมูและธุรกิจทูน่า)

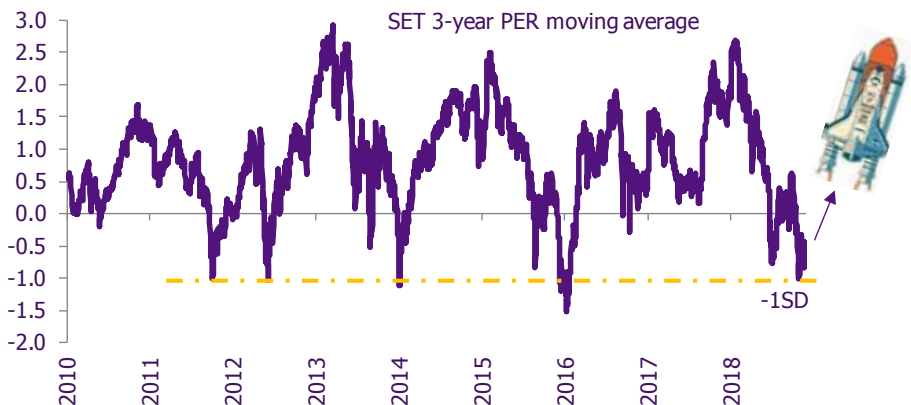
กระแสการลงทุนเปลี่ยนทิศ แนวโน้มที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวลงสู่ระดับปกติ จะทำให้นักลงทุนเปลี่ยนมาสนใจตลาดเกิดใหม่แทน โดยการเติบโตที่ชะลอตัวลง ไม่น่ากลัว แต่มีผลดี คือ ลดความเสี่ยงฟองสบู่หรือภาวะร้อนแรงเกินไป การชะลอการขึ้นดอกเบี้ยของเฟด ดอลลาร์ที่ใกล้หยุดแข็งค่า ส่งผลดีต่อสภาพคล่องตลาดเกิดใหม่ ช่องว่างด้านการเติบโตและความน่าดึงดูดที่แคบลงระหว่างสหรัฐฯ กับตลาดเกิดใหม่จะส่งผลทำให้กระแสเงินทุนเปลี่ยนทิศมาทางภูมิภาคนี้ด้วย

ทะยานตั้งแต่ไตรมาสแรก เราคาดว่า SET จะปรับตัวขึ้นใน 1Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) GDP ที่ขยายตัว (+4.2%); 2) กำไรปกติที่เพิ่มขึ้นของบริษัทจดทะเบียน (+11%) และ 3) valuation ที่น่าสนใจ (fwd PER: 13.9 เท่า หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ย 3 ปี) เราจึงคงเป้า SET index ปี 2562 ไว้ที่ 2,000 จุด ถึง fwd PE ที่ 15.5 เท่า (+1SD ของค่าเฉลี่ย 3 ปี)

ผู้ชนะสำหรับธีมการลงทุนใน 1Q62 จะมาจากสองแนวโน้มหลัก ได้แก่ 1) แนวโน้มที่ดำเนินต่อเนื่องมาจากช่วงก่อนหน้า ได้แก่ วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ (กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม) และวัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ย (กลุ่มธนาคาร) ซึ่งได้รับการยืนยันจาก FDI ที่แข็งแกร่ง อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น และสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยของ กนง. และ 2) แนวโน้มที่กำลังมาใหม่ คือ วัฏจักรราคาปลาและหมูที่ส่งผลดีขึ้นเรื่อยๆ ต่อผู้ประกอบการกลุ่มอาหาร ดังนั้นเราจึงเลือก top picks ใน 1Q62 ดังนี้:

- **CPF:** กำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ 4Q61 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูที่สูงขึ้นในเวียดนามและไทย หุ้น CPF ซื้อขายในระดับต่ำที่มูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL
- **TU:** กำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 และปี 2562 จากต้นทุนทุนาระดับต่ำ การปรับราคาผลิตภัณฑ์ และเงินบาทอ่อนค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น
- **ROJNA:** บริษัทเร่งซื้อที่ดิน (โดยเฉพาะที่ดินในพื้นที่ EEC) เพื่อสร้างรากฐานสำหรับรองรับการเติบโตของธุรกิจในอนาคต valuation (PBV) น่าสนใจ และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง
- **WHA:** แนวโน้มเป็นบวก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากพอร์ตคลังสินค้าและโรงงานสำเร็จรูปขนาดใหญ่ ยอดขายรอรับรัฐรายได้สูง กำไรใน 3 ปีข้างหน้าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ CAGR 16%
- **BBL:** สินเชื่อจะขยายตัวมากขึ้นและผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อจะดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐจักรการลงทุน มีโอกาสดีที่ ROE จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับก่อนวัฏจักร NPL
- **KTB:** การปรับพอร์ตสินเชื่อจะเปิดโอกาสให้ตั้งสำรองลดลง ได้ประโยชน์จากรัฐจักรการลงทุนที่เร่งตัวขึ้นและกำไรพิเศษจาก AQ

## เตรียมตัวทะยาน



Source: SCBS Investment Research



## Top picks ไตรมาส 1/62

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
CPF	Buy	25.00	32.0	31.0
TU	Buy	17.80	23.0	32.5
ROJNA	Buy	5.25	8.5	73.2
WHA	Buy	4.12	6.0	49.2
BBL	Buy	206.00	260.0	29.5
KTB	Buy	20.20	24.0	23.0

	PE (x)		EPS growth (%)	
	18F	19F	18F	19F
CPF	35.3	25.2	(10)	40
TU	21.3	16.8	(13)	27
ROJNA	29.3	15.4	31	91
WHA	17.0	14.4	16	18
BBL	10.5	9.1	13	16
KTB	9.2	8.1	38	14
<b>Average</b>	<b>20.4</b>	<b>14.8</b>	<b>12</b>	<b>34</b>

	PBV (x)		ROE (%)	
	18F	19F	18F	19F
CPF	0.9	0.9	3	4
TU	1.7	1.7	8	10
ROJNA	0.8	0.9	2	4
WHA	2.2	2.1	12	13
BBL	0.9	0.9	9	10
KTB	0.9	0.9	10	11
<b>Average</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>7</b>	<b>9</b>

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	18F	19F	18F	19F
CPF	3.0	3.0	13.8	12.7
TU	3.3	3.3	16.4	14.2
ROJNA	11.3	6.5	10.7	8.6
WHA	3.6	4.3	17.6	15.2
BBL	3.3	3.8	-	-
KTB	4.2	4.7	-	-
<b>Average</b>	<b>4.8</b>	<b>4.3</b>	<b>9.7</b>	<b>8.5</b>

## นักวิเคราะห์

**พรเทพ ฟูพันธ์**  
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์

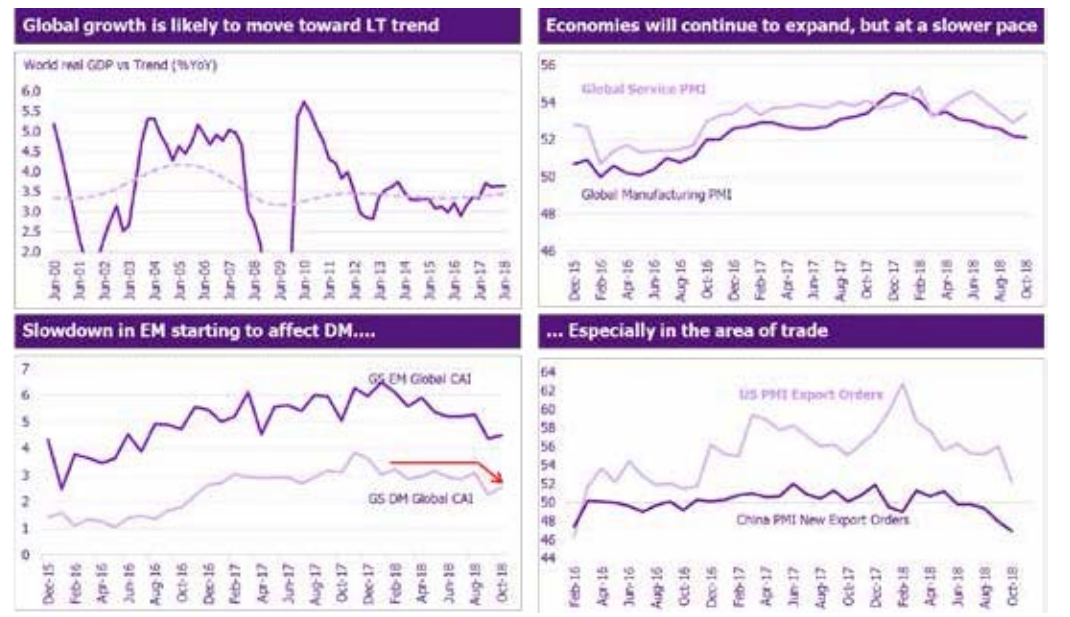
**วโรฤทธิ์ จิระชน**  
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์

**จรัสศักดิ์ วรกิจบำรุง**  
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

### ภาพรวมเศรษฐกิจโลก

**เติบโตในอัตราชะลอตัวลง** เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงสู่ระดับที่เป็นค่าเฉลี่ยระยะยาว เรายังคงมุมมองที่ว่าเศรษฐกิจที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงไม่ได้หมายความว่าจะมีวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้น ในขณะที่คำสั่งซื้อสินค้าส่งออก (องค์ประกอบอย่างหนึ่งในดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ หรือ PMI ซึ่งเป็นเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ) แสดงให้เห็นถึงการชะลอตัวลงอย่างมากในจีนและสหรัฐฯ แต่ดัชนี PMI ภาคการผลิตและภาคบริการทั้งหมดทั่วโลกยังอยู่สูงกว่าระดับ 52 จุด ซึ่งชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง แม้จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง

**Figure 1: เศรษฐกิจโลกเติบโตในอัตราชะลอตัวลง**



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

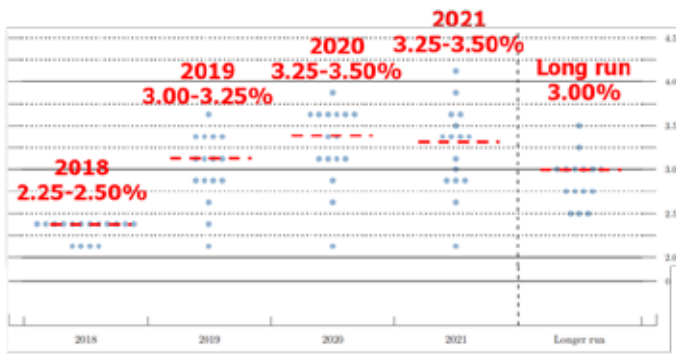
**สถานการณ์ของตลาดเกิดใหม่จะปรับตัวดีขึ้น** เมื่ออิงกับรายงาน World Economic Outlook (WEO) ของ IMF (อัปเดตในเดือนค.ค. 2561) IMF คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะขยายตัวค่อนข้างดีที่ประมาณ 3.6-3.7% ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ จะชะลอตัวลง และมาบรรจบกับตลาดที่พัฒนาแล้วอื่นๆ (ญี่ปุ่น และ EU) ซึ่งอัตราการขยายตัวของ GDP ทำจุดสูงสุดไปแล้วในปี 2560 เศรษฐกิจของสหรัฐฯ ยืดระยะเวลาทำจุดสูงสุดออกมาเป็นปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นจากนโยบายการคลัง (ลดภาษีนิติบุคคล) เนื่องจากแรงกระตุ้นจากมาตรการลดภาษีเริ่มแผ่วลง ดังนั้นช่องว่างระหว่างอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ กับอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศอื่นๆ ที่เหลือ จะกว้างขึ้น และจะส่งผลทำให้สถานการณ์ของตลาดเกิดใหม่ (EM) ดุดันขึ้น: 1) วัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดสิ้นสุดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้ 2) ความเสี่ยงของวิกฤตค่าเงินในตลาดเกิดใหม่ลดน้อยลง

**Figure 2: ทำจุดสูงสุดไปแล้ว**



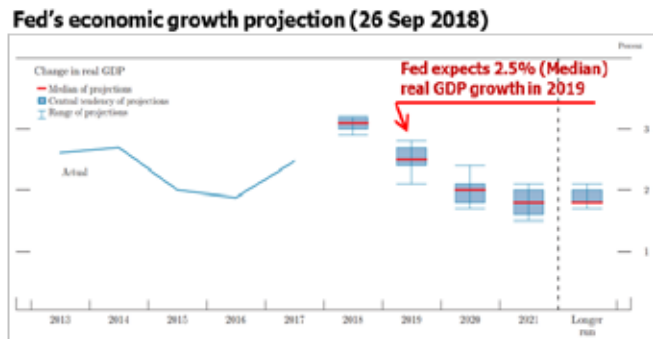
Source: IMF WEO, SCBS Investment Research

**Figure 3: Fed Dot-Plot คาดขึ้นอัตราดอกเบี้ย 3 ครั้งในปี 2562**



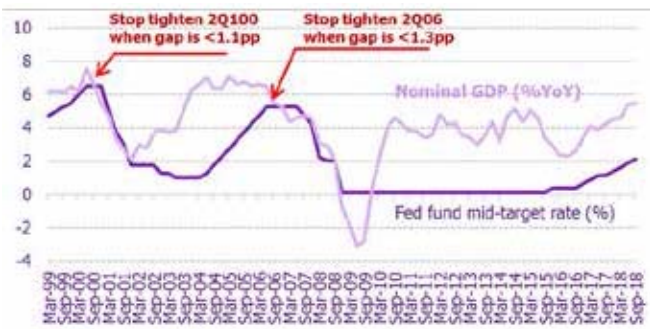
Source: Federal Reserves, SCBS Investment Research

**Figure 4: ... คาด GDP เติบโต 2.5% ในปีหน้า**



Source: Federal Reserves, SCBS Investment Research

**Figure 5: เฟดปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินซ้ำเกินไปในรอบที่ผ่านมา**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

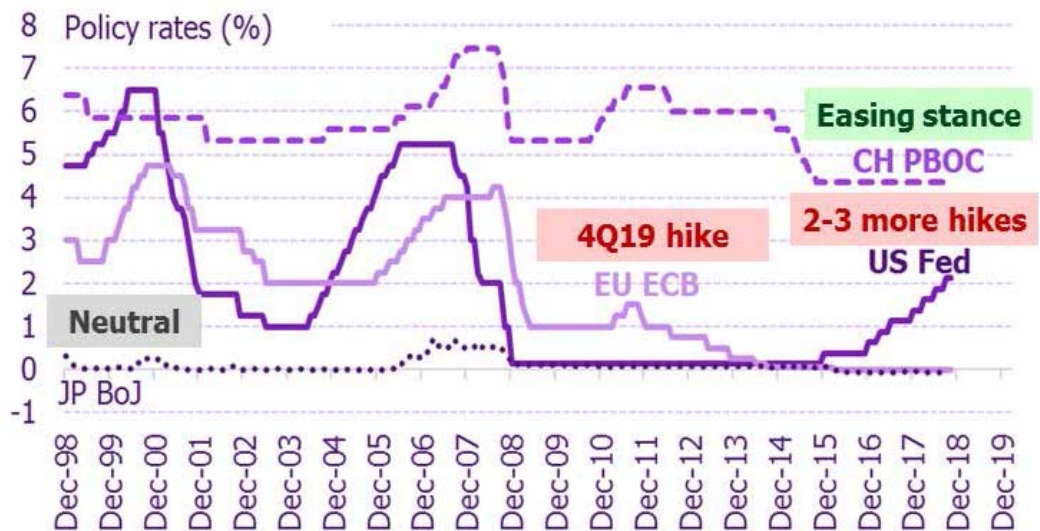
**Figure 6: ประมาณการ GDP ของเฟดมีความเสี่ยง downside**

2019 consensus	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
US Real GDP:	2.4	2.5	2.2	2.0
US Inflation:	2.2	2.3	2.4	2.3
Implied nominal GDP:	4.6	4.8	4.6	4.3

Source: Bloomberg consensus, SCBS Investment Research

เฟดมีแนวโน้มที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยน้อยกว่าคาด ประมาณการการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Dot Plot) ของเฟด บ่งชี้ถึงการปรับอัตราดอกเบี้ยเพิ่มขึ้น 0.25% ในเดือนธ.ค. 2561 จากนั้นจะปรับขึ้นอีก 3 ครั้งในปี 2562 ประมาณการ Dot Plot ดังกล่าว อิงกับสมมติฐานของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ที่คาดการณ์อัตราการขยายตัวของ real GDP สหรัฐฯ ที่ประมาณ 2.5% อย่างไม่กี่ตาม เนื่องจากเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจส่วนใหญ่ส่งสัญญาณเศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัว ดังนั้น GDP จึงมีแนวโน้มที่จะขยายตัวต่ำกว่า 2.5% ภายในกลางปี 2562 อ้างอิงการสำรวจของ Bloomberg เราคาดว่าเฟดจะเรียนรู้จากความผิดพลาดที่ผ่านมา มา เมื่อเฟดหยุดปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยแต่ละรอบในที่ระดับสูงเกินไป (อัตราดอกเบี้ยนโยบายหยุดอยู่ที่ระดับต่ำกว่า nominal GDP เพียง 1.1-1.3%) ถ้าการคาดการณ์ของตลาดถูกต้อง การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายสู่ระดับที่สูงกว่า 3% จะมีความเสี่ยงที่จะจุดชนวนให้เกิดเศรษฐกิจซาลงรอบต่อไป เนื่องจากคาดว่า nominal GDP จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงสู่ระดับประมาณ 4.3% ใน 2H62

**Figure 7: การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯกำลังจะสิ้นสุดลง**



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

**ดอลลาร์สหรัฐจะสิ้นสุดการแข็งค่าใน 1H2** เราคาดว่าเฟดจะเป็นธนาคารกลางรายหลักเพียงรายเดียวที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างต่อเนื่องไปจนถึง 1H2 เนื่องจากธนาคารกลางของจีน (PBOC) ส่งสัญญาณว่าต้องการที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงิน (เพื่อป้องกันผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้า) และ ECB ยังไม่น่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอนาคตอันใกล้ ดังนั้นเราคาดว่าส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรจะปรับตัวในทิศทางที่ส่งผลดีต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐในระยะสั้น อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ อายุ 2 ปี เพิ่งปรับตัวขึ้นสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจีนที่มีอายุเท่ากัน เป็นครั้งแรกในรอบกว่า 10 ปี ส่งสัญญาณว่าเงินหยวนจะอ่อนค่าลงอีก ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐกับเยอรมนีจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนถึงแนวโน้มที่เงินยูโรจะอ่อนค่าลง นอกจากนี้การเก็บภาษีนำเข้าสินค้าระหว่างจีนกับสหรัฐ และการตัดสินใจกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศของจีน ก็เป็นปัจจัยลบต่อเงินดอลลาร์เช่นกัน การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐอาจจะมาถึงจุดเปลี่ยนประมาณกลางปี 2562 เมื่อเฟดส่งสัญญาณหยุดขึ้นอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่ ECB ใกล้ที่จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ย ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรน่าจะเปลี่ยนมาปรับตัวในทิศทางตรงกันข้ามกับค่าเงินดอลลาร์สหรัฐเมื่อเข้าสู่ช่วงสิ้นปี

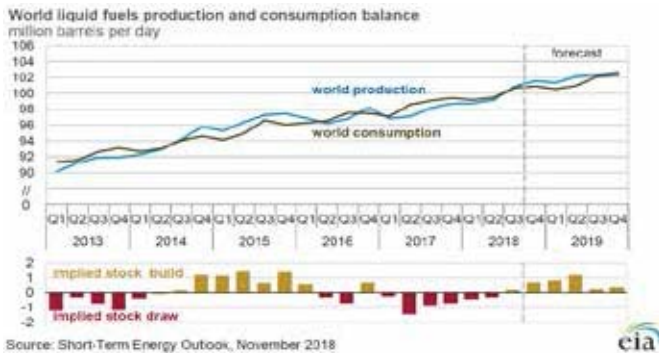
**Figure 8: ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ-จีน และสหรัฐฯ-เยอรมนี จะปรับตัวในทิศทางที่ส่งผลดีต่อค่าเงินดอลลาร์สหรัฐในระยะสั้น**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

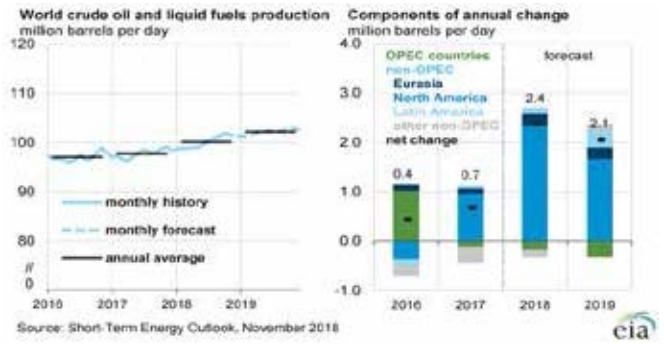
**ราคาน้ำมันที่ลดลงในระยะหลังนี้มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลงมากเกินไป** ในขณะที่รายงานของ EIA เมื่อไม่นานนี้คาดว่าอุปทานน้ำมันส่วนเกินในปี 2562 จะมีจำนวนสูงเท่าๆ กับในปี 2558 ซึ่งเป็นปีที่ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลดลงสู่ระดับ US\$30/bbl แต่เราคาดว่าโอเปกจะลดการผลิตลงเพราะ: 1) ราคาน้ำมันที่ลดลงมากในระยะหลังนี้มีสาเหตุมาจากผลกระทบที่ต่ำกว่าคาดจากมาตรการคว่ำบาตรอิหร่าน; 2) ระดับการผลิตในปัจจุบันมีแนวโน้มที่จะตั้งตัวอยู่บ้าง เนื่องจากกำลังการผลิตสำรองลดลงสู่ระดับต่ำสุดในอดีตที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวขึ้นได้แรงมากนัก เนื่องจากสาเหตุหลักที่อยู่เบื้องหลังปัญหาอุปทานล้นตลาด คือ ผลผลิต shale oil จากสหรัฐฯ การต่อสู้กันจากสองฝ่ายนี้ (โอเปก และ shale oil) มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันดิบเบรนท์แกว่งตัวอยู่ในช่วง US\$60-80/bbl ในอนาคตอันใกล้ ความเสี่ยง downside ต่อมุมมองของเรา คือ อิทธิพลจากการที่ทรัมป์ทวีตข้อความเกี่ยวกับการตัดสินใจปรับอุปทานของซาอุดีอาระเบีย ในขณะที่แนวโน้ม upside จะมาจากสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง และปัญหาด้านอุปทาน (supply shock) กำลังการผลิตสำรองของโอเปกมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นครั้งที่สองในรอบ 10 ปี

**Figure 9: สถานการณ์ปัจจุบันจะส่งผลทำให้อุปทานส่วนเกินสูง**



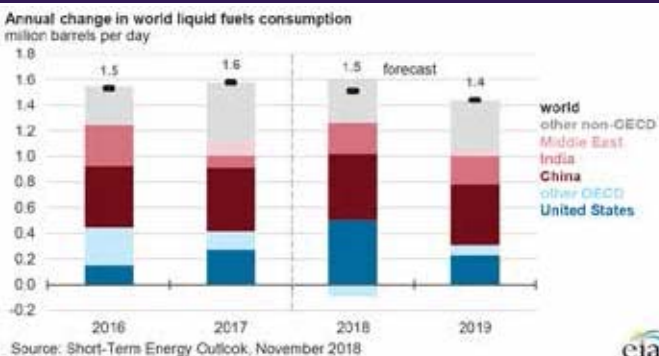
Source: Short-Term Energy Outlook, November 2018

**Figure 10: อุปทานเพิ่มเติมส่วนใหญ่เกิดจาก shale oil ในสหรัฐฯ**



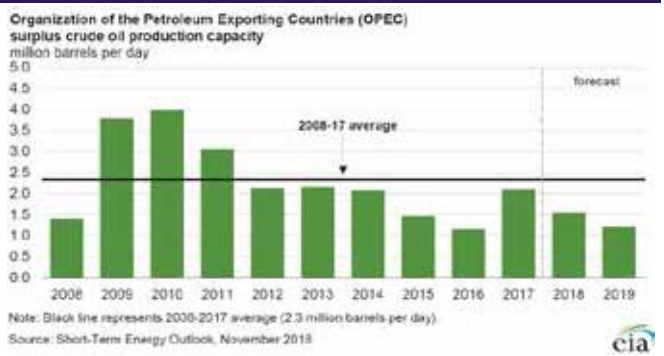
Source: Short-Term Energy Outlook, November 2018

**Figure 11: การเติบโตของอุปสงค์ไม่ได้ลดลงมากนัก**



Source: Short-Term Energy Outlook, November 2018

**Figure 12: อาจเกิด supply shock เพราะกำลังการผลิตสำรองต่ำ**



Note: Black line represents 2008-2017 average (2.3 million barrels per day)  
Source: Short-Term Energy Outlook, November 2018

Source: EIA

Source: EIA



Figure 13: ประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของ IMF

	Projections		Difference from July 2018 WEO Projections <sup>1/</sup>	
	2018	2019	2018	2019
World Output	3.7	3.7	(0.2)	(0.2)
Advanced Economies	2.4	2.1	0.0	(0.1)
United States	2.9	2.5	0.0	(0.2)
Euro Area	2.0	1.9	(0.2)	0.0
Germany	1.9	1.9	(0.3)	(0.2)
France	1.6	1.6	(0.2)	(0.1)
Italy	1.2	1.0	0.0	0.0
Spain	2.7	2.2	(0.1)	0.0
Japan	1.1	0.9	0.1	0.0
United Kingdom	1.4	1.5	0.0	0.0
Canada	2.1	2.0	0.0	0.0
Other Advanced Economies <sup>2/</sup>	2.8	2.5	0.0	(0.2)
Emerging Market and Developing Economies	4.7	4.7	(0.2)	(0.4)
Commonwealth of Independent States	2.3	2.4	0.0	0.2
Russia	1.7	1.8	0.0	0.3
Excluding Russia	3.9	3.6	0.3	(0.1)
Emerging and Developing Asia	6.5	6.3	0.0	(0.2)
China	6.6	6.2	0.0	(0.2)
India <sup>3/</sup>	7.3	7.4	0.0	(0.1)
ASEAN-5 <sup>4/</sup>	5.3	5.2	0.0	(0.1)
Emerging and Developing Europe	3.8	2.0	(0.5)	(1.6)
Latin America and the Caribbean	1.2	2.2	(0.4)	(0.4)
Brazil	1.4	2.4	(0.4)	(0.1)
Mexico	2.2	2.5	(0.1)	(0.2)
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	2.4	2.7	(1.1)	(1.2)
Saudi Arabia	2.2	2.4	0.3	0.5
Sub-Saharan Africa	3.1	3.8	(0.3)	0.0
Nigeria	1.9	2.3	(0.2)	0.0
South Africa	0.8	1.4	(0.7)	(0.3)
<b>Memorandum</b>				
Low-Income Developing Countries	4.7	5.2	(0.3)	(0.1)
World Growth Based on Market Exchange Rates	3.2	3.1	(0.1)	(0.2)
World Trade Volume (goods and services)	4.2	4.0	(0.6)	(0.5)
Advanced Economies	3.7	4.0	(0.8)	(0.4)
Emerging Market and Developing Economies	6.0	4.8	0.0	(0.9)
<b>Commodity Prices (U.S. dollars)</b>				
Oil <sup>5/</sup>	31.4	(0.9)	(1.6)	0.9
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	2.7	(0.7)	(3.3)	(1.2)
<b>Consumer Prices</b>				
Advanced Economies	2.0	1.9	(0.2)	(0.3)
Emerging Market and Developing Economies <sup>6/</sup>	5.0	5.2	0.3	0.7
<b>London Interbank Offered Rate (percent)</b>				
On U.S. Dollar Deposits (six month)	2.5	3.4	(0.1)	(0.1)
On Euro Deposits (three month)	(0.3)	(0.2)	0.0	(0.1)
On Japanese Yen Deposits (six month)	0.0	0.1	0.0	0.0

Source: IMF World Economic Outlook Update, October 2018

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 17–August 14, 2018. Economies are listed on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted. WEO = World Economic Outlook.

<sup>1/</sup> Difference based on rounded figures for the current, July 2018 World Economic Outlook Update, and April 2018 World Economic Outlook forecasts. The differences

are also adjusted to include Argentina's consumer prices since the July 2018 Update.

<sup>2/</sup> Excludes the Group of Seven (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

<sup>3/</sup> 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.

<sup>4/</sup> Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Vietnam.

<sup>5/</sup> 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 \$69.38 in 2018 and \$68.76 in 2019.

<sup>6/</sup> Excludes Venezuela but includes Argentina starting from 2017 onward. See country-specific notes for Argentina and Venezuela in the "Country Notes" section of the Statistical Appendix.

<sup>7/</sup> For World Output, the quarterly estimates and projections account for approximately 90 percent of annual world output at purchasing-power-parity weights.

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

**สหรัฐฯ**

**ส่งสัญญาณชะลอตัว แต่ยังคงแข็งแกร่ง** อัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ ชะลอตัวลงสู่ 3.5% (QoQ SAAR) ใน 3Q61 จาก 4.2% ในไตรมาสก่อนหน้า อัตราการขยายตัว YoY ยังอยู่ที่ประมาณ 3% ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ย 20 ปีเป็นไตรมาสที่ 5 ติดต่อกัน ปัจจัยสำคัญที่เป็นสาเหตุทำให้อัตราการขยายตัว QoQ ชะลอตัวลง คือ การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและการส่งออกชะลอตัวลง ในขณะที่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและภาครัฐยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดแรงงานที่ตึงตัว และค่าจ้างที่สูงขึ้น

**ความจำเป็นในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจจะลดน้อยลงในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า** ตลาดแรงงานที่ตึงตัวยังคงมีผลกระทบจำกัดต่ออัตราดอกเบี้ยของค่าจ้างและอัตราเงินเฟ้อ core PCE deflator (วิธีวัดอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่เฟดชื่นชอบ) อยู่ที่ระดับประมาณ 2% มานานกว่าครึ่งปีแล้ว พร้อมกับคาดการณ์ตัวเลขอัตราเงินเฟ้อ (5-year inflation swap forward) ที่สูงกว่าเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของเฟดอยู่เล็กน้อย สัญญาณการชะลอตัวของค่าสั่งซื้อสินค้าส่งออก ค่าสั่งซื้อใหม่ และสินค้าคงคลังของลูกค้า ส่งสัญญาณถึงเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง

**ไม่น่าเป็นห่วง** อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงเติบโตสูงกว่าแนวโน้ม แนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลงจะช่วยลดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวรุนแรงเกินไปและความจำเป็นในการขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากเกินไป ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้นยืดระยะเวลาออกไป ซึ่งดูดีกว่าเศรษฐกิจที่ขยายตัวรุนแรงเกินไปและปรับตัวลงแรงอย่างมา

**Figure 14: ชะลอตัวลง แต่ยังคงเติบโตสูงกว่าแนวโน้ม**



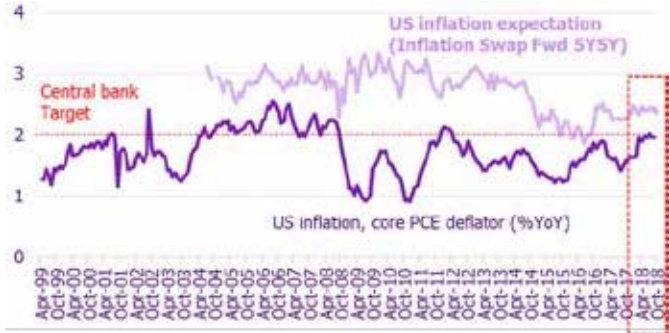
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 15: ค่าจ้างยังเติบโตน้อยกว่าจุดสูงสุดครั้งก่อน**



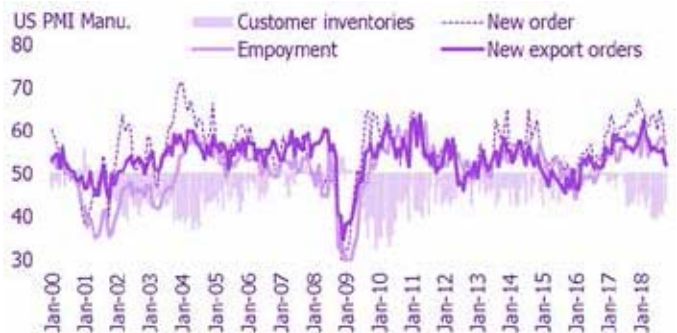
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 16: อัตราเงินเฟ้อปรับขึ้นถึงระดับเป้าหมายแล้ว และคาดการณ์ตัวเลขเงินเฟ้อไว้ในระดับเดิม**



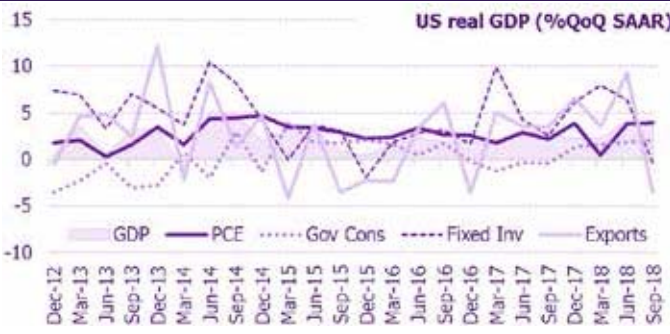
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 17: เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญต่างส่งสัญญาณเศรษฐกิจเติบโตในอัตราชะลอตัวลง**



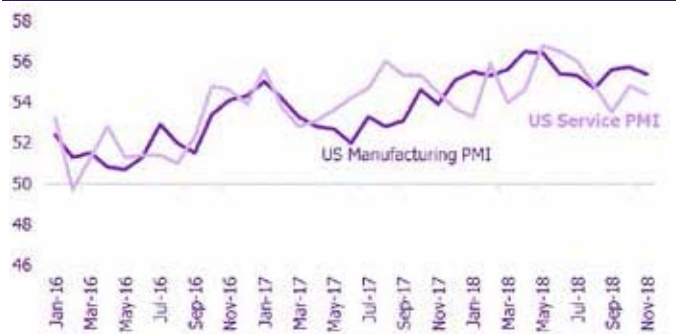
Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 18: องค์ประกอบการ GDP ของสหรัฐฯ ส่งสัญญาณการส่งออกและการลงทุนหดตัวลง**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 19: ดัชนี PMI ภาคบริการและภาคการผลิตยังคงแข็งแกร่ง ทั้งๆที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

### ยูโรโซน

**ขยับเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยระยะยาว** อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจยูโรโซนยังคงสะท้อนปัจจัยกดดัน เช่น Brexit อุปสงค์ทั่วโลกชะลอตัวลง การระบายสินค้าคงคลัง และขาดดุลงบประมาณของอิตาลี อย่างต่อเนื่อง อัตราการขยายตัวของ GDP ชะลอตัวลงจาก 1.8% QoQ SAAR ใน 2Q61 (2.2% YoY) สู่ 0.7% QoQ SAAR ใน 3Q61 (1.7% YoY) ยอดค้าปลีกเติบโตในอัตราชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องสู่ 1.3% YoY (ยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 0.7% YoY) ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลง แต่ยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงกับจุดสูงสุดในรอบหลายปี เราคาดว่า ECB จะยังคงทำที่ระมัดระวังต่อไป โดยอาจจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งแรกใน 4Q62

**เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจโดยรวมยังไม่ส่งสัญญาณว่าจะเกิดภาวะวิกฤต** ในขณะที่มีสัญญาณชัดเจนว่าเศรษฐกิจยูโรโซนจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง แต่ตัวเลขดัชนี PMI ภาคบริการที่ 53.1 จุด และดัชนี PMI ภาคการผลิตที่ 51.5 จุด ในเดือนพ.ย. บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง แต่จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง ตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้น ค่าจ้างที่สูงขึ้น และการปล่อยสินเชื่อให้แก่กลุ่มที่ไม่ใช่การเงินเพิ่มมากขึ้น ช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าอุปสงค์ในประเทศจะช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโต

**ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับ Brexit ที่สิ้นสุดลงจะช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจ** การเจรจา Brexit จะสิ้นสุดลงเร็วที่สุด และจะมีการทำข้อตกลงร่วมกัน แม้กระทั่งในกรณีที่ไมมีการทำข้อตกลงร่วมกัน การดำเนินกระบวนการแยกตัวตามแผนก็จะเกิดขึ้น บริษัทใน EU และ UK เตรียมพร้อมรับมือต่อการดำเนินการตามแผนแล้ว แต่ยังต้องรอดูข้อตกลงสุดท้าย ภาวะ wait-and-see เป็นตัวจุดรั้งกิจกรรมทางเศรษฐกิจให้ชะลอตัวลง สถานการณ์น่าจะปรับตัวดีขึ้น (อาจจะเกิดขึ้นหลังจากปรับตัวลงทำจุดต่ำสุด) ในภายหลัง

**Figure 20: ขยับเข้าใกล้ค่าเฉลี่ยระยะยาว**



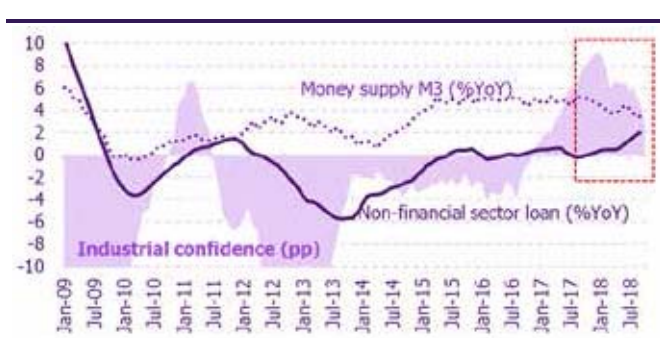
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 21: ตลาดแรงงานที่ตึงตัวจะช่วยสนับสนุนการอุปโภคบริโภค**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 22: สินเชื่อที่ปล่อยให้กับกลุ่มที่ไม่ใช่การเงินปรับตัวเพิ่มขึ้น**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 23: ค่าการอุปโภคบริโภคจะเติบโตดีขึ้น เนื่องจากตลาดแรงงานตึงตัวมากขึ้นและค่าจ้างสูงขึ้น**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

### ญี่ปุ่น

**หยุดชะงัก** อัตราการขยายตัวของ GDP ปรับตัวลดลงสู่ 0.3% YoY ใน 3Q61 ต่ำที่สุดในรอบกว่า 3 ปี ในขณะที่เมื่อมองในแง่ QoQ พบว่า GDP หดตัวลง 1.2% QoQ SAAR จากที่ขยายตัว +3.0% QoQ SAAR ใน 2Q61 สาเหตุหลักมาจากการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรและการส่งออกชะลอตัว โดยส่วนหนึ่งเกิดจากภัยพิบัติทางธรรมชาติ การส่งออกที่ชะลอตัวลงใน 3Q61 (โดยเฉพาะในเดือนก.ย.) เกิดขึ้นในตลาดเกือบทั่วทั้งภูมิภาค

**คาดอุปสงค์ในประเทศแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 1H62** การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนเติบโต 0.5% YoY ใน 3Q61 เร่งตัวขึ้นจาก 0.1% YoY ในไตรมาสก่อน ซึ่งเป็นไปตามการคาดการณ์ของเรา เนื่องจากตลาดแรงงานที่ตึงตัวมากขึ้นจะส่งผลทำให้รายได้เฉลี่ยต่อเดือนของภาคครัวเรือนปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอุปสงค์ในประเทศ โดยเฉพาะยอดค้าปลีก จะแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 1H62 เนื่องจากภาคครัวเรือนจะเร่งซื้อสินค้าก่อนการปรับขึ้นภาษีการขยายใน 2H62

**พบสัญญาณฟื้นตัวในระยะสั้น** แม้ตัวเลข GDP ใน 3Q61 อ่อนแอ แต่การริบวัดของดัชนี PMI เมื่อไม่นานนี้ช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าหลังจากเศรษฐกิจญี่ปุ่นได้รับผลกระทบจากภัยพิบัติทางธรรมชาติใน 3Q61 เศรษฐกิจจะฟื้นตัวกลับขึ้นมาได้บ้าง ดัชนี PMI ภาคการผลิตยังอยู่ที่ระดับสูงกว่า 50 จุด ชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่เดียวกันดัชนี PMI ภาคบริการก็ฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่ 52.4 จุดในเดือนค.ค. หลังจากปรับตัวลงสู่ระดับ 50.2 จุดในเดือนก่อนหน้า

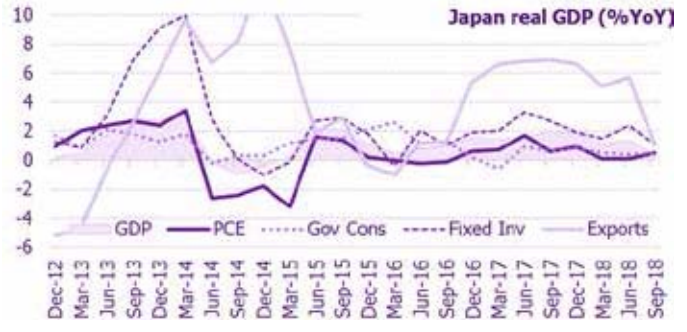
**BoJ จะคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไป** การแกว่งตัวของอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจในปัจจุบันและการขึ้นภาษีการขยายใน 2H62 ทำให้เราคาดว่า BoJ จะยังคงนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายต่อไปเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวในอนาคต

**Figure 24: การเติบโตของ GDP ญี่ปุ่นหยุดชะงัก**



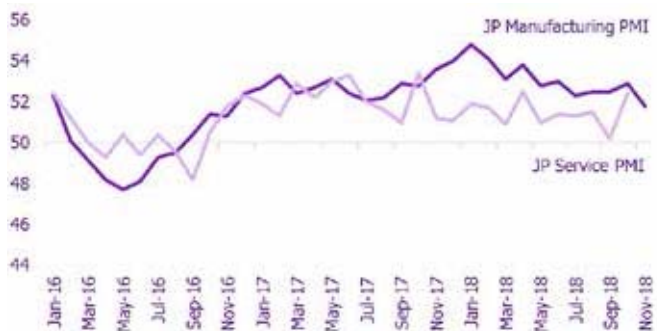
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 25: ... ตัวจุดรั้งหลักๆ คือ อุปสงค์ภายนอกประเทศ**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 26: เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจส่งสัญญาณเศรษฐกิจฟื้นตัว**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 27: โดยเฉพาะรายได้ภาคครัวเรือนที่ปรับตัวดีขึ้น**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

**จีน**

**เศรษฐกิจชะลอตัวลง พร้อมกับสัญญาณของความพยายามที่จะกระตุ้นการลงทุนในสินทรัพย์ถาวร (FAI) GDP ของจีนเติบโตในอัตราชะลอตัวลงอีกจาก 6.7% ใน 2Q61 สู่ 6.5% ใน 3Q61 ทั้งนี้เมื่ออิงกับการวิเคราะห์โดยสำนักวิจัยต่างประเทศ พบว่าการก่อสร้างที่อยู่อาศัย (ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่จุดรั้ง GDP) พลิกกลับมาเป็นปัจจัยสนับสนุน GDP ใน 3Q61 สอดคล้องกับข้อมูลเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรรายเดือนของเรา ซึ่งส่งสัญญาณถึงการทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 3Q61 การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 40% ของ GDP จีน และการกระตุ้นการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรน่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากการส่งออกชะลอตัวได้ในระดับหนึ่ง**

**ไม่ได้ปรับตัวลงโดยไม่พยายามต่อสู้** เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจส่งสัญญาณการฟื้นตัวของภาคการผลิต ดัชนี PMI สำหรับมณฑลกว้างดิ่ง ซึ่งปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 50 จุดในเดือนส.ค. ฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อยในเดือนก.ย. สอดคล้องกับตัวเลขดัชนี PMI ของประเทศจีน อัตราเงินเฟ้อที่ยังต่ำกว่าระดับเป้าหมายอย่างมากเปิดโอกาสให้ PBoC ใช้นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายมากขึ้นเพื่อช่วยกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ เราคาดว่าค่าของดอลลาร์สหรัฐใน 1H22 จะส่งผลทำให้เงินหยวนอ่อนค่าลง ซึ่งจะช่วยผ่อนคลายภาวะทางการเงิน S. China American Chamber of Commerce จัดทำการสำรวจในเดือนค.ค. อ้างอิงบริษัท 219 แห่ง (สหรัฐฯ และจีน) โดยในด้านที่เป็นบวก บริษัทจีนหลายบริษัทเชื่อว่าภาวะการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะช่วยเร่งกระบวนการปฏิรูป (สำหรับเศรษฐกิจจีน เพื่อลดการพึ่งพาการส่งออก) เรายังคงเชื่อว่าเศรษฐกิจจีนจะชะลอตัวแบบไม่รุนแรง โดยได้รับการสนับสนุนจากนโยบายกระตุ้นอุปสงค์ในประเทศ

**Figure 28: แนวโน้มชะลอตัวลง**



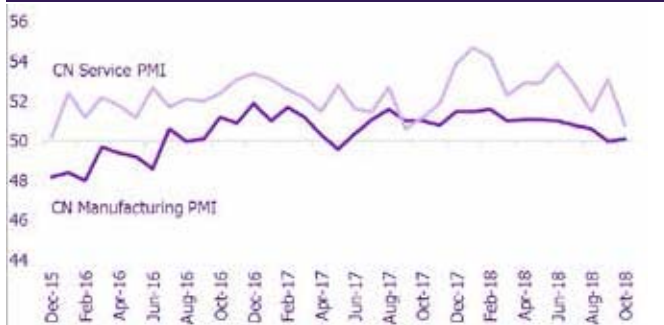
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 30: อัตราเงินเฟ้อต่ำเปิดโอกาสให้ผ่อนคลายนโยบายการเงินหากจำเป็น**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 32: เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจส่งสัญญาณฟื้นตัว**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 29: พบสัญญาณความพยายามกระตุ้น FAI (คาดมีให้เห็นมากขึ้นใน 1Q62)**



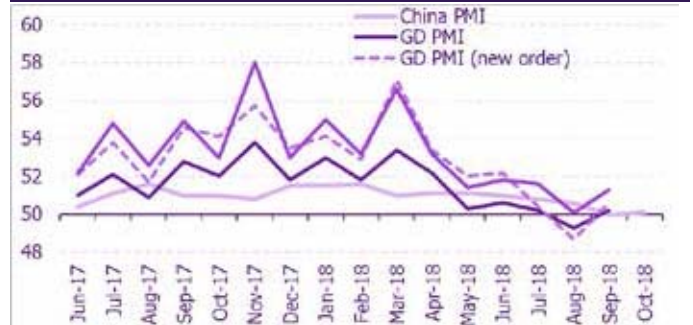
Source: CEIC, SCBS Investment Research

**Figure 31: เงินหยวนที่อ่อนค่าลงจะช่วยผ่อนคลายภาวะทางการเงิน**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 33: ดัชนี PMI สำหรับมณฑลกว้างดิ่ง ฟื้นตัวดีขึ้น**



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

**Figure 34: การศึกษาของ AMCHAM บ่งชี้ถึงความเป็นไปได้ที่การปฏิรูปเศรษฐกิจจีนจะเร่งตัวขึ้น**



Source: Bloomberg, S.China AMCHAM special report (October 2018), SCBS Investment Research

### ประเทศไทย

**GDP ชะลอลงใน 3Q61** สวนทางการคาดการณ์ของตลาด อัตราการขยายตัวของ GDP ที่ชะลอลงอย่างมากสู่ 3.3% ใน 3Q61 ส่งผลให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทย การวิเคราะห์ของเราพบว่าตัวการสำคัญ คือ การส่งออกที่หดตัวอย่างมาก เช่นเดียวกับตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค หน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจของไทยและสำนักวิจัยทั่วโลกต่างระบุว่าสภาพอากาศที่แปรปรวนใน 3Q61 ก่อให้เกิดการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานบางส่วน การส่งออกที่เติบโตเพิ่มขึ้นในเดือน.ค. (ในระดับภูมิภาค) ช่วยสนับสนุนมุมมองที่ว่า การส่งออกที่ลดลงอย่างมากน่าจะเกิดขึ้นเพียงชั่วคราว

**อุปสงค์ในประเทศแข็งแกร่งต่อเนื่อง** เรายังคงมุมมองในแง่ "น้ำครึ่งแก้ว" ว่ารายละเอียดของ GDP บ่งชี้ว่าอุปสงค์ในประเทศปรับตัวดีขึ้น การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน การลงทุนภาคเอกชน และการอุปโภคบริโภคภาครัฐเร่งตัวขึ้นใน 3Q61 contribution to growth จากอุปสงค์ในประเทศโดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ประมาณ 3.7% (สูงกว่า 2Q61)

**ภาคการท่องเที่ยวทำให้เกิดความกังวล แต่เรายังมีความหวัง** จำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนปรับตัวลดลง 20% YoY ในเดือน.ค. ส่งผลให้เกิดความกังวลว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนจะลดลงอย่างถาวรหรือไม่ โดยมีสาเหตุมาจากประเด็นทางโครงสร้าง (ปัญหาเศรษฐกิจของจีน) เราดูที่นักท่องเที่ยวชาวเขาในประเทศที่คัดเลือกมา (จุดหมายปลายทางการท่องเที่ยวหลักๆ ของชาวจีน) และพบว่าการชะลอตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวอาจจะเป็นแนวโน้มที่เกิดขึ้นทั่วโลก อย่างไรก็ตาม ในแง่จำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมด ไม่น่าเป็นห่วง เนื่องจากแนวโน้มยังคงเป็นขาขึ้น โดยตัวเลขฐานที่สูงขึ้นจะเป็นสาเหตุที่ทำให้ตัวเลขอัตราการขยายตัวโดยรวมชะลอลง เมื่อมองดูที่จำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนทั้งหมดที่เดินทางเข้ามายังจุดหมายปลายทางการท่องเที่ยวหลักๆ 5 แห่ง (ญี่ปุ่น เวียดนาม เกาหลีใต้ มาเลเซีย และสิงคโปร์) เพิ่มขึ้น บ่งชี้ว่าประเทศไทยกำลังเผชิญกับปัญหาเฉพาะประเทศ เช่น อุบัติเหตุเรือลมในภูเก็ต ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น การฟื้นตัวจะเกิดเร็วกว่าในกรณีที่มีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจจีนชะลอตัว

**การท่องเที่ยวอาจจะเป็นจุดต่ำสุดในไม่ช้า** การปรับตัวลดลงของจำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยครั้งที่ผ่านๆ มา (สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2557 และการปราบปรามทัวร์ศูนย์เหรียญในปี 2559) เกิดขึ้นนาน 7-8 เดือน (ต่ำสุดที่สุดใน 3-5 เดือน และหลังจากนั้นก็ใช้เวลา 3-4 เดือนจึงฟื้นตัว) การปรับตัวลดลงในปัจจุบันเกิดขึ้นนาน 4 เดือนแล้ว และถ้ามีสาเหตุมาจากปัญหาเฉพาะประเทศ เราคาดว่า จะเห็นการฟื้นตัวในไม่ช้า

Figure 35: GDP 3Q61 เติบโตในอัตราชะลอลงโดยไม่ได้คาดคิด



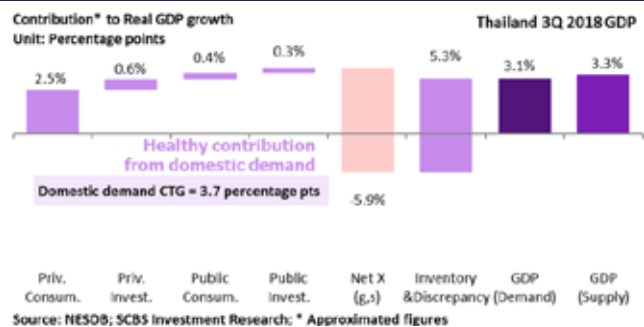
Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

Figure 36: อุปสงค์ในประเทศยังคงแข็งแกร่ง



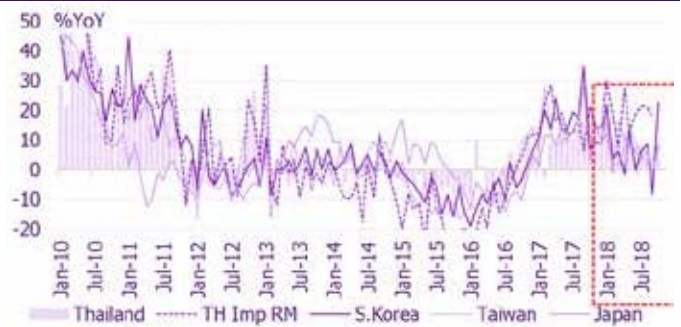
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 37: อุปสงค์ในประเทศช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัว 3.7%



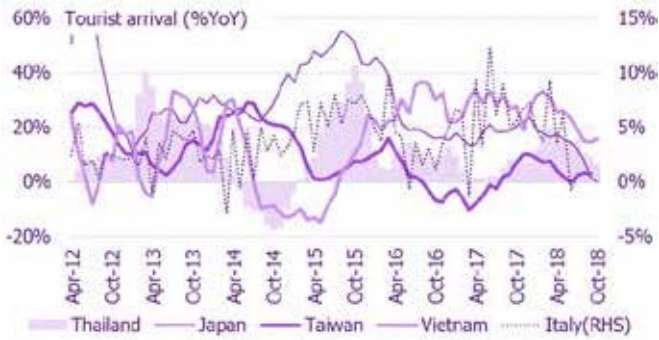
Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 38: การส่งออกฟื้นตัวตามตลาดภูมิภาค



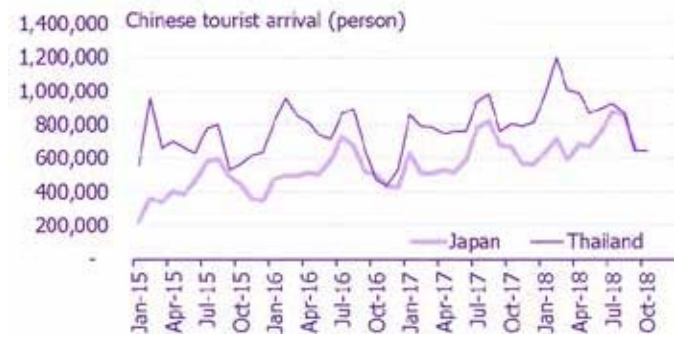
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 39: การท่องเที่ยวทั่วโลกชะลอตัวลง (จุดหมายปลายทางหลักๆ สำหรับนักท่องเที่ยวจีน)**



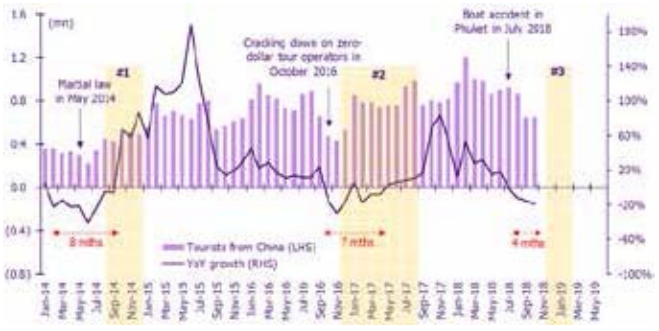
Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

**Figure 40: จุดหมายปลายทางการท่องเที่ยวหลักๆ ในภูมิภาคสำหรับนักท่องเที่ยวจีนแสดงแนวโน้มไปทางเดียวกัน**



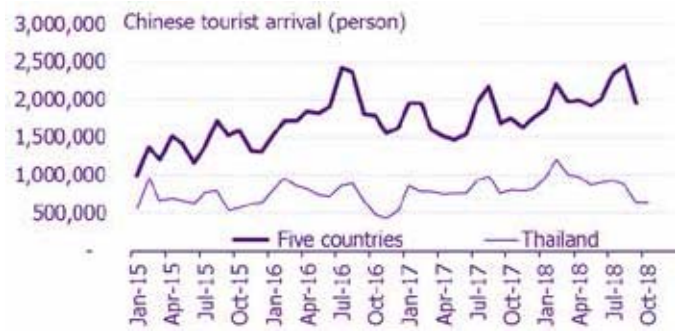
Source: Japan and Thailand's tourism authorities, SCBS Investment Research

**Figure 41: ข่าวดี คือ ระยะเวลาที่จำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนปรับตัวลดลงอาจจะมีแนวโน้มดีขึ้นแล้ว**



Source: Bloomberg, NESDB, SCBS Investment Research

**Figure 42: ... และการชะลอตัวลงอาจจะมีสาเหตุมาจากปัญหาเฉพาะประเทศ (ไทย)**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**เรายังคงใช้ธีมวัฏจักรการลงทุนและอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น** การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา สอดคล้องกับรายงานเมื่อไม่นานนี้จากธนาคารในประเทศที่พบว่าความต้องการสินเชื่อแบบมีกำหนดเวลา (term loan) ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ไม่ใช่สินเชื่อเงินทุนหมุนเวียน) เราเชื่อว่าวัฏจักรการลงทุนเกิดขึ้นจริง และเมื่อรวมกับอุปสงค์ในประเทศที่แข็งแกร่งที่ช่วยสนับสนุนมุมมองของเรา บวกกับสัญญาณเมื่อไม่นานนี้ที่บ่งชี้ว่า ธปท. พร้อมแล้วที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคตอันใกล้นี้ ทำให้เราเห็นด้วยกับ SCB EIC ที่คาดว่า ธปท. จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างรวดเร็วในเดือนธ.ค. 2561 โดยจะปรับขึ้นรวมทั้งหมด 2-4 ครั้งในรอบนี้ (EIC คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ที่ 2.0-2.5% ภายในสิ้นปี 2562 จากระดับปัจจุบันที่ 1.5%) เราคิดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายอาจจะอยู่ใกล้กับระดับ 2.0% มากกว่า 2.5% โดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจทั่วโลกที่ชะลอตัวลงพร้อมๆ กันในปัจจุบัน และขาดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อที่จะกระตุ้นให้ ธปท. เปลี่ยนท่าทีมาเป็น hawkish (ปรับอัตราดอกเบี้ยขึ้น) มากขึ้น



**Figure 43: สรุปประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจที่สำคัญโดย EIC**

Key indicators	2017	Unit	Actual			EIC forecast			Consensus	
	Share (%)		2016	2017	H1/18	H2/18	2018	2019	2018	2019
Real GDP growth		% YOY	3.3%	3.9%	4.8%	4.3%	4.5%	4.0%	4.5%	3.9%
<b>Demand-side</b>										
Private consumption	51%	% YOY	3.0%	3.2%	4.1%	3.9%	4.0%	3.2%	3.9%	3.5%
Public consumption	15%	% YOY	2.2%	0.5%	1.6%	2.3%	2.0%	2.8%		
Private investment	18%	% YOY	0.5%	1.7%	3.2%	4.1%	3.6%	4.3%		
Public investment	6%	% YOY	9.5%	-1.2%	4.4%	7.8%	6.1%	7.2%		
<b>External sector</b>										
Export of Goods (USD)		% YOY	0.1%	9.8%	11.1%	6.3%	8.5%	4.7%	8.4%	5.1%
Import of Goods (USD)		% YOY	-5.1%	13.2%	17.3%	12.9%	15.0%	6.7%	12.6%	6.8%
Current account		USD bn	48.2	51.1	21.7	15.8	37.5	35.0	43.8	41.0
<b>Key rates</b>										
Headline inflation		% YOY	0.2%	0.7%	1.0%	1.4%	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%
Core inflation		% YOY	0.7%	0.6%	0.7%	0.75%	0.7%	0.8%		
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	1.50%	1.50%	1.5%	1.5-1.75%	1.5-1.75%	2.0%-2.5%		
THB/USD (end period)		THB/USD	35.8	32.6	33.0	32-32.5	32-32.5	31.5-32		
Oil price, Brent (average)		USD/barrel	44	55	71	76	73	80		

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 1/62: ทะยาน**

**ปี 2561 เป็นปีที่แปลก สิ้นทรัพย์ส่วนใหญ่ทั้งหุ้นและตราสารหนี้ติดลบ โดยเฉพาะหุ้นตลาดเกิดใหม่ (EM) สวนทางกับเศรษฐกิจทั่วโลกและกำไรบริษัทที่ยังเติบโตดี ส่งผลให้ราคาหุ้นและ valuation ตลาดพัฒนาแล้ว (DM) ฉีกตัวห่างตลาดเกิดใหม่ (EM) ไปไกลผิดปกติ ซึ่งหากไม่เกิดวิกฤติ ปีหน้า EM จะปรับตัวตาม DM ขึ้นไปได้ไม่ยาก ส่วน SET Index ปีนี้ร่วง - 4% สวนทางกับ GDP (3Q to-date: +4.4%) และกำไรของบริษัทจดทะเบียน (9 เดือน: +12%) เราคาด SET Index จะทะยานขึ้นใน 1Q62 จาก 1) GDP ปีหน้าเติบโตดี (+4.2%); 2) บริษัทจดทะเบียนมีกำไรปกติเติบโต (+11%) และ 3) valuation ปัจจุบันน่าสนใจมาก (fwd PER: 13.9X หรือ -1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปี) โดยเราคาดผู้ชนะจะเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากปัจจัยที่ดำเนินต่อเนื่องมาจากช่วงก่อน คือ วัฏจักรการลงทุน และอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น และปัจจัยใหม่ที่กำลังจะเกิดขึ้น คือ วัฏจักรราคาเนื้อสัตว์ ดังนั้นเราจึงเลือก CPF, TU, ROJNA, WHA, BBL และ KTB เป็น top picks ของเราใน 1Q62**

**ปี 2561 เป็นปีที่ค่อนข้างแย่สำหรับสินทรัพย์เพื่อการลงทุนส่วนใหญ่** ปี 2561 เป็นปีที่สินทรัพย์เพื่อการลงทุนส่วนใหญ่ให้ผลตอบแทนติดลบ สินทรัพย์เพื่อการลงทุนหลักๆ เพียงอย่างเดียวที่ยังคงให้ผลตอบแทนเป็นบวก คือ หุ้นสหรัฐฯ ในขณะที่สินทรัพย์เพื่อการลงทุนอื่นๆ (หุ้น EM และ EU และตราสารหนี้ทั่วโลก) ให้ผลตอบแทนติดลบในช่วงดังกล่าว ทั้งนี้ในช่วง 12 ปีที่ผ่านมา มี 5 ปีที่สินทรัพย์เพื่อการลงทุนทุกประเภทให้ผลตอบแทนติดลบ: 1) ปี 2551 เกิดวิกฤตการเงินครั้งใหญ่ ทำให้บรรยากาศการลงทุนอยู่ในภาวะ risk-off (นักลงทุนกลัวความเสี่ยง) ปัญหาสภาพคล่องตึงตัวรุนแรงส่งผลกระทบต่อพันธบัตรที่ให้ผลตอบแทนสูง และตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลงแรง; 2) ปี 2554 เกิดวิกฤตหนี้ EU ทำให้บรรยากาศการลงทุนอยู่ในภาวะ risk-off ตลาดหุ้น EU ปรับตัวลงแรง และลุกลามไปยัง EM; 3) ปี 2556 เฟดเริ่มปรับลดวงเงินเข้าซื้อสินทรัพย์ (QE tapering) ทำให้สภาพคล่องสำหรับสินทรัพย์ที่ให้ผลตอบแทนสูงตึงตัวมากขึ้น และเงินทุนไหลออกจาก EM; 4) ปี 2558 ตลาดหุ้นจีนและราคาน้ำมันปรับตัวลงแรง เนื่องจากนักลงทุนมีความกังวลเกี่ยวกับธนาคารของจีน และอุปทานน้ำมันล้นตลาด; 5) ปี 2561 มีปัจจัยลบหลายอย่างถาโถมเข้ามา ได้แก่ การเปิดฉากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน วิกฤตค่าเงินใน EM อ่อนค่า และความคืบหน้าของดีล Brexit โดยในครั้งนี้นี้ เราพบว่าผลขาดทุนจากสินทรัพย์เพื่อการลงทุนทั่วโลกช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะฟองสบู่

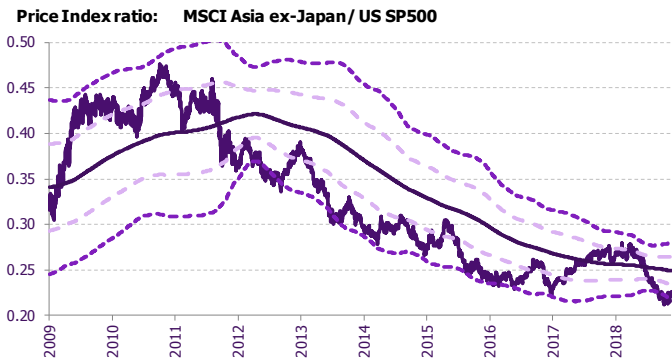
**Figure 44: ปี 2561 เป็นปีที่ค่อนข้างแย่สำหรับสินทรัพย์เพื่อการลงทุนส่วนใหญ่ มีเพียงหุ้นสหรัฐฯ ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวก**

	2007	1) 2008	2009	2010	2) 2011	2012	3) 2013	2014	4) 2015	2016	2017	5) 18YTD	
<b>Bond</b>	Bond - TH	4.2%	3.7%	1.5%	1.4%	2.8%	3.2%	2.7%	2.2%	1.4%	1.5%	1.2%	
	Bond - TH	7.6%	18.2%	-3.7%	5.8%	5.7%	3.2%	2.1%	9.1%	1.6%	5.8%	-0.7%	
	Bond - TH	7.3%	9.3%	2.8%	5.3%	4.1%	4.5%	3.9%	6.5%	4.9%	2.3%	4.1%	1.6%
	Bond - World HY	3.2%	-29.1%	63.8%	14.4%	3.5%	20.1%	7.2%	0.2%	-2.8%	13.8%	10.9%	-3.0%
	Bond - EM	5.1%	-15.2%	34.9%	12.7%	6.9%	18.3%	-4.1%	4.7%	1.2%	9.5%	8.6%	-3.6%
	Bond - US Corp	4.2%	-4.9%	18.7%	8.3%	7.8%	11.5%	-1.9%	7.1%	-0.2%	5.3%	7.2%	-3.7%
	Bond - UST	8.6%	14.7%	-3.9%	5.1%	9.5%	3.0%	-2.9%	4.6%	1.4%	0.3%	2.9%	-1.5%
	Bond - US IG	6.6%	5.5%	6.0%	5.9%	7.7%	5.1%	-2.2%	5.7%	1.0%	1.9%	4.2%	-2.0%
Hybrid - Prop				13.1%	1.1%	31.2%	-8.2%	-0.1%	5.6%	9.7%	4.1%	10.0%	
<b>Equities</b>	EQ - TH	31.4%	-45.6%	71.8%	47.1%	5.5%	39.6%	-3.6%	20.1%	-12.3%	21.7%	19.9%	-4.1%
	EQ - India	48.3%	-53.2%	88.4%	17.3%	-20.6%	25.8%	10.7%	30.5%	-3.8%	2.3%	32.5%	5.4%
	EQ - China H			68.5%	0.4%	-16.7%	16.4%	-1.2%	10.8%	-11.5%	-4.1%	32.1%	-6.2%
	EQ - EM AxJ	38.7%	-53.3%	73.9%	19.3%	-14.5%	20.8%	2.6%	4.4%	-7.7%	2.7%	44.5%	-13.2%
	EQ - EM Asia	39.6%	-54.7%	80.8%	18.2%	-15.6%	16.8%	-3.1%	-2.2%	-13.5%	7.1%	40.9%	-13.0%
	EQ - EM All	40.1%	-54.1%	76.1%	18.5%	-14.4%	19.0%	1.6%	4.3%	-8.2%	3.1%	46.0%	-14.0%
	EQ - EM Latam	52.0%	-52.8%	104.3%	13.6%	-16.1%	7.2%	-13.5%	-12.7%	-29.5%	24.7%	28.0%	-3.5%
	EQ - AC xUS	16.8%	-47.0%	44.1%	10.7%	-13.0%	17.2%	14.8%	-3.0%	-5.6%	2.9%	28.5%	-10.2%
	EQ - AC	12.0%	-44.1%	38.7%	11.9%	-6.6%	15.1%	23.2%	5.6%	-2.7%	7.3%	23.8%	-3.1%
	EQ - US	6.2%	-39.6%	32.2%	13.8%	2.8%	13.4%	34.1%	15.8%	0.8%	12.3%	20.5%	4.1%
	EQ - US Tech	11.5%	-42.3%	50.8%	17.7%	-0.8%	14.6%	42.2%	17.0%	6.3%	9.6%	27.8%	6.0%
	EQ - EU	9.7%	-44.1%	29.0%	-0.1%	-17.1%	19.0%	22.0%	5.2%	5.7%	2.7%	9.7%	-6.9%
EQ - UK	5.6%	-33.2%	35.7%	16.5%	-5.9%	14.0%	20.3%	1.8%	0.6%	15.4%	14.3%	-5.6%	
EQ - JP	-10.0%	-41.9%	22.1%	-0.4%	-16.6%	26.7%	58.2%	12.0%	7.0%	5.5%	19.5%	-3.0%	
<b>CMDT</b>	CMDT - Gold	32.0%	3.4%	27.2%	25.3%	16.0%	3.0%	-26.7%	-1.4%	-10.0%	5.3%	15.0%	-6.1%
	CMDT - Oil	54.3%	-59.1%	98.9%	22.9%	15.1%	2.5%	1.4%	-47.0%	-36.3%	45.6%	21.2%	-0.2%

Source: SCBS Investment Research

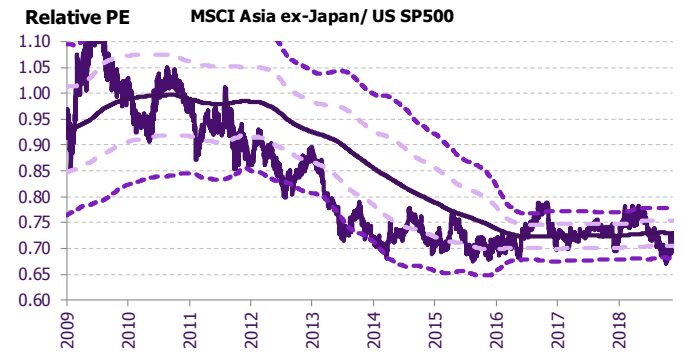
ราคาหุ้นและ valuation ตลาดพัฒนาแล้ว (DM) อีกตัวหนึ่งแห่งตลาดเกิดใหม่ (EM) ไปไกลผิดปกติ ซึ่งหากไม่เกิดวิกฤต ปีหน้า EM จะปรับตัวตาม DM ขึ้นไปได้ไม่ยาก การเปรียบเทียบอัตราส่วนราคา และอัตราส่วน valuation (PER) ระหว่างตลาดหุ้นสหรัฐฯ กับตลาดหุ้นนอกสหรัฐฯ (ดัชนี MSCI Asia ex-Japan และดัชนี S&P500) พบว่าปัจจุบันอยู่ในระดับดิ่งตัวมาก ที่ระดับ -2SD การปรับตัวในลักษณะที่อีกตัวหนึ่งห่างออกจากกันไปไกลผิดปกติ ทำให้เราเชื่อว่าตอนนี้หุ้นใน MSCI Asia ex-Japan ดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นสหรัฐฯ เมื่อมองทั้งในแง่ราคาและ valuation และในที่สุดแล้วเราเชื่อว่าราคา และ valuation จะกลับมาปรับตัวเบนเข้าหากันในปี 2562 เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจและกำไรของบริษัทจดทะเบียนจะมีความแตกต่างกันน้อยลง ในขณะเดียวกันอัตราส่วนเชิงเปรียบเทียบระหว่าง SET index กับดัชนี MSCI Asia ex-Japan (ทั้งราคา และ PE) ก็เพิ่งกลับคืนสู่ระดับค่าเฉลี่ย จากก่อนหน้านี้ที่อยู่ในระดับ outperform แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุน SET เมื่อนักลงทุนทั่วโลกหันมาให้ความสนใจลงทุนในตลาดหุ้นเอเชียอีกครั้ง

**Figure 45: ราคาและ valuation ของหุ้นสหรัฐฯ และเอเชีย ปรับตัวแยกห่างออกจากกันจนถึงตัวมากที่สุดเป็นประวัติการณ์**



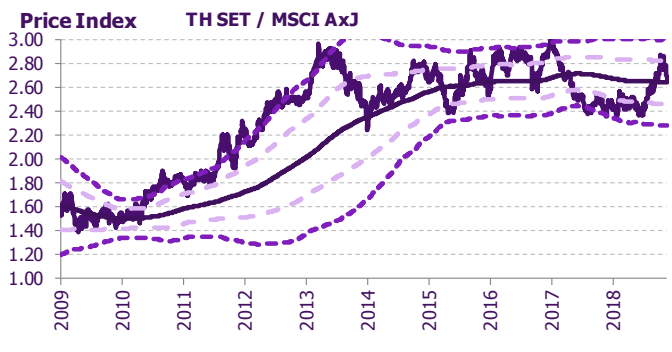
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 46: คาดว่าแนวโน้มจะเปลี่ยนไปในปี 2562**



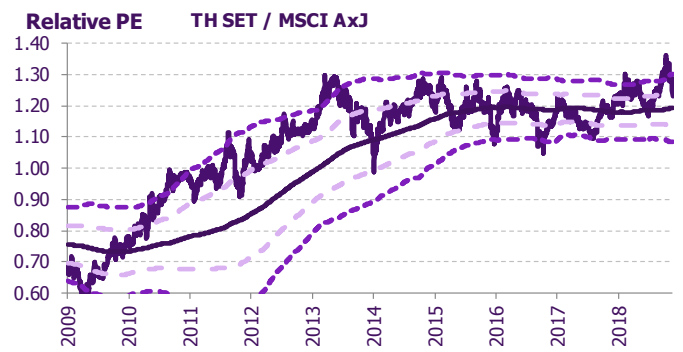
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 47: อัตราส่วนดัชนี SET/MSCI Asia ex-Japan ปรับตัวกลับมาอยู่ที่ระดับค่าเฉลี่ยเมื่อไม่นานนี้**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

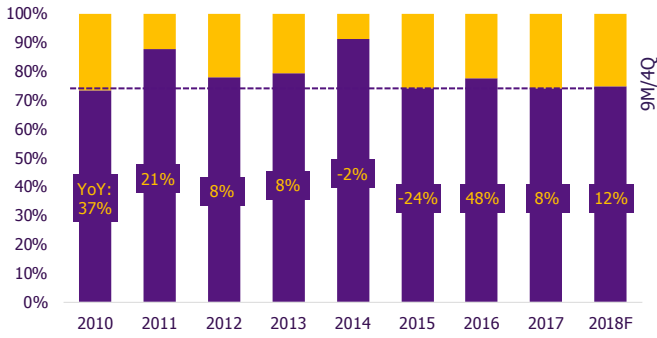
**Figure 48: นักลงทุนทั่วโลกจะกลับมาให้ความสนใจลงทุนใน SET ควบคู่ไปกับตลาดอื่นๆ ในเอเชีย**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

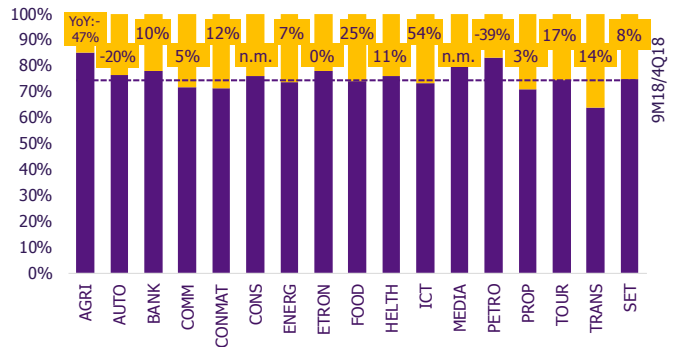
กำไรสุทธิอาจจะชะลอลง แต่คาดว่ากำไรปกติจะเร่งตัวขึ้น กำไรสุทธิในช่วง 9M61 ของบริษัทจดทะเบียนเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ +12% YoY นำโดยกลุ่มปิโตรเคมี (+36%) พลังงาน (+14%) และธนาคาร (+11%) เมื่ออิงกับตัวเลขคาดการณ์กำไรปี 2561 จาก Bloomberg consensus หมายความว่ากำไร 4Q61 จะคิดเป็นสัดส่วน 25% ของประมาณการกำไรปี 2561 สัดส่วนกำไรที่กระจายตัวค่อนข้างดีในแต่ละไตรมาสซึ่งถึงแนวโน้มกำไรทั้งปีก็แข็งแกร่ง สำหรับ 4Q61 Bloomberg consensus คาดว่ากำไรทั้งหมดของบริษัทจดทะเบียนจะเติบโต 8% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มอาหาร (+25%) ธนาคาร (+10%) วัสดุก่อสร้าง (+12%) และการแพทย์ (+11%) นักลงทุนอาจจะกังวลเกี่ยวกับกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตในอัตราชะลอลงลงในปี 2562 (+7%) หลังจากเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2561 (+12%) โดยหลักๆ เกิดจากรายการพิเศษ อย่างไรก็ตาม ถ้าเรารู้ที่ประมาณการกำไรปกติของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS พบว่าแนวโน้มแตกต่างกันเล็กน้อย โดยกำไรปกติจะเติบโต 7% ในปี 2561 จากนั้นจะเติบโตเร่งตัวขึ้นที่ 11% ในปี 2562 ดังนั้นนักลงทุนไม่ควรกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับการคาดการณ์ของตลาดว่ากำไรของบริษัทจดทะเบียนจะชะลอลง

**Figure 49: กำไร 9M61 เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ +12% YoY**



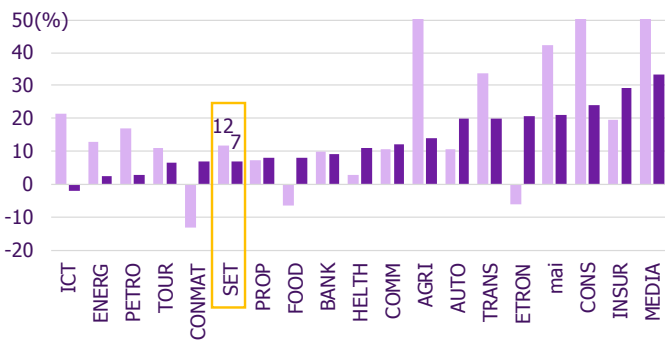
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 50: กำไร 4Q61 จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ +8% YoY**



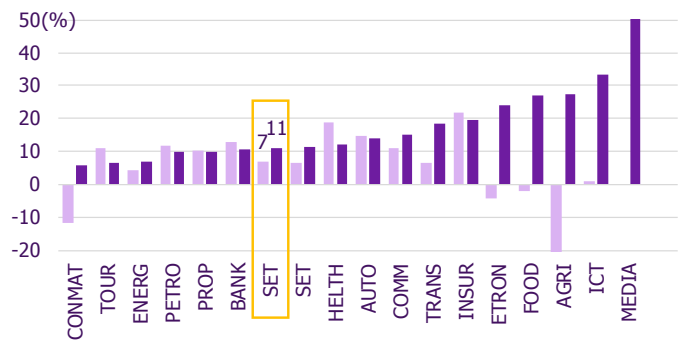
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 51: กำไรสุทธิปี 2561 อาจจะเติบโตในอัตราชะลอลดลง**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

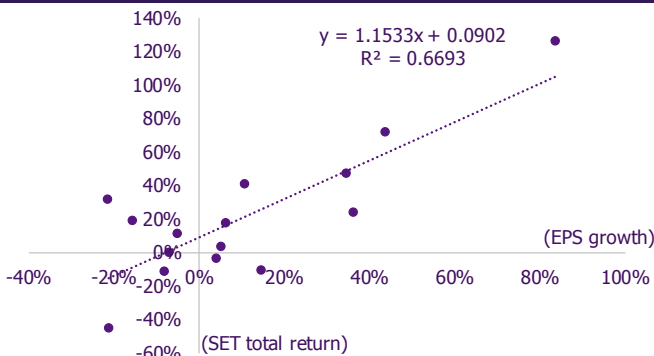
**Figure 52: แต่คาดว่ากำไรปกติปี 2561 จะเร่งตัวขึ้น**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

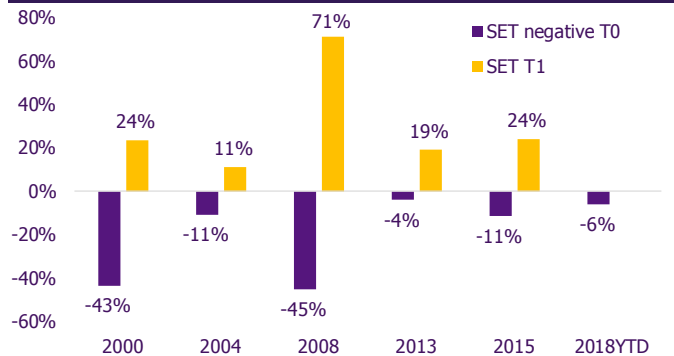
**GDP ปี 2562 และกำไรจะมีอัตราการเติบโตเป็นบวก ผลตอบแทนจากตลาดหุ้นก็เช่นเดียวกัน** เราทำการศึกษาความสัมพันธ์ระหว่างผลตอบแทนจากตลาดหุ้น อัตราการเติบโตของ EPS และอัตราการเติบโตของ GDP และพบว่าผลตอบแทนจากตลาดหุ้นกับอัตราการเติบโตของ EPS มีความสัมพันธ์ที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะ SET (ค่า correlation: 0.82) อย่างไรก็ตาม การเติบโตของ GDP ไม่ได้รับประกันว่า EPS จะมีอัตราการเติบโตเป็นบวก หรือผลตอบแทนจากตลาดหุ้นจะเป็นบวก นอกจากนี้ SET ก็ไม่เคยให้ผลตอบแทนติดลบติดต่อกัน 2 ปี นับตั้งแต่เกิดวิกฤตต้มยำกุ้งในปี 2541 โดย SET ให้ผลตอบแทนติดลบในปี 2543 (-43% ตามมาด้วย +24%), ปี 2547 (-11%, +11%), ปี 2551 (-45%, +71%), ปี 2556 (-4%, +19%) และปี 2558 (-11%, +24%) โดยแต่ละปีตามมามีผลตอบแทนเป็นบวกในปีถัดไป เรารู้สึกผิดหวังที่ SET ให้ผลตอบแทนในปี 2561 จนถึงปัจจุบัน ที่ -6% ทั้งๆ ที่ GDP ไทยมีแนวโน้มขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง (คาด +4.4%) และ EPS จะเติบโต (+12%) อย่างไรก็ตาม การคาดการณ์ว่า GDP และ EPS จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปีหน้า และผลตอบแทนจากสินทรัพย์เพื่อการลงทุนทั่วโลกปรับตัวลดลงมากในปี 2561 จนถึงปัจจุบัน สะท้อนถึงโอกาสน้อยมากที่จะเกิดความผิดหวังซ้ำอีกในปีหน้า ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่า SET จะให้ผลตอบแทนเป็นบวกอย่างมากในปีหน้า

**Figure 53: SET EPS มีความสัมพันธ์เชิงบวกอย่างมากกับผลตอบแทนจากตลาดหุ้น (SET index return)**



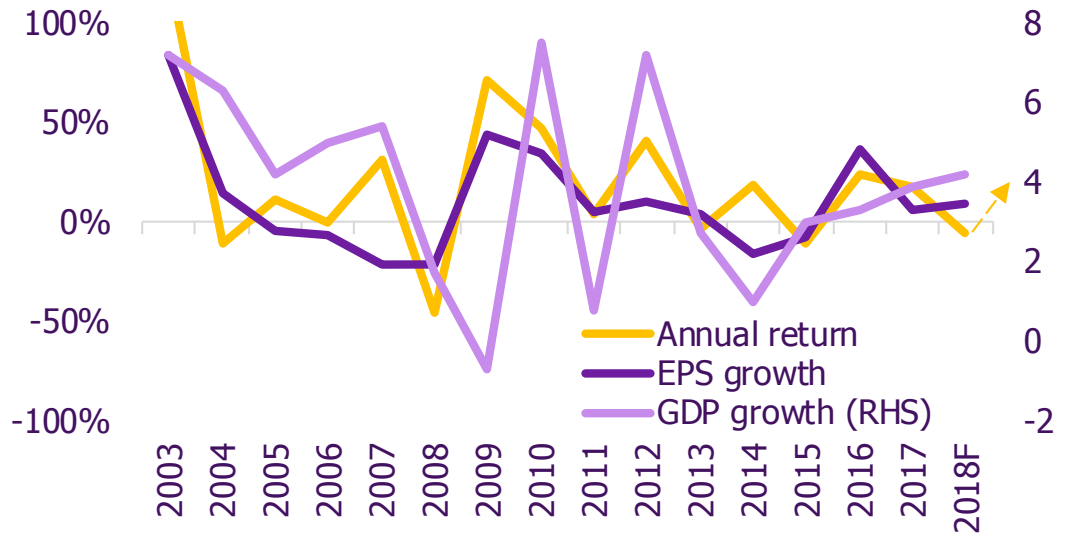
Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 54: SET ไม่เคยให้ผลตอบแทนติดลบ 2 ปีติดต่อกันนับตั้งแต่ปี 2541**



Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 55: คาดผลตอบแทนของ SET พื้นตัวในปี 2562**

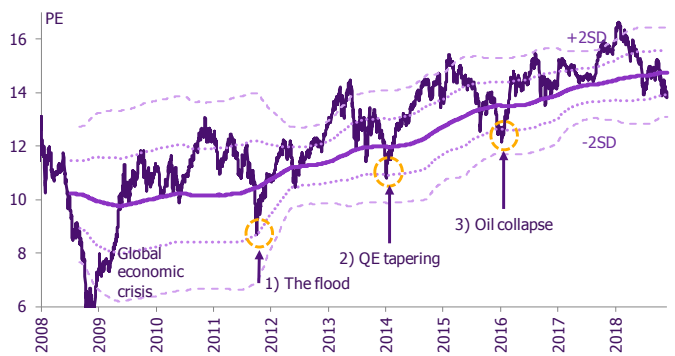


Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

**ยังคงเป้า SET index ปี 2562 ไว้ที่ 2,000 จุด** หลังจากตลาดปรับตัวลงแรงในเดือนมิ.ย. และต.ค.-พ.ย. ปัจจุบัน SET ซื้อขายใกล้กับแนวรับระดับ -1SD ซึ่งเป็นระดับที่ดึงดูดให้นักลงทุนระยะยาวกลับเข้ามาลงทุนในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา (ในกรณีที่ไม่มีวิกฤตเศรษฐกิจหรือวิกฤตการเงินเกิดขึ้น) ในกรณีนี้ เรายืนยันเป้า SET index ปี 2562 ของเราที่ 2,000 จุด ซึ่งอิงกับระดับ +1SD ของ 3-year forward PER ลดลงจากเดิมที่ +2.7SD หรือ SET ที่ 1,850 จุด ซึ่งปรับขึ้นไปถึงเมื่อต้นปี 2561 เราคาดว่า การคาดการณ์กันมากขึ้นถึงการใช้นโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นทั่วโลกจะทำให้ valuation เป้าหมายสำหรับตลาดหุ้นปรับลดลง

**สัญญาณผิดพลาดในช่วงที่ตลาดปรับตัวกลางปี แต่ครั้งนี้มีความมั่นใจมากขึ้น** SET ปรับตัวจากระดับ -1SD หรือ 1,590 จุด ในช่วงที่ปรับตัวลงแรงกลางปี ก่อนหน้านั้นเราคาดการณ์ไว้ว่า SET จะปรับตัวขึ้นมากถึง +20% ภายในสิ้นปี 2561 หลังจากให้ผลตอบแทนในระยะ 1 เดือน และ 3 เดือน ที่ประมาณ +5% และ +10% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม สัญญาณดังกล่าวเป็นสัญญาณที่ผิดพลาด และ SET พลิกกลับมาปรับตัวลดลงอีกครั้งตามตลาดหุ้นทั่วโลก สำหรับครั้งนี้ SET ปรับตัวลงทดสอบระดับ 1,600 จุด ซึ่งตอนนี้พร้อมแล้วที่จะปรับตัว โดยครั้งนี้เรามีความมั่นใจมากขึ้นว่าการปรับตัวจะยังคงดำเนินต่อไปหลังจากครั้งแรกล้มเหลว บนสมมติฐานว่าไม่มีวิกฤตการเงินหรือวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้นี้ เราคาดว่า SET จะให้ผลตอบแทน +5% ในระยะ 1 เดือน, 10% ในระยะ 3 เดือน และ +20% ในระยะ 6 เดือน

**Figure 56: ตอนนี้ SET fwd PER เทรดใกล้กับแนวรับ -1SD**



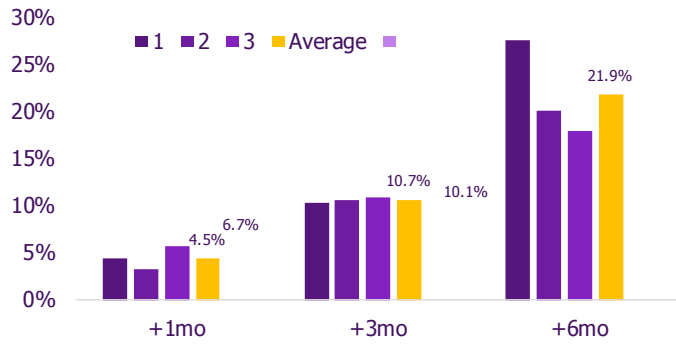
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 57: เป้า SET ที่ 2,000 จุด อ้างอิงระดับ +1SD ของ fwd PER**

	Fwd EPS	-2SD	-1SD	AVG	+1SD	+2SD
		13.0	13.9	14.7	15.6	16.4
End of 2017	108	1,400	1,490	1,580	1,670	1,770
End of 3Q18	115	1,490	1,590	1,690	1,780	1,880
End of 2018	117	1,520	1,620	1,720	1,820	1,920
End of 2019	128	1,650	1,760	1,870	1,980	2,090

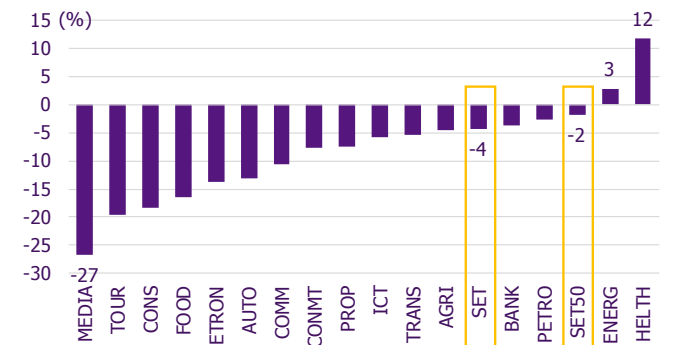
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 58: โดยปกติแล้ว SET ให้ผลตอบแทนเป็นบวกในระยะ 1 เดือน และ 3 เดือน**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 59: Only Healthcare and Energy still yield positive return YTD**

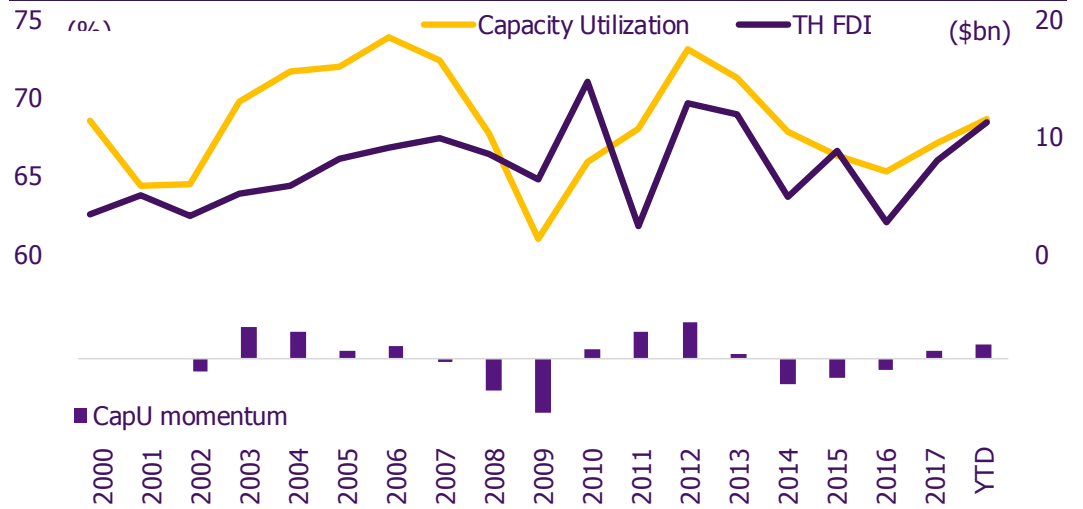


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**วัฏจักรการลงทุนมีโมเมนตัมเป็นบวกอย่างต่อเนื่อง** เราเคยกล่าวไว้ว่าการลงทุนในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในรายงานกลยุทธ์การลงทุน 4Q61 โดยพบการฟื้นตัวทั้งอัตราการใช้กำลังการผลิตจากระดับต่ำที่ 63-64% สู่ระดับใกล้ 70% ซึ่งเป็นระดับที่ผู้ผลิตมักจะเริ่มลงทุน และเงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ซึ่งฟื้นตัวกลับขึ้นมาสู่ระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2555 (ยอดรวม 12 เดือน) ทั้งนี้นับตั้งแต่ที่เราออกรายงานฉบับก่อน ตัวเลขชีพจรเกี่ยวกับอัตราการใช้กำลังการผลิตและ FDI ยังคงยืนยันแนวโน้มที่เราเคยกล่าวไว้ก่อนหน้านี้

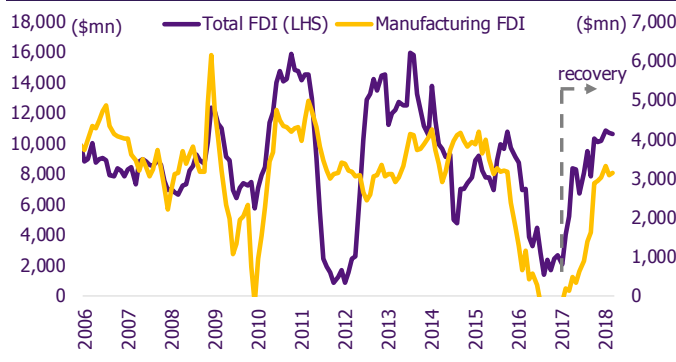
**FDI ภาคการผลิตฟื้นตัวต่อเนื่อง นำโดยกลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์** เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุน 4Q61 ว่า FDI ภาคการผลิตช่วยสนับสนุนให้ FDI ทั้งหมดฟื้นตัวดีขึ้น โดยมีกลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์เป็นองค์ประกอบสำคัญที่สนับสนุนการฟื้นตัว ยอด FDI ในเดือนม.ค.-ส.ค. 2561 (รายงานล่าสุด) อยู่ที่ US\$8.4 พันล้าน สูงกว่ายอดรวมทั้งปี 2560 ที่ US\$8.0 พันล้าน ในขณะที่ยอด FDI ภาคการผลิต ในเดือนม.ค.-ส.ค. อยู่ที่ US\$3.3 พันล้าน สูงกว่ายอดรวมทั้งปี 2560 ที่มีจำนวนเพียง US\$1.6 พันล้าน อย่างมาก

**Figure 60: อัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นส่งผลทำให้ FDI ปรับตัวขึ้นในปีหลังๆ นี้**



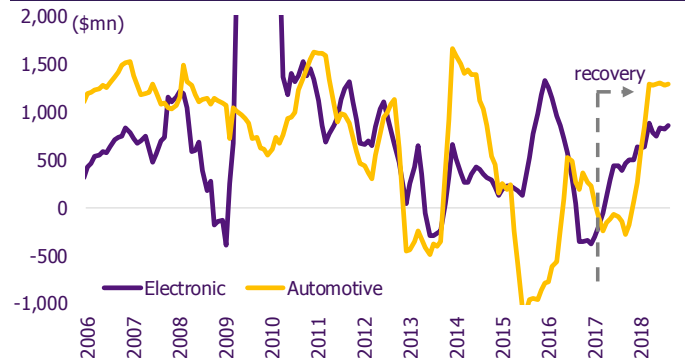
Source: OIE, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 61: FDI ทำจุดต่ำสุดในปี 2559 ทั้ง FDI ทั้งหมด และ FDI ภาคการผลิต**



Source: Bloomberg, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 62: กลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์เป็นผู้นำ**

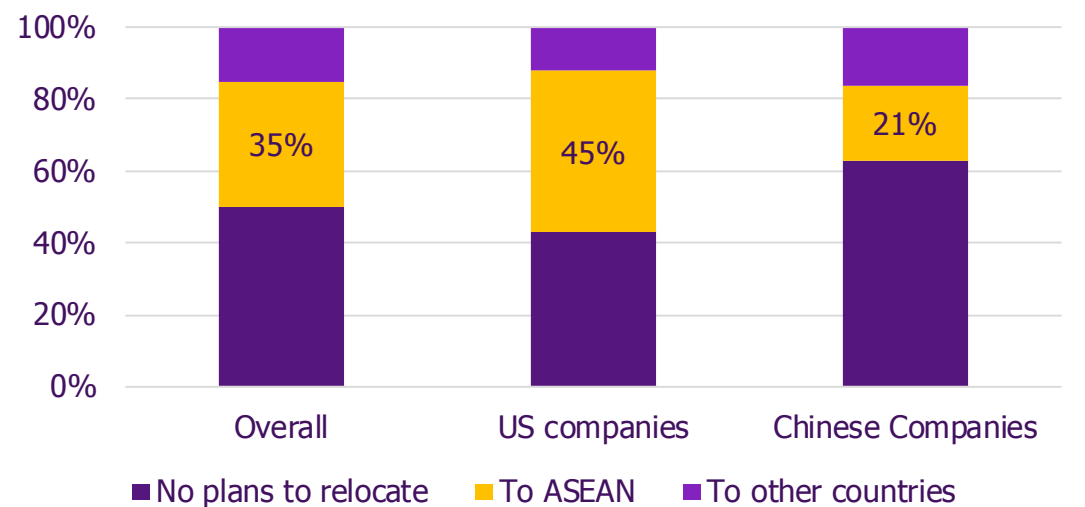


Source: Bloomberg, Bank of Thailand, SCBS Investment Research

ผลการสำรวจเดือนค.ค. ยืนยันว่าอาเซียนเป็นจุดหมายปลายทางในการย้ายฐานการผลิตอันดับต้นๆ เรากลับมาดูผลการสำรวจบริษัทในประเทศจีนที่ American Chamber of Commerce in South China จัดทำขึ้นในเดือนค.ค. บริษัทประมาณครึ่งหนึ่งในการสำรวจเปิดเผยว่ามีแผนที่จะย้ายฐานการผลิต และอาเซียน (35%) ยังคงเป็นจุดหมายปลายทางอันดับหนึ่ง ในขณะที่เมื่อเจาะลึกลงไปอีกเล็กน้อยพบว่า มีบริษัทสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น (57%) วางแผนย้ายฐานการผลิต และ 45% ในนี้จะย้ายฐานการผลิตมายังอาเซียน ในทางกลับกัน บริษัทจีน (37%) แสดงความสนใจน้อยลงที่จะย้ายฐานการผลิต และมีเพียง 21% ในนี้ที่วางแผนย้ายฐานการผลิตมายังอาเซียน เราคาดว่าความนิยมในการย้ายฐานการผลิตมายังอาเซียนจะช่วยสนับสนุนให้ FDI ไหลเข้ามาในประเทศไทย โดยเฉพาะในพื้นที่เขตส่งเสริมระเบียงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC)

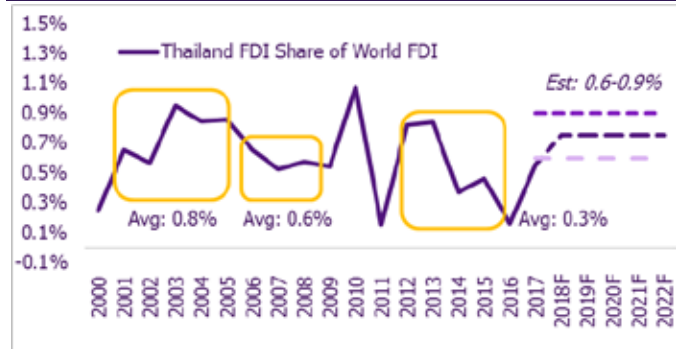
เรายังคงประมาณการเกี่ยวกับ FDI ไหลเข้า และยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม ไว้เหมือนเดิม ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางสำหรับการลงทุนที่ได้รับความนิยมอย่างมากในระหว่างปี 2544-2550 โดยสามารถดึงดูดเม็ดเงิน FDI เข้ามาได้ 0.6-0.8% ของ FDI ทั้งหมดทั่วโลกในช่วงดังกล่าว อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยกลายเป็นจุดหมายปลายทางสำหรับการลงทุนที่น่าสนใจลดน้อยลงในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินโลกในปี 2551-2552 และนำท่วมใหญ่ในปี 2554 ต่อมาในปี 2555 FDI และยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วแล้วชะลอตัวลง และการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก็หดหายไป ส่งผลทำให้สัดส่วนของ FDI ในประเทศไทยต่อ FDI ทั้งหมดทั่วโลกปรับตัวลดลงสู่ระดับเฉลี่ย 0.3% เรายังคงประมาณการของเราที่ว่าสัดส่วนของ FDI ในประเทศไทยต่อ FDI ทั้งหมดทั่วโลกจะฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 0.6-0.9% โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) โครงการลงทุน EEC ที่กำลังจะเกิดขึ้น นำโดยการริเริ่มของรัฐบาล; 2) การย้ายฐานการผลิตสืบเนื่องมาจากสงครามการค้า ซึ่งจะส่งผลทำให้ FDI ไหลเข้ามาจำนวนมาก; 3) อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ฟื้นตัวขึ้นจากการลงทุนในทรัพย์สินประเภททุน เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะดึงดูด FDI ให้เข้ามาได้รวม US\$1.0-1.6 หมื่นล้าน สะท้อนถึงยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมแข็งแกร่งที่ประมาณ 5,000-8,000 ไร่ต่อปี

**Figure 63: ผลการสำรวจล่าสุดแสดงให้เห็นว่าอาเซียนเป็นจุดหมายปลายทางในการย้ายฐานการผลิตอันดับหนึ่ง**



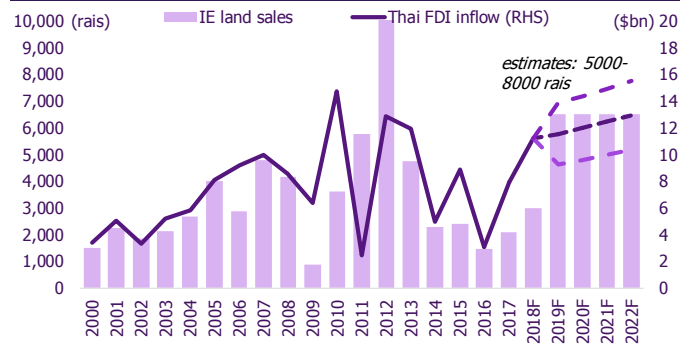
Source: AmCham South China survey, SCBS Investment Research

**Figure 64: คาดสัดส่วนของ FDI ในประเทศไทยต่อ FDI ทั้งหมดทั่วโลก จะฟื้นตัวกลับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 0.6-0.9%**



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

**Figure 65: สะท้อนถึงยอดขายที่ดินนิคมฯ ที่แข็งแกร่ง เรายังคงประมาณการตามหลักอนุรักษนิยมไว้ที่ 5,000-8,000 ไร่/ปี**

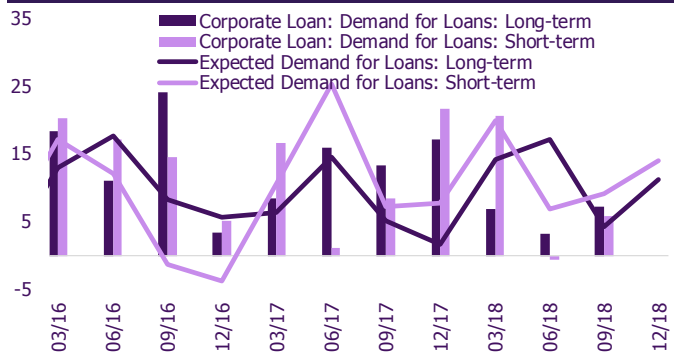


Source: Bank of Thailand, CBRE, SCBS Investment Research

ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อฉบับล่าสุดของ ธปท. แสดงให้เห็นว่าสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้น การลงทุนภายในประเทศที่ฟื้นตัวขึ้นมีแนวโน้มที่จะส่งผลต่อเนื่องไปถึงกลุ่มธนาคาร ผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อฉบับล่าสุดของ ธปท. ส่งสัญญาณว่าความต้องการสินเชื่อจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะสินเชื่อระยะยาว/ระยะสั้น และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ ซึ่งเป็นหลักฐานที่ยืนยันถึงการลงทุนภายในประเทศ ภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อสำหรับ 4Q61 บ่งชี้ว่าความต้องการสินเชื่อจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในทุกๆ ประเภท ทั้งสินเชื่อระยะยาว/ระยะสั้นสำหรับธุรกิจทุกขนาด และสินเชื่อภาคครัวเรือนทุกประเภท

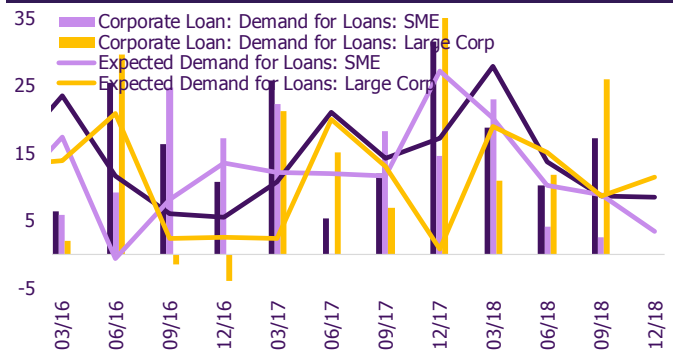
แถลงผลการประชุม กนง. ฉบับล่าสุด ก็ส่งสัญญาณถึงการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ส่งผลต่อ NIM แถลงผลการประชุม กนง. เมื่อวันที่ 14 พ.ย. แสดงให้เห็นว่าคณะกรรมการ กนง.เล็งเห็นถึงความจำเป็นที่จะต้องดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษลดน้อยลง โดยส่งสัญญาณว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปัจจุบันที่ 1.5% ในอนาคตอันใกล้นี้ ความเคลื่อนไหวดังกล่าวจะกระตุ้นให้ธนาคารพาณิชย์ปรับอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MLR เพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อ NIM เราเชื่อว่า NIM ของธนาคารจะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูง และแนวโน้มกำไรของกลุ่มธนาคารจะสดใสมากขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการสินเชื่อเพิ่มมากขึ้น และส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น

**Figure 66: ความต้องการสินเชื่อภาคธุรกิจทั้งระยะสั้นและระยะยาวจะปรับตัวเพิ่มขึ้น**



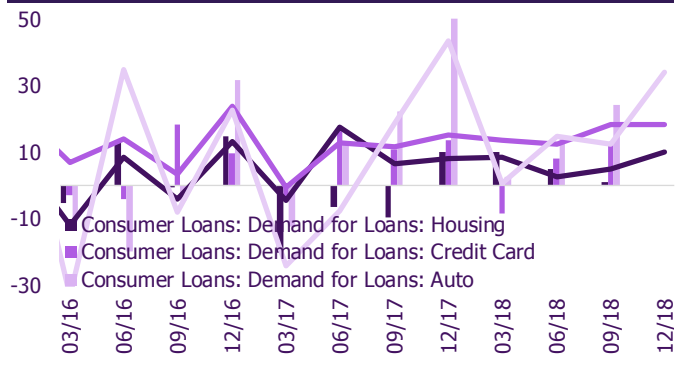
Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 67: EEC จะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้น**



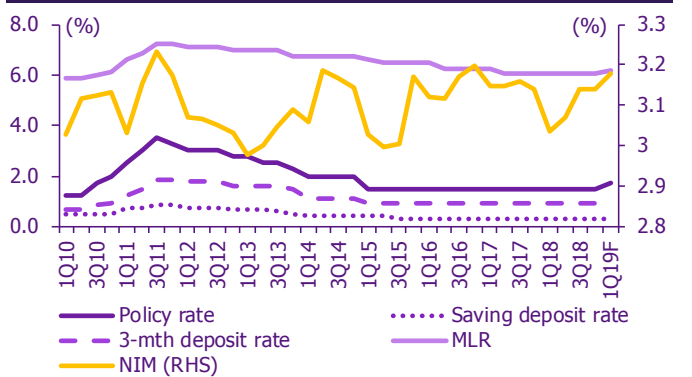
Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 68: สินเชื่อภาคครัวเรือนทุกประเภทจะขยายตัวเพิ่มขึ้น**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 69: NIM จะเพิ่มขึ้น นำโดย MLR และอัตราดอกเบี้ยนโยบาย**

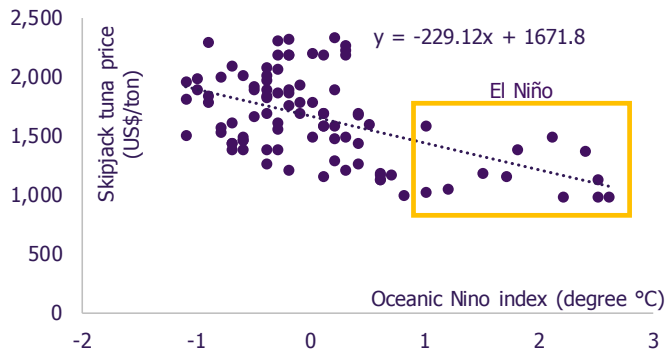


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research



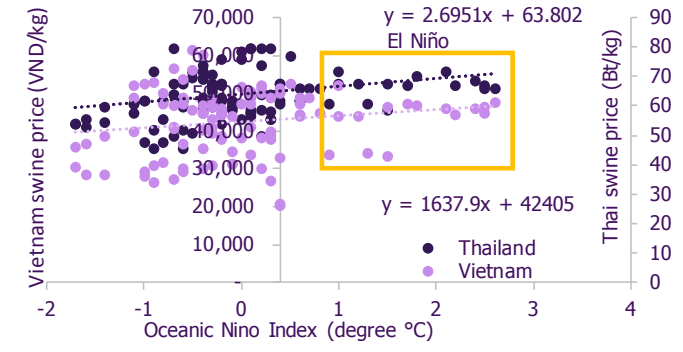
วัฏจักรราคาหมูและปลาทูน่ากลับมาส่งผลดีต่อผู้ประกอบการกลุ่มอาหาร นักวิเคราะห์กลุ่มอาหารของเรา คาดว่าวัฏจักรราคาหมูและปลาทูน่าจะกลับมาส่งผลดีต่อผู้ประกอบการกลุ่มอาหาร เพราะธุรกิจหมูมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนปลาทูน่าที่ถดถอยลง YTD และธุรกิจหมูจะได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในตลาดภูมิภาคที่ฟื้นตัวดีขึ้น ในขณะที่มีรายงานว่าการเปลี่ยนแปลงทางสภาพภูมิอากาศ (อุณหภูมิ) ทั่วโลก ส่งผลกระทบต่อการอพยพย้ายถิ่นของปลา และสัตว์บก เราทำการวิเคราะห์การถดถอยอย่างง่ายระหว่างต้นทุนปลาทูน่าที่ถดถอยกับราคาหมูในเวียดนามและไทย และพบว่าต้นทุนปลาทูน่ามีแนวโน้มปรับตัวลดลงเมื่อเกิดปรากฏการณ์เอลนีโญ (เมื่ออุณหภูมิน้ำทะเลในมหาสมุทรแปซิฟิกสูงกว่าค่าเฉลี่ย) ในขณะเดียวกัน ราคาหมูทั้งในเวียดนามและไทยมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วงที่เกิดปรากฏการณ์เอลนีโญ การพยากรณ์ความผิดปกติของสภาพภูมิอากาศโดย NOAA แสดงให้เห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเกิดปรากฏการณ์เอลนีโญ (อุณหภูมิสูง) ในอีก 10 เดือนข้างหน้า ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยสนับสนุนผู้ประกอบการธุรกิจอาหาร นอกเหนือจากต้นทุนปลาทูน่าระดับต่ำในปัจจุบันและราคาหมูที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

**Figure 70: ปรากฏการณ์เอลนีโญส่งผลดีต่อต้นทุนปลาทูน่าของ TU**



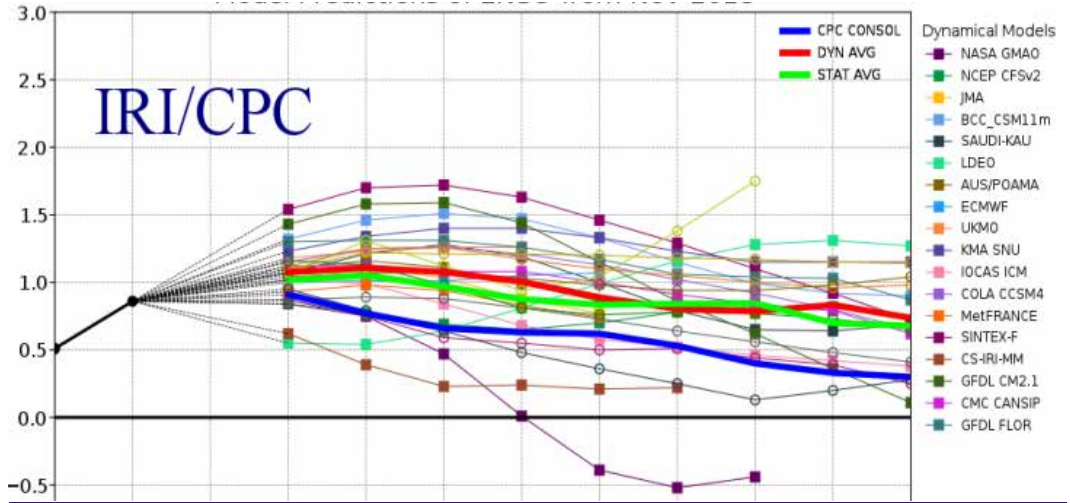
Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 71: ปรากฏการณ์เอลนีโญส่งผลดีต่อราคาหมูด้วยเช่นกัน**



Source: Bank of Thailand, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 72: คาดเกิดปรากฏการณ์เอลนีโญกำลังอ่อนในอีก 10 เดือนข้างหน้า**



Source: AmCham South China survey, SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน 1Q62: “ทะยาน” - CPF TU ROJNA WHA BBL และ KTB ในปี 2561 SET ให้ผลตอบแทนติดลบเช่นเดียวกับสินทรัพย์เพื่อการลงทุนอื่นๆ ทั่วโลก ส่วนทางกับปัจจัยพื้นฐานที่ GDP และ EPS ยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เรามีความมั่นใจมากขึ้นว่าปี 2562 จะเป็นปีที่ SET ให้ผลตอบแทนที่ดี โดยได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มที่กล่าวไว้ในรายงานฉบับก่อนหน้าเกี่ยวกับวัฏจักรการลงทุนและการขึ้นอัตราดอกเบี้ย ซึ่งแนวโน้มสองอย่างนี้ยังคงดำเนินต่อเนื่องพร้อมกับความมั่นใจมากขึ้น นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่กำลังมาใหม่ คือ วัฏจักรราคาหมูและปลาทูน่าที่ส่งผลดีต่อผู้ประกอบการธุรกิจอาหาร เมื่อนำมาปัจจัยบวกเหล่านี้มารวมกันแล้ว เราคาดว่ากลุ่มอาหาร (CPF TU) นิคมอุตสาหกรรม (ROJNA WHA) และธนาคาร (BBL KTB) จะปรับตัว outperform ตลาดใน 1Q62

This page is left blank intentionally

# เจริญโภคภัณฑ์อาหาร

บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร  
จำกัด (มหาชน)

CPF

Bloomberg CPF TB  
Reuters CPF.BK



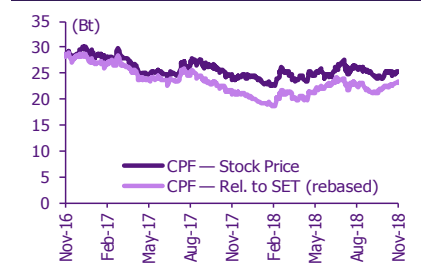
## ชื่อ

### Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	25.00
12-m target price (Bt)	32.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.00
Mkt cap (Btbn)	215.28
Mkt cap (US\$mn)	6,535

Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.29
Sector % SET	0.43
Shares issued (mn)	8,611
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	25.5 / 25
Avg. daily 6m (US\$mn)	20.02
Foreign limit / actual (%)	40 / 27
Free float (%)	45.5
Dividend policy (%)	~ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.8	(4.8)	1.2
Relative to SET	0.9	(0.0)	5.5

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	32.00
12-month dividend	(Bt)	0.75
Capital gain	(%)	28.00
Dividend yield	(%)	3.00
Total return	(%)	31.00

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

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

## แนวโน้มดีขึ้น

ราคาหุ้น CPF ลดลง 4% (outperform SET อยู่ 1% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา) ยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้มกำไรขาขึ้นของบริษัท CPF รายงานกำไรปกติเติบโตดีที่สุดในกลุ่มอาหารใน 3Q61 โดยเพิ่มขึ้น YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 1Q60 เราคาดว่า CPF จะรายงานกำไรปกติ 4Q61 เติบโตดีขึ้น YoY (ฟื้นตัวจากขาดทุนปกติใน 4Q60) และแข็งแกร่งมากยิ่งขึ้นในปี 2562 หลักๆ ได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในเวียดนามและไทยที่สูงขึ้นจากการปรับอุปทาน ณ ราคาปัจจุบัน หุ้น CPF ซื้อขายที่มูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL (ถือหุ้น 34%) แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 32 บาท

ธุรกิจหมูในเวียดนามปรับตัวดีขึ้น รายได้ 15% ของ CPF มาจากเวียดนาม ทั้งนี้หลังจากธุรกิจหมูขาดทุนมานานกว่า 1 ปีในปี 2560-1Q61 การลดอุปทานลงจำนวนมากก็ส่งผลทำให้ราคาหมูฟื้นตัวสู่ VND50,600/กก. (+64% YoY) ใน 3Q61 และ VND49,000/กก. (+78% YoY) ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน สูงกว่าจุดคุ้มทุนของ CPF ที่ VND35,000/กก. การปรับอุปทานอย่างต่อเนื่องทำให้ CPF คาดว่าราคาหมูจะยังอยู่ในระดับสูงต่อไปอีก 1-3 ปี

ธุรกิจในประเทศปรับตัวดีขึ้น นำโดยธุรกิจหมู รายได้ 32% ของ CPF มาจากธุรกิจในประเทศธุรกิจหมู ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน ราคาหมูปรับขึ้นสู่ 64-65 บาท/กก. (+29% YoY และ +3% QoQ) สูงกว่าจุดคุ้มทุนของ CPF ที่ 58-60 บาท/กก. CPF คาดว่าการปรับอุปทานอย่างต่อเนื่องจะช่วยให้ราคาหมูปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกใน 4Q61-ปี 2562 ธุรกิจไก่ ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน ราคาไก่อยู่ที่ 33 บาท/กก. (ทรงตัว YoY และ QoQ) ใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุนที่ 32-33 บาท/กก. การปรับอุปทานอย่างต่อเนื่องและความต้องการไก่ไทยเพิ่มมากขึ้นจากจีน ทำให้ CPF คาดว่าราคาจะปรับตัวขึ้นอีกในปี 2562 ธุรกิจกุ้ง ในปี 2561 CPF ได้รับผลกระทบจากต้นทุนปลาป่นที่สูงขึ้น ในขณะที่การผลิตกุ้งไทยมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยในปีนี้ โดยส่วนหนึ่งเกิดจากราคากุ้งระดับต่ำ เนื่องจากอุปทานทั่วโลกสูง CPF คาดว่าผู้ผลิตกุ้งไทยจะปรับตัวเพื่อให้เติบโตโดยจะเปลี่ยนจากการเลี้ยงกุ้งขนาดเล็ก (ไม่สามารถต่อสู้กับผู้ผลิตต้นทุนต่ำกว่าในเวียดนามและอินเดีย) มาเลี้ยงกุ้งที่มีขนาดใหญ่ขึ้น บวกกับผลผลิตสัตว์น้ำที่ฟื้นตัวมากขึ้น

ธุรกิจอื่นๆ ในต่างประเทศยังแข็งแกร่ง รายได้ 27% ของ CPF มาจากจีน ซึ่งเติบโต 10% YoY ใน 3Q61 ธุรกิจอาหารสัตว์ในจีนแข็งแกร่ง เนื่องจากการระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกันในหมู (African Swine Fever) เกิดขึ้นในพื้นที่จำกัด ทั้งๆ ที่ประสบกับปัญหาเงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่า แต่ธุรกิจของ CPF ในตุรกี ฟิลิปปินส์ และอินเดีย ยังสามารถทำกำไรได้ในระดับที่แข็งแกร่ง ธุรกิจในรัสเซียปรับตัวดีขึ้น โดยเกิดจากธุรกิจไก่ที่แข็งแกร่งมากขึ้น ซึ่งมากพอชดเชยค่าใช้จ่ายพิเศษ 355 ลบ. ที่เกิดจากการระบาดของโรค African Swine Fever ในฟาร์มหมูแห่งหนึ่งซึ่งถูกรับรู้ไปแล้วใน 3Q61 ธุรกิจในสหรัฐฯ ยังอ่อนแอ โดยมีเพียงประเทศนี้ที่ยังคงสร้างผลขาดทุนให้กับ CPF เนื่องจากค่าใช้จ่ายการตลาดปรับเพิ่มขึ้นเพื่อกระตุ้นยอดขายหลังจากออกผลิตภัณฑ์ใหม่

Valuation น่าสนใจ ซื้อขายที่มูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL ปัจจุบัน CPF ซื้อขายที่มูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL (ถือหุ้น 34%) ยังไม่ได้สะท้อนความสามารถในการทำกำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่เมื่อมองย้อนกลับไปที่เมื่อธุรกิจของบริษัทสามารถทำกำไรได้ในปี 2559-9M60 หุ้น CPF ซื้อขายสูงกว่ามูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL อยู่โดยเฉลี่ย 20%

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btbn)	464,465	501,507	540,380	571,373	588,890
EBITDA	(Btbn)	45,678	31,024	33,412	36,789	38,414
Core profit	(Btbn)	14,166	6,603	6,457	8,811	10,832
Reported profit	(Btbn)	15,285	15,134	14,672	8,811	10,832
Core EPS	(Bt)	1.92	0.79	0.71	0.99	1.24
DPS	(Bt)	0.95	0.75	0.75	0.75	0.75
P/E, core	(x)	13.0	31.7	35.3	25.2	20.2
EPS growth, core	(%)	431.1	(58.9)	(10.3)	40.3	24.7
P/BV, core	(x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
ROE	(%)	7.7	3.1	2.8	3.7	4.5
Dividend yield	(%)	3.8	3.0	3.0	3.0	3.0
FCF yield	(x)	(17.1)	(2.7)	5.3	0.7	1.8
EV/EBIT	(x)	13.7	27.3	25.4	22.3	21.4
EBIT growth, core	(%)	96.5	(50.2)	9.3	15.0	4.8
EV/CE	(x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
ROCE	(%)	5.8	2.6	2.3	2.6	2.7
EV/EBITDA	(x)	10.0	14.7	13.8	12.7	12.2
EBITDA growth	(%)	69.0	(32.1)	7.7	10.1	4.4

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	389,251	426,039	421,355	464,465	501,507	540,380	571,373	588,890
Cost of goods sold	(Btmn)	(350,394)	(368,760)	(363,287)	(391,822)	(441,422)	(476,368)	(500,475)	(514,355)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>38,857</b>	<b>57,280</b>	<b>58,068</b>	<b>72,643</b>	<b>60,086</b>	<b>64,012</b>	<b>70,897</b>	<b>74,535</b>
SG&A	(Btmn)	(36,963)	(42,812)	(46,889)	(45,473)	(50,311)	(52,687)	(56,852)	(59,478)
Other income	(Btmn)	2,108	2,800	2,725	3,192	3,261	3,161	3,171	3,268
Interest expense	(Btmn)	(7,937)	(8,903)	(9,614)	(10,601)	(11,743)	(11,268)	(11,479)	(11,386)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(3,936)</b>	<b>8,366</b>	<b>4,290</b>	<b>19,760</b>	<b>1,292</b>	<b>3,218</b>	<b>5,737</b>	<b>6,939</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,510	(2,717)	(1,964)	(5,542)	(159)	(965)	(2,008)	(2,429)
Equity a/c profits	(Btmn)	4,947	4,869	5,221	6,512	7,983	8,534	9,771	11,151
Minority interests	(Btmn)	(2,255)	(3,574)	(4,879)	(6,566)	(2,514)	(4,330)	(4,689)	(4,829)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>267</b>	<b>6,943</b>	<b>2,667</b>	<b>14,166</b>	<b>6,603</b>	<b>6,457</b>	<b>8,811</b>	<b>10,832</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	6,552	3,410	8,272	1,120	8,531	8,215	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,819</b>	<b>10,354</b>	<b>10,940</b>	<b>15,285</b>	<b>15,134</b>	<b>14,672</b>	<b>8,811</b>	<b>10,832</b>
EBITDA	(Btmn)	10,439	29,073	27,024	45,678	31,024	33,412	36,789	38,414
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.94</b>	<b>0.36</b>	<b>1.92</b>	<b>0.79</b>	<b>0.71</b>	<b>0.99</b>	<b>1.24</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.92	1.40	1.48	2.07	1.89	1.70	0.99	1.24
DPS (Bt)	(Bt)	0.50	0.75	0.75	0.95	0.75	0.75	0.75	0.75

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	124,244	146,253	159,993	166,369	164,447	168,364	173,097	176,973
Total fixed assets	(Btmn)	240,760	270,510	334,269	415,810	429,050	436,943	443,908	450,720
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>365,003</b>	<b>416,764</b>	<b>494,263</b>	<b>582,179</b>	<b>593,497</b>	<b>605,307</b>	<b>617,005</b>	<b>627,693</b>
Total loans	(Btmn)	186,405	195,928	258,151	312,728	288,710	284,687	289,187	292,627
Total current liabilities	(Btmn)	115,001	123,285	186,291	190,499	190,618	183,207	210,782	232,049
Total long-term liabilities	(Btmn)	120,429	129,513	134,247	197,974	176,237	185,740	167,244	152,024
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>235,431</b>	<b>252,798</b>	<b>320,538</b>	<b>388,473</b>	<b>366,855</b>	<b>368,947</b>	<b>378,025</b>	<b>384,074</b>
Paid-up capital	(Btmn)	7,743	7,743	7,743	7,743	8,611	8,611	8,611	8,611
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>129,573</b>	<b>163,966</b>	<b>173,725</b>	<b>193,706</b>	<b>226,642</b>	<b>236,360</b>	<b>238,979</b>	<b>243,619</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>17.54</b>	<b>22.19</b>	<b>23.51</b>	<b>26.22</b>	<b>29.35</b>	<b>28.63</b>	<b>28.95</b>	<b>29.51</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	267	6,943	2,667	14,166	6,603	6,457	8,811	10,832
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,591	8,963	10,031	12,285	14,386	15,224	15,880	16,494
Operating cash flow	(Btmn)	9,452	23,185	20,862	31,231	17,256	40,992	31,194	33,973
Investing cash flow	(Btmn)	(24,222)	(33,164)	(51,868)	(62,784)	(22,482)	(29,980)	(29,708)	(30,169)
Financing cash flow	(Btmn)	17,792	23,533	30,755	29,618	(2,517)	(8,977)	(1,692)	(2,752)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,022</b>	<b>13,555</b>	<b>(251)</b>	<b>(1,934)</b>	<b>(7,744)</b>	<b>2,035</b>	<b>(207)</b>	<b>1,052</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	10.0	13.4	13.8	15.6	12.0	11.8	12.4	12.7
Operating margin	(%)	0.5	3.4	2.7	5.8	1.9	2.1	2.5	2.6
EBITDA margin	(%)	2.7	6.8	6.4	9.8	6.2	6.2	6.4	6.5
EBIT margin	(%)	1.0	4.1	3.3	6.5	2.6	2.7	3.0	3.1
Net profit margin	(%)	1.8	2.4	2.6	3.3	3.0	2.7	1.5	1.8
ROE	(%)	0.2	4.7	1.6	7.7	3.1	2.8	3.7	4.5
ROA	(%)	0.1	1.8	0.6	2.6	1.1	1.1	1.4	1.7
Net D/E	(x)	1.3	1.0	1.2	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
Interest coverage	(x)	1.3	3.3	2.8	4.3	2.6	3.0	3.2	3.4
Debt service coverage	(x)	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
Payout Ratio	(%)	52.3	52.5	50.1	47.7	39.3	44.1	75.6	60.6

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total sales growth	(%)	9.0	9.5	(1.1)	10.2	8.0	7.8	5.7	3.1
GPM from Thai-livestock	(%)	12.0	15.9	12.7	15.3	11.4	7.5	8.5	10.0
GPM from Thai-aquatic	(%)	(6.3)	(3.3)	6.0	12.3	10.2	7.5	8.0	9.0
GPM from CPP HK	(%)	12.7	15.9	17.6	17.7	10.8	15.0	15.5	15.0
GPM from other overseas	(%)	5.3	8.7	9.7	13.5	14.7	12.5	12.5	12.5
FX	(Bt/US\$1)	30.7	32.5	34.2	35.3	33.9	32.0	33.0	33.0

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	(Btmn)	119,626	119,617	125,970	126,437	129,484	120,516	136,353	141,393
Cost of goods sold	(Btmn)	(104,004)	(104,437)	(111,235)	(108,877)	(116,873)	(109,164)	(119,715)	(121,783)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>15,622</b>	<b>15,180</b>	<b>14,735</b>	<b>17,560</b>	<b>12,611</b>	<b>11,352</b>	<b>16,638</b>	<b>19,610</b>
SG&A	(Btmn)	(11,437)	(11,586)	(12,194)	(13,176)	(13,355)	(11,847)	(13,279)	(12,671)
Other income	(Btmn)	1,225	754	879	790	838	719	843	795
Interest expense	(Btmn)	(2,856)	(3,071)	(3,003)	(2,830)	(2,840)	(2,783)	(2,835)	(2,746)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,554</b>	<b>1,276</b>	<b>418</b>	<b>2,344</b>	<b>(2,745)</b>	<b>(2,558)</b>	<b>1,366</b>	<b>4,988</b>
Corporate tax	(Btmn)	(669)	499	(109)	(727)	178	419	(660)	(1,362)
Equity a/c profits	(Btmn)	1,605	1,954	1,861	2,015	2,152	2,216	1,942	2,096
Minority interests	(Btmn)	(1,735)	(926)	(313)	(855)	(420)	(152)	(764)	(1,892)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,755</b>	<b>2,803</b>	<b>1,857</b>	<b>2,777</b>	<b>(835)</b>	<b>(74)</b>	<b>1,884</b>	<b>3,830</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(17)	1,152	2,207	2,136	3,161	3,123	4,010	1,082
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,738</b>	<b>3,955</b>	<b>4,064</b>	<b>4,914</b>	<b>2,326</b>	<b>3,049</b>	<b>5,894</b>	<b>4,912</b>
EBITDA	(Btmn)	8,984	8,776	7,792	9,606	4,850	4,956	8,887	12,609
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.37</b>	<b>0.23</b>	<b>0.33</b>	<b>(0.12)</b>	<b>(0.03)</b>	<b>0.21</b>	<b>0.47</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.24	0.53	0.53	0.60	0.27	0.35	0.70	0.60

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total current assets	(Btmn)	166,369	161,724	161,375	159,672	164,447	172,101	184,959	179,545
Total fixed assets	(Btmn)	415,810	418,129	416,725	423,911	429,050	432,497	440,045	438,399
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>582,179</b>	<b>579,853</b>	<b>578,100</b>	<b>583,584</b>	<b>593,497</b>	<b>604,598</b>	<b>625,004</b>	<b>617,944</b>
Total loans	(Btmn)	312,728	301,599	299,665	285,324	288,710	301,073	315,260	322,484
Total current liabilities	(Btmn)	190,499	174,509	183,811	177,763	190,618	188,560	184,213	189,203
Total long-term liabilities	(Btmn)	197,974	196,144	188,426	180,177	176,237	190,932	211,228	210,333
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>388,473</b>	<b>370,653</b>	<b>372,236</b>	<b>357,940</b>	<b>366,855</b>	<b>379,492</b>	<b>395,442</b>	<b>399,536</b>
Paid-up capital	(Btmn)	75,603	79,487	80,245	80,761	83,045	85,790	89,640	91,373
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>193,706</b>	<b>209,200</b>	<b>205,863</b>	<b>225,644</b>	<b>226,642</b>	<b>225,106</b>	<b>229,563</b>	<b>218,408</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>26.22</b>	<b>28.32</b>	<b>27.86</b>	<b>28.49</b>	<b>27.68</b>	<b>27.50</b>	<b>28.04</b>	<b>26.68</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Core Profit	(Btmn)	1,738	3,955	4,064	4,914	2,326	3,049	5,894	4,912
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,237	3,475	3,536	3,555	3,819	3,697	3,824	3,819
Operating cash flow	(Btmn)	1,446	(1,986)	8,666	7,171	3,405	(2,747)	2,267	10,967
Investing cash flow	(Btmn)	(51,451)	(6,672)	(1,100)	(6,372)	(8,337)	(10,642)	(4,294)	(7,392)
Financing cash flow	(Btmn)	40,419	3,320	(8,855)	(1,202)	4,219	13,792	7,414	(1,888)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(9,586)</b>	<b>(5,338)</b>	<b>(1,289)</b>	<b>(403)</b>	<b>(714)</b>	<b>403</b>	<b>5,386</b>	<b>1,687</b>

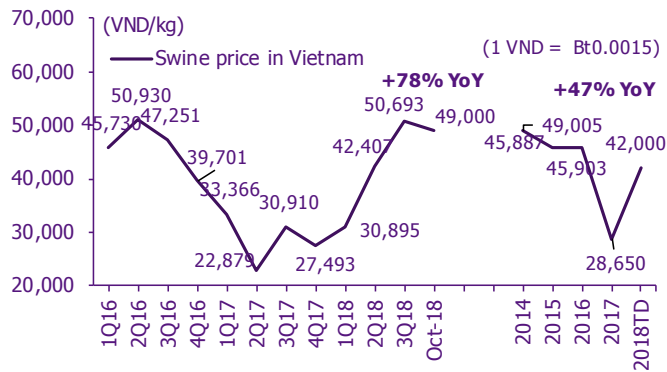
### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Gross margin	(%)	13.1	12.7	11.7	13.9	9.7	9.4	12.2	13.9
Operating margin	(%)	3.5	3.0	2.0	3.5	(0.6)	(0.4)	2.5	4.9
EBITDA margin	(%)	7.5	7.3	6.2	7.6	3.7	4.1	6.5	8.9
EBIT margin	(%)	4.5	3.6	2.7	4.1	0.1	0.2	3.1	5.5
Net profit margin	(%)	1.5	3.3	3.2	3.9	1.8	2.5	4.3	3.5
ROE	(%)	3.7	5.6	3.6	5.1	(1.5)	(0.1)	3.3	6.8
ROA	(%)	1.3	1.9	1.3	1.9	(0.6)	(0.0)	1.2	2.5
Net D/E	(x)	1.4	1.3	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
Interest coverage	(x)	3.1	2.9	2.6	3.4	1.7	1.8	3.1	4.6
Debt service coverage	(x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4

### Key statistics

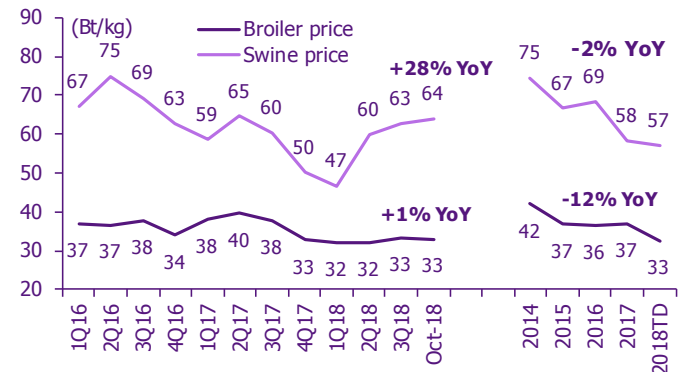
FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total sales growth	(%)	9.2	13.4	7.9	3.2	8.2	0.8	8.2	11.8
GPM from Thai-livestock	(%)	12.5	12.2	13.1	12.4	7.9	5.1	5.9	7.7
GPM from Thai-aquatic	(%)	7.5	13.6	8.2	12.5	7.0	10.7	3.9	10.0
GPM from CPP HK	(%)	14.0	12.1	7.5	13.8	9.8	10.5	15.7	18.4
GPM from other overseas	(%)	13.9	14.0	16.9	16.0	12.2	12.1	14.8	13.7
FX	(Bt/US\$1)	35.4	35.1	34.3	33.4	33.0	31.5	31.9	32.9

**Figure 1: In October, swine price in Vietnam surged 78% YoY as supply adjusted**



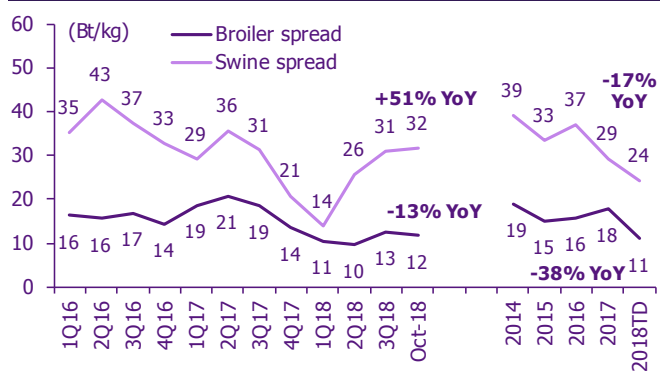
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 2: In October, local swine price rose 28% YoY; broiler price was flat YoY**



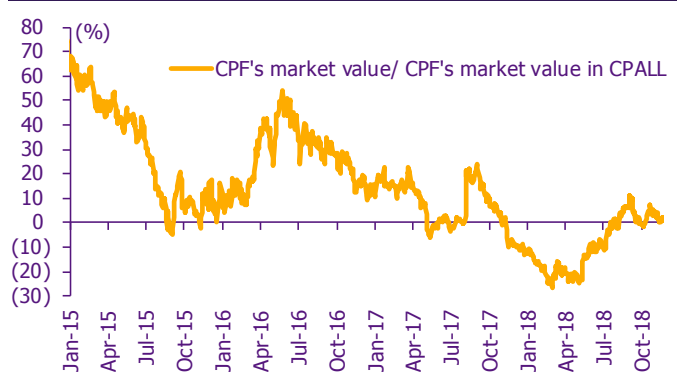
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 3: In October, local swine spread (price minus feed costs) rose YoY; broiler spread dropped YoY**



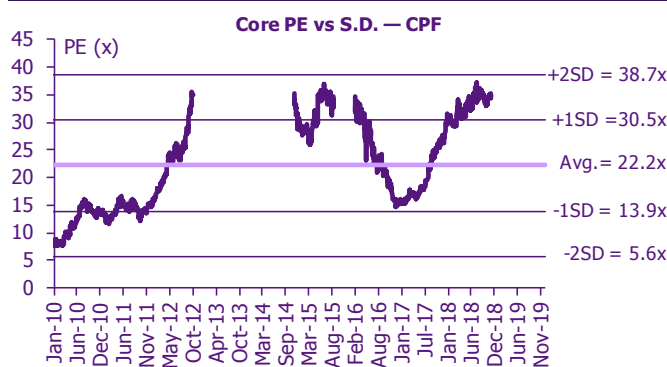
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 4: CPF is trading at only its market value in CPALL despite its stronger operational outlook**



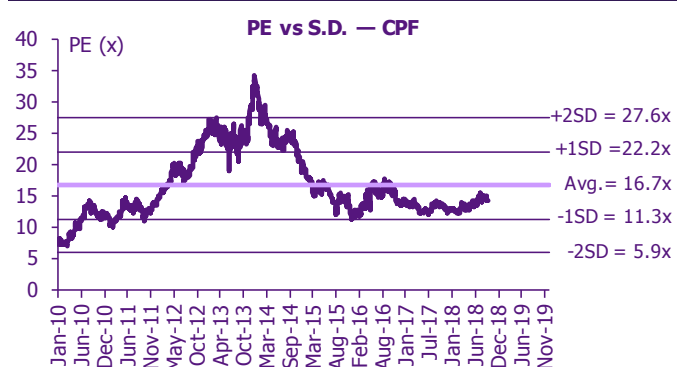
Source: SCBS Investment Research

**Figure 5: CPF's core PE band in 2010-18**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 6: CPF's PE band in 2010-18**



Source: SCBS Investment Research



## กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1% outperform SET อยู่ 6% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนกำไรที่ปรับตัวดีขึ้นใน 3Q61 โดยเติบโต YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 1Q59 ราคาหุ้น TU มีแนวโน้มปรับตัว outperform อย่างต่อเนื่อง เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้น YoY ใน 4Q61 และปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนวัตถุดิบทุ่นาระดับต่ำ (ปรับตัวตามหลังราคาทุ่น spot price ระดับต่ำในปัจจุบันไม่เกิน 6 เดือน) การปรับราคาผลิตภัณฑ์ และเงินบาทที่อ่อนค่าเมื่อเทียบกับ US\$ ราคาหุ้น TU ยังอยู่ในระดับต่ำ ทั้งๆ ที่ราคาทุ่นาลดลงตั้งแต่เดือนค.ค. 2560 ตรงข้ามกับเมื่อครั้งที่ราคาทุ่นาลดลงก่อนหน้านี้ ซึ่งส่งผลทำให้ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 23 บาท

ธุรกิจทุ่นาพื้นผิว ราคาปลาทุ่นาทองแถบอยู่ที่ US\$1,525/ตัน (-34% YoY และ -8% MoM) ในเดือนค.ค. และ US\$1,566/ตัน (-16% YoY) ใน 10M61 TU คาดว่าราคาปลาทุ่นาทองแถบจะยังอยู่ในระดับต่ำในช่วง US\$1,500-1,600/ตัน ใน 4Q61 (เทียบกับ US\$1,800-2,300/ตัน ใน 4Q60) เนื่องจาก TU เก็บสต็อกทุ่นาไว้ 3-6 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่แท้จริงของบริษัทจะยังอยู่ในระดับต่ำใน 4Q61-1Q62 เมื่อรวมกับการปรับราคาผลิตภัณฑ์แบบเรตได้สำเร็จใน 2Q61 จะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรและกำไรของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้น

ผลการดำเนินงานของ Red Lobster จะปรับตัวดีขึ้น TU รายงานส่วนแบ่งกำไรปกติจาก Red Lobster (ไม่รวมรายการพิเศษ) จำนวน 522 ลบ. (11% ของกำไรปกติของ TU) ในปี 2560 และ 591 ลบ. (22% ของกำไรปกติ) ใน 9M61 นอกเหนือจากรายได้อื่น (เครดิตภาษี, ค่าธรรมเนียมการบริหาร, รายได้ดอกเบี้ย มีจำนวนมากกว่าดอกเบี้ยจ่าย) แล้ว กำไรปกติดังกล่าวยังประกอบด้วยส่วนแบ่งขาดทุน 196 ลบ.ในปี 2560 และส่วนแบ่งกำไร 15 ลบ.ใน 9M61 ด้วย ทั้งนี้ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า TU วางแผนผลักดันให้ผลการดำเนินงานของ Red Lobster ปรับตัวดีขึ้นดีกว่าจุดคุ้มทุนผ่านการเสนอเมนูที่น่าสนใจมากขึ้น และช่วงเวลา "happy hours" เพื่อดึงดูดให้ลูกค้าเข้ามามากขึ้น รวมถึงควบคุมค่าใช้จ่ายการตลาดอย่างเข้มงวดมากขึ้น

ขายโรงงานแชลมอน, ส่งผลบวกต่อกำไรปี 2562 TU ประกาศว่าบริษัทวางแผนขายธุรกิจแชลมอนแช่เย็นในประเทศสกอตแลนด์ คือ บริษัท Edinburgh Salmon Company (ESCO) เนื่องจาก ESCO สูญเสียลูกค้ารายใหญ่ไป ส่งผลให้อัตรากำไรใช้กำลังการผลิตต่ำ และมีผลขาดทุนประมาณ 160 ลบ.ในปี 2560 และ 66 ลบ.ใน 9M61 ด้วยเหตุนี้ TU จึงบันทึกรายการด้อยค่าของสินทรัพย์จำนวน 420 ลบ.ใน 3Q61 บริษัทจะตัดสินใจว่าจะขายหรือปิดโรงงานแห่งนี้ภายในสิ้นปีนี้ TU กำลังพูดคุยกับผู้ที่สนใจจะซื้อโรงงานแห่งนี้หลายรายด้วยกัน ในกรณีที่บริษัทไม่สามารถหาผู้ซื้อได้ บริษัทจะปิดโรงงานแห่งนี้ และเราคาดว่าบริษัทจะบันทึกค่าขาดเงินทุนประมาณ 100 ลบ. ใน 4Q61 หากไม่มีผลขาดทุนจาก ESCO กำไรปกติของ TU จะปรับขึ้นอีก 2-4% ในปี 2562

ราคาหุ้น TU ยังไม่ได้สะท้อนต้นทุนทุ่นาระดับต่ำ เมื่อมองย้อนกลับไปที่เมื่อครั้งที่ราคาปลาทุ่นาทองแถบปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดที่ US\$1,945/ตัน ในเดือนมี.ย. 2551 สู้อุณหภูมิ US\$850/ตัน (-56%) ในเดือนธ.ค. 2551 และพ.ย. 2552 ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% และ 57% ตามลำดับ ถัดจากนั้นเมื่อราคาปลาทุ่นาทองแถบปรับตัวลดลงอีกครั้งจาก US\$2,325/ตัน ในเดือนมี.ค. 2556 สู้อุณหภูมิ US\$1,175/ตัน (-49%) ในเดือนมี.ค. 2557 และ US\$1,010/ตัน (-57%) ในเดือนมี.ค. 2558 ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% และ 25% ตามลำดับ สำหรับครั้งนี้ ราคาปลาทุ่นาทองแถบปรับตัวลดลงจาก US\$2,300/ตัน ในเดือนค.ค. 2560 สู้อุณหภูมิ US\$1,525/ตัน (-34%) ในเดือนค.ค. 2561 แต่ราคาหุ้น TU ปรับตัวลดลง 5%

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	134,375	136,535	133,316	143,115	149,008
EBITDA	(Btmn)	11,155	9,759	9,130	10,594	11,385
Core profit	(Btmn)	5,170	4,571	3,986	5,064	5,717
Reported profit	(Btmn)	5,254	6,020	3,498	5,064	5,717
Core EPS	(Bt)	1.08	0.96	0.84	1.06	1.20
DPS	(Bt)	0.63	0.66	0.58	0.58	0.60
P/E, core	(x)	16.4	18.6	21.3	16.8	14.9
EPS growth, core	(%)	(13.7)	(11.6)	(12.8)	27.1	12.9
P/BV, core	(x)	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
ROE	(%)	10.8	9.6	8.2	10.2	10.9
Dividend yield	(%)	3.5	3.7	3.3	3.3	3.4
FCF yield	(x)	(25.5)	5.2	5.4	2.2	4.6
EV/EBIT	(x)	18.3	21.6	23.5	19.4	17.6
EBIT growth, core	(%)	(8.4)	(14.4)	(9.3)	22.3	9.7
EV/CE	(x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
ROCE	(%)	6.1	4.7	4.0	4.6	5.1
EV/EBITDA	(x)	13.4	15.5	16.4	14.2	13.1
EBITDA growth	(%)	(4.2)	(12.5)	(6.4)	16.0	7.5

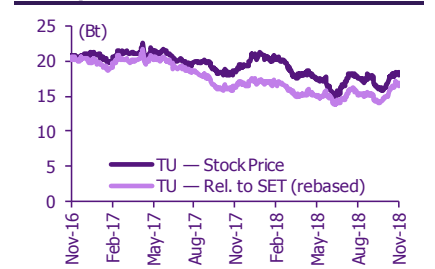
Source: SCBS Investment Research

## ซื้อ

### Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	17.80
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.21
Mkt cap (Btbn)	84.94
Mkt cap (US\$mn)	2,578
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.51
Sector % SET	0.43
Shares issued (mn)	4,772
Par value (Bt)	0.25
12-m high / low (Bt)	18.2 / 17.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	5.28
Foreign limit / actual (%)	45 / 33
Free float (%)	67.4
Dividend policy (%)	≥ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	8.5	0.6	(3.8)
Relative to SET	8.7	5.6	0.3

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	23.00
12-month dividend	(Bt)	0.58
Capital gain	(%)	29.21
Dividend yield	(%)	3.28
Total return	(%)	32.50

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ศิริมา ดิสสร่า, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total revenue	(Btmn)	112,813	121,402	124,904	134,375	136,535	133,316	143,115	149,008
Cost of goods sold	(Btmn)	(98,008)	(102,382)	(104,937)	(114,272)	(118,395)	(114,711)	(122,903)	(127,711)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,804</b>	<b>19,020</b>	<b>19,967</b>	<b>20,103</b>	<b>18,141</b>	<b>18,605</b>	<b>20,212</b>	<b>21,297</b>
SG&A	(Btmn)	(10,234)	(11,232)	(11,749)	(13,138)	(13,120)	(14,132)	(14,555)	(14,975)
Other income	(Btmn)	1,198	1,045	702	1,206	1,978	1,965	2,108	2,195
Interest expense	(Btmn)	(1,655)	(1,673)	(1,356)	(1,572)	(2,141)	(2,006)	(1,928)	(1,924)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,113</b>	<b>7,160</b>	<b>7,564</b>	<b>6,600</b>	<b>4,857</b>	<b>4,342</b>	<b>5,837</b>	<b>6,592</b>
Corporate tax	(Btmn)	(495)	(1,040)	(1,290)	(1,019)	(271)	(434)	(846)	(956)
Equity a/c profits	(Btmn)	176	162	336	194	456	424	446	468
Minority interests	(Btmn)	(626)	(676)	(616)	(606)	(471)	(347)	(372)	(387)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,168</b>	<b>5,607</b>	<b>5,993</b>	<b>5,170</b>	<b>4,571</b>	<b>3,986</b>	<b>5,064</b>	<b>5,717</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(315)	(515)	(621)	84	1,449	(488)	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,853</b>	<b>5,092</b>	<b>5,373</b>	<b>5,254</b>	<b>6,020</b>	<b>3,498</b>	<b>5,064</b>	<b>5,717</b>
EBITDA	(Btmn)	8,006	11,351	11,646	11,155	9,759	9,130	10,594	11,385
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.69</b>	<b>1.21</b>	<b>1.26</b>	<b>1.08</b>	<b>0.96</b>	<b>0.84</b>	<b>1.06</b>	<b>1.20</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.62	1.10	1.13	1.10	1.26	0.73	1.06	1.20
DPS (Bt)	(Bt)	0.37	0.55	0.63	0.63	0.66	0.58	0.58	0.60

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Total current assets	(Btmn)	55,544	60,864	57,097	60,079	62,747	60,981	64,893	67,596
Total fixed assets	(Btmn)	52,746	54,052	53,814	82,287	83,521	83,375	84,409	84,915
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>108,290</b>	<b>114,916</b>	<b>110,911</b>	<b>142,365</b>	<b>146,268</b>	<b>144,357</b>	<b>149,303</b>	<b>152,510</b>
Total loans	(Btmn)	43,050	46,672	39,118	65,918	67,297	65,578	66,428	65,428
Total current liabilities	(Btmn)	46,930	40,354	38,674	59,242	36,657	44,161	39,924	43,304
Total long-term liabilities	(Btmn)	18,013	27,095	24,267	35,688	61,383	51,286	58,529	55,425
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>64,943</b>	<b>67,449</b>	<b>62,941</b>	<b>94,930</b>	<b>98,040</b>	<b>95,447</b>	<b>98,453</b>	<b>98,729</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,148	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>43,347</b>	<b>47,467</b>	<b>47,970</b>	<b>47,436</b>	<b>48,227</b>	<b>48,910</b>	<b>50,850</b>	<b>53,781</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.46</b>	<b>10.25</b>	<b>10.05</b>	<b>9.94</b>	<b>10.11</b>	<b>10.25</b>	<b>10.66</b>	<b>11.27</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	3,168	5,607	5,993	5,170	4,571	3,986	5,064	5,717
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,238	2,518	2,726	2,983	2,761	2,782	2,828	2,868
Operating cash flow	(Btmn)	3,871	9,276	15,727	7,770	6,818	7,187	5,731	7,309
Investing cash flow	(Btmn)	(5,564)	(8,691)	742	(29,400)	(2,424)	(2,573)	(3,862)	(3,374)
Financing cash flow	(Btmn)	2,348	1,022	(15,701)	19,801	(4,552)	(4,534)	(2,274)	(3,785)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>655</b>	<b>1,607</b>	<b>767</b>	<b>(1,829)</b>	<b>(158)</b>	<b>80</b>	<b>(405)</b>	<b>150</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Gross margin	(%)	13.1	15.7	16.0	15.0	13.3	14.0	14.1	14.3
Operating margin	(%)	4.1	6.4	6.6	5.2	3.7	3.4	4.0	4.2
EBITDA margin	(%)	7.1	9.4	9.3	8.3	7.1	6.8	7.4	7.6
EBIT margin	(%)	5.1	7.3	7.1	6.1	5.1	4.8	5.4	5.7
Net profit margin	(%)	2.5	4.2	4.3	3.9	4.4	2.6	3.5	3.8
ROE	(%)	7.6	12.3	12.6	10.8	9.6	8.2	10.2	10.9
ROA	(%)	3.1	5.0	5.3	4.1	3.2	2.7	3.4	3.8
Net D/E	(x)	1.0	0.9	0.8	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
Interest coverage	(x)	4.8	6.8	8.6	7.1	4.6	4.6	5.5	5.9
Debt service coverage	(x)	0.2	0.4	0.5	0.3	0.5	0.3	0.5	0.5
Payout Ratio	(%)	59.8	50.0	56.0	57.2	52.3	70.0	55.0	50.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Sales growth in THB	(%)	5.7	7.6	2.9	7.6	1.6	(2.4)	7.4	4.1
Sales value	(mn US\$)	3,671	3,867	3,656	3,807	4,023	4,166	4,337	4,515
Sales volume	('000 tons)	727	706	706	755	764	768	776	783
Sales volume growth	(%)	(7.0)	(3.0)	0.0	6.9	1.2	0.5	1.0	1.0
GPM (%)	(US\$/ton)	12.6	15.7	16.0	15.0	13.3	14.0	14.1	14.3
FX	(Bt/US\$1)	30.7	32.4	34.2	35.3	33.9	32.0	33.0	33.0



## Financial statement

### Profit and Loss

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	(Btmn)	33,715	31,427	34,818	34,852	35,438	29,703	34,137	34,174
Cost of goods sold	(Btmn)	(29,096)	(26,876)	(29,863)	(29,896)	(31,759)	(26,343)	(29,428)	(28,795)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,619</b>	<b>4,551</b>	<b>4,954</b>	<b>4,956</b>	<b>3,680</b>	<b>3,360</b>	<b>4,709</b>	<b>5,378</b>
SG&A	(Btmn)	(3,230)	(3,631)	(3,335)	(3,445)	(2,709)	(3,335)	(3,567)	(3,545)
Other income	(Btmn)	357	484	418	453	622	403	485	450
Interest expense	(Btmn)	(505)	(498)	(563)	(547)	(533)	(505)	(500)	(504)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,270</b>	<b>906</b>	<b>1,463</b>	<b>1,413</b>	<b>1,076</b>	<b>(77)</b>	<b>1,112</b>	<b>1,704</b>
Corporate tax	(Btmn)	10	(179)	(124)	(59)	91	(26)	(43)	(146)
Equity a/c profits	(Btmn)	(51)	266	123	132	(65)	301	44	84
Minority interests	(Btmn)	(126)	(91)	(120)	(124)	(137)	(98)	(110)	(66)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,103</b>	<b>902</b>	<b>1,342</b>	<b>1,362</b>	<b>965</b>	<b>100</b>	<b>1,002</b>	<b>1,576</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(201)	530	79	361	479	769	(992)	(265)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>902</b>	<b>1,432</b>	<b>1,421</b>	<b>1,723</b>	<b>1,444</b>	<b>869</b>	<b>10</b>	<b>1,310</b>
EBITDA	(Btmn)	2,551	2,082	2,703	2,641	2,332	1,138	2,222	2,208
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.23</b>	<b>0.19</b>	<b>0.28</b>	<b>0.29</b>	<b>0.20</b>	<b>0.02</b>	<b>0.21</b>	<b>0.33</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.19	0.30	0.30	0.36	0.30	0.18	0.00	0.27

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total current assets	(Btmn)	60,079	59,079	61,274	63,379	62,747	57,824	58,357	59,061
Total fixed assets	(Btmn)	82,287	81,535	83,612	84,064	83,521	84,228	85,033	83,360
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>142,365</b>	<b>140,613</b>	<b>144,886</b>	<b>147,443</b>	<b>146,268</b>	<b>142,052</b>	<b>143,390</b>	<b>142,421</b>
Total loans	(Btmn)	65,918	64,854	65,477	67,449	67,297	36,138	65,923	64,830
Total current liabilities	(Btmn)	59,242	31,983	35,250	38,002	36,657	35,724	38,930	44,646
Total long-term liabilities	(Btmn)	35,688	60,730	61,037	60,874	61,383	58,060	58,346	52,168
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>94,930</b>	<b>92,713</b>	<b>96,286</b>	<b>98,876</b>	<b>98,040</b>	<b>93,783</b>	<b>97,276</b>	<b>96,814</b>
Paid-up capital	(Btmn)	26,678	28,146	28,088	28,298	29,370	30,063	28,450	28,568
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>47,436</b>	<b>47,900</b>	<b>48,600</b>	<b>48,566</b>	<b>48,227</b>	<b>48,269</b>	<b>46,114</b>	<b>45,607</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.94</b>	<b>10.04</b>	<b>10.18</b>	<b>10.18</b>	<b>10.11</b>	<b>10.12</b>	<b>9.66</b>	<b>9.56</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Core Profit	(Btmn)	902	1,432	1,421	1,723	1,444	869	10	1,310
Depreciation and amortization	(Btmn)	776	679	677	682	723	709	609	0
Operating cash flow	(Btmn)	634	1,695	2,581	1,217	1,325	2,532	4,997	3,122
Investing cash flow	(Btmn)	(21,769)	(892)	(948)	(726)	141	(1,052)	(1,072)	(673)
Financing cash flow	(Btmn)	20,599	(1,531)	(1,171)	(113)	(1,736)	(1,857)	(3,451)	(2,578)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(537)</b>	<b>(728)</b>	<b>461</b>	<b>379</b>	<b>(270)</b>	<b>(377)</b>	<b>474</b>	<b>(129)</b>

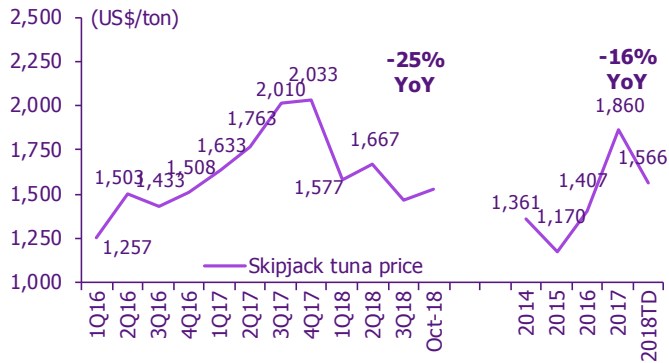
### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Gross margin	(%)	13.7	14.5	14.2	14.2	10.4	11.3	13.8	15.7
Operating margin	(%)	4.1	2.9	4.7	4.3	2.7	0.1	3.3	5.4
EBITDA margin	(%)	7.6	6.6	7.8	7.6	6.6	3.8	6.5	6.5
EBIT margin	(%)	5.2	4.5	5.9	5.6	4.5	1.4	4.8	6.7
Net profit margin	(%)	2.7	4.6	4.1	4.9	4.1	2.9	0.0	3.8
ROE	(%)	9.4	7.6	11.1	11.2	8.0	0.8	8.5	13.7
ROA	(%)	3.4	2.6	3.8	3.7	2.6	0.3	2.8	4.4
Net D/E	(x)	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4	0.7	1.4	1.4
Interest coverage	(x)	5.1	4.2	4.8	4.8	4.4	2.3	4.4	4.4
Debt service coverage	(x)	0.2	0.5	0.7	0.6	0.5	0.2	0.4	0.4

### Key statistics

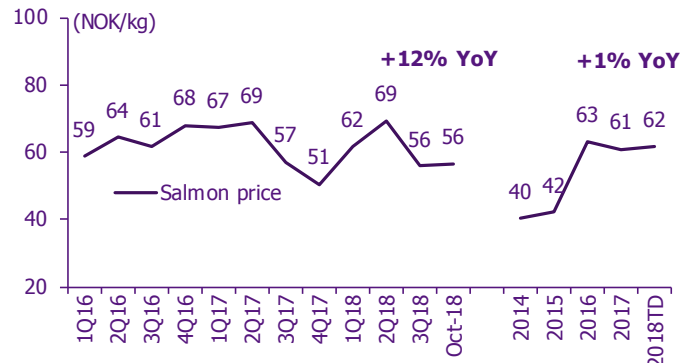
FY December 31	Unit	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
Sales growth in THB	(%)	7.5	2.0	0.7	1.2	0.4	4.1	(5.5)	(2.0)
Sales value	(mn US\$)	1,006	953	895	1,015	1,054	1,065	942	1,069
Sales volume	('000 tons)	193	190	178	195	199	193	175	195
Sales volume growth	(%)	6.4	1.4	0.6	0.1	2.6	1.6	(1.6)	(0.0)
GPM (%)	(US\$/ton)	14.3	13.7	14.5	14.2	13.2	11.3	11.3	13.8
FX	(Bt/US\$1)	34.8	35.4	35.1	34.3	33.4	33.0	31.5	31.9

**Figure 1: In October and 10M18, skipjack tuna price has fallen YoY from better tuna catches**



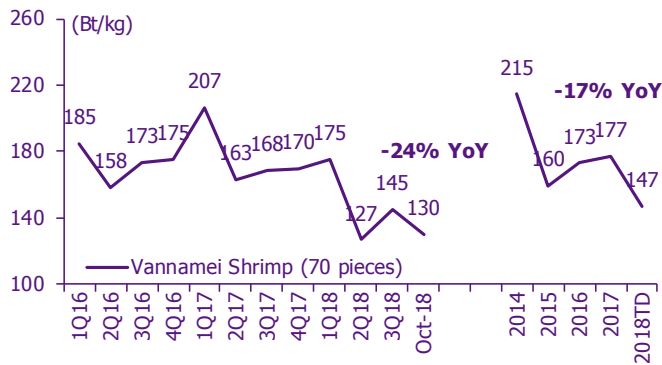
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 2: In October, salmon price was manageable, up slightly YoY but down QoQ**



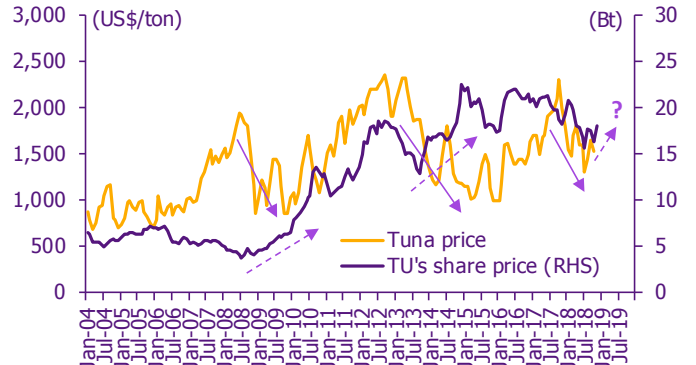
Source: Fishpool and SCBS Investment Research

**Figure 3: In October, local shrimp price was low, down YoY from more global supply**



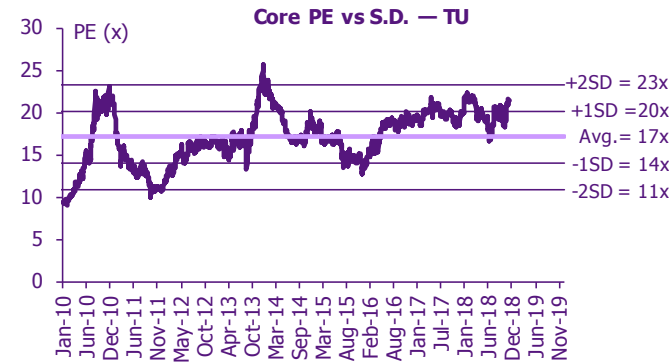
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 4: The drop in tuna raw material cost is a share price catalyst for TU**



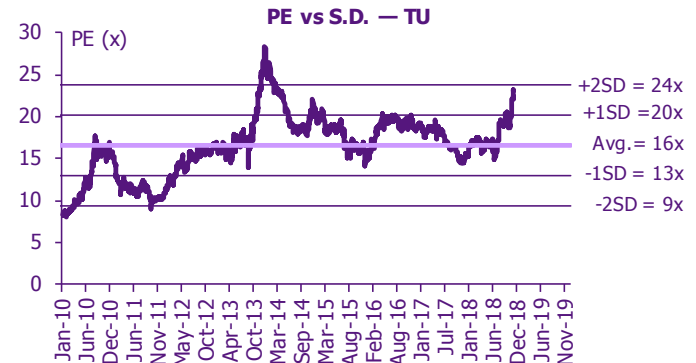
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 5: TU's core PE band in 2010-18**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 6: TU's 8-year PE band in 2010-18**



Source: SCBS Investment Research



## กลับเข้าสู่สนามแข่ง; valuation ถูกมาก

**ROJNA** กลับเข้ามาสู่สนามแข่งอีกครั้ง เห็นได้จากยอดขายที่มีแนวโน้มเติบโต **13%** ในปีนี้ และ **34%** ในปีหน้า บริษัทเร่งซื้อที่ดินเพื่อสร้างรากฐานสำหรับรองรับการเติบโตของธุรกิจในอนาคต หุ้น **ROJNA** ถูกมาก โดยซื้อขายที่ **PBV 0.8** เท่า และให้ **upside** ที่น่าดึงดูดในระดับ **73%** พร้อมกับผลตอบแทนจากเงินปันผล **11%** ราคาหุ้นที่ลดลง **12%** ในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ไม่ได้สะท้อนแนวโน้มที่ดีขึ้นของบริษัท และเรามองว่าเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ

ยอดขายที่ดินมีแนวโน้มเป็นไปตามเป้า ROJNA ขายที่ดินได้ 300 ไร่ใน 9M61 (คิดเป็นสัดส่วน 68% ของประมาณการปี 2561 ของเรา) และมีแนวโน้มที่จะทำยอดขายที่ดินได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 440 ไร่ (+13% YoY) เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะเติบโต 34% สู่ 590 ไร่ในปี 2562 และ 38% สู่ 815 ไร่ในปี 2563 สอดคล้องกับความต้องการที่ดินเพิ่มมากขึ้นในพื้นที่ EEC ยอดขายที่ดินรองรับรายได้จำนวน 580 ไร่ ในอยุธยา ขอนแก่น และปราจีนบุรี จะช่วยสนับสนุนรายได้ในปีหน้า

สะสมที่ดินรอการพัฒนาเพิ่มขึ้น ROJNA นำเงินสดในมือที่มีจำนวนมากไปซื้อที่ดินเปล่า ส่งผลทำให้มูลค่าที่ดินเปล่าสำหรับการพัฒนาในอนาคตเพิ่มขึ้นกว่าเท่าตัวจาก 2.0 พันลบ. ใน 3Q60 สู่ 4.6 พันลบ. ใน 3Q61 เราเชื่อว่า ROJNA มีที่ดินเปล่า 3,500 ไร่ โดยทั้งหมดอยู่ในพื้นที่ EEC ซึ่งจะช่วยให้พอร์ตของบริษัทปรับเพิ่มขึ้น 50% สู่ 10,000 ไร่ โดยสัดส่วนที่ดินในพื้นที่ EEC จะเพิ่มขึ้นจาก 40% สู่ 60% การซื้อที่ดินเพิ่มจะช่วยสนับสนุนการเติบโต เนื่องจากการจัดหาที่ดินทำได้ง่ายขึ้นและราคาปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว

ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด การมีเงินสดอยู่จำนวนมากจะเปิดโอกาสให้ ROJNA จ่ายเงินปันผลสูงที่ 0.6 บาท/หุ้นในปี 2561 (ปรับประมาณการขึ้นจาก 0.4 บาท/หุ้น) สะท้อนผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 11% สูงที่สุดในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม เงินปันผลระหว่างกาลอยู่ที่ 0.4 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน 7%)

บันทึกกำไรน้อยกว่าความเป็นจริง เราเชื่อ ROJNA บันทึกกำไรในงบกำไรขาดทุนน้อยกว่าความเป็นจริง เนื่องจากบริษัทบันทึกกำไรจากการลงทุนใน Fraser Logistics and Industrial Trust ในงบดุล และบันทึกกำไรจากการลงทุนใน GULF เป็นรายการพิเศษ ทั้งนี้ใน 9M61 บริษัทมีกำไรจากการลงทุน 300 ลบ. (0.15 บาท/หุ้น) สะท้อนอัตราผลตอบแทน 9% และคิดเป็น 80% ของประมาณการกำไรปี 2561

**Upside** มี upside 2 อย่างที่เรายังไม่ได้นำมารวมไว้ในประมาณการและ valuation ของเรา: 1) ROJNA ถือหุ้น 50% ในบริษัท รัชการ โฮลดิ้ง จำกัด ซึ่งเป็นบริษัทบริหารสินทรัพย์ที่บริหาร NPL มูลค่า 2.6 พันลบ. ซึ่งประกอบด้วยที่ดินเปล่า 7 แปลง 2) ROJNA ถือหุ้น 25% ใน JV TRA ซึ่งเมื่อเร็ว ๆ นี้ได้ชนะการประมูลที่ดิน 4,315 ไร่ มูลค่า 8.9 พันลบ. บนถนนบางนา-ตราด กม.32 ที่ดินดังกล่าวจะถูกพัฒนาเป็นโครงการประเภท mixed use ที่ประกอบด้วยนิคมอุตสาหกรรม พื้นที่เชิงพาณิชย์ และที่พักอาศัย ซึ่งจะช่วยให้กำไรมี upside มากกว่า 1 พันลบ. สูงกว่าประมาณการกำไรทั้งปีของปี 2561

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาหุ้นที่ลดลง 12% ส่งผลทำให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลของ ROJNA ปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับที่น่าสนใจที่ 11% สูงที่สุดในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม ปัจจัยพื้นฐานของ ROJNA มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นตามสัดส่วนที่ดินในพื้นที่ EEC ที่เพิ่มขึ้นของบริษัท หุ้น ROJNA มีราคาถูก โดยซื้อขายที่ PBV 0.8 เท่า ต่ำกว่า PBV 1.1 เท่าในช่วงนำท่วมใหญ่ในปี 2554 และให้ upside 73% คงคำแนะนำ "ซื้อ"

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Revenue	(Btmn)	9,757	10,866	11,504	12,386	12,853
EBITDA	(Btmn)	3,066	3,070	2,977	3,273	3,490
Core Profit	(Btmn)	573	276	362	691	963
Reported Profit	(Btmn)	282	1,313	519	691	963
Core EPS	(Bt)	0.28	0.14	0.18	0.34	0.48
DPS	(Bt)	0.10	0.30	0.60	0.34	0.48
P/E, core	(x)	18.5	38.5	29.3	15.4	11.0
EPS growth, core	(%)	(33.3)	(51.9)	31.5	90.5	39.4
P/BV, core	(x)	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8
ROE	(%)	2.3	1.3	2.0	3.8	5.2
Dividend yield	(%)	1.9	5.7	11.3	6.5	9.1
FCF yield	(%)	(16.2)	2.5	(78.5)	46.1	23.9
EV/EBIT	(x)	23.2	18.0	18.3	14.0	12.0
EBIT growth, core	(%)	(29.2)	22.7	(6.8)	15.5	9.6
EV/CE	(x)	0.5	1.0	0.6	0.6	0.5
ROCE	(%)	2.0	4.2	2.9	3.7	4.1
EV/EBITDA	(x)	11.5	11.0	10.7	8.6	7.6
EBITDA growth	(%)	(31.4)	0.1	(3.0)	9.9	6.6

Source: SCBS Investment Research

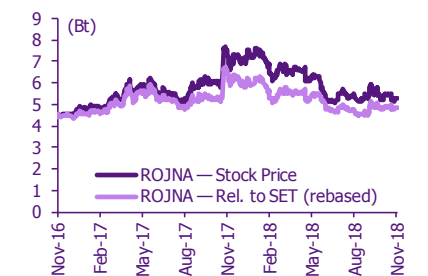
## ชื่อ

### Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	5.25
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	61.90
Mkt cap (Btbn)	10.61
Mkt cap (US\$mn)	322

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	6.72
Shares issued (mn)	2,020
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	5.4 / 5.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.35
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	(0.9)	(4.5)	(30.0)
Relative to SET	(0.8)	0.2	(27.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price (end-2018) (Bt)	8.50
12-month dividend (Bt)	0.60
Capital gain (%)	61.90
Dividend yield (%)	11.34
Total return (%)	73.25

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)	9,155	11,597	11,884	9,757	10,866	11,504	12,386	12,853
Cost of goods sold	(Btmn)	8,352	9,524	9,133	7,773	8,300	9,226	9,750	9,937
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>803</b>	<b>2,073</b>	<b>2,750</b>	<b>1,984</b>	<b>2,566</b>	<b>2,278</b>	<b>2,636</b>	<b>2,917</b>
SG&A	(Btmn)	979	543	602	462	699	538	626	714
Other income	(Btmn)	48	21	7	72	42	95	95	95
Interest expense	(Btmn)	699	932	1,075	1,000	1,074	1,044	943	840
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(828)</b>	<b>619</b>	<b>1,080</b>	<b>594</b>	<b>835</b>	<b>792</b>	<b>1,163</b>	<b>1,458</b>
Corporate tax	(Btmn)	17	8	56	5	191	79	116	146
Equity a/c profits	(Btmn)	319	130	28	33	11	75	75	75
Minority interests	(Btmn)	(302)	(150)	(216)	(49)	(379)	(425)	(431)	(425)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(828)</b>	<b>591</b>	<b>836</b>	<b>573</b>	<b>276</b>	<b>362</b>	<b>691</b>	<b>963</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,408	1,457	(139)	(291)	1,038	157	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>581</b>	<b>2,048</b>	<b>698</b>	<b>282</b>	<b>1,313</b>	<b>519</b>	<b>691</b>	<b>963</b>
EBITDA	(Btmn)	407	2,437	4,467	3,066	3,070	2,977	3,273	3,490
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>(0.58)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.43</b>	<b>0.28</b>	<b>0.14</b>	<b>0.18</b>	<b>0.34</b>	<b>0.48</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.41	1.17	0.35	0.14	0.65	0.26	0.34	0.48
DPS (Bt)	(Bt)	0.30	0.02	0.45	0.10	0.30	0.60	0.34	0.48

### 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	14,794	12,730	13,175
Total fixed assets	(Btmn)	24,349	62,414	63,715	24,405	33,594	40,502	39,355	38,183
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>31,890</b>	<b>69,739</b>	<b>76,005</b>	<b>76,976</b>	<b>45,829</b>	<b>55,296</b>	<b>52,085</b>	<b>51,358</b>
Total loans	(Btmn)	17,683	39,803	44,764	25,045	25,168	21,876	18,667	17,215
Total current liabilities	(Btmn)	8,046	13,514	16,173	34,716	7,722	20,555	19,878	20,914
Total long-term liabilities	(Btmn)	14,032	32,222	34,492	17,113	20,269	16,564	14,112	11,652
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>22,078</b>	<b>45,736</b>	<b>50,665</b>	<b>51,829</b>	<b>27,990</b>	<b>37,119</b>	<b>33,990</b>	<b>32,566</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,432	1,755	1,967	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>9,812</b>	<b>24,002</b>	<b>25,340</b>	<b>25,147</b>	<b>17,839</b>	<b>18,177</b>	<b>18,096</b>	<b>18,793</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>6.85</b>	<b>13.68</b>	<b>12.88</b>	<b>12.45</b>	<b>8.83</b>	<b>9.00</b>	<b>8.96</b>	<b>9.30</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Core Profit	(Btmn)	(828)	591	836	573	276	519	691	963
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	(13,337)	2,350	2,647
Investing cash flow	(Btmn)	(324)	(8,734)	(7,435)	(3,894)	(1,793)	5,011	2,536	(114)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,251)	8,263	5,404	981	19	8,230	(4,412)	(2,143)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(99)</b>	<b>552</b>	<b>702</b>	<b>(736)</b>	<b>289</b>	<b>(95)</b>	<b>474</b>	<b>390</b>

### 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	19.8	21.3	22.7
Operating margin	(%)	(1.9)	13.2	18.1	15.6	17.2	15.1	16.2	17.1
EBITDA margin	(%)	4.4	21.0	37.6	31.4	28.3	25.9	26.4	27.2
EBIT margin	(%)	(1.4)	13.4	18.1	16.3	17.6	16.0	17.0	17.9
Net profit margin	(%)	6.3	17.7	5.9	2.9	12.1	4.5	5.6	7.5
ROE	(%)	(8.7)	3.5	3.4	2.3	1.3	2.0	3.8	5.2
ROA	(%)	(2.5)	1.2	1.1	0.7	0.4	0.7	1.3	1.9
Net gearing	(x)	1.7	1.6	1.7	1.0	1.3	1.2	1.0	0.8
Interest coverage	(x)	0.6	2.6	4.2	3.1	2.9	2.9	3.5	4.2
Debt service coverage	(x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5
Payout Ratio	(x)	74.0	1.7	126.9	71.7	46.2	231.7	100.0	100.0

### 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	160	307	435
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	615	1,335	1,947
Revenue from electricity	(Btmn)	5,300	8,533	9,177	7,880	8,703	10,225	10,377	10,216
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	55.0	50.0	50.0
Gross margin electricity	(%)	4.0	12.4	15.4	17.2	18.9	17.8	17.8	17.8

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	(Btmn)	1,090	2,017	2,180	2,631	4,037	2,744	2,770	3,002
Cost of goods sold	(Btmn)	1,330	1,624	1,789	2,112	2,775	2,091	2,244	2,407
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(240)</b>	<b>393</b>	<b>391</b>	<b>520</b>	<b>1,262</b>	<b>653</b>	<b>527</b>	<b>595</b>
SG&A	(Btmn)	(468)	119	144	104	333	143	136	120
Other income	(Btmn)	(287)	10	10	9	13	23	27	16
Interest expense	(Btmn)	(364)	239	261	273	300	281	274	273
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>305</b>	<b>45</b>	<b>(4)</b>	<b>152</b>	<b>642</b>	<b>252</b>	<b>144</b>	<b>218</b>
Corporate tax	(Btmn)	(67)	0	0	-	191	11	(24)	55
Equity a/c profits	(Btmn)	(192)	967	(27)	(3)	(927)	47	6	3
Minority interests	(Btmn)	328	(82)	(64)	(137)	(96)	(156)	(80)	(127)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>507</b>	<b>930</b>	<b>(95)</b>	<b>12</b>	<b>(571)</b>	<b>132</b>	<b>95</b>	<b>39</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(368)	7	22	-	1,009	21	(160)	296
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>139</b>	<b>937</b>	<b>(73)</b>	<b>12</b>	<b>438</b>	<b>152</b>	<b>(65)</b>	<b>335</b>
EBITDA	(Btmn)	603	536	514	729	1,291	833	709	806
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.25</b>	<b>0.46</b>	<b>(0.05)</b>	<b>0.01</b>	<b>(0.28)</b>	<b>0.07</b>	<b>0.05</b>	<b>0.02</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.07	0.46	(0.04)	0.01	0.22	0.08	(0.03)	0.17

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total current assets	(Btmn)	52,571	10,140	10,639	11,682	12,235	20,463	18,719	16,126
Total fixed assets	(Btmn)	24,405	33,174	33,666	33,560	33,594	25,157	28,023	29,160
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>76,976</b>	<b>43,314</b>	<b>44,305</b>	<b>45,242</b>	<b>45,829</b>	<b>45,620</b>	<b>46,742</b>	<b>45,287</b>
Total loans	(Btmn)	25,247	24,831	25,101	25,308	25,168	25,173	26,413	24,924
Total current liabilities	(Btmn)	34,716	9,691	8,831	8,550	7,722	8,264	10,160	9,081
Total long-term liabilities	(Btmn)	17,113	16,773	18,112	19,388	20,269	19,235	19,095	18,687
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>51,829</b>	<b>26,464</b>	<b>26,943</b>	<b>27,938</b>	<b>27,990</b>	<b>27,500</b>	<b>29,255</b>	<b>27,767</b>
Paid-up capital	(Btmn)	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>25,147</b>	<b>16,850</b>	<b>17,362</b>	<b>17,304</b>	<b>17,839</b>	<b>18,120</b>	<b>17,487</b>	<b>17,520</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>5.91</b>	<b>6.18</b>	<b>6.33</b>	<b>6.24</b>	<b>6.46</b>	<b>6.53</b>	<b>6.15</b>	<b>6.11</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Core Profit	(Btmn)	507	930	(95)	12	(571)	132	95	39
Depreciation and amortization	(Btmn)	375	262	267	313	361	323	318	330
Operating cash flow	(Btmn)	765	553	(70)	(1,805)	3,385	(197)	1,341	276
Investing cash flow	(Btmn)	(1,581)	(354)	(337)	(856)	(246)	(57)	(1,839)	2,460
Financing cash flow	(Btmn)	729	(248)	399	132	(264)	(22)	485	(1,899)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(87)</b>	<b>(49)</b>	<b>(8)</b>	<b>(2,529)</b>	<b>2,875</b>	<b>(276)</b>	<b>(13)</b>	<b>837</b>

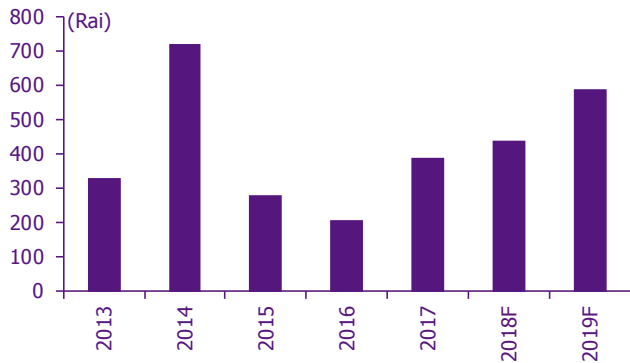
### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Gross margin	(%)	(22.0)	19.5	17.9	19.8	31.3	23.8	19.0	19.8
Operating margin	(%)	20.9	13.6	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1	15.8
EBITDA margin	(%)	55.3	26.6	23.6	27.7	32.0	30.4	25.6	26.8
EBIT margin	(%)	20.9	13.6	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1	15.8
Net profit margin	(%)	12.7	46.4	(3.4)	0.5	10.8	5.6	(2.4)	11.1
ROE	(%)	8.1	17.7	(2.2)	0.3	(13.0)	2.9	2.1	0.9
ROA	(%)	2.7	6.2	(0.9)	0.1	(5.0)	1.2	0.8	0.3
Net D/E	(x)	1.0	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3
Interest coverage	(x)	(1.7)	2.2	2.0	2.7	4.3	3.0	2.6	2.9
Debt service coverage	(x)	0.4	0.2	0.2	0.4	0.8	0.4	0.3	0.4

### Main Assumptions

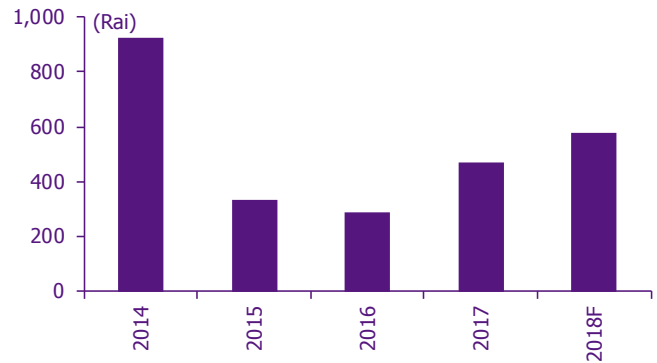
FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Revenue from IE	(Btmn)	193	13	-	-	1,481	158	158	151
Revenue from electricity	(Btmn)	1,841	1,848	2,012	2,468	2,375	2,418	2,418	2,675
Revenue from services	(Btmn)	(275)	146	152	153	177	157	157	164
Gross margin IE	(%)	74.7	19.3	n.a.	n.a.	50.1	66.5	44.8	54.6
Gross margin electricity	(%)	17.9	19.3	17.6	19.1	19.6	21.0	17.0	17.2
Gross margin services	(%)	585.3	22.0	23.4	30.0	29.9	24.1	26.4	30.2

**Figure 1: Land sales**



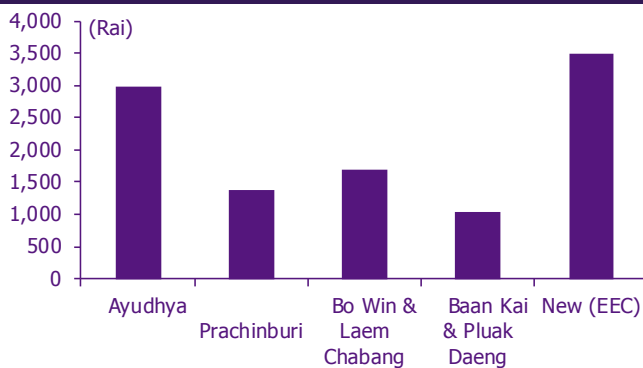
Source: ROJNA, CBRE, SCBS Investment Research

**Figure 2: Growing backlog**



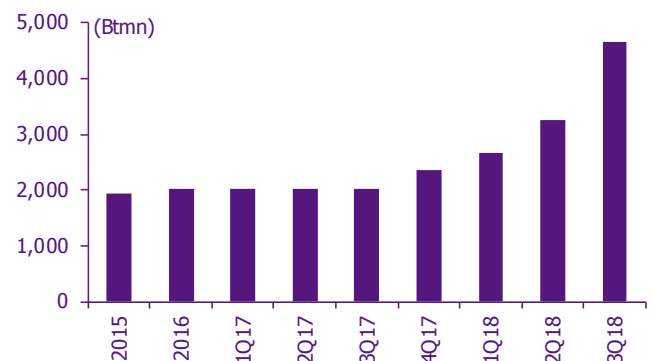
Source: ROJNA, SCBS Investment Research

**Figure 3: Land bank (10,000 rai)**



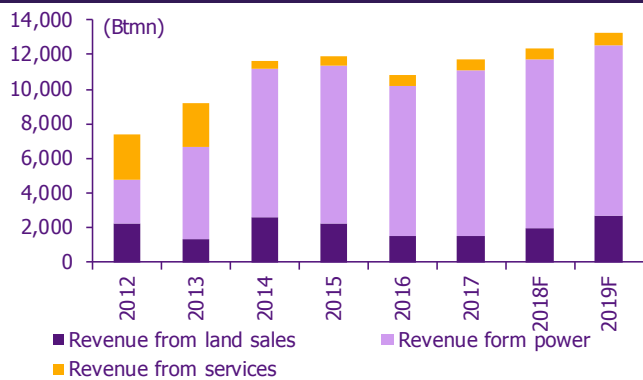
Source: ROJNA

**Figure 4: Growing land held for future development**



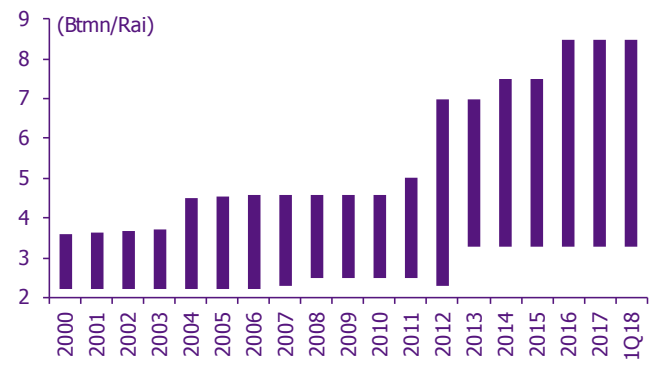
Source: ROJNA

**Figure 5: Revenue structure**



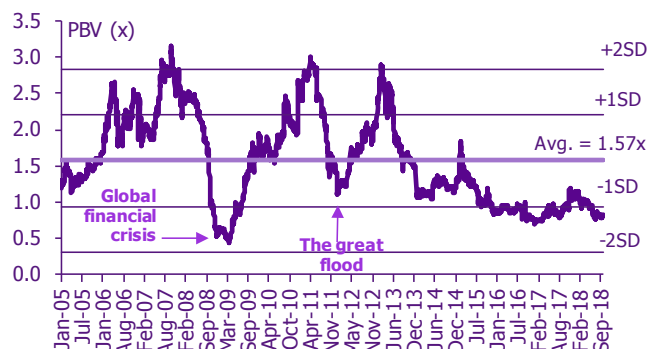
Source: ROJNA, SCBS Investment Research

**Figure 6: Asking price for industrial land in Chonburi rose 85% during 2011-1Q18**



Source: CBRE

**Figure 7: Forward PBV**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 8: Sum-of-the-part valuation**

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

Source: SCBS Investment Research

# ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น WHA

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

Bloomberg  
Reuters

WHA TB  
WHA.BK



## เดินเครื่องเต็มสูบ

**WHA มีแนวโน้มที่ดี** เนื่องจากแนวโน้มผลการดำเนินงานของทุกธุรกิจเป็นบวก โดยได้รับการสนับสนุนจากพอร์ตคอสต์สินค้าและโรงงานสำเร็จรูปที่ใหญ่ขึ้น ยอดขายที่ดินรื้อรับรัยรายได้ที่เพิ่มขึ้น และการเริ่มดำเนินงานของโรงไฟฟ้า ปัจจัยเหล่านี้รวมกับโครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยให้การระดมทุนปรับลดลง จะช่วยสนับสนุนให้กำไรในระยะ 3 ปีข้างหน้าเติบโตที่ **CAGR 16%** นอกจากนี้ยังมี upside หลายอย่างที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น หุ้น WHA มีราคาถูก โดยให้ **upside 49%** คงคำแนะนำ **“ซื้อ”**

**ยอดเซ็นสัญญาเช่าพื้นที่เป็นไปตามเป้า** WHA ทำผลงานได้ดี โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ E-commerce ที่กำลังเติบโตอย่างรวดเร็ว ซึ่งจำเป็นต้องใช้บริการโลจิสติกส์ บริษัทเซ็นสัญญาให้เช่าคลังสินค้าที่สร้างตามความต้องการของลูกค้า (BTS) โรงงานสำเร็จรูป (RBF) และคลังสินค้าสำเร็จรูป (RWH) พื้นที่รวม 250,000 ตร.ม. ส่งผลทำให้ยอดการเช่าพื้นที่เป็นไปตามคาด ยอดการเช่าพื้นที่ดังกล่าวเพิ่มขึ้นกว่าไตรมาสก่อน 60,000 ตร.ม. ใน 1H61 นอกจากนี้บริษัทยังลงนามในบันทึกความเข้าใจ (MoU) และ หนังสือแสดงเจตจำนง (LoI) เพื่อให้เช่าพื้นที่ 60,000-70,000 ตร.ม. ซึ่งจะเซ็นสัญญาในอนาคตอันใกล้

**มีแนวโน้มขายสินทรัพย์มากขึ้น** ความสำเร็จในการเซ็นสัญญาให้เช่าพื้นที่ล่วงหน้า (prelease) ส่งผลทำให้พอร์ตพื้นที่ให้เช่าของ WHA ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% สู่ 735,000 ตร.ม. (รวม LoI) ณ สิ้นปี 2561 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทขายสินทรัพย์ได้มากขึ้น และมีกำไรจากการขายสินทรัพย์ ซึ่งจะส่งผลให้เงินปันผลและค่าธรรมเนียมการบริหารเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ใน 4Q61 การขายสินทรัพย์จะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานสูงที่สุดของปี (กำไรสุทธิ 2 พันลบ. +26% YoY)

**ยอดโอนที่ดินนิคมฯ แข็งแกร่งในปีหน้า** WHA มีแนวโน้มที่จะขายที่ดินอุตสาหกรรมได้ถึง 1,200 ไร่ในปีนี้ (230 ไร่เซ็นสัญญาใน 9M61 และ 1,000 ไร่ใน 4Q61) ต่ำกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 1,400 ไร่ เพียงเล็กน้อย โดยเกิดจากการเลื่อนเซ็น LoI ที่ดิน 1,000 ไร่ ออกไปเป็นปีหน้า WHA มีแนวโน้มที่จะโอนที่ดินได้ 600-700 ไร่ ต่ำกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 1,000 ไร่ แต่จะเพิ่มขึ้นกว่าไตรมาสเป็นสองเท่าในปีหน้า โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายที่ดินรื้อรับรัยรายได้และการเซ็น LoI สูงถึง 1,600 ไร่

**ธุรกิจสาธารณูปโภคจะปรับตัวดีขึ้น** กำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นของ WHA เพิ่มขึ้นจาก 478 MW ในปี 2560 สู่ 511 MW ในปี 2561 และจะเพิ่มขึ้นอีกสู่ 543.3 MW ในปี 2562 (ได้รับการสนับสนุนจาก Gulf NLL2 และชลบุรี คลีน เอ็นเนอร์ยี่) อีกทั้งยังจะช่วยให้ยอดขายน้ำปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจสาธารณูปโภคจะเพิ่มขึ้น 10% ในปีหน้า

**ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะลดลง** การรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงหลายรอบด้วยกันส่งผลทำให้ต้นทุนหนี้สินของ WHA ปรับลดลงจาก 4.34% ณ สิ้นปี 2560 สู่ 3.75% ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาระดอกเบี้ยในปีนี้ปรับลดลง 20% บริษัทวางแผนรีไฟแนนซ์หนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยสูงในปีหน้า ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ต้นทุนหนี้สินของ WHA ลดลงอย่างต่อเนื่อง ถึงแม้ว่าอัตราดอกเบี้ยเริ่มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น

**มี Upside หลายอย่าง** 1) การขายสินทรัพย์ WHA มีแนวโน้มที่จะได้กำไรจากการขายสินทรัพย์ให้แก่ลูกค้ารายใหญ่รายหนึ่ง ถ้าสามารถเปลี่ยนสัญญาจาก BTS เป็นสัญญาแบบ built-to-own ได้ ซึ่งจะขึ้นอยู่กับคณะกรรมการ EEC ว่าจะอนุญาตให้ลูกค้ารายดังกล่าวครอบครองที่ดินหรือไม่ 2) โครงการใช้ลาร์ฟที่อู่ กำลังการผลิตสูงสุด 200MW การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า valuation จะปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 1.5 พันลบ. หรือ 0.10 บาท/หุ้น 3) ธุรกิจจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ ซึ่ง WHA ถือหุ้นทางอ้อม 17.25%

## 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)	0.20	0.21	0.24	0.29	0.32
DPS	(Bt)	0.15	0.14	0.15	0.18	0.20
P/E	(x)	20.4	19.7	17.0	14.4	12.7
EPS growth	(%)	57.8	3.6	15.8	18.1	12.9
P/BV	(x)	2.75	2.34	2.22	2.10	1.97
ROE	(%)	13.29	12.94	11.91	13.40	14.34
Dividend yield	(%)	3.73	3.40	3.62	4.27	4.82
FCF yield	(%)	(17.07)	(4.81)	0.46	(2.22)	(0.33)
EV/EBIT	(x)	15.01	16.91	19.22	16.52	15.47
EBIT growth, core	(%)	45.10	(16.20)	2.94	15.56	7.37
EV/CE	(x)	1.72	1.67	1.50	1.48	1.44
ROCE	(%)	6.38	4.63	3.37	4.59	5.30
EV/EBITDA	(x)	13.73	15.54	17.58	15.24	14.31
EBITDA growth	(%)	42.06	(16.59)	3.41	14.62	7.08

Source: SCBS Investment Research

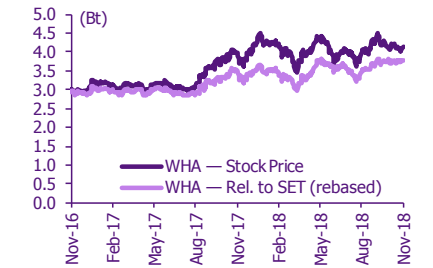
## ชื่อ

### Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	4.12
12-m target price (Bt)	6.00
Upside (Downside) to TP (%)	45.63
Mkt cap (Btbn)	59.06
Mkt cap (US\$mn)	1,793

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.35
Sector % SET	6.72
Shares issued (mn)	14,334
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	4.2 / 4.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	11.28
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	45.5
Dividend policy (%)	≥ 40

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	1.5	4.6	4.0
Relative to SET	1.6	9.8	8.5

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	6.00
12-month dividend	(Bt)	0.15
Capital gain	(%)	45.63
Dividend yield	(%)	3.62
Total return	(%)	49.25

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### สิริการย์ กฤษภินิพัทธ์

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
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,945</b>	<b>1,619</b>	<b>4,006</b>	<b>6,406</b>	<b>4,512</b>	<b>4,142</b>	<b>5,309</b>	<b>6,124</b>
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
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,714</b>	<b>1,210</b>	<b>1,099</b>	<b>2,977</b>	<b>1,796</b>	<b>1,970</b>	<b>2,962</b>	<b>3,788</b>
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)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,463</b>	<b>979</b>	<b>1,837</b>	<b>2,898</b>	<b>3,002</b>	<b>3,475</b>	<b>4,106</b>	<b>4,637</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	117	0	264	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,463</b>	<b>979</b>	<b>1,954</b>	<b>2,898</b>	<b>3,266</b>	<b>3,475</b>	<b>4,106</b>	<b>4,637</b>
EBITDA	(Btmn)	1,907	1,512	4,936	7,012	5,849	6,048	6,933	7,424
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.16</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.20</b>	<b>0.21</b>	<b>0.24</b>	<b>0.29</b>	<b>0.32</b>
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
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>11,049</b>	<b>15,952</b>	<b>79,066</b>	<b>74,783</b>	<b>73,619</b>	<b>89,544</b>	<b>90,453</b>	<b>92,245</b>
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
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,895</b>	<b>11,472</b>	<b>57,407</b>	<b>52,821</b>	<b>45,086</b>	<b>59,696</b>	<b>59,019</b>	<b>59,019</b>
Paid-up capital	(Btmn)	918	964	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,154</b>	<b>4,480</b>	<b>21,659</b>	<b>21,962</b>	<b>28,533</b>	<b>29,848</b>	<b>31,434</b>	<b>33,226</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>

### 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)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(471)</b>	<b>51</b>	<b>2,191</b>	<b>95</b>	<b>(692)</b>	<b>(811)</b>	<b>(2)</b>	<b>(534)</b>

### 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 D/E	(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
Debt service coverage	(x)	44.5	0.5	0.0	75.9	61.4	61.4	61.4	61.4
Payout Ratio	(x)	27.4	33.1	35.0	35.9	47.4	48.6	47.8	47.7

### 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 JVs)	(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	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total revenue	(Btmn)	13,973	971	2,563	1,250	4,730	2,648	1,597	978
Cost of goods sold	(Btmn)	9,342	519	1,249	692	2,542	1,528	860	493
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,631</b>	<b>452</b>	<b>1,315</b>	<b>558</b>	<b>2,188</b>	<b>1,119</b>	<b>737</b>	<b>485</b>
SG&A	(Btmn)	668	326	468	312	597	315	383	348
Other income	(Btmn)	171	137	158	127	181	127	182	212
Interest expense	(Btmn)	577	453	419	406	339	313	338	293
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,558</b>	<b>(191)</b>	<b>586</b>	<b>(32)</b>	<b>1,433</b>	<b>618</b>	<b>198</b>	<b>57</b>
Corporate tax	(Btmn)	826	(25)	67	(3)	149	116	31	40
Equity a/c profits	(Btmn)	(155)	258	686	563	456	672	244	567
Minority interests	(Btmn)	(177)	(11)	(233)	(196)	(129)	(394)	(109)	(221)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,401</b>	<b>81</b>	<b>972</b>	<b>339</b>	<b>1,611</b>	<b>780</b>	<b>303</b>	<b>363</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	167	97	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,401</b>	<b>81</b>	<b>972</b>	<b>506</b>	<b>1,708</b>	<b>780</b>	<b>303</b>	<b>363</b>
EBITDA	(Btmn)	4,126	656	1,814	1,056	2,323	1,058	656	474
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.17</b>	<b>0.01</b>	<b>0.07</b>	<b>0.02</b>	<b>0.11</b>	<b>0.05</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>
Net EPS	(Bt)	0.17	0.01	0.07	0.04	0.12	0.05	0.02	0.03

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Total current assets	(Btmn)	22,059	21,924	22,413	20,546	19,367	19,555	21,081	17,783
Total fixed assets	(Btmn)	52,724	51,704	52,151	53,601	54,252	54,766	55,624	56,999
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>74,783</b>	<b>73,628</b>	<b>74,564</b>	<b>74,147</b>	<b>73,619</b>	<b>74,320</b>	<b>76,705</b>	<b>74,783</b>
Total loans	(Btmn)	41,995	40,663	37,482	36,163	34,398	33,784	38,039	35,463
Total current liabilities	(Btmn)	15,414	16,495	10,446	9,507	8,007	7,250	9,563	10,370
Total long-term liabilities	(Btmn)	37,408	35,097	37,533	37,217	37,078	37,391	38,756	35,248
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>52,821</b>	<b>51,592</b>	<b>47,979</b>	<b>46,724</b>	<b>45,086</b>	<b>44,640</b>	<b>48,319</b>	<b>45,618</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,432	1,432	1,432	1,432	1,432	1,433	1,433	1,433
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>21,962</b>	<b>22,036</b>	<b>26,585</b>	<b>27,423</b>	<b>28,533</b>	<b>29,680</b>	<b>28,386</b>	<b>29,164</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>1.50</b>	<b>1.50</b>	<b>1.42</b>	<b>1.47</b>	<b>1.76</b>	<b>1.82</b>	<b>1.75</b>	<b>1.79</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Core Profit	(Btmn)	2,401	81	972	339	1,611	780	303	363
Depreciation and amortization	(Btmn)	146	137	122	119	95	126	119	125
Operating cash flow	(Btmn)	(2,323)	(476)	747	213	1,277	(333)	664	(483)
Investing cash flow	(Btmn)	11,061	1,853	(278)	(810)	1,380	2,056	(2,146)	398
Financing cash flow	(Btmn)	(7,357)	(1,313)	466	(1,285)	(2,464)	(701)	(131)	138
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,381</b>	<b>64</b>	<b>934</b>	<b>(1,883)</b>	<b>193</b>	<b>1,022</b>	<b>(1,613)</b>	<b>52</b>

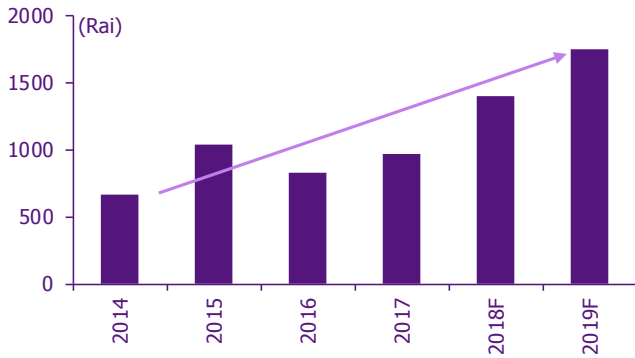
### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Gross margin	(%)	33.1	46.5	51.3	44.7	46.3	42.3	46.2	49.6
Operating margin	(%)	28.4	12.9	33.0	19.7	33.6	30.4	22.2	14.0
EBITDA margin	(%)	29.5	67.6	70.8	84.5	49.1	39.9	41.1	48.5
EBIT margin	(%)	28.5	53.5	66.0	75.0	47.1	35.2	33.6	35.7
Net profit margin	(%)	17.2	8.3	37.9	40.5	36.1	29.5	19.0	37.1
ROE	(%)	45.9	1.5	16.0	5.0	23.0	10.7	4.2	5.0
ROA	(x)	12.4	0.4	5.2	1.8	8.7	4.2	1.6	1.9
Net gearing	(x)	1.7	1.7	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1
Interest coverage	(x)	7.2	1.4	4.3	2.6	6.9	3.4	1.9	1.6
Debt service cover	(x)	1.2	0.2	0.8	0.5	1.5	0.8	0.3	0.2

### Main Assumptions

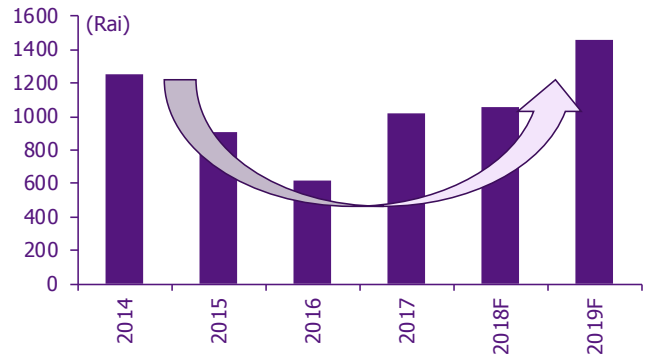
FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Land sales	(Rai)	189	514	70	138	254	110	63	57
Land transfer	(Rai)	320	0	671	55	324	130	250	45
Backlog	(Rai)	353	867	266	349	306	283	91	145
RWH & RBF new contract	(Sqm)	13,652	11,739	0	31,488	8,796	20,977	24,549	0
Logistic WH new contract	(Sqm)	57,865	13,845	42,001	4,785	48,934	14,475	0	157,084
Revenue from rent and services	(Btmn)	547	486	426	437	427	384	387	433
Revenue from property sales	(Btmn)	13,023	132	1,790	445	3,923	1,865	817	158
Revenue from water	(Btmn)	403	353	348	368	380	399	393	386
Gross margin for rent and services	(%)	38.4	62.1	50.5	52.8	53.1	44.1	46.5	43.0
Gross margin for property sales	(%)	31.8	15.5	53.0	38.3	46.2	42.5	46.6	79.5
Gross margin for water	(%)	67.8	36.7	43.2	42.7	39.6	39.5	44.9	44.8

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



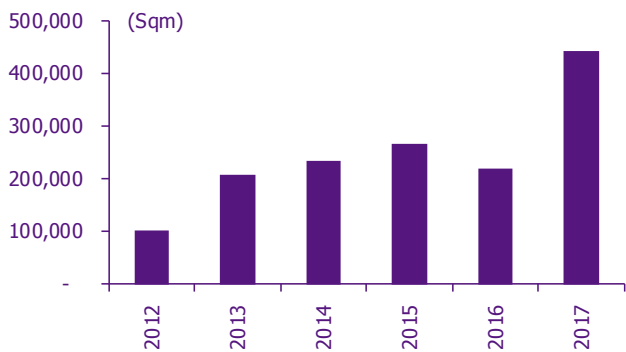
Source: WHA, SCBS Investment Research

**Figure 2: Deed transfers to jump in 2019**



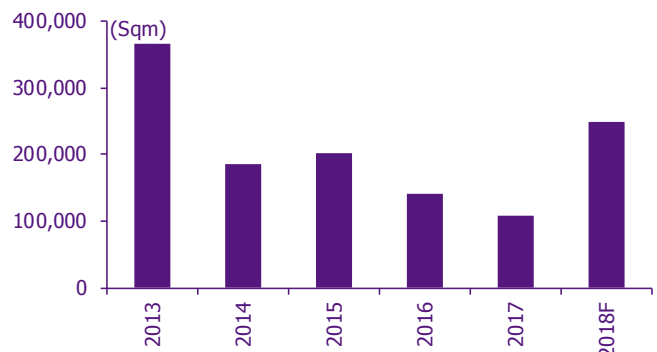
Source: WHA, SCBS Investment Research

**Figure 3: Logistics warehouse portfolio**



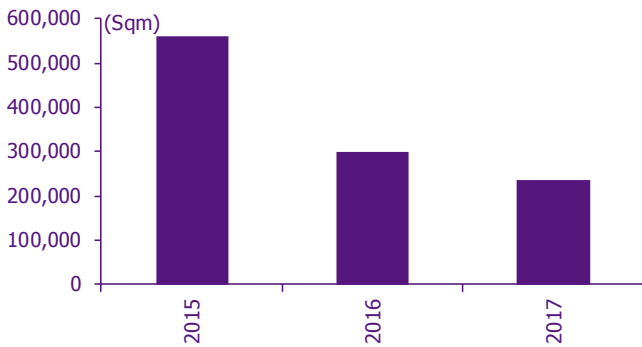
Source: WHA

**Figure 4: New contracts for logistics warehouses jumped in 2018 thanks to by E-commerce customers**



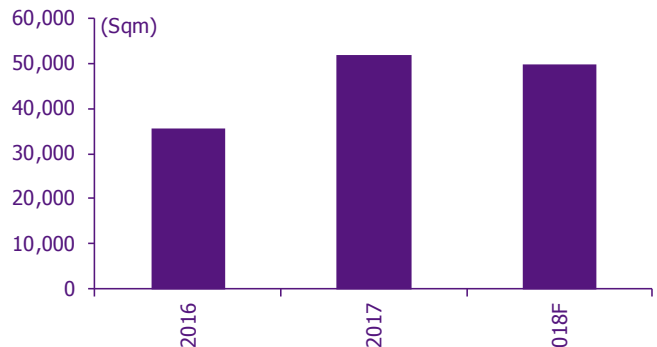
Source: WHA, SCBS Investment Research

**Figure 5: Industrial property (RWH, RBF) portfolio**



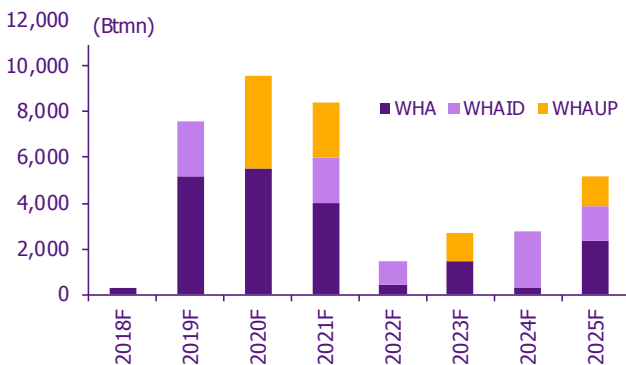
Source: WHA

**Figure 6: New contracts for industrial property stable**



Source: WHA, SCBS Investment Research

**Figure 7: Debt maturity profile (as of Sep 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
<b>Core EV</b>		<b>80,344</b>	<b>5.6</b>
Less: Net debt		(24,627)	(1.7)
<b>Net core EV</b>		<b>55,717</b>	<b>3.9</b>
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
<b>Total equity value</b>		<b>83,910</b>	<b>6.0</b>

Source: SCBS Investment Research



## ได้ประโยชน์สองต่อจากวัฏจักรการลงทุน

**BBL จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นทั้งในแง่ของการขยายสินเชื่อและผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อ ซึ่งคาดว่าจะมีไม่เมดเต็มที่ดีขึ้นใน 4Q61 และปี 2562 เราคาดว่า การตั้งสำรองลดลงอย่างมากจะช่วยสนับสนุนให้กำไร 4Q61 เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ทั้งนี้ในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ทั้งหมด BBL มีโอกาสดีที่สุดใน ROE จะกลับขึ้นมาอยู่ในระดับก่อนวัฏจักร NPL ดังนั้นจึงมีโอกาสดีที่สุดใน valuation จะปรับขึ้นสู่ค่าเฉลี่ยในอดีต เรายืนยันเลือก BBL เป็น top pick เพราะราคาหุ้นมี upside 26% สู่ราคาเป้าหมายที่ 260 บาท (1.15 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2562)**

วัฏจักรการลงทุนจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อฟื้นตัว BBL เชื่อว่าการกลับมาของวัฏจักรการลงทุนและช่วงไฮซีซั่นสำหรับสินเชื่อเงินหมุนเวียนจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อเติบโตเร็วตัวขึ้นใน 4Q61 และบรรลุเป้าหมายทั้งปีของธนาคารที่ 5-6% (SCBS คาดการณ์ที่ 6%) แม้สินเชื่อเติบโตเพียง 0.9% YTD และ 4.3% YoY ใน 9M61 นอกจากนี้ธนาคารยังคาดการณ์ถึงแนวโน้มการเติบโตของสินเชื่อที่ดีขึ้นในปี 2562 ด้วย เนื่องจากวัฏจักรการลงทุนจะมีไม่เมดเต็มที่ดีขึ้น และโครงการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้น เรายังคงประมาณการของเราไว้ว่าสินเชื่อจะเติบโตเร็วตัวขึ้นจาก 3% ในปี 2560 สู่ 6% ในปี 2561 และ 8% ในปี 2562 อ้างอิงประมาณการของ ธปท. และ SCB EIC ที่คาดว่า การลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 3.6-3.7% ในปี 2561 และ 4.3-4.4% ในปี 2562

ผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อจะปรับตัวดีขึ้นจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกัน 2 ไตรมาส โดยเพิ่มขึ้น 6 bps QoQ ใน 2Q61 และ 9 bps QoQ ใน 3Q61 ซึ่งส่วนหนึ่งสะท้อนถึงสัดส่วนที่สูงขึ้นของสินเชื่อแบบมีกำหนดระยะเวลา (term loan) แทนที่จะเป็นสินเชื่อเงินหมุนเวียนระยะสั้น และอำนาจในการกำหนดราคาที่ดีขึ้นอันเป็นผลมาจากกำไรกลับมาของวัฏจักรการลงทุน เราคาดว่า ธปท. จะเริ่มขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายแบบค่อยเป็นค่อยไปใน 1Q62 (หรืออย่างเร็วในเดือนธ.ค.ปีนี้) ซึ่งจะส่งผลดีต่อ NIM ของธนาคารที่ไม่ได้เน้นปล่อยสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยคงที่ (สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อส่วนบุคคล และสินเชื่อบัตรเครดิต) อย่าง BBL เราคาดว่า การขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะช่วยหนุนให้ NIM ปรับเพิ่มขึ้น 7-8 bps ต่อปีในปี 2562-2563

**ตั้งสำรองลดลงมาก = กำไร 4Q61 เติบโตอย่างแข็งแกร่ง** คุณภาพสินทรัพย์ทรงตัวต่อเนื่องใน 3Q61 โดย NPL ไม่เปลี่ยนแปลง และสินเชื่อปรับโครงสร้างแล้วลดลง 2% QoQ เนื่องจาก BBL ถือโอกาสนำกำไรที่ดีจากการลงทุน NPA และการปรับวรรตเงินตราต่างประเทศมาตั้งสำรองจำนวนมากใน 9M61 ธนาคารจึงคาดว่าจะลดการตั้งสำรองลงใน 4Q61 และคงเป้าการตั้งสำรองในปี 2561 ไว้ในระดับเดียวกับปี 2560 เราคาดว่า ธนาคารจะตั้งสำรองลดลง 34% QoQ และ 24% YoY สู่ 3.5 พันลบ. ใน 4Q61 ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 12% QoQ และ 19% YoY ใน 4Q61 เราคาดว่า credit cost จะลดลงจาก 1.13% ในปี 2560 สู่ 1.1% ในปี 2561 และ 0.95% ในปี 2562 นอกจากนี้ยังมีแนวโน้ม upside จากกำไรการตั้งสำรอง 1.5 พันลบ. (รับรู้เป็นค่าใช้จ่ายอื่น) จากการค้าประกันให้ไทยทีวีสีดวง

**Valuation น่าสนใจ และมีโอกาสดีที่สุดในที่จะปรับขึ้น** หุ้น BBL ซื้อขายที่ valuation ไม่แพงที่ PBV 0.9 เท่า (เทียบกับ ROE 10%) และ PE 9 เท่าในปี 2562 ทั้งนี้ในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ทั้งหมด BBL มีโอกาสดีที่สุดใน ROE จะกลับขึ้นมาสู่ระดับก่อนวัฏจักร NPL (ปี 2549-2557) ภายใน 3 ปีข้างหน้า เนื่องจาก ROE ของธนาคารมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับสู่ ROE เฉลี่ยในปี 2549-2557 ที่ 12% และ ROE เฉลี่ยในปี 2558-2560 ที่ 9% ดังนั้นจึงมีโอกาสดีที่สุดใน valuation ของธนาคาร (ปัจจุบันอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 2546-2560 อยู่ 1SD) จะปรับขึ้นมาสู่ค่าเฉลี่ยในอดีต

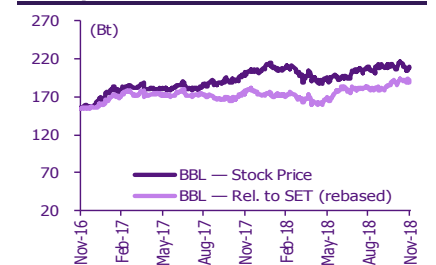
## ชื่อ

### Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	206.00
12-m target price (Bt)	260.00
Upside (Downside) to TP (%)	26.21
Mkt cap (Btbn)	393.22
Mkt cap (US\$mn)	11,937

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.35
Sector % SET	13.38
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	210 / 206
Avg. daily 6m (US\$mn)	25.82
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	(0.5)	(1.4)	4.3
Relative to SET	(0.4)	3.5	8.8

Source: SET, SCBS Investment Research

### Expected total return (ETR)

Target price (Bt)	260.00
12-month dividend (Bt)	6.84
Capital gain (%)	26.21
Dividend yield (%)	3.32
Total return (%)	29.53

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1003  
kittima.sattayapan@scb.co.th

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	47,543	55,379	60,012	64,209	70,455
Net profit	(Bt mn)	31,815	33,009	37,307	43,222	49,979
PPP/Sh	(Bt)	24.91	29.01	31.44	33.64	36.91
EPS	(Bt)	16.67	17.29	19.54	22.64	26.18
BVPS	(Bt)	198.56	210.45	217.60	233.40	251.66
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.84	7.93	9.16
P/PPP	(x)	8.27	7.10	6.55	6.12	5.58
PPP growth	(%)	(2.64)	16.48	8.37	6.99	9.73
P/E	(x)	12.36	11.91	10.54	9.10	7.87
EPS growth	(%)	(6.92)	3.75	13.02	15.85	15.63
P/BV	(x)	1.04	0.98	0.95	0.88	0.82
ROE	(%)	8.59	8.46	9.13	10.04	10.80
Dividend yield	(%)	3.16	3.16	3.32	3.85	4.45

Source: SCBS Investment Research

**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	110,859	126,112	144,612
Interest expense	(Btmn)	44,526	44,483	46,304	38,445	38,851	39,067	47,936	58,001
<b>Net interest income</b>	(Btmn)	<b>55,879</b>	<b>58,987</b>	<b>57,510</b>	<b>63,998</b>	<b>66,625</b>	<b>71,792</b>	<b>78,176</b>	<b>86,611</b>
Non-interest income	(Btmn)	35,417	37,678	45,026	41,763	45,638	50,293	50,374	51,384
Non-interest expenses	(Btmn)	37,947	43,087	45,045	50,505	48,948	52,920	53,779	55,368
Pre-provision profit	(Btmn)	53,349	53,579	57,492	55,256	63,315	69,165	74,771	82,628
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	46,459	53,784	62,152
Tax	(Btmn)	8,882	8,593	8,630	7,556	7,832	8,943	10,353	11,964
Equities & minority interest	(Btmn)	(32)	(23)	28	157	105	209	209	209
<b>Core net profit</b>	(Btmn)	<b>35,906</b>	<b>36,322</b>	<b>34,181</b>	<b>31,815</b>	<b>33,009</b>	<b>37,307</b>	<b>43,222</b>	<b>49,979</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	(Btmn)	<b>35,906</b>	<b>36,322</b>	<b>34,181</b>	<b>31,815</b>	<b>33,009</b>	<b>37,307</b>	<b>43,222</b>	<b>49,979</b>
<b>EPS</b>	(Bt)	<b>18.81</b>	<b>19.03</b>	<b>17.91</b>	<b>16.67</b>	<b>17.29</b>	<b>19.54</b>	<b>22.64</b>	<b>26.18</b>
<b>DPS</b>	(Bt)	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.50</b>	<b>6.84</b>	<b>7.93</b>	<b>9.16</b>

**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	66,394	66,272	66,432
Interbank assets	(Btmn)	407,632	532,205	372,007	394,612	437,738	473,217	513,535	551,537
Investments	(Btmn)	378,323	383,210	520,805	547,941	593,180	593,180	593,180	593,180
<b>Gross loans</b>	(Btmn)	<b>1,752,667</b>	<b>1,782,233</b>	<b>1,868,903</b>	<b>1,941,093</b>	<b>2,003,989</b>	<b>2,124,228</b>	<b>2,294,166</b>	<b>2,523,583</b>
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
<b>Net loans</b>	(Btmn)	<b>1,664,656</b>	<b>1,694,541</b>	<b>1,768,995</b>	<b>1,826,227</b>	<b>1,869,029</b>	<b>1,973,467</b>	<b>2,127,006</b>	<b>2,340,994</b>
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>2,596,507</b>	<b>2,759,890</b>	<b>2,835,852</b>	<b>2,944,230</b>	<b>3,076,310</b>	<b>3,220,947</b>	<b>3,418,651</b>	<b>3,674,940</b>
Deposits	(Btmn)	1,935,272	2,058,779	2,090,965	2,178,141	2,310,743	2,419,348	2,586,888	2,808,326
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	130,000	130,000	130,000
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>2,300,456</b>	<b>2,436,247</b>	<b>2,473,821</b>	<b>2,564,985</b>	<b>2,674,303</b>	<b>2,805,297</b>	<b>2,972,837</b>	<b>3,194,274</b>
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
<b>Total Equities</b>	(Btmn)	<b>295,936</b>	<b>323,491</b>	<b>361,832</b>	<b>379,016</b>	<b>401,724</b>	<b>415,367</b>	<b>445,531</b>	<b>480,382</b>
<b>BVPS</b>	(Bt)	<b>155.03</b>	<b>169.47</b>	<b>189.56</b>	<b>198.56</b>	<b>210.45</b>	<b>217.60</b>	<b>233.40</b>	<b>251.66</b>

**Key Assumptions and Financial Ratios**

	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>Growth</b>									
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	10.20	0.16	2.00
<b>Profitability</b>									
Yield on earn'g assets	(%)	4.09	3.95	3.80	3.63	3.56	3.56	3.83	4.09
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.09	1.96	1.97	1.60	1.55	1.49	1.73	1.96
Spread	(%)	2.00	1.99	1.83	2.03	2.01	2.07	2.09	2.13
Net interest margin	(%)	2.28	2.25	2.11	2.27	2.25	2.31	2.37	2.45
ROE	(%)	12.61	11.73	9.98	8.59	8.46	9.13	10.04	10.80
ROA	(%)	1.43	1.36	1.22	1.10	1.10	1.18	1.30	1.41
<b>Asset Quality</b>									
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
<b>Liquidity</b>									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.45	81.02	83.83	83.81	82.88	83.32	84.44	85.89
<b>Efficiency</b>									
Cost to income ratio	(%)	43.90	47.56	48.08	50.26	46.78	46.80	44.80	42.59
<b>Capital Fund</b>									
Capital adequacy ratio	(%)	16.92	17.41	17.86	18.32	18.16	17.24	17.02	16.60
Tier-1	(%)	14.40	15.11	15.78	16.40	16.62	15.76	15.64	15.33
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	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Interest & dividend income	(Btmn)	25,521	25,649	26,214	26,753	26,860	26,583	27,468	28,221
Interest expense	(Btmn)	9,218	9,372	9,646	9,928	9,906	9,460	9,895	9,964
<b>Net interest income</b>	(Btmn)	<b>16,303</b>	<b>16,277</b>	<b>16,568</b>	<b>16,825</b>	<b>16,955</b>	<b>17,123</b>	<b>17,573</b>	<b>18,256</b>
Non-interest income	(Btmn)	11,009	10,856	11,419	11,599	11,764	14,380	13,622	11,343
Non-interest expenses	(Btmn)	12,955	11,082	12,846	11,938	13,081	12,594	13,376	12,878
Earnings before tax & provision	(Btmn)	14,357	16,052	15,141	16,485	15,637	18,909	17,819	16,721
Provision	(Btmn)	3,596	5,806	5,688	6,259	4,617	7,322	6,533	5,346
Pre-tax profit	(Btmn)	10,760	10,246	9,453	10,226	11,020	11,587	11,286	11,376
Tax	(Btmn)	2,469	1,951	1,388	2,036	2,457	2,522	2,041	2,224
Equities & minority interest	(Btmn)	24	(10)	18	29	68	60	51	122
<b>Core net profit</b>	(Btmn)	<b>8,267</b>	<b>8,305</b>	<b>8,047</b>	<b>8,161</b>	<b>8,496</b>	<b>9,005</b>	<b>9,194</b>	<b>9,030</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	(Btmn)	<b>8,267</b>	<b>8,305</b>	<b>8,047</b>	<b>8,161</b>	<b>8,496</b>	<b>9,005</b>	<b>9,194</b>	<b>9,030</b>
<b>EPS</b>	(Bt)	<b>4.33</b>	<b>4.35</b>	<b>4.22</b>	<b>4.28</b>	<b>4.45</b>	<b>4.72</b>	<b>4.82</b>	<b>4.73</b>

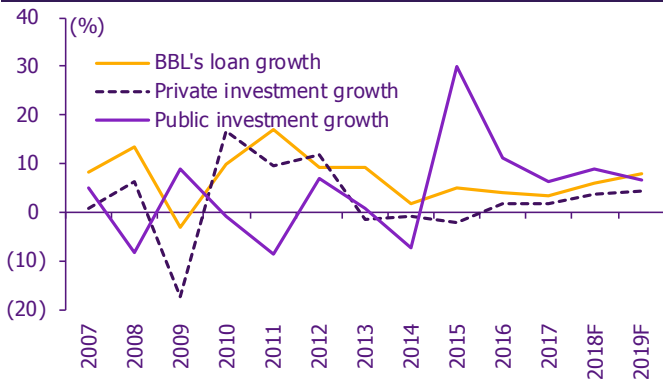
### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Cash	(Btmn)	66,338	55,536	51,782	54,985	65,473	57,980	55,924	56,770
Interbank assets	(Btmn)	394,612	504,369	514,488	607,775	437,738	634,237	494,489	448,478
Investments	(Btmn)	547,941	527,049	516,188	495,351	593,180	524,753	589,197	599,544
<b>Gross loans</b>	(Btmn)	<b>1,941,093</b>	<b>1,923,953</b>	<b>1,978,391</b>	<b>1,938,619</b>	<b>2,003,989</b>	<b>1,978,511</b>	<b>2,065,487</b>	<b>2,021,246</b>
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,653	3,856	3,888	4,761	5,061	4,851	5,179	5,436
Loan loss reserve	(Btmn)	119,518	124,446	129,918	135,840	140,021	146,807	147,164	151,515
<b>Net loans</b>	(Btmn)	<b>1,826,227</b>	<b>1,803,363</b>	<b>1,852,361</b>	<b>1,807,540</b>	<b>1,869,029</b>	<b>1,836,555</b>	<b>1,923,502</b>	<b>1,875,167</b>
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>2,944,230</b>	<b>2,995,623</b>	<b>3,041,132</b>	<b>3,073,691</b>	<b>3,076,310</b>	<b>3,173,916</b>	<b>3,175,340</b>	<b>3,087,058</b>
Deposits	(Btmn)	2,178,141	2,244,032	2,297,918	2,300,958	2,310,743	2,334,078	2,349,857	2,297,627
Interbank liabilities	(Btmn)	130,928	117,580	114,538	133,365	133,584	213,009	204,367	133,253
Borrowings	(Btmn)	137,815	133,236	131,595	129,518	107,190	89,777	95,766	132,543
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>2,564,985</b>	<b>2,609,526</b>	<b>2,656,343</b>	<b>2,680,473</b>	<b>2,674,303</b>	<b>2,768,225</b>	<b>2,775,166</b>	<b>2,682,235</b>
Minority interest	(Btmn)	229	187	257	199	283	228	324	248
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
<b>Total Equities</b>	(Btmn)	<b>379,016</b>	<b>385,910</b>	<b>384,532</b>	<b>393,019</b>	<b>401,724</b>	<b>405,462</b>	<b>399,850</b>	<b>404,574</b>
<b>BVPS</b>	(Bt)	<b>198.56</b>	<b>202.17</b>	<b>201.45</b>	<b>205.89</b>	<b>210.45</b>	<b>212.41</b>	<b>209.47</b>	<b>211.95</b>

### Financial Ratios

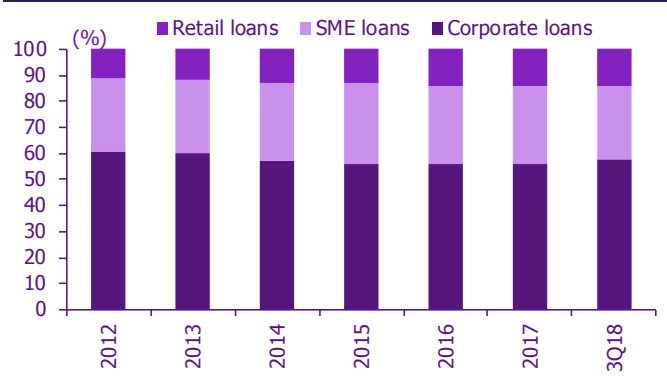
		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
<b>Growth</b>									
YoY loan growth	(%)	3.86	2.61	3.75	1.93	3.24	2.84	4.40	4.26
YoY non-NII growth	(%)	2.50	2.31	22.71	7.03	6.86	32.45	19.29	(2.20)
<b>Profitability</b>									
Yield on earn'g assets	(%)	3.58	3.51	3.52	3.54	3.54	3.45	3.50	3.63
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.53	1.52	1.53	1.55	1.55	1.46	1.50	1.53
Spread	(%)	2.05	2.00	1.98	1.98	1.99	1.99	2.00	2.10
Net interest margin	(%)	2.29	2.23	2.22	2.22	2.23	2.22	2.24	2.35
ROE	(%)	8.82	8.69	8.36	8.40	8.55	8.92	9.13	8.98
ROA	(%)	1.12	1.11	1.06	1.06	1.10	1.13	1.16	1.17
<b>Asset Quality</b>									
NPLs/Total Loans	(%)	3.55	4.04	4.34	4.55	4.36	4.66	4.04	4.16
LLR/NPLs	(%)	173.61	160.01	151.16	153.96	160.17	159.29	176.29	180.08
Provision expense/Total loans	(%)	0.74	1.21	1.15	1.29	0.92	1.48	1.27	1.06
<b>Liquidity</b>									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	83.81	80.93	81.43	79.76	82.88	81.63	84.46	83.17
<b>Efficiency</b>									
Cost to income ratio	(%)	50.71	43.29	49.85	46.41	47.49	45.59	46.86	46.50
<b>Capital Fund</b>									
Capital adequacy ratio	(%)	18.32	18.25	18.15	18.73	18.16	17.98	17.22	17.87
Tier-1	(%)	16.40	16.45	16.36	16.96	16.62	16.43	15.70	16.31
Tier-2	(%)	1.92	1.80	1.78	1.77	1.54	1.55	1.52	1.56

**Figure 1: Loan growth**



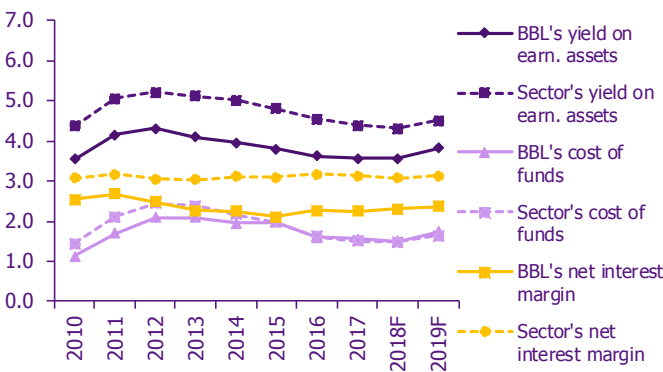
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

**Figure 2: BBL's loan breakdown**



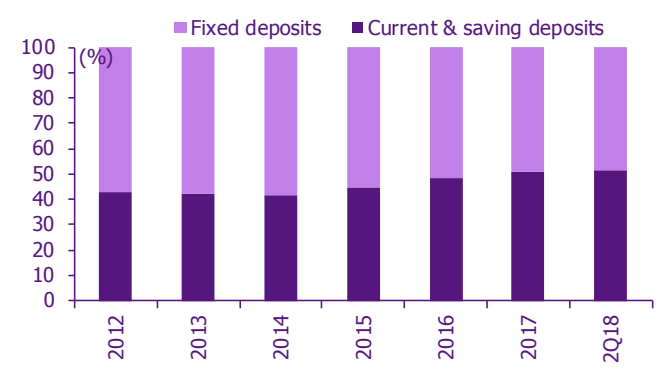
Source: BBL and SCBS Investment Research

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



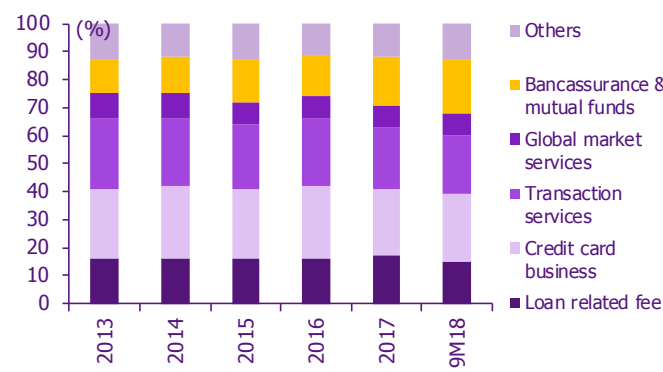
Source: BBL and SCBS Investment Research

**Figure 4: BBL's deposit breakdown**



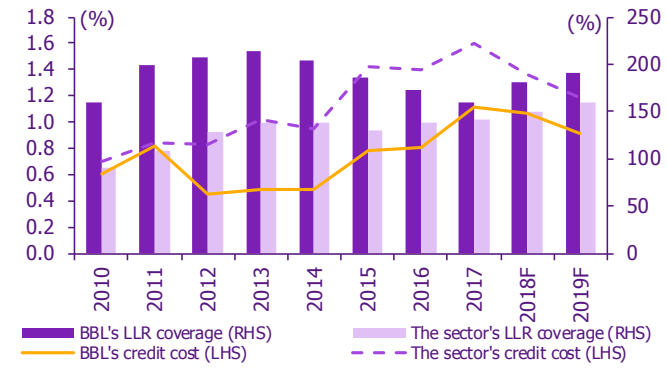
Source: BBL and SCBS Investment Research

**Figure 5: BBL's fee income breakdown**



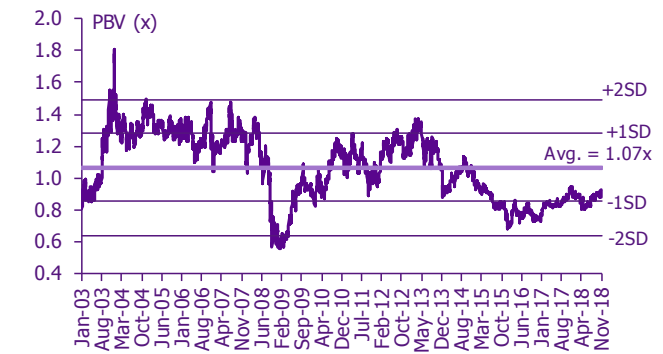
Source: BBL and SCBS Investment Research

**Figure 6: BBL's LLR coverage and credit cost**



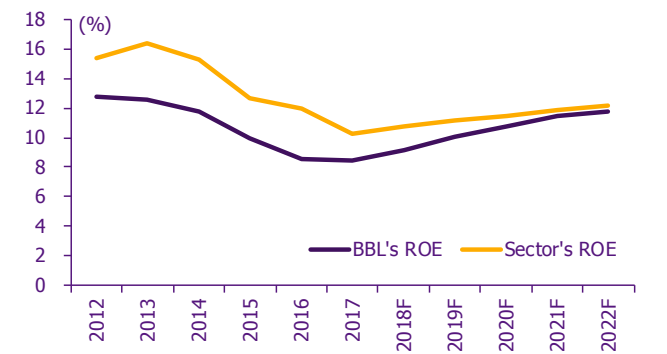
Source: BBL and SCBS Investment Research

**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

## แนวโน้มสดใสและมีกำไรพิเศษรออยู่

การแก้ไขปัญหา NPL ได้มากขึ้นและการปรับพอร์ตสินเชื่อเชิงรุกเปิดโอกาสให้ KTB ตั้งสำรองลดลงในปี 2561 หลังจากนั้น credit cost จะลดลงอีกในปี 2562 จากการโอนกลับค่าใช้จ่ายตั้งสำรองสำหรับ AQ ใน 1Q62 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นเพราะไม่มีการลดสินเชื่อลงครั้งเดียวจากการปรับพอร์ตสินเชื่อเกิดขึ้นซ้ำอีก และวัฏจักรการลงทุนจะเร่งตัวขึ้น พร้อมกับ NIM ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากที่สุดจากกำไรพิเศษจาก AQ ในปี 2562 เรายังคงเลือก KTB เป็น top Buy เนื่องจาก KTB ยังคงมี valuation ที่น่าสนใจที่ PBV 0.85 เท่า เทียบกับ ROE 10% ในปี 2562

การแก้ไขปัญหา NPL ได้มากขึ้นเปิดโอกาสให้ตั้งสำรองลดลง KTB ลดการตั้งสำรองลง 10% QoQ ใน 3Q61 ส่งผลทำให้ credit cost ลดลงจาก 1.38% ใน 2Q61 สู่ 1.23% ใน 3Q61 เพราะธนาคารโอนกลับค่าใช้จ่ายตั้งสำรองหลังจากสามารถแก้ไขปัญหา NPL รายใหญ่ได้หนึ่งราย KTB คาดว่าค่าใช้จ่ายในการตั้งสำรองจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว QoQ ใน 4Q61 สอดคล้องกับเจตนารมณ์ของธนาคารที่จะกระจายการตั้งสำรองในจำนวนเท่ากันที่ 5-6 พันลพ. (ตั้งสำรองตามปกติ 3 พันลพ. และตั้งสำรองพิเศษ 2-3 พันลพ.) ในแต่ละไตรมาส สำหรับสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ AQ ธนาคารคาดว่าจะได้รับการชำระคืนใน 1Q62 หลังจากขายที่ดินหลักประกันได้ในราคา 8.91 พันลพ. เมื่อวันที่ 17 ต.ค. ทั้งนี้ศาลฎีกามีคำสั่งให้ AQ ชดใช้ค่าเสียหายจำนวน 1.0 หมื่นลพ. (เงินต้น 8 พันลพ.) ให้แก่ KTB โดย AQ จ่ายชำระไปแล้วจำนวน 1.64 พันลพ. คงเหลือภาระหนี้สินที่ต้องชดใช้จำนวน 8.4 พันลพ. ธนาคารได้ตั้งสำรองสำหรับเงินต้น 8 พันลพ. ดังกล่าวเป็นจำนวนเงินเกือบ 4 พันลพ. ซึ่งตัดจำหน่ายไปเรียบร้อยแล้ว การขายทอดตลาดที่ดินหลักประกันของ AQ ได้จะส่งผลทำให้ธนาคารสามารถโอนกลับค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจำนวน 4 พันลพ. ซึ่งจะหนุนให้ LLR coverage ปรับขึ้นจาก 124% ณ 2Q61 สู่ 127% และจะทำให้มีความจำเป็นลดน้อยลงในการตั้งสำรองพิเศษ เราคาดว่า credit cost จะลดลงจาก 2.33% ในปี 2560 สู่ 1.35% ในปี 2561 และ 1.25% ในปี 2562

อัตราขยายตัวของสินเชื่อมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่าอัตราขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นอีกจาก 2.2% YTD (5.6% YoY) ณ 3Q61 สู่ 5.5% ณ สิ้นปี 2561 โดยเกิดจากการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ลดลง สินเชื่อภาครัฐที่ขยายตัวสูงอย่างต่อเนื่อง และช่วงไฮซีซั่นสำหรับความต้องการสินเชื่อจากภาคการเกษตร เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัว 7% ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) ไม่มีการปรับลดสินเชื่อที่ปล่อยให้กับสหกรณ์จำนวน 3.0 หมื่นลพ. ในช่วงที่ปรับพอร์ตสินเชื่อเกิดขึ้นซ้ำอีก 2) สินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่จะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนที่เร่งตัวขึ้น และ 3) การขยายสินเชื่อรายย่อยเชิงรุก (โดยเฉพาะสินเชื่อส่วนบุคคล)

NIM จะเพิ่มขึ้นมากที่สุดในปีหน้า เราคาดว่า KTB จะเป็นธนาคารที่มี NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ 15 bps ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) ประโยชน์จากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 2) การเปลี่ยนมาเน้นปล่อยสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูงเพิ่มมากขึ้น (สินเชื่อรายย่อยและสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ แทนสินเชื่อเกี่ยวกับภาครัฐซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำ) และ 3) การรับรู้กำไรพิเศษ 2 พันลพ. จากดอกเบี้ยต่างรับจาก AQ (คาดใน 1Q62) หลังจากขายที่ดินหลักประกันเมื่อวันที่ 17 ต.ค. การมีสัดส่วนเงินฝากกระแสรายวันและออมทรัพย์ (CASA) ในสัดส่วนสูงมากที่ประมาณ 72% จะทำให้ KTB ได้ประโยชน์จากแนวโน้มที่จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอัตราไม่เท่ากันเฉพาะอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำและอัตราดอกเบี้ยเงินกู้

Top Buy เรายังคงเลือก KTB เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 24 บาท (1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2562) เนื่องจาก: 1) KTB มี valuation น่าสนใจที่สุดในกลุ่มธนาคารที่ PBV 0.85 เท่า เทียบกับ ROE 10% ในปี 2562; 2) KTB มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่เร่งตัวขึ้น; 3) KTB มีแนวโน้มที่จะเป็นธนาคารที่มี NIM เพิ่มขึ้นมากที่สุดในปี 2562

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Pre-provision profit	(Bt mn)	65,733	67,274	57,747	61,487	63,327
Net profit	(Bt mn)	32,304	22,440	30,864	35,034	36,023
PPP/Sh	(Bt)	4.70	4.81	4.13	4.40	4.53
EPS	(Bt)	2.31	1.60	2.21	2.51	2.58
BVPS	(Bt)	19.59	20.59	21.98	23.64	25.27
DPS	(Bt)	0.86	0.61	0.84	0.95	0.98
P/PPP	(x)	4.30	4.20	4.89	4.59	4.46
PPP growth	(%)	11.35	2.34	(14.16)	6.48	2.99
P/E	(x)	8.74	12.59	9.15	8.06	7.84
EPS growth	(%)	13.37	(30.53)	37.54	13.51	2.82
P/BV	(x)	1.03	0.98	0.92	0.85	0.80
ROE	(%)	12.43	7.99	10.37	10.98	10.53
Dividend yield	(%)	4.26	3.02	4.15	4.71	4.85

Source: SCBS Investment Research

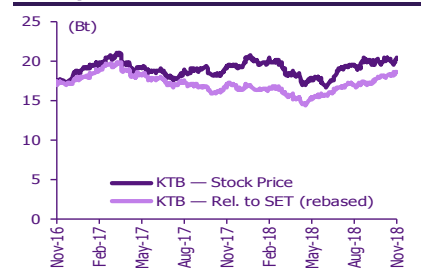
## ชื่อ

## Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	20.20
12-m target price (Bt)	24.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.81
Mkt cap (Btbn)	282.32
Mkt cap (US\$mn)	8,570

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.69
Sector % SET	13.38
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	20.4 / 20.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	18.27
Foreign limit / actual (%)	25 / 13
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

## Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	1.5	3.6	6.3
Relative to SET	1.6	8.8	10.9

Source: SET, SCBS Investment Research

## Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	24.00
12-month dividend	(Bt)	0.84
Capital gain	(%)	18.81
Dividend yield	(%)	4.15
Total return	(%)	22.96

Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

## กิตติมา สัตย์พานิช, 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	119,742	129,869	138,128
Interest expense	(Btmn)	46,921	51,072	51,657	42,264	36,729	36,440	39,523	43,460
<b>Net interest income</b>	(Btmn)	<b>64,481</b>	<b>77,158</b>	<b>80,868</b>	<b>86,966</b>	<b>85,778</b>	<b>83,302</b>	<b>90,347</b>	<b>94,668</b>
Non-interest income	(Btmn)	26,611	27,960	32,701	34,619	35,095	34,892	35,038	35,188
Non-interest expenses	(Btmn)	40,313	48,145	50,920	50,631	49,396	52,150	54,187	56,289
Pre-provision profit	(Btmn)	50,779	56,973	62,650	70,953	71,477	66,044	71,197	73,568
Provision	(Btmn)	12,311	18,643	30,542	33,429	44,833	26,884	26,453	27,304
Pre-tax profit	(Btmn)	38,468	38,330	32,108	37,524	26,643	39,160	44,744	46,264
Tax	(Btmn)	7,778	7,184	5,605	7,063	4,797	7,832	8,949	9,253
Equities & minority interest	(Btmn)	(3,238)	(2,045)	(1,990)	(1,843)	(594)	464	762	988
<b>Core net profit</b>	(Btmn)	<b>33,929</b>	<b>33,191</b>	<b>28,494</b>	<b>32,304</b>	<b>22,440</b>	<b>30,864</b>	<b>35,034</b>	<b>36,023</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	(Btmn)	<b>33,929</b>	<b>33,191</b>	<b>28,494</b>	<b>32,304</b>	<b>22,440</b>	<b>30,864</b>	<b>35,034</b>	<b>36,023</b>
<b>EPS</b>	(Bt)	2.43	2.37	2.04	2.31	1.60	2.21	2.51	2.58
<b>DPS</b>	(Bt)	0.88	0.90	0.76	0.86	0.61	0.84	0.95	0.98

**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	73,931	75,192	75,693
Interbank assets	(Btmn)	448,572	456,721	397,358	431,638	559,827	503,844	503,844	503,844
Investments	(Btmn)	241,783	258,495	261,732	242,265	228,246	211,127	211,127	211,127
<b>Gross loans</b>	(Btmn)	<b>1,711,090</b>	<b>1,952,996</b>	<b>2,027,440</b>	<b>1,904,089</b>	<b>1,938,082</b>	<b>2,044,676</b>	<b>2,187,803</b>	<b>2,362,828</b>
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	130,265	136,718	144,021
<b>Net loans</b>	(Btmn)	<b>1,653,931</b>	<b>1,882,576</b>	<b>1,947,385</b>	<b>1,798,578</b>	<b>1,817,912</b>	<b>1,919,623</b>	<b>2,056,297</b>	<b>2,224,018</b>
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>2,514,771</b>	<b>2,789,143</b>	<b>2,815,330</b>	<b>2,689,446</b>	<b>2,864,373</b>	<b>2,895,607</b>	<b>3,035,865</b>	<b>3,206,466</b>
Deposits	(Btmn)	1,883,781	2,151,268	2,135,499	1,972,404	2,070,875	2,135,072	2,248,231	2,392,117
Interbank liabilities	(Btmn)	200,989	162,015	194,243	203,166	228,691	182,953	182,953	182,953
Borrowings	(Btmn)	133,001	146,171	116,240	120,691	110,626	100,000	100,000	100,000
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>2,308,680</b>	<b>2,553,276</b>	<b>2,565,032</b>	<b>2,410,299</b>	<b>2,570,149</b>	<b>2,577,981</b>	<b>2,691,140</b>	<b>2,835,027</b>
Minority interest	(Btmn)	0	3,724	4,415	5,218	6,358	10,341	14,134	18,138
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
<b>Total Equities</b>	(Btmn)	<b>206,090</b>	<b>232,142</b>	<b>245,883</b>	<b>273,929</b>	<b>287,867</b>	<b>307,284</b>	<b>330,590</b>	<b>353,302</b>
<b>BVPS</b>	(Bt)	<b>14.74</b>	<b>16.60</b>	<b>17.59</b>	<b>19.59</b>	<b>20.59</b>	<b>21.98</b>	<b>23.64</b>	<b>25.27</b>

**Key Assumptions and Financial Ratios**

FY December 31	Unit	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>Growth</b>									
YoY loan growth	(%)	11.83	14.14	3.81	(6.08)	1.79	5.50	7.00	8.00
YoY non-NII growth	(%)	20.98	5.07	16.96	5.86	1.37	(0.58)	0.42	0.43
<b>Profitability</b>									
Yield on earn'g assets	(%)	4.88	5.05	4.93	4.88	4.55	4.27	4.49	4.53
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	2.90	2.86
Net interest margin	(%)	2.83	3.04	3.01	3.28	3.19	2.97	3.13	3.11
ROE	(%)	17.45	15.15	11.92	12.43	7.99	10.37	10.98	10.53
ROA	(%)	1.42	1.25	1.02	1.17	0.81	1.07	1.18	1.15
<b>Asset Quality</b>									
NPLs/Total Loans	(%)	3.29	2.94	3.76	4.77	5.30	5.28	5.17	5.02
LLR/NPLs	(%)	109.47	132.24	112.55	121.57	121.71	120.66	120.91	121.49
Provision expense/Total loans	(%)	0.72	0.95	1.51	1.76	2.31	1.31	1.21	1.16
<b>Liquidity</b>									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.84	85.01	90.04	90.97	88.84	91.48	93.17	94.81
<b>Efficiency</b>									
Cost to income ratio	(%)	44.26	45.80	44.84	41.64	40.87	44.12	43.22	43.35
<b>Capital Fund</b>									
Capital adequacy ratio	(%)	14.78	14.47	14.84	16.61	17.20	17.81	17.78	17.54
Tier-1	(%)	10.17	10.64	11.17	12.81	13.48	14.25	14.43	14.42
Tier-2	(%)	4.61	3.83	3.68	3.80	3.72	3.57	3.35	3.13



**Financial statement**  
**Profit and Loss Statement**

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Interest & dividend income	(Btmn)	31,648	31,157	30,698	30,370	30,283	29,505	29,878	29,993
Interest expense	(Btmn)	9,795	9,337	9,093	9,112	9,187	8,965	9,079	9,104
<b>Net interest income</b>	(Btmn)	<b>21,853</b>	<b>21,820</b>	<b>21,604</b>	<b>21,259</b>	<b>21,095</b>	<b>20,540</b>	<b>20,799</b>	<b>20,890</b>
Non-interest income	(Btmn)	8,612	8,439	7,718	8,424	10,514	8,396	8,356	7,856
Non-interest expenses	(Btmn)	13,033	12,601	11,687	12,475	12,634	13,525	12,259	12,738
Earnings before tax & provision	(Btmn)	17,432	17,658	17,636	17,208	18,975	15,411	16,896	16,008
Provision	(Btmn)	9,429	7,460	13,878	9,918	13,577	6,908	6,770	6,084
Pre-tax profit	(Btmn)	8,003	10,198	3,758	7,290	5,397	8,503	10,126	9,924
Tax	(Btmn)	1,475	2,041	713	1,440	603	1,689	2,082	1,521
Equities & minority interest	(Btmn)	(934)	(375)	(177)	(22)	(21)	28	336	564
<b>Core net profit</b>	(Btmn)	<b>7,463</b>	<b>8,532</b>	<b>3,222</b>	<b>5,872</b>	<b>4,815</b>	<b>6,787</b>	<b>7,708</b>	<b>7,838</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	(Btmn)	<b>7,463</b>	<b>8,532</b>	<b>3,222</b>	<b>5,872</b>	<b>4,815</b>	<b>6,787</b>	<b>7,708</b>	<b>7,838</b>
EPS	(Bt)	0.53	0.61	0.23	0.42	0.34	0.49	0.55	0.56

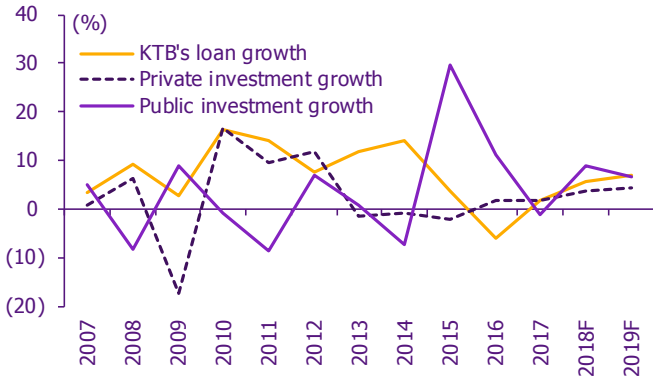
**Balance Sheet**

FY December 31	Unit	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
Cash	(Btmn)	72,106	69,570	67,239	64,167	73,573	70,401	66,501	59,983
Interbank assets	(Btmn)	431,638	426,887	426,469	466,503	559,827	585,221	521,214	441,906
Investments	(Btmn)	242,265	259,809	221,676	225,550	228,246	203,649	191,816	208,883
<b>Gross loans</b>	(Btmn)	<b>1,904,089</b>	<b>1,913,287</b>	<b>1,918,010</b>	<b>1,875,807</b>	<b>1,938,082</b>	<b>1,928,205</b>	<b>1,959,549</b>	<b>1,980,974</b>
Accrued interest receivable	(Btmn)	5,271	3,554	3,159	5,020	5,212	5,462	4,988	5,209
Loan loss reserve	(Btmn)	110,781	112,541	111,466	119,649	125,381	129,598	136,586	129,542
<b>Net loans</b>	(Btmn)	<b>1,798,578</b>	<b>1,804,299</b>	<b>1,809,703</b>	<b>1,761,178</b>	<b>1,817,912</b>	<b>1,804,069</b>	<b>1,827,950</b>	<b>1,856,640</b>
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>2,689,446</b>	<b>2,696,367</b>	<b>2,672,038</b>	<b>2,668,061</b>	<b>2,864,373</b>	<b>2,887,501</b>	<b>2,804,772</b>	<b>2,735,948</b>
Deposits	(Btmn)	1,972,404	1,991,444	1,962,422	1,950,086	2,070,875	2,033,068	2,040,349	2,007,392
Interbank liabilities	(Btmn)	203,166	190,367	186,650	184,108	228,691	250,239	193,603	178,429
Borrowings	(Btmn)	120,691	113,746	116,807	116,261	110,626	110,375	112,163	95,744
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>2,410,299</b>	<b>2,408,139</b>	<b>2,392,324</b>	<b>2,378,397</b>	<b>2,570,149</b>	<b>2,587,650</b>	<b>2,509,090</b>	<b>2,430,626</b>
Minority interest	(Btmn)	5,218	5,588	5,464	5,892	6,358	6,969	6,938	7,644
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
<b>Total Equities</b>	(Btmn)	<b>273,929</b>	<b>282,640</b>	<b>274,250</b>	<b>283,773</b>	<b>287,867</b>	<b>292,882</b>	<b>288,744</b>	<b>297,678</b>
<b>BVPS</b>	(Bt)	<b>19.59</b>	<b>20.22</b>	<b>19.62</b>	<b>20.30</b>	<b>20.59</b>	<b>20.95</b>	<b>20.65</b>	<b>21.29</b>

**Financial Ratios**

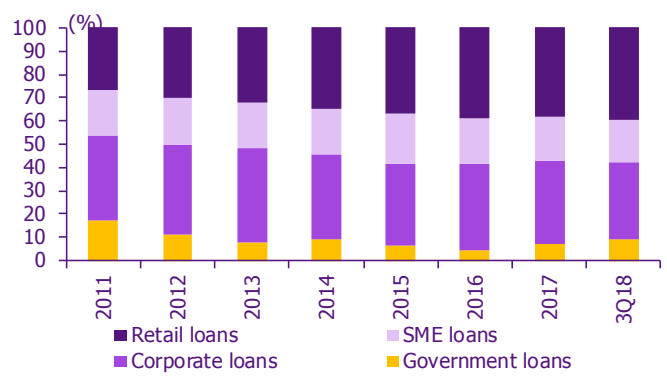
FY December 31		4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
<b>Growth</b>									
YoY loan growth	(%)	(6.08)	(3.87)	(2.81)	(1.59)	1.79	0.78	2.17	5.61
YoY non-NII growth	(%)	0.69	(4.35)	(3.35)	(8.42)	22.08	(0.52)	8.26	(6.74)
<b>Profitability</b>									
Yield on earn'g assets	(%)	4.85	4.78	4.72	4.69	4.50	4.23	4.32	4.44
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.70	1.63	1.59	1.61	1.58	1.49	1.53	1.57
Spread	(%)	3.15	3.15	3.12	3.07	2.93	2.73	2.79	2.87
Net interest margin	(%)	3.35	3.35	3.32	3.28	3.14	2.94	3.01	3.09
ROE	(%)	10.95	12.26	4.63	8.42	6.74	9.35	10.60	10.69
ROA	(%)	1.11	1.27	0.48	0.88	0.67	0.94	1.10	1.15
<b>Asset Quality</b>									
NPLs/Total Loans	(%)	4.79	5.25	5.17	5.53	5.32	5.59	5.64	5.33
LLR/NPLs	(%)	121.57	112.11	112.50	115.37	121.71	120.25	123.54	122.59
Provision expense/Total loans	(%)	1.98	1.56	2.89	2.11	2.80	1.43	1.38	1.23
<b>Liquidity</b>									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	90.97	90.88	92.25	90.78	88.84	89.96	91.04	94.19
<b>Efficiency</b>									
Cost to income ratio	(%)	42.78	41.64	39.86	42.03	39.97	46.74	42.05	44.31
<b>Capital Fund</b>									
Capital adequacy ratio	(%)	16.61	16.04	16.26	16.60	17.20	17.49	17.57	-
Tier-1	(%)	12.81	12.54	12.77	13.10	13.48	13.73	13.79	0.00
Tier-2	(%)	3.80	3.50	3.49	3.50	3.72	3.76	3.78	-

**Figure 1: Loan growth**



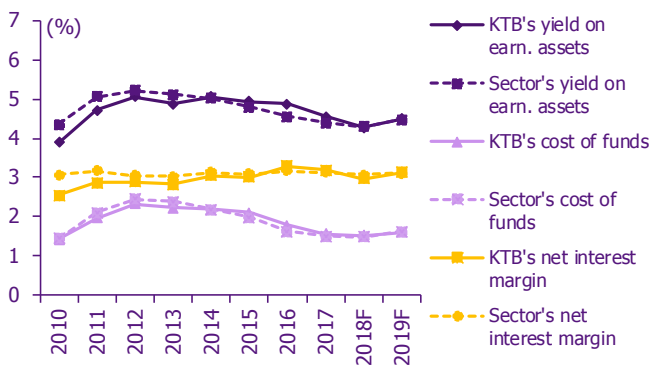
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

**Figure 2: KTB's loans broken down by segment**



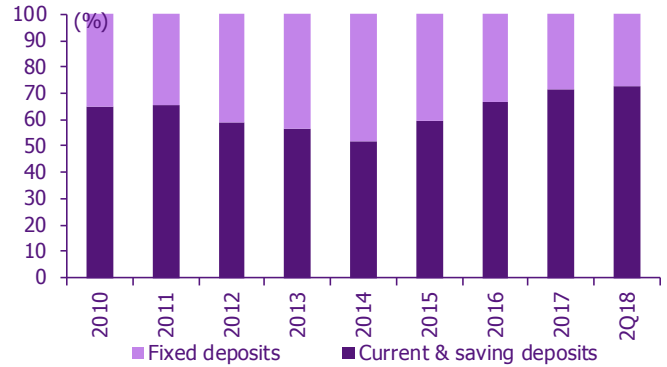
Source: KTB and SCBS Investment Research

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



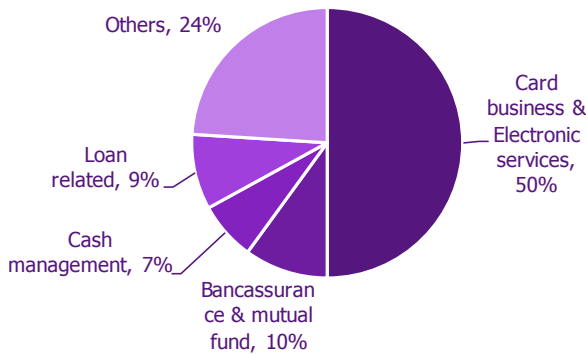
Source: KTB and SCBS Investment Research

**Figure 4: KTB's deposit breakdown**



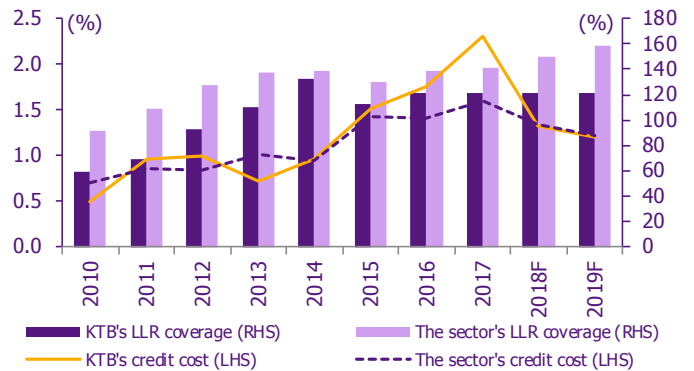
Source: KTB and SCBS Investment Research

**Figure 5: KTB's 9M18 fee & service income breakdown**



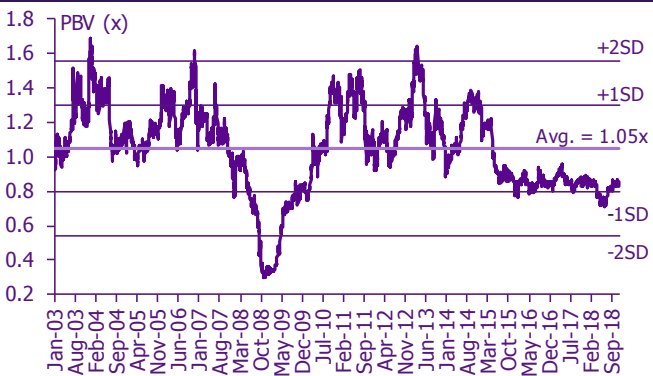
Source: KTB and SCBS Investment Research

**Figure 6: LLR coverage and credit cost**



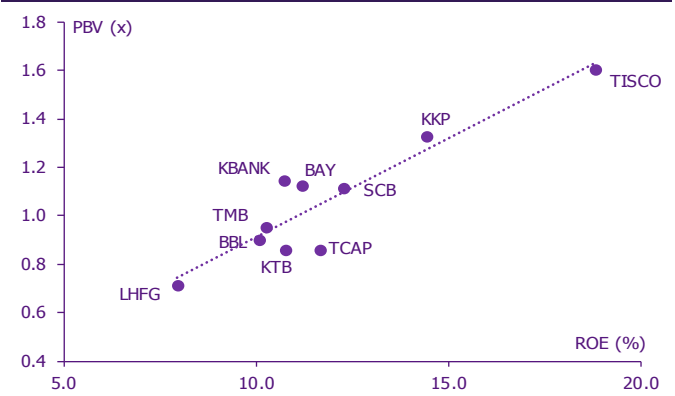
Source: KTB and SCBS Investment Research

**Figure 7: KTB's PBV**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 8: Banking sector valuation map**



Source: SCBS Investment Research



## ผลตอบแทนน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง

ใน 4Q61 จนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ปรับตัวลดลงสู่ระดับที่เป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ ส่วนทางกับยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยในเดือนค.ค. ที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี ราคาหุ้นที่ลดลงน่าจะสะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าที่มีต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ เรากำลังติดตามดูผลกระทบจากสงครามการค้าอย่างใกล้ชิด อย่างไรก็ตาม ภายใต้อายุที่ปรับตัวลดลงมาเรื่อยๆ ทำให้เห็นว่าอย่างน้อยปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว แนวโน้ม downside ของราคาหุ้นน่าจะถูกจำกัดโดย valuation ระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง top picks ของเรา คือ SAT และ STANLY

ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยในเดือนค.ค. ทำจุดสูงสุดในรอบ 5 ปี... ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยในเดือนค.ค. อยู่ที่ 197,200 คัน เพิ่มขึ้น 21% YoY และ 8% MoM และทำจุดสูงสุดในรอบ 63 เดือน นับตั้งแต่โครงการรถคันแรกสิ้นสุดลง ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศจำนวนมากถึง 86,900 คัน เพิ่มขึ้น 27% YoY (แต่ลดลง 2% MoM) ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์อยู่ที่ 93,300 คัน เพิ่มขึ้น 3% YoY (แต่ลดลง 10% MoM) เราคาดว่าความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และงาน Motor Expo ประจำปี (30 พ.ย.-10 ธ.ค.) เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะเติบโต 6% YoY ในปี 2561 (2.11 ล้านคัน) และ 5% YoY ในปี 2562 (2.22 ล้านคัน)

...แต่ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ทำจุดต่ำสุดของปี 2561 ในขณะที่อุตสาหกรรมยานยนต์รวมถึงกำไรของกลุ่มยานยนต์มีแนวโน้มที่แข็งแกร่ง แต่ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์กลับปรับตัวลดลง ใน 4Q61 จนถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น AH ปรับตัวลดลงถึง 29% ตามมาด้วย SAT ที่ -20%, STANLY ที่ -9% และ PCSGH ที่ -6% และซื้อขายที่ระดับต่ำสุดของปี 2561 เรามองว่าราคาหุ้นที่ลดลงสะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกิจกรรมการค้าระหว่างประเทศโดยรวม รวมถึงความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ ซึ่งหมายความว่า การส่งออกรถยนต์ของประเทศไทยจะได้รับผลกระทบทางอ้อม ทั้งนี้ในปี 2560 จีนและสหรัฐฯ รวมกันคิดเป็นสัดส่วน ~8% ของมูลค่าการส่งออกรถยนต์ไทย (รถยนต์และชิ้นส่วน)

ราคาหุ้นที่ลดลงมากเกินไปทำให้ผลตอบแทนน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง เราจะจับตาดูสงครามการค้าอย่างใกล้ชิด อย่างไรก็ตาม ภายใต้อายุที่ปรับตัวลดลงมาเรื่อยๆ ทำให้เห็นว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว แนวโน้ม downside ของราคาหุ้นน่าจะถูกจำกัดโดย valuation ระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง top picks ของเรา คือ SAT และ STANLY หุ้น SAT ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 7.7 เท่า ใกล้กับระดับวิกฤตในปี 2559 (-1SD) เมื่อความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศทำจุดต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2553 และกำไรของ SAT ลดลงสู่จุดต่ำสุดในรอบ 5 ปี ในขณะที่หุ้น STANLY ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 8.1 เท่า ต่ำกว่าระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต SAT และ STANLY ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ 6% และ 4% ในปี 2562 ตามลำดับ

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	18F	19F	18F	19F
AH	Buy	21.7	38.0	81.7	6.9	6.0	0.8	0.7		
PCSGH	Neutral	7.1	7.7	13.0	16.4	14.2	2.1	2.0		
SAT	Buy	17.5	28.0	65.1	8.9	7.7	1.1	1.0		
STANLY	Buy	235.0	320.0	39.5	9.1	8.1	1.1	1.0		
<b>Average</b>					<b>11.6</b>	<b>10.1</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>		

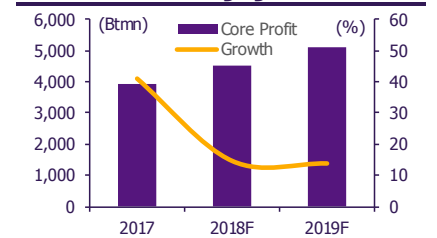
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	(9.2)	(34.7)	(39.7)	(9.1)	(31.5)	(37.1)
PCSGH	1.4	(0.7)	(16.6)	1.6	4.3	(13.0)
SAT	(13.4)	(25.2)	(27.7)	(13.3)	(21.5)	(24.6)
STANLY	(2.9)	(10.0)	4.9	(2.8)	(5.5)	9.4

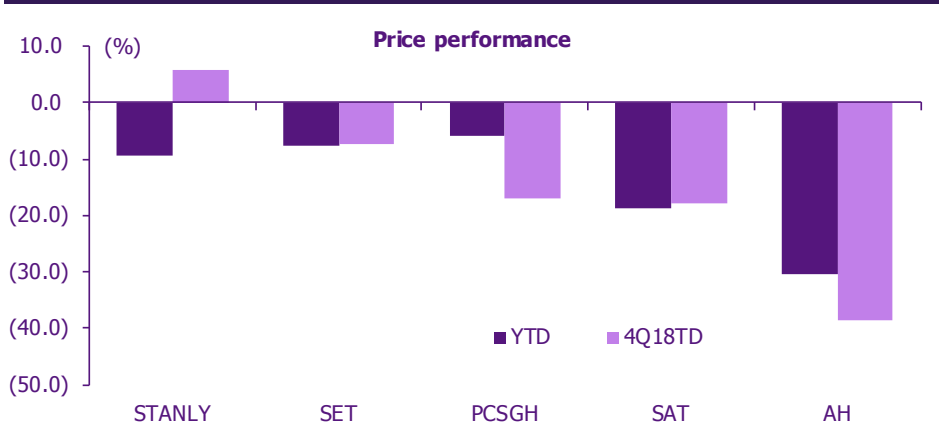
Source: SET, SCBS Investment Research

### Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

### ราคาหุ้นกลุ่มยานยนต์ปรับตัวลดลงมากเกินไป



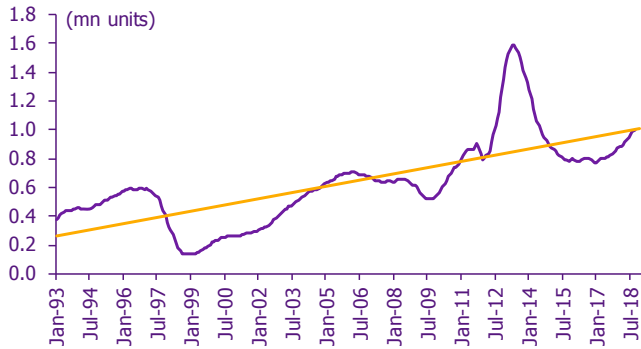
Source: SET and SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ระวี นิช ปิยะเกรียงไกร

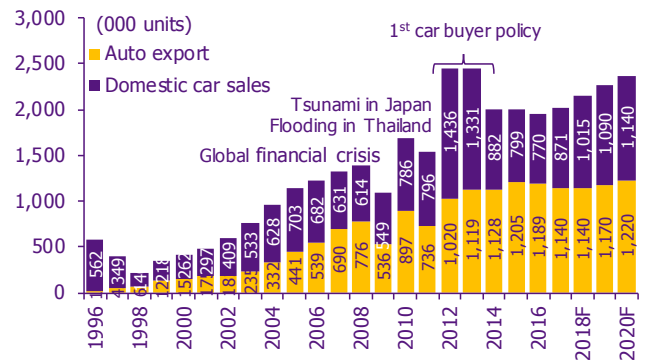
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1002  
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

**Figure 1: Rolling 12-mth domestic auto sales suggest auto demand is increasing**



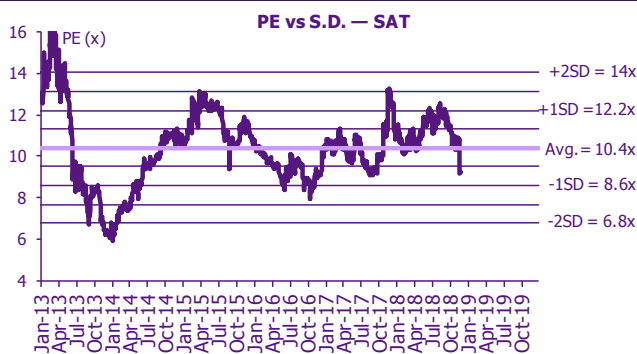
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

**Figure 2: Thai auto production to grow in 2018-19**



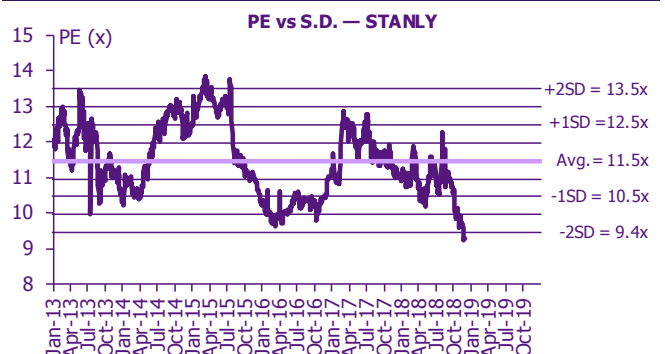
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

**Figure 3: SAT: PE band**



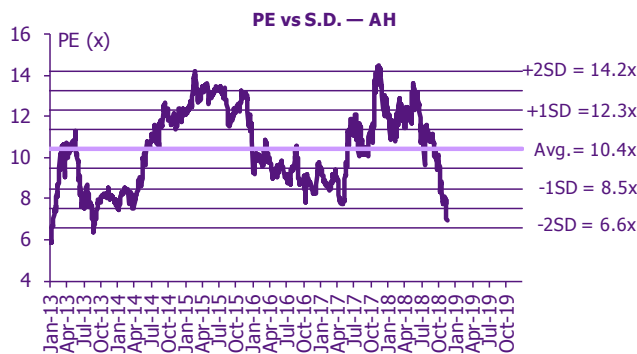
Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 4: STANLY: PE band**



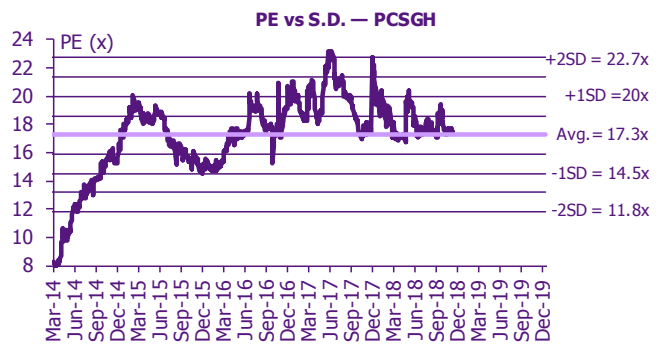
Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 5: AH: PE band**



Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 6: PCSGH: PE band**



Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 7: Auto statistics**

000 units	Oct-17	Sep-18	Oct-18	%YoY	%MoM	10M17	10M18	%YoY
Domestic sales	68.6	88.7	86.9	26.8%	-2.0%	689.0	833.5	21.0%
Auto export	90.8	104.2	93.3	2.8%	-10.4%	940.8	952.1	1.2%
Auto production	163.5	183.2	197.2	20.6%	7.6%	1,641.3	1,801.3	9.8%

Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

**Figure 8: 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	Buy	21.70	38.0	81.7	7.8	6.9	6.0	66	13	14	1.0	0.8	0.7	13	13	12	5.5	6.6	7.8	8.3	7.5	6.7
PCSGH	Neutral	7.05	7.7	13.0	16.9	16.4	14.2	68	4	15	2.1	2.1	2.0	13	13	14	4.0	3.8	4.9	8.1	8.4	7.3
SAT	Buy	17.50	28.0	65.1	10.3	8.9	7.7	19	16	15	1.2	1.1	1.0	12	13	13	5.1	5.1	5.8	4.1	3.1	2.5
STANLY	Buy	235.00	320.0	39.5	10.9	9.1	8.1	33	20	13	1.2	1.1	1.0	12	13	13	3.0	3.3	3.7	4.2	3.4	2.7
<b>Average</b>					<b>11.5</b>	<b>10.3</b>	<b>9.0</b>	<b>46</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>4.4</b>	<b>4.7</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>5.6</b>	<b>4.8</b>

Source: SCBS Investment Research

## เริ่มเห็นปัจจัยบวกระยะสั้น

ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินชะลอตัวต่อเนื่องตามคาดใน 3Q61 เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นและอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัว อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นปัจจัยบวกบางอย่างที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงาน 4Q61: ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) ที่ลดลง และมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล แนวโน้มของกลุ่มสายการบินยังคงทำหายในปี 2562 แต่เราเชื่อว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาดัชนีไปค่อนข้างมากแล้ว และ valuation ระดับต่ำน่าจะช่วยจำกัด downside AAV (top pick ของเรา) ช้อขายที่ PB ปี 2562 ระดับ 0.96 เท่า ซึ่งเป็นระดับเดียวกับเมื่อครั้งที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2556-57

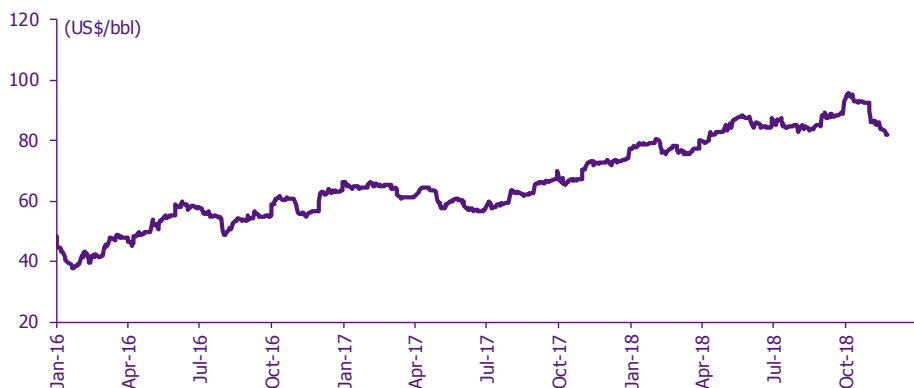
เริ่มเห็นปัจจัยบวกระยะสั้น ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินชะลอตัวต่อเนื่องตามคาดใน 3Q61 เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้น (ราคาน้ำมันเครื่องบิน spot price โดยเฉลี่ยใน 3Q61 อยู่ที่ US\$86.2/bbl เพิ่มขึ้น 37% YoY และ 2% QoQ) และอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัว (นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 9.1 ล้านคนใน 3Q61 เพิ่มขึ้น 3% YoY และ 2% QoQ) อย่างไรก็ตาม เราเริ่มเห็นปัจจัยบวกบางอย่าง: 1) ราคาน้ำมันเครื่องบินลดลง: ราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) เมื่อวันที่ 28 พ.ย. 2561 อยู่ที่ US\$81.5/bbl ต่ำกว่าจุดสูงสุดของปี 2561 ในเดือนค.ค. อยู่ 15% และต่ำกว่าราคาเฉลี่ยใน 4Q61 ถึงปัจจุบันที่ US\$89/bbl และ 2) มาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวของรัฐบาลด้วยการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ ซึ่งรวมถึงจีน (ตลาดสำคัญของการท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 29% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 ถึงเดือนม.ค. 2562 ปัจจัยบวกเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินใน 4Q61

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้นจะเปิดโอกาสให้ขึ้นค่าโดยสาร ปี 2561 เป็นปีที่แย่สำหรับสายการบิน เพราะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้น และเงินบาทอ่อนค่า ส่งผลทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้น แต่ผู้ประกอบการสายการบินไม่สามารถส่งผ่านภาระต้นทุนไปยังผู้โดยสารได้ในภาวะที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอ่อนแอ อุตสาหกรรมสายการบินจะยังคงเผชิญความท้าทายเหล่านี้ต่อไปในปี 2562 แต่เราจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล ซึ่งจะช่วยให้ระยะสั้นให้ปริมาณผู้โดยสารปรับตัวเพิ่มขึ้น และเปิดโอกาสให้ขึ้นค่าโดยสารได้

**AAV: Valuation ที่ต่ำกว่าช่วยจำกัด downside** ตั้งแต่ต้นปี 2561 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้น AAV ปรับตัวลดลงถึง 29% แยกว่า SET ที่ลดลง 7% แม้เราคาดว่าจะมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจากผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 โดยได้รับการสนับสนุนจากช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวและมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล แต่เราเชื่อว่าข่าวร้ายสะท้อนในราคาดัชนีไปค่อนข้างมากแล้ว และ valuation ระดับต่ำจะช่วยจำกัด downside หุ้น AAV ช้อขายที่ PB ปี 2562 ระดับ 0.96 เท่า ซึ่งเป็นระดับเดียวกับเมื่อครั้งที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2556-57

**AOT: ปัจจัยกระตุ้น คือ ปริมาณผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น** ราคาหุ้น AOT ปรับตัวลดลงมาแล้ว 13% จากจุดสูงสุดของปี 2561 ในช่วงราคากระดานดำของปีนี้ เพราะถูกจุดลงโดยปริมาณผู้โดยสารที่เติบโตในอัตราชะลอตัวลงจากฐานต่ำใน 1H61 และอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัว เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนลดลงหลังเกิดอุบัติเหตุเรือล่มในเดือนค.ค. เรามองว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น และปริมาณผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล AOT คาดว่าจะประกาศเงื่อนไขการประกวดราคา (TOR) พื้นที่เชิงพาณิชย์ที่สนามบินสุวรรณภูมิในเดือนม.ค. 2562 ทั้งนี้จากการสำรวจของเรา พบว่ามีผู้สนใจเข้าร่วมประมูลหลายรายด้วยกัน: Lotte Duty Free (เกาหลีใต้), เซ็นทรัล กรุ๊ป, เดอะมอลล์ กรุ๊ป และ บางกอกแอร์เวย์ส เรามองว่าการแข่งขันที่สูงขึ้นสะท้อนถึงราคาประมูลที่สูงขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ AOT มีรายได้สัมปทานเพิ่มมากขึ้น

### สัญญาณบวกระยะสั้นจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F
AAV	Buy	4.4	5.8	37.6	31.3	19.5	1.0	1.0
AOT	Sell	64.8	60.0	(6.0)	36.5	32.0	6.4	5.8
THAI	Sell	14.6	14.0	(4.1)	36.2	49.2	1.0	1.0
<b>Average</b>					<b>34.7</b>	<b>33.6</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>

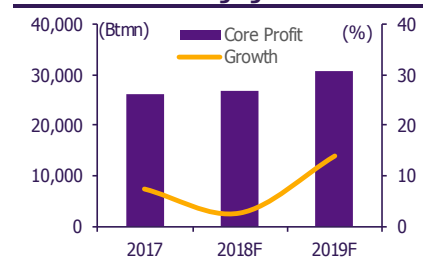
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	9.0	(1.4)	(30.8)	9.1	3.6	(27.8)
AOT	3.6	(1.9)	5.3	3.7	3.0	9.8
THAI	13.2	10.6	(15.6)	13.3	16.1	(12.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

### Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ระรินช ปิยะเกรียงไกร

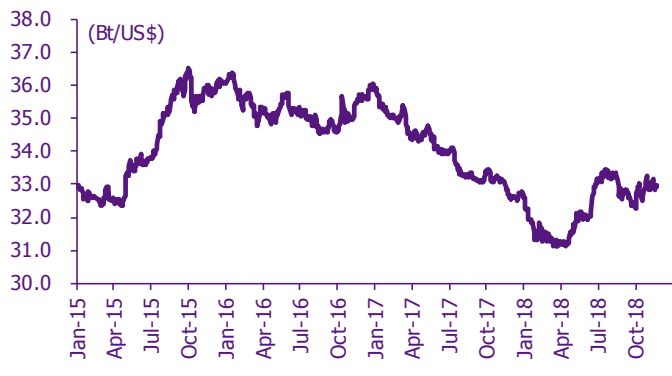
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

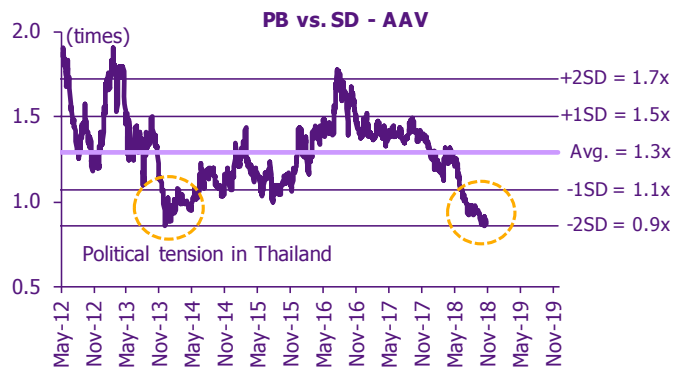
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

**Figure 1: Baht trend**



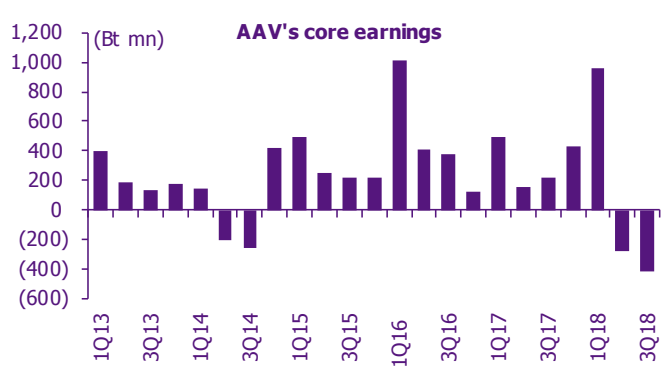
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

**Figure 2: AAV is trading at tough valuation**



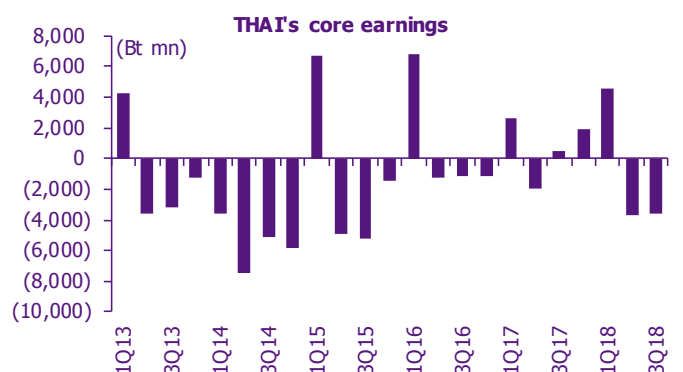
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

**Figure 3: AAV's quarterly earnings**



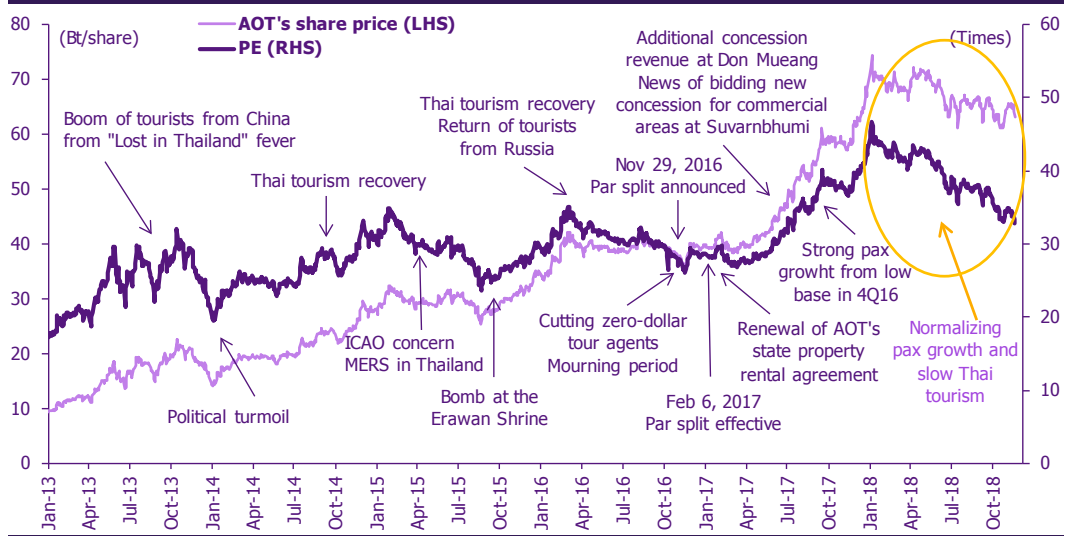
Source: Company data and SCBS Investment Research

**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	4.36	5.8	37.6	16.3	31.3	19.5	(32)	(48)	60	1.0	1.0	1.0	6	3	5	3.4	4.6	3.4	11.0	7.5	6.9
AOT	Sell	64.75	60.0	(6.0)	42.4	36.5	32.0	14	16	14	7.0	6.4	5.8	17	18	19	1.3	1.4	1.6	25.8	23.4	21.0
THAI	Sell	14.60	14.0	(4.1)	10.3	36.2	49.2	(9)	(72)	(27)	1.0	1.0	1.0	9	3	2	0.0	0.0	0.0	7.3	8.3	7.6
<b>Average</b>					<b>23.0</b>	<b>34.7</b>	<b>33.6</b>	<b>(9)</b>	<b>(35)</b>	<b>16</b>	<b>3.0</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>11</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>1.6</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>14.7</b>	<b>13.1</b>	<b>11.8</b>

Source: SCBS Investment Research



## รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ (NII) มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

เราคาดว่าสินเชื่อจะฟื้นตัวและคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 และปี 2562 พร้อมกับ NIM ที่กว้างขึ้น และ credit cost ที่ลดลงในปี 2562 แต่รายได้ค่าธรรมเนียมยังคงอ่อนแอ เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร

สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้น อัตราการขยายตัวของสินเชื่อฟื้นตัวดีขึ้นจาก 5.3% YoY ในเดือนมิ.ย. สู่ 6.1% YoY ในเดือนค.ค. หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อรายย่อย รายงานภาวะและแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อของ ธปท. ชี้ให้เห็นว่าความต้องการสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ใน 3Q61 ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน โดยส่วนใหญ่เป็นความต้องการของกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ เพื่อใช้ลงทุนสินทรัพย์ถาวร ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน และควมรวมกิจการ โดยความต้องการสินเชื่อของธุรกิจขนาดใหญ่ที่เพิ่มขึ้นส่วนมากอยู่ในเขตพัฒนาพิเศษภาคตะวันออก (EEC) และในธุรกิจที่มีศักยภาพเติบโตได้ดี เช่น ธุรกิจด้านสุขภาพ ความต้องการสินเชื่อภาคครัวเรือนใน 3Q61 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อน ในทุกวัตถุประสงค์ โดยเฉพาะสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์และสินเชื่อบัตรเครดิต โดยได้รับปัจจัยบวกจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ดีขึ้นต่อเนื่อง และการปรับกลยุทธ์การดำเนินงานของสถาบันการเงินบางแห่งเพื่อขยายฐานลูกค้า เราเชื่อว่าการเริ่มต้นของวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ที่รอคอยมานาน ซึ่งหลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายกำลังการผลิต EEC และการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ของประเทศไทย จะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้นเราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นจาก 5% ในปี 2560 สู่ 7% ในปี 2561 และ 9% ในปี 2562

**NPL** ไหลเข้าน้อยลง และตั้งสำรองลดลง NPL ไหลเข้าลดลง 4% QoQ ใน 3Q61 หลักๆ อยู่ในภาคการผลิต ในขณะที่เดียวกัน NPL ไหลออกก็ปรับตัวลดลง 8% QoQ ส่งผลให้อัตราส่วน NPL ของระบบธนาคารอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 2.94% กลุ่ม SME ยังคงน่าเป็นห่วง เพราะอัตราส่วน NPL เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 4.45% ใน 2Q61 สู่ 4.65% ใน 3Q61 credit cost ของกลุ่มธนาคารปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.31% ใน 2Q61 สู่ 1.47% ใน 3Q61 เพราะธนาคารบางแห่ง (TMB และ TISCO) นำรายได้พิเศษมาตั้ง LLR coverage เพิ่ม ส่งผลทำให้ LLR coverage ของกลุ่มธนาคารปรับเพิ่มขึ้นจาก 146% ณ 2Q61 สู่ 149% ณ 3Q61 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจะลดลงใน 4Q61 และปี 2562 เนื่องจากคุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว

**NIM** จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะปรับขึ้น NIM ของธนาคารส่วนใหญ่ (ยกเว้นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้ออย่าง TCAP TISCO และ KKP) จะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่คาดว่าจะเริ่มปรับขึ้นใน 1Q62 (หรืออาจจะปรับขึ้นเดือนธ.ค. 2561) ทั้งนี้เราคาดว่า NIM จะปรับขึ้น 6 bps ในปี 2562 สะท้อนการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้น 50 bps

**ปี 2562: NII ดี แต่ non-NII อ่อนแอ** เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเพิ่มขึ้น พร้อมกับ NIM ที่กว้างขึ้น และ credit cost ที่ลดลงในปี 2562 แต่รายได้ค่าธรรมเนียมยังคงอ่อนแอ เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 10% ในปี 2562 เทียบกับ 11% ในปี 2561

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

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					18F	19F
BAY	Neutral	39.8	43.0	10.7	11.7	10.3
BBL	Buy	206.0	260.0	29.5	10.5	9.1
KBANK	Neutral	192.0	204.0	8.6	11.9	11.0
KKP	Buy	71.5	78.0	16.4	9.5	9.5
KTB	Buy	20.2	24.0	23.0	9.2	8.1
LHFG	Neutral	1.4	1.6	16.0	9.8	9.2
TCAP	Buy	52.5	61.0	20.6	7.9	7.7
TISCO	Buy	80.5	97.0	28.0	9.1	8.9
TMB	Buy	2.3	2.8	26.3	8.6	9.5
<b>Average</b>					<b>9.9</b>	<b>9.3</b>

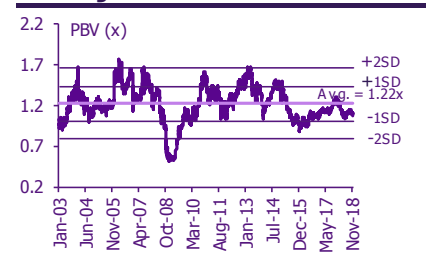
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	(1.9)	(2.5)	2.6	(1.7)	2.4	7.0
BBL	(0.5)	(1.4)	4.3	(0.4)	3.5	8.8
KBANK	(2.3)	(10.7)	(13.5)	(2.2)	(6.2)	(9.8)
KKP	2.1	(6.8)	(2.7)	2.3	(2.2)	1.4
KTB	1.5	3.6	6.3	1.6	8.8	10.9
LHFG	(4.0)	(9.5)	(9.5)	(3.9)	(5.0)	(5.6)
TCAP	1.9	(1.9)	(2.3)	2.1	3.0	1.9
TISCO	3.2	(0.9)	(5.8)	3.3	4.0	(1.8)
TMB	1.8	3.6	(18.6)	1.9	8.8	(15.1)

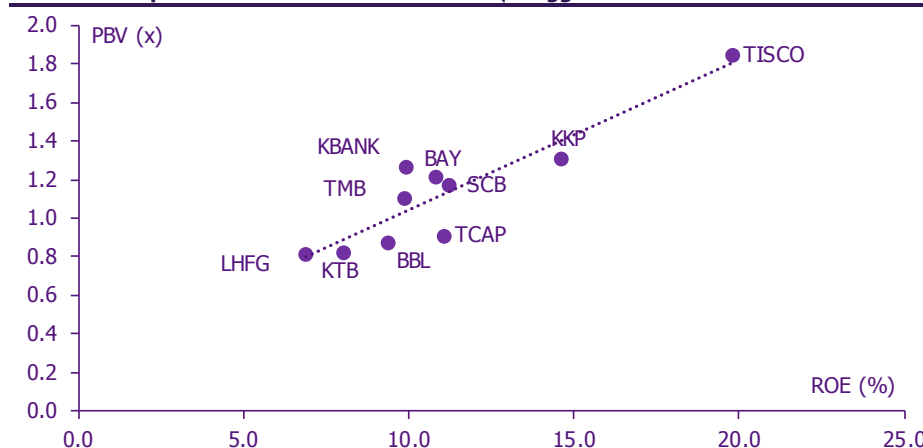
Source: SET, SCBS Investment Research

### 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 สัตย์พันธ์, CFA

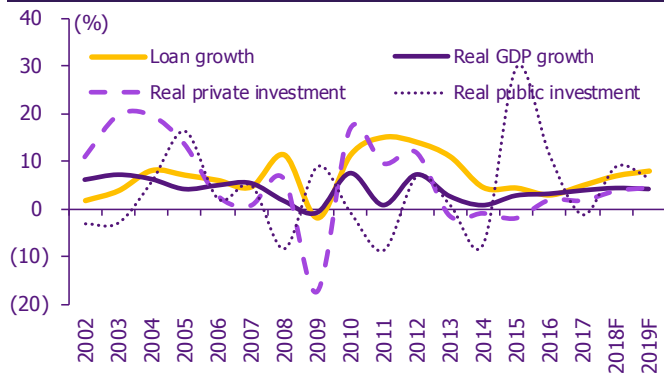
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

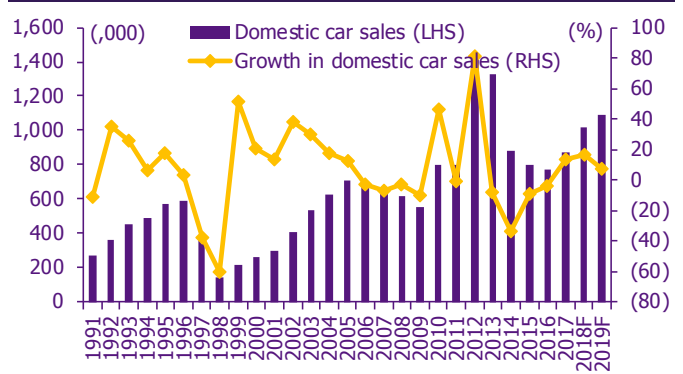
kittima.sattayapan@scb.co.th

**Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth**



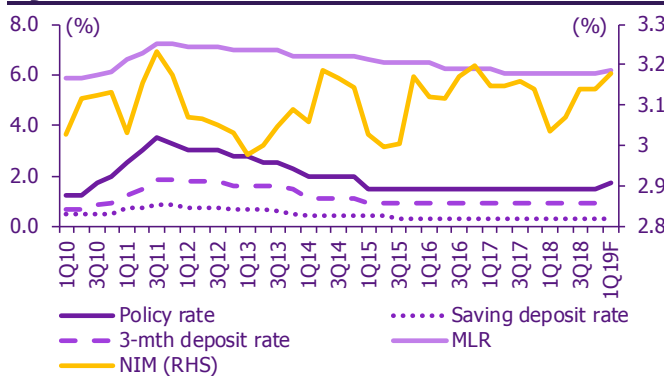
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

**Figure 2: Domestic car sales**



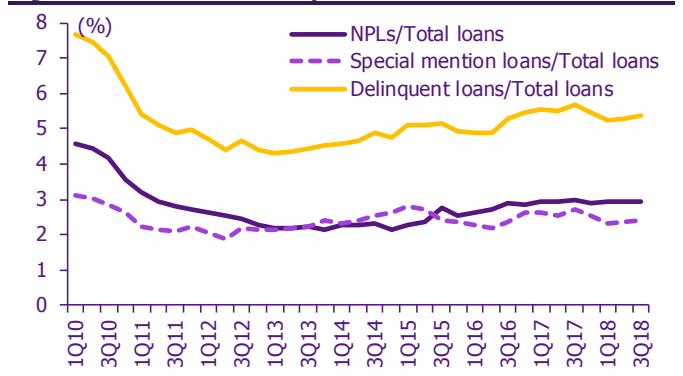
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

**Figure 3: NIM and interest rates**



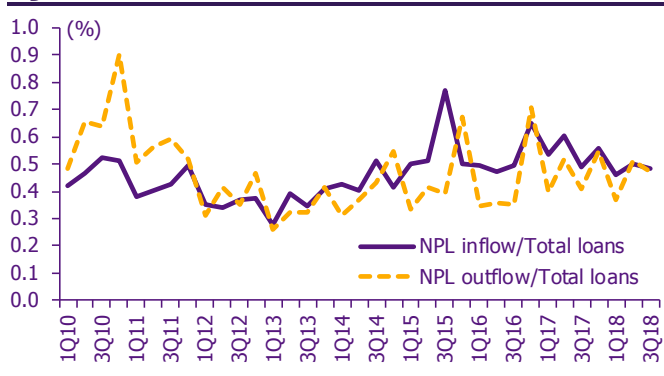
Source: SCBS Investment Research

**Figure 4: NPL ratio and special-mention loans**



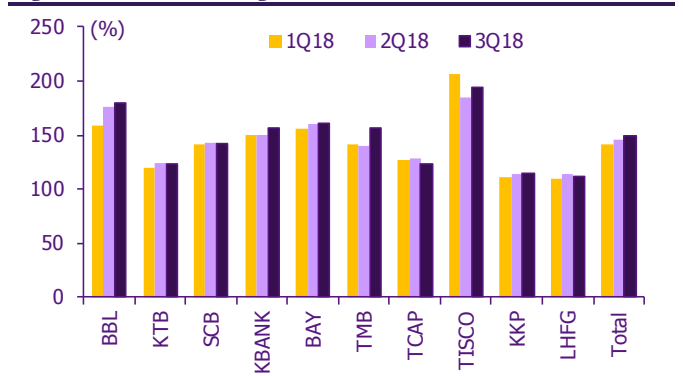
Source: BoT and SCBS Investment Research

**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	39.75	43.0	10.7	12.6	11.7	10.3	8	8	14	1.3	1.2	1.1	11	11	11	2.1	2.6	2.9
BBL	Buy	206.00	260.0	29.5	11.9	10.5	9.1	4	13	16	1.0	0.9	0.9	8	9	10	3.2	3.3	3.8
KBANK	Neutral	192.00	204.0	8.6	13.4	11.9	11.0	(15)	12	9	1.3	1.2	1.1	10	11	11	2.1	2.3	2.6
KKP	Buy	71.50	78.0	16.4	10.6	9.5	9.5	3	11	1	1.5	1.4	1.3	14	15	14	7.0	7.3	7.4
KTB	Buy	20.20	24.0	23.0	12.6	9.2	8.1	(31)	38	14	1.0	0.9	0.9	8	10	11	3.0	4.2	4.7
LHFG	Neutral	1.43	1.60	16.0	11.6	9.8	9.2	(38)	18	7	0.8	0.7	0.7	9	8	8	4.1	4.1	4.4
TCAP	Buy	52.50	61.0	20.6	9.0	7.9	7.7	16	14	4	1.0	0.9	0.9	12	12	12	4.2	4.4	4.6
TISCO	Buy	80.50	97.0	28.0	10.6	9.1	8.9	22	16	3	1.9	1.7	1.6	19	20	19	6.2	7.5	7.6
TMB	Buy	2.28	2.80	26.3	11.5	8.6	9.5	6	33	(9)	1.1	1.0	0.9	10	12	10	2.6	3.5	3.1
<b>Average</b>					<b>11.5</b>	<b>9.9</b>	<b>9.3</b>	<b>(2)</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>3.9</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>

Source: SCBS Investment Research



## เติบโตอย่างต่อเนื่องท่ามกลางปัจจัยที่หลากหลาย

ราคาตัวออกขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาคินิชย์จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลงจาก 4 ไตรมาสที่ผ่านมา (+2.7% YoY โดยเฉลี่ย) แต่ยังเป็นบวกที่ระดับเกือบ 2% YoY ใน 4Q61TD โดยมีสาเหตุมาจากความเชื่อมั่นและกำลังซื้อในระดับปานกลาง จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง และรูปแบบที่เปลี่ยนไปของมาตรการกระตุ้นจากรัฐบาลซึ่งเพิ่มขึ้น 5% มากกว่าราคาสินค้าเกษตรที่ลดลง 1% สศก.คาดว่ารายได้เกษตรกรจะปรับขึ้นเล็กน้อยที่ 0.2% YoY ในเดือนค.ค. และจะเป็นบวกในเดือนพ.ย. เนื่องจากผลผลิตสินค้าเกษตรเพิ่มขึ้น และราคาสินค้าเกษตรทรงตัว/ลดลงเล็กน้อย

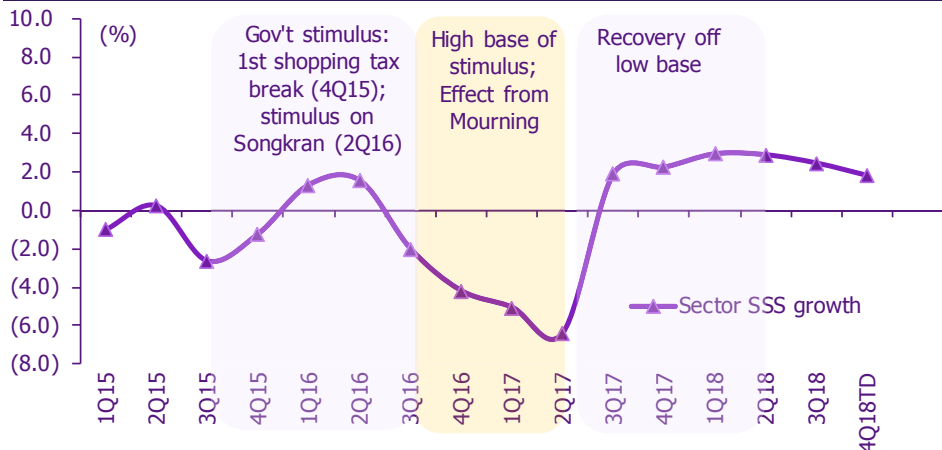
**ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อปานกลาง** ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลงเป็นเดือนที่สองติดต่อกันจาก 82.3 จุดในเดือนก.ย. สู่ 81.3 จุดในเดือนค.ค. แต่ยังคงอยู่ใกล้กับระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี ในขณะที่ใน 3Q61 รายได้เกษตรกรเติบโต 4% YoY เนื่องจากผลผลิตสินค้าเกษตรเพิ่มขึ้น 5% มากกว่าราคาสินค้าเกษตรที่ลดลง 1% สศก.คาดว่ารายได้เกษตรกรจะปรับขึ้นเล็กน้อยที่ 0.2% YoY ในเดือนค.ค. และจะเป็นบวกในเดือนพ.ย. เนื่องจากผลผลิตสินค้าเกษตรเพิ่มขึ้น และราคาสินค้าเกษตรทรงตัว/ลดลงเล็กน้อย

**นักท่องเที่ยวต่างชาติลดลง** การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในตลาดภายในประเทศ (22% เกิดจากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว) อาจจะได้รับผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยลดลง ทั้งนี้หลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือลมนในภูเก็ตในเดือนก.ค. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติก็เติบโตในอัตราชะลอตัวลงที่ 3% YoY ใน 3Q61 และหดตัวลง 1% YoY ในเดือนค.ค. (เทียบกับ +12% YoY ใน 1H61) เพราะได้รับผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวชาวจีนที่ลดลง 9% YoY ใน 3Q61 และ 20% YoY ในเดือนค.ค. อย่างไรก็ตาม มาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวด้วยการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ ซึ่งรวมถึงจีนด้วย ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 ถึงเดือนม.ค. 2562 และแคมเปญกระตุ้นการเดินทางและการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวตั้งแต่กลางเดือนพ.ย. 2561 จนถึงกลางเดือนม.ค. 2562 น่าจะช่วยกระตุ้นให้จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น และป้องกันความเสี่ยง downside

**มาตรการของรัฐบาล** มาตรการลดหย่อนภาษีจากการซื้อปิ้ง ครัว.อนมัตติลดหย่อนภาษีไม่เกิน 15,000 บาท สำหรับการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าและบริการในประเทศเป็นครั้งแรกในไตรมาสที่ 4 ของปี 2558 โดยคาดว่าช่วยกระตุ้นการใช้จ่าย 2.2 หมื่นลบ. ในระหว่างวันที่ 25-31 ธ.ค. 2558, 1.4-1.5 หมื่นลบ. ในระหว่างวันที่ 14-31 ธ.ค. 2559 และ 1.8-2.2 หมื่นลบ. ในระหว่างวันที่ 11 พ.ย.-3 ธ.ค. 2560 รายงานข่าวระบุว่ามาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายในปีนี้จะเริ่มตั้งแต่กลางเดือนธ.ค. ไปจนถึงกลางเดือนม.ค. แต่ในเบื้องต้นเชื่อว่าลดหย่อนภาษีได้เฉพาะยางรถยนต์ หนังสือ และสินค้า OTOP (ยกเว้นสินค้าฟุ่มเฟือย) ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น รายการสินค้าที่ลดน้อยลงมีแนวโน้มที่จะทำให้การใช้จ่ายภายใต้มาตรการในปีนี้ลดลง **มาตรการอื่นๆ** ในเดือนพ.ย. ครัว.อนมัตติมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย วงเงิน 3.87 หมื่นลบ. ซึ่งจะเริ่มตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 จนถึงเดือนก.ย. 2562 โดยจะเบิกจ่ายเงินไม่เกิน 1.07 หมื่นลบ. ในเดือนธ.ค. 2561 (แจกให้ผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐครั้งเดียวคนละ 500 บาท และแจกให้ผู้สูงอายุครั้งเดียวคนละ 1,000 บาท เพื่อให้ครอบคลุมค่าใช้จ่ายในการเดินทางมารับบริการทางการแพทย์) และที่เหลือ (เงินช่วยเหลือรายเดือนสำหรับค่าไฟฟ้า ค่าน้ำ และค่าเช่าบ้าน) จะเบิกจ่ายไปจนถึงเดือนก.ย. 2562

**Top picks: CPALL และ GLOBAL** เราชอบ CPALL เนื่องจากเป็นหุ้น laggard ของกลุ่มพาคินิชย์ และกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 และปี 2562 นอกจากนี้เรายังชอบ GLOBAL เนื่องจากกำไรจะเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มพาคินิชย์ใน 4Q61 และปี 2562

### SSS ของกลุ่มพาคินิชย์มีแนวโน้มที่ยังคงมีอัตราเติบโตเป็นบวกใน 4Q61TD



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
BJC	Buy	52.0	65.0	26.1	33.2	28.8	1.8	1.8
CPALL	Buy	68.5	90.0	33.1	30.0	25.8	6.0	5.3
GLOBAL	Buy	19.9	23.0	16.5	39.3	33.6	5.4	4.9
HMPRO	Buy	15.3	17.5	16.6	35.8	31.1	10.0	9.1
MAKRO	Neutral	33.0	40.0	24.1	26.4	24.6	8.2	7.5
ROBINS	Buy	68.3	85.0	26.5	24.9	21.5	4.0	3.6
<b>Average</b>					<b>31.6</b>	<b>27.6</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>

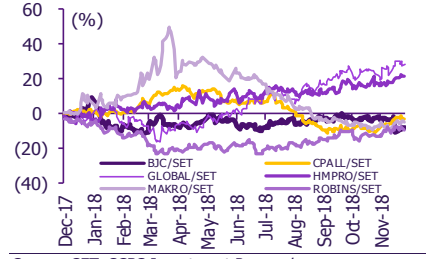
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	(5.0)	(10.0)	(14.0)	(4.9)	(5.5)	(10.4)
CPALL	4.2	(0.4)	(7.4)	4.3	4.6	(3.5)
GLOBAL	6.4	3.1	21.2	6.5	8.3	26.4
HMPRO	6.3	3.4	15.9	6.4	8.5	20.9
MAKRO	4.8	(3.6)	(5.7)	4.9	1.2	(1.7)
ROBINS	7.5	3.8	(9.6)	7.6	9.0	(5.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

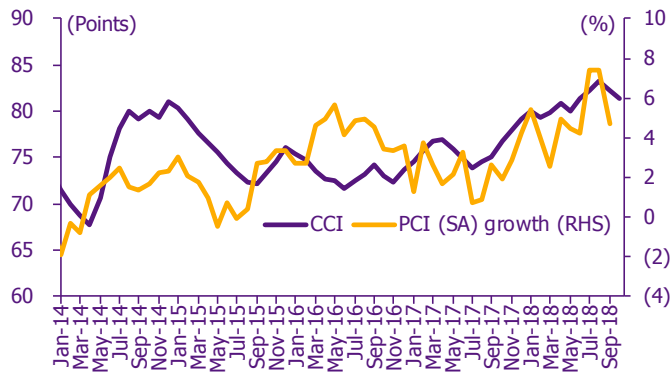
### Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

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

**Figure 1: CCI dropped two months in a row in October, but staying close to a 3-year high**



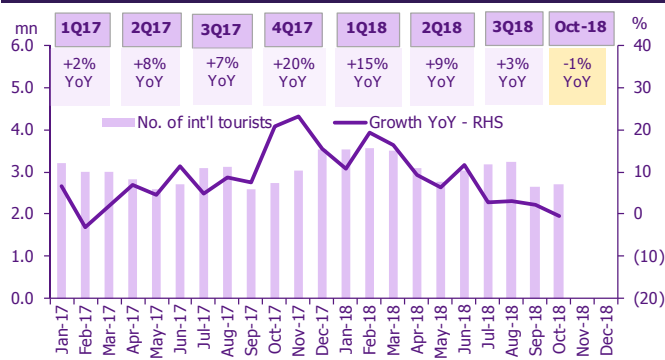
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

**Figure 2: Farm income grew 4% YoY in 3Q18 and it is set to grow 0.2% YoY in Oct and be positive in Nov**



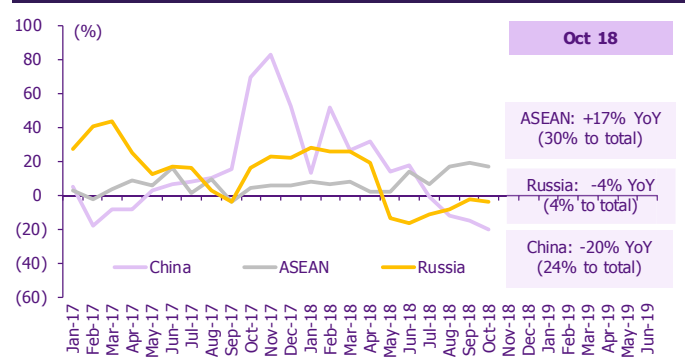
Source: OAE and SCBS Investment Research

**Figure 3: The number of tourist arrivals grew only slightly in 3Q18 and fell in Oct...**



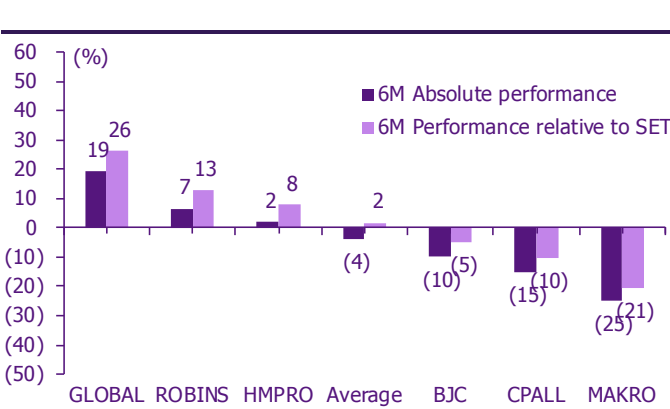
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

**Figure 4: ...from the drop in Chinese tourists after the boat tragedy in Phuket in July**



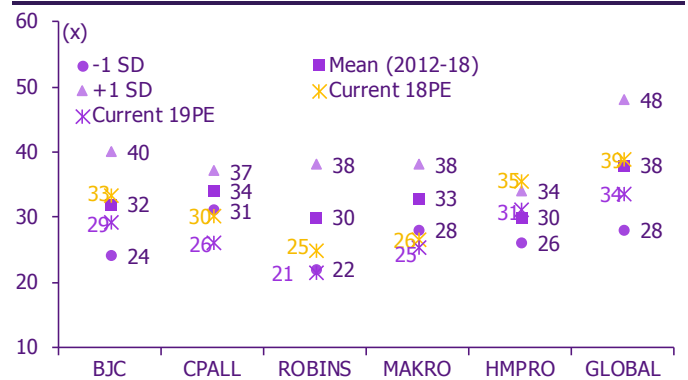
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

**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	52.00	65.0	26.1	40.5	33.2	28.8	35	22	15	1.9	1.8	1.8	5	6	6	1.1	1.1	1.3	18.0	16.8	15.7
CPALL	Buy	68.50	90.0	33.1	32.0	30.0	25.8	16	7	16	7.7	6.0	5.3	28	24	23	1.6	1.7	2.0	18.3	16.9	15.2
GLOBAL	Buy	19.90	23.0	16.5	49.5	39.3	33.6	(4)	26	17	6.0	5.4	4.9	13	14	15	0.9	0.9	0.9	31.4	26.0	22.7
HMPRO	Buy	15.30	17.5	16.6	41.2	35.8	31.1	18	15	15	10.8	10.0	9.1	27	29	31	2.0	2.2	2.6	22.5	20.3	18.2
MAKRO	Neutral	33.00	40.0	24.1	25.6	26.4	24.6	14	(3)	7	8.8	8.2	7.5	37	32	32	2.9	2.9	2.9	15.7	15.5	14.6
ROBINS	Buy	68.25	85.0	26.5	28.0	24.9	21.5	8	12	16	4.3	4.0	3.6	16	17	18	1.8	2.0	2.3	14.9	14.0	12.8
<b>Average</b>					<b>36.1</b>	<b>31.6</b>	<b>27.6</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>6.6</b>	<b>5.9</b>	<b>5.4</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>21</b>	<b>1.7</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>20.1</b>	<b>18.3</b>	<b>16.5</b>

Source: SCBS Investment Research

## อุปสงค์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

หลังจากปรับตัวลดลงในช่วงหลายปีที่ผ่านมา อุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศก็เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 3Q61 และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่แข็งแกร่งมากขึ้น และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ราคาผลิตภัณฑ์ทยอยปรับขึ้น YTD และเราคาดว่าจะเห็นการปรับราคาขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง Top picks คือ SCC และ SCCC

**อุปสงค์ฟื้นตัว** เมื่ออิงข้อมูลจาก สศอ. พบว่าใน 3Q61 ปริมาณขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศเติบโต 4% YoY และ 6% YoY ตามลำดับ เราคาดว่าอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เพิ่มขึ้น และโครงการลงทุนภาคเอกชนที่ทยอยกลับมาอย่างช้าๆ ทั้งนี้เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเพิ่มขึ้น 2% YoY ในปี 2561 (เทียบกับ +0.3% YoY สำหรับปูนซีเมนต์ และ +1.4% YoY สำหรับกระเบื้องเซรามิคใน 9M61) และ 3% YoY ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น

**โครงการภาครัฐ: เบิกจ่ายมากขึ้น** พระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐฉบับใหม่ พ.ศ. 2560 (มีผลบังคับใช้ตั้งแต่กลางปี 2560) เป็นหนึ่งในปัจจัยที่ทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลชะลอตัวในกลางปี 2560 ถึงต้นปี 2561 อย่างไรก็ตาม การปรับตัวให้เข้ากับพ.ร.บ. ใหม่ดังกล่าวได้ดีขึ้น ช่วยให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น 10% YoY ใน 2Q61 และ 24% YoY ใน 3Q61 และเราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเพราะหน่วยงานภาครัฐสามารถปรับตัวเพื่อปฏิบัติตามพ.ร.บ. ดังกล่าวได้ดีขึ้น อีกทั้งยังจะได้รับการสนับสนุนจากการจัดสรรงบประมาณลงทุนของรัฐบาลเพิ่มขึ้นสู่ 6.48 แสนล. (+20% YoY) ในปีงบประมาณ 2562 (ต.ค. 2561-ก.ย. 2562) ด้วย SCB EIC คาดว่าการเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการขนาดใหญ่จะเร่งตัวขึ้นในปี 2561-63 การอนุมัติและการก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

**โครงการภาคเอกชน: รอปัจจัยกระตุ้น** พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในประเทศ ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ปลายปี 2558 และยังคงปรับตัวลดลง 7% YoY ในเดือนก.ย. การก่อสร้างโครงการภาคเอกชนกำลังรอปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ เช่น ความคืบหน้าของโครงการภาครัฐ มากกระตุ้นให้อุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้น

**ราคาจะปรับขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนเชื้อเพลิงระดับสูง** ในปี 2560 (ในรูปเงินบาท) ราคาถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้นถึง 30% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 19% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2561 เป็นต้นมา (ในรูปเงินบาท) ราคาถ่านหิน (spot price) เพิ่มขึ้น 15% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 27% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะล๊อคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน แนวโน้มเช่นนี้บ่งชี้ว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องในปีนี้ ทั้งนี้ใน 9M61 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น 2% YoY ในขณะที่ดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 1% YoY ในช่วงที่อุปสงค์ฟื้นตัว เราคาดว่าต้นทุนที่สูงขึ้นจะผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นอีกเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุน

**Top picks: SCC และ SCCC** SCC จะรายงานผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในประเทศที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ SCCC สามารถประหยัดต้นทุนได้หลังจากแผนปฏิรูปธุรกิจประสบความสำเร็จใน 2Q61 และน่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง

## Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
DCC	Neutral	2.2	2.6	25.5	14.7	13.8	3.5	3.3
SCC	Buy	442.0	525.0	23.0	11.9	11.3	1.6	1.5
SCCC	Buy	237.0	300.0	30.8	21.2	18.5	1.9	1.9
<b>Average</b>					<b>15.9</b>	<b>14.5</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>

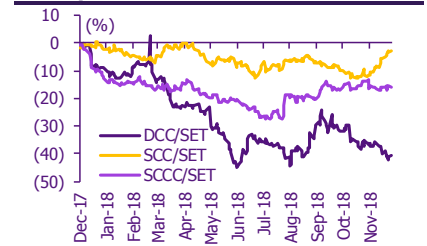
Source: SCBS Investment Research

## Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	(4.4)	(11.5)	(41.9)	(4.3)	(7.1)	(39.5)
SCC	7.8	(2.2)	(9.1)	7.9	2.7	(5.2)
SCCC	(2.9)	0.9	(17.4)	(2.7)	5.9	(13.9)

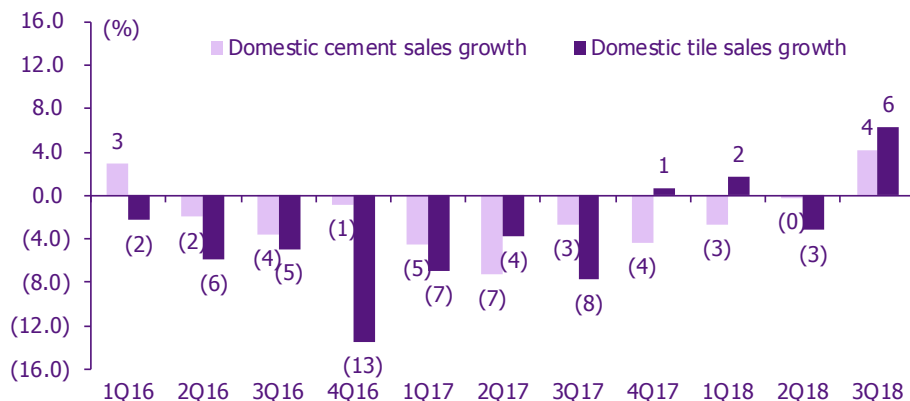
Source: SET, SCBS Investment Research

## Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

## ปริมาณขายในประเทศกลับมาเติบโตใน 3Q61 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่อง

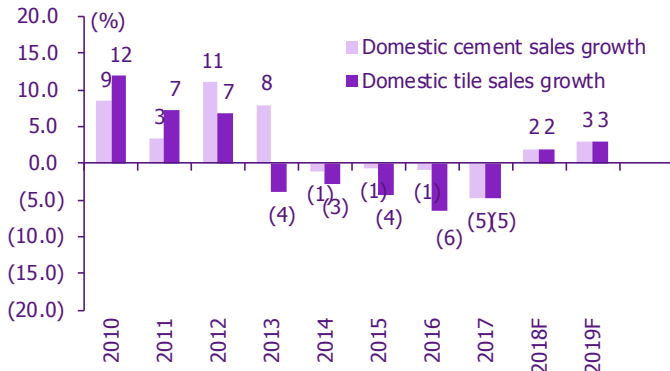


Source: OIE and SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

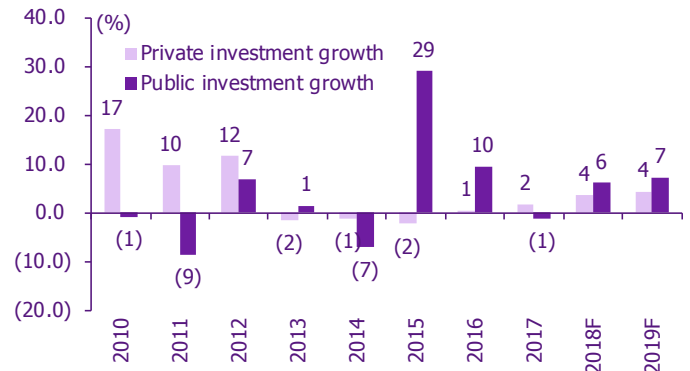
ศิริมา ดิสสร่า, CFA  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1004  
sirima.dissara@scb.co.th

**Figure 1: Local sales volume growth in 2018-19F**



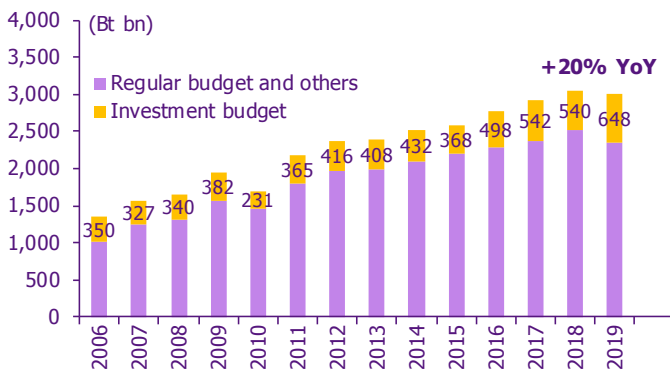
Source: OIE and SCBS Investment Research

**Figure 2: Public and private investment growth**



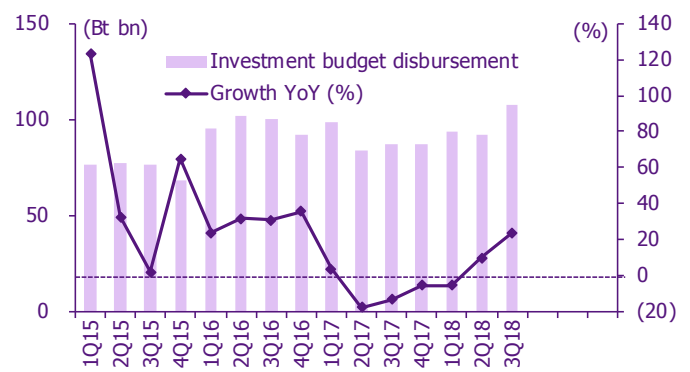
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

**Figure 3: Government investment budget raised to Bt648bn (+20% YoY) in FY2019 (Oct 2018-Sep 2019)**



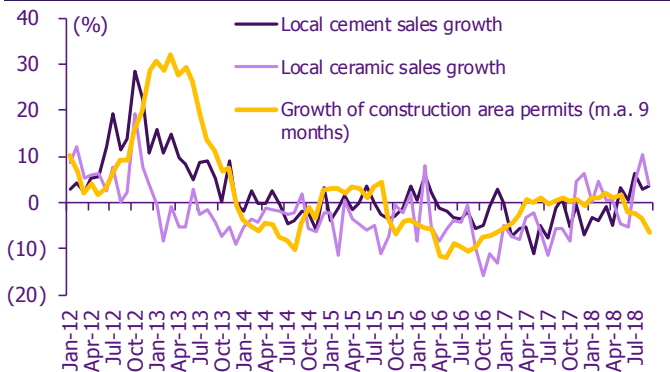
Source: FPO, NESDB and SCBS Investment Research

**Figure 4: Better disbursement for government investment budget in 2Q18-3Q18**



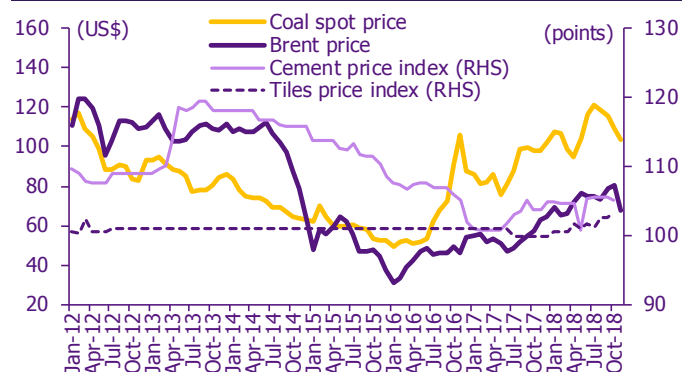
Source: FPO, NESDB and SCBS Investment Research

**Figure 5: Construction area permits (9-month moving average) continues to contract**



Source: BOT, OIE and SCBS Investment Research

**Figure 6: Product prices started to pick up and will continue to do so to cover costs**



Source: REIC, NEX, Bloomberg 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	2.16	2.6	25.5	12.6	14.7	13.8	(21)	(14)	6	3.7	3.5	3.3	31	25	25	5.9	5.1	5.1	9.1	8.8	8.5
SCC	Buy	442.00	525.0	23.0	10.2	11.9	11.3	(4)	(14)	5	1.8	1.6	1.5	18	14	14	4.3	4.2	4.2	6.8	6.9	6.6
SCCC	Buy	237.00	300.0	30.8	25.0	21.2	18.5	(39)	18	15	1.8	1.9	1.9	9	9	10	4.2	4.2	4.2	11.9	11.8	10.9
<b>Average</b>					<b>15.9</b>	<b>15.9</b>	<b>14.5</b>	<b>(22)</b>	<b>(4)</b>	<b>9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>19</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>9.2</b>	<b>9.1</b>	<b>8.7</b>

Source: SCBS Investment Research

# พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 29/11/2018 24,498.48 +4.62 / +0.02% Bt6,978mn  
 Bloomberg ticker: SETENERG



## ความไม่แน่นอนมีมากขึ้น

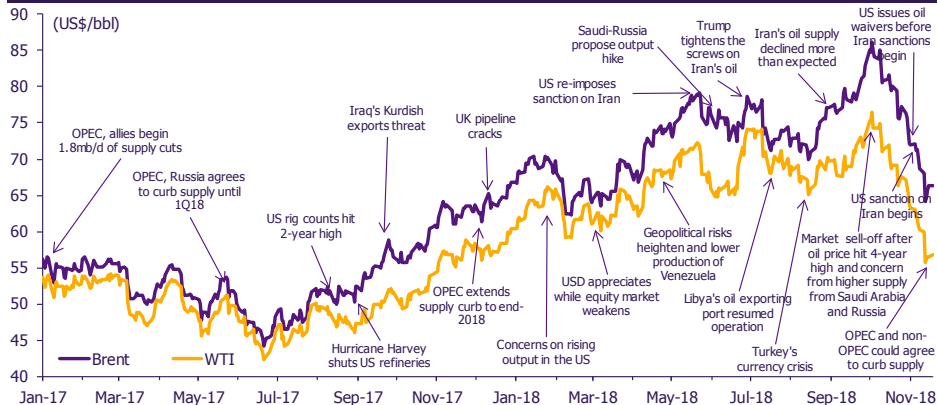
หลังจากปรับตัวขึ้นมากใน 3Q61 กลุ่มพลังงานก็กลับมาปรับตัว underperform ตลาดใน 4Q61 โดยลดลง 10% QTD นำโดยหุ้นโรงกลั่นและ E&P สะท้อนความกังวลที่นักลงทุนมีต่อราคาน้ำมัน เนื่องจากราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปรับตัวลดลง 20% QTD เราคาดว่าราคาน้ำมันที่ลดลงจะถูกจำกัดโดยการตัดสินใจของโอเปกในการควบคุมการผลิตอีกครั้ง ภายหลังจากประชุมในเดือนธ.ค. ราคาน้ำมันที่ไม่แน่นอนทำให้เรายังคงขึ้นชอของบริษัทที่ประกอบด้วยธุรกิจ O&G แบบครบวงจรอย่าง PTT เนื่องจากสินทรัพย์ของบริษัทมีการกระจายความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่ผันผวน นอกจากนี้เราก็งชอบ IRPC ซึ่งน่าจะได้รับประโยชน์จากมาตรการควบคุมก๊าะมกันของ IMO เนื่องจากบริษัทสามารถผลิตสามารถผลิตน้ำมันเตาที่มีก๊าะมกันต่ำได้โดยใช้ค่าใช้จ่ายในการลงทุนเพียงเล็กน้อย และยังมีผลผลิตที่เป็นผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate สูง ซึ่งอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนน้ำมันเตาที่มีก๊าะมกันสูง

กำไร 9M61 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันและก๊าซ เพิ่มขึ้น 11% YoY โดยเกิดจากกำไรจากธุรกิจ E&P ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก (เพิ่มขึ้น 146% YoY) ตัวถ่วงมาจากธุรกิจกลั่นน้ำมัน ซึ่งกำไรสุทธิอยู่ในระดับทรงตัว YoY ใน 9M61 เพราะ market GRM ลดลง (-9% YoY) ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรของกลุ่มน้ำมันและก๊าซเพิ่มขึ้น คือ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์และดูไบโดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 36-37% YoY เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มน้ำมันและก๊าซจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q61 จากการปรับราคาก๊าซที่ธุรกิจ E&P และ GRM ที่สูงขึ้นที่ธุรกิจกลั่นน้ำมัน เพราะ crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ปรับตัวดีขึ้นจากอุปสงค์ตามฤดูกาล ความเสี่ยง downside ที่สำคัญ คือ ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจากราคาน้ำมันที่ลดลง

ราคาน้ำมันมาถึงทางแยก ราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในเดือนส.ค.-ก.ย. ก่อนสหรัฐฯ คว้ามาตรการอิหร่าน กระตุ้นให้ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ย YTD ปรับขึ้นสู่ US\$72.9/bbl ใกล้เคียงกับสมมติฐานปี 2561 ของเราที่ US\$73/bbl แรงเทขายในตลาดเนื่องจากราคาปรับขึ้นทำจุดสูงสุดในรอบ 4 ปี รวมถึงอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากโอเปกและประเทศพันธมิตรเพื่อชดเชยอุปทานที่ขาดหายไปจากอิหร่าน ส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 8 เดือน และทำให้เกิดคำถามตามมาว่าราคาน้ำมันจะเคลื่อนไหวไปในทิศทางใดในช่วงที่เหลือของปี 2561 และปี 2562 เรามองว่าเรื่องนี้ยังคงขึ้นอยู่กับว่าโอเปกจะนำมาตรการควบคุมอุปทานกลับมาใช้เพื่อรักษาเสถียรภาพของราคาน้ำมันอย่างไร โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากการส่งออกน้ำมันจากสหรัฐฯ มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2562 เมื่อข้อจำกัดเกี่ยวกับโครงสร้างพื้นฐานด้านการส่งออกคลี่คลายลง ความเสี่ยง upside ด้านอุปทาน คือ การผลิตน้ำมันในลิเบียและในจอร์เจียหยุดชะงักชั่วคราวจากปัญหาความไม่สงบและความมั่นคง ในขณะที่อุปทานน้ำมันจากเวเนซุเอลาไม่น่าจะฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้ โดยสาเหตุมาจากวิกฤตเศรษฐกิจของเวเนซุเอลา อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกมีแนวโน้มเติบโตลดลง โดยเฉพาะในตลาดเกิดใหม่ ท้ามกลางสถานการณ์เงินสกุลท้องถิ่นอ่อนค่าและอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงจากจีน (ประเทศที่มีการใช้น้ำมันสูง) จากกรณีพิพาททางการค้ากับสหรัฐฯ

GRM สร้างความผิดหวังอย่างต่อเนื่อง แต่มีความคาดหวังมากขึ้นในปี 2562 Singapore GRM เฉลี่ย YTD ในปี 2561 อยู่ที่ US\$6.2/bbl (-13% YoY) ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี แม้ crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ปรับตัวดีขึ้น 29% YoY เราคาดว่า GRM จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2562 โดยเฉพาะในช่วงครึ่งปีหลัง โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์น้ำมันเรือเดินสมุทร (น้ำมันดีเซล) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนน้ำมันเตาที่มีก๊าะมกันสูง เพื่อปฏิบัติตามมาตรการควบคุมก๊าะมกันขององค์การทางทะเลระหว่างประเทศ (IMO) ที่จำกัดปริมาณก๊าะมกันในน้ำมันเตาของเรือเดินสมุทรไม่เกิน 0.5% แต่จะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยต้นทุนน้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงขึ้น เพราะอุปสงค์จากผู้ประกอบการโรงกลั่นเพิ่มขึ้นเพื่อนำมาใช้ผลิตผลิตภัณฑ์ที่มีก๊าะมกันต่ำ ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญสำหรับอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซยังคงเป็น crack spread ระดับต่ำของน้ำมันเบนซิน (ซึ่งยังคงเป็นความเสี่ยง) เนื่องจากโรงกลั่นจะใช้อัตราการผลิตสูงสุดสำหรับผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ซึ่งจะส่งผลทำให้ผลผลิตน้ำมันเบนซินปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมาด้วย

## ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ม.ค. 2560 - พ.ย. 2561)



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

## Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	18F	19F	18F	19F
BCP	Buy	33.3	53.0	66.0	8.2	6.8	1.0	0.9		
ESSO	Neutral	12.2	16.0	38.5	6.7	6.1	1.4	1.2		
IRPC	Buy	6.0	9.2	59.3	8.3	7.3	1.3	1.2		
PTT	Buy	49.3	65.0	36.9	9.4	8.9	1.6	1.4		
PTTEP	Buy	129.0	170.0	35.5	12.9	11.7	1.3	1.2		
SPRC	Buy	11.9	20.0	75.8	8.0	8.7	1.4	1.1		
TOP	Buy	75.0	114.0	58.7	7.9	8.0	1.1	1.0		
Average					52.9	8.8	8.2	1.3	1.1	

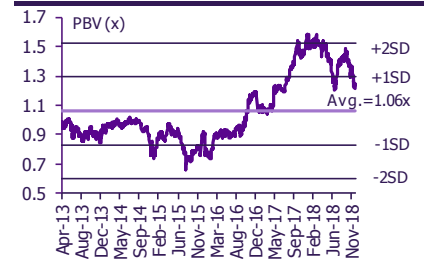
Source: SCBS Investment Research

## Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	2.3	(8.3)	(13.6)	2.4	(3.7)	(9.9)
ESSO	(12.2)	(21.8)	(25.6)	(12.1)	(17.9)	(22.4)
IRPC	(0.8)	(10.4)	(3.2)	(0.7)	(6.0)	0.9
PTT	0.0	(6.2)	19.0	0.1	(1.5)	24.1
PTTEP	(4.1)	(9.5)	38.0	(4.0)	(5.0)	43.9
SPRC	(14.4)	(21.2)	(26.5)	(14.3)	(17.3)	(23.4)
TOP	(6.5)	(11.0)	(19.4)	(6.4)	(6.5)	(15.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

## PBV band - SETENERG



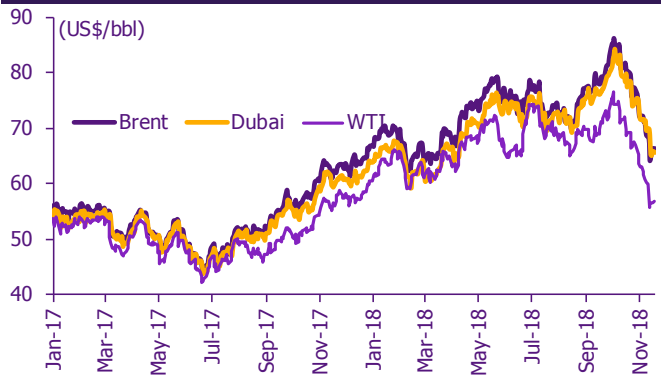
Source: SET, SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

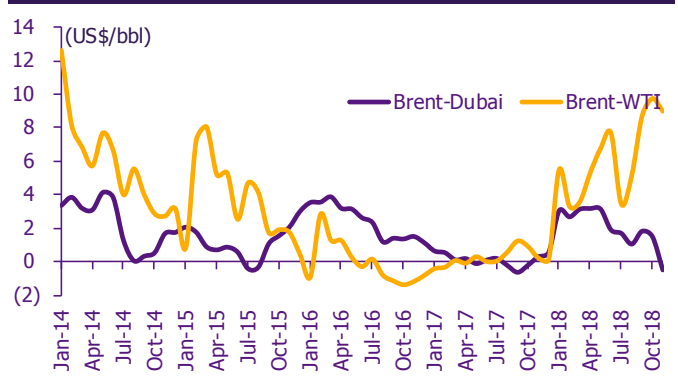
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1005  
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

**Figure 1: Benchmark crude oil price**



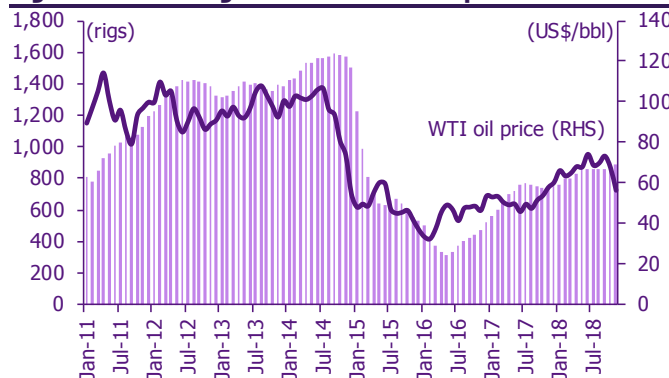
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 2: Oil price differentials**



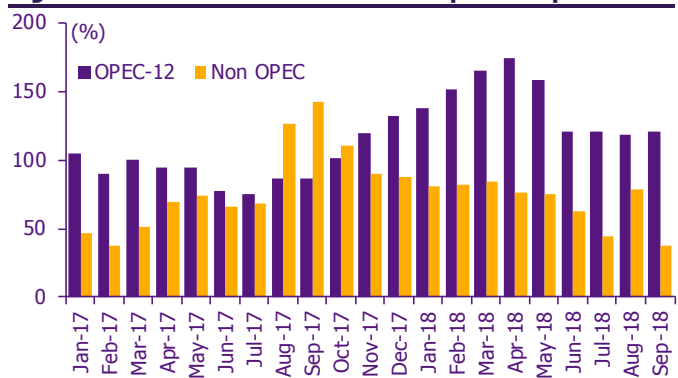
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



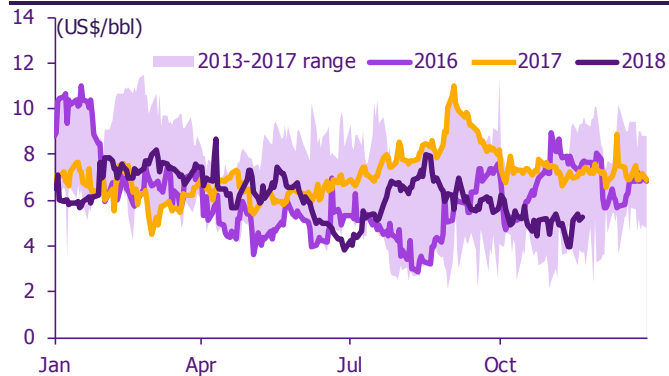
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

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



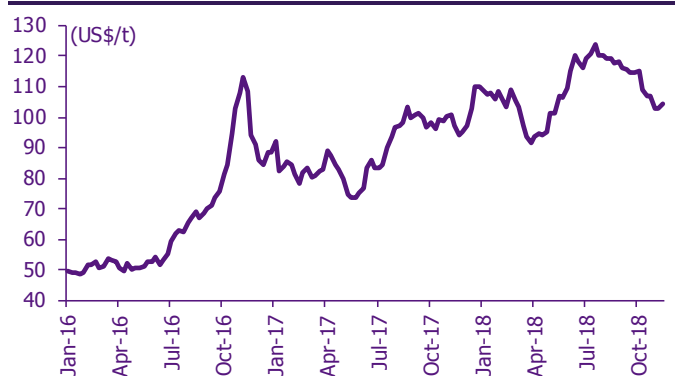
Source: IEA, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**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	33.25	53.0	66.0	7.3	8.2	6.8	52	(11)	21	1.0	1.0	0.9	15	12	14	6.5	6.6	6.9	6.0	6.2	5.2
ESSO	Neutral	12.20	16.0	38.5	5.8	6.7	6.1	10	(14)	11	1.5	1.4	1.2	30	21	21	8.2	7.4	8.2	5.5	5.7	4.8
IRPC	Buy	6.00	9.2	59.3	11.2	8.3	7.3	(14)	35	13	1.4	1.3	1.2	13	16	17	4.8	6.0	6.8	8.2	5.3	4.7
PTT	Buy	49.25	65.0	36.9	9.8	9.4	8.9	37	4	6	1.7	1.6	1.4	12	11	11	4.1	4.9	5.1	4.3	3.5	2.9
PTTEP	Buy	129.00	170.0	35.5	13.3	12.9	11.7	115	3	10	1.4	1.3	1.2	10	10	11	3.3	3.7	3.9	4.2	3.6	3.1
SPRC	Buy	11.90	20.0	75.8	7.0	8.0	8.7	(9)	4	(8)	1.2	1.4	1.1	18	18	15	9.6	7.7	7.0	6.0	5.3	5.2
TOP	Buy	75.00	114.0	58.7	7.0	7.9	8.0	4	(11)	(1)	1.2	1.1	1.0	18	15	14	7.0	6.7	6.3	4.0	4.3	5.1
<b>Average</b>					<b>8.8</b>	<b>8.8</b>	<b>8.2</b>	<b>32</b>	<b>(2)</b>	<b>6</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.3</b>	<b>5.4</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>

Source: SCBS Investment Research

## เติบโตดี; ชอบ AEONTS เพราะ valuation น่าสนใจ

เราคาดว่า การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ที่กำลังจะเกิดขึ้นจะช่วยเพิ่มโอกาสทางธุรกิจให้แก่ KTC และ AEONTS เราคาดว่าทั้ง KTC และ AEONTS จะรายงานสินเชื่อเติบโตดีและ credit cost ลดลงในปี 2561-2562 เนื่องจากทั้งสองบริษัทจะได้รับประโยชน์จากค่าจ้างและรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น เราคาดว่ากำไรไตรมาสถัดไปของทั้งสองบริษัทจะเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่ง YoY เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation น่าสนใจกว่า

การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์จะช่วยเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ ธปท. กำลังดำเนินการปรับปรุงหลักเกณฑ์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลเพื่อขยายขอบเขตของธุรกิจให้รวมถึงสินเชื่อจำนำทะเบียนรถจักรยานยนต์/รถยนต์/รถแทรกเตอร์ เพิ่มเติมจากสินเชื่อไม่มีหลักประกัน โดยคงเพดานอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 28% โดยคาดว่าจะสรุปหลักเกณฑ์ใหม่ได้ภายในเดือนธ.ค. การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะสร้างโอกาสทางธุรกิจให้แก่ KTC และ AEONTS แม้ทั้งสองบริษัทนี้มีความเชี่ยวชาญในการปล่อยสินเชื่อไม่มีหลักประกัน แต่ก็ยังไม่ได้ระบุว่าจะรุกเข้าไปในธุรกิจใหม่นี้ KTC วางแผนปล่อยสินเชื่อภายใต้โครงการสินเชื่อนาโนไฟแนนซ์ (สินเชื่อไม่มีหลักประกันที่มีวัตถุประสงค์เพื่อสนับสนุนการเข้าถึงแหล่งเงินทุนให้กับผู้ประกอบการอาชีพรายย่อย วงเงินสินเชื่อไม่เกิน 100,000 บาท/คน) และพีโกไฟแนนซ์ (สินเชื่อไม่มีหลักประกันหรือมีหลักประกัน วงเงินสินเชื่อไม่เกิน 50,000 บาท/คน) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงขึ้น แต่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้น (คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดไม่เกิน 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล)

**AEONTS: คาดกำไร 2HFY61 ยังคงแข็งแกร่ง** กำไรสุทธิ 1HFY61 คิดเป็นสัดส่วน 48% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา (+25%) เราคาดว่ากำไร 2HFY61 จะยังดีต่อเนื่อง โดยสินเชื่อจะขยายตัวต่อเนื่อง credit cost จะอยู่ในระดับทรงตัว HoH และรายได้หนี้สูญรับคืนจะเพิ่มขึ้นอีกทั้งคาดว่าจะมีกำไรจากการขาย NPL เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของเราไว้ที่ 13% ในปี FY2561 (เทียบกับ +13% YoY และ 5% YTD ใน 1HFY61) โดยได้รับการสนับสนุนจากแผนของ AEONTS ที่จะโฟกัสไปที่สินเชื่อบัตรเครดิตมากขึ้น และขยายธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองเพื่อเพิ่มปริมาณสินเชื่อ การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในเดือนเม.ย. 2561 และรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้ credit cost ลดลง และรายได้หนี้สูญรับคืนเพิ่มขึ้น สำหรับปี FY2561 เรายังคงคาดว่า credit cost จะลดลง 14 bps สู่ 6.35% (เทียบกับ 6.33% ใน 1HFY61) และรายได้หนี้สูญรับคืนจะเพิ่มขึ้น 20% (เทียบกับ +21% YoY ใน 1HFY61)

**KTC: ตั้งสำรองลดลงชั่วคราว** การตั้งสำรองลดลงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 59% ในปี 2561 เนื่องจากเราคาดว่ากำไรก่อนตั้งสำรองในปี 2561 จะเติบโตเพียง 10% ทั้งนี้ ใน 9M61 credit cost อยู่ที่ 7.7% ต่ำกว่าอัตราการตัดหนี้สูญที่ 8.1% เราเชื่อว่าอัตราส่วน LLR/NPL ระดับสูงที่ 615% ของ KTC จะเปิดโอกาสให้บริษัทลด credit cost ลงสู่ระดับต่ำกว่าการตัดหนี้สูญเป็นการชั่วคราวในปี 2561 และอาจจะต่อเนื่องไปถึงปี 2562 แต่จะไม่สามารถเกิดขึ้นได้อย่างยั่งยืนในระยะยาว

**พริ้ว 4Q61** เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3QFY61 (ก.ย.-พ.ย.) ของ AEONTS จะเพิ่มขึ้น 21% YoY และ 6% QoQ สู่ 911 ลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ดอกเบี้ยสุทธิที่เพิ่มขึ้นและคุณภาพสินทรัพย์ที่ดีขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q61 ของ KTC จะเพิ่มขึ้น 54% YoY และ 3% QoQ สู่ 1.4 พันลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่เติบโตแรงตัวขึ้นและ credit cost ที่ลดลง

**ชอบ AEONTS มากกว่า KTC** เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก valuation น่าสนใจกว่า หุ้น 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

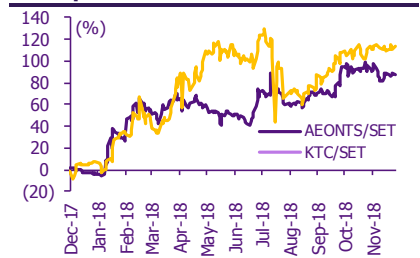
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
AEONTS	Buy	189.0	223.0	20.7	12.7	10.5
KTC	Sell	34.0	30.0	(9.4)	16.8	15.2
<b>Average</b>					<b>14.7</b>	<b>12.9</b>

Source: SCBS Investment Research

### Price performance

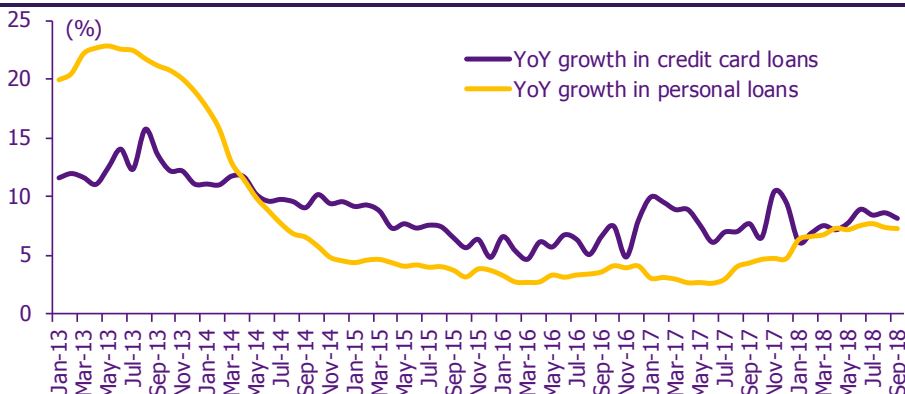
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(1.6)	6.5	80.0	(1.4)	11.8	87.7
KTC	(0.7)	15.3	101.8	(0.6)	21.0	110.4

### Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

### การปล่อยสินเชื่อมากขึ้นจะช่วยชดเชยผลกระทบจากอัตราดอกเบี้ยบัตรเครดิตที่ลดลง แต่ไม่ยั่งยืน



Source: BoT and SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

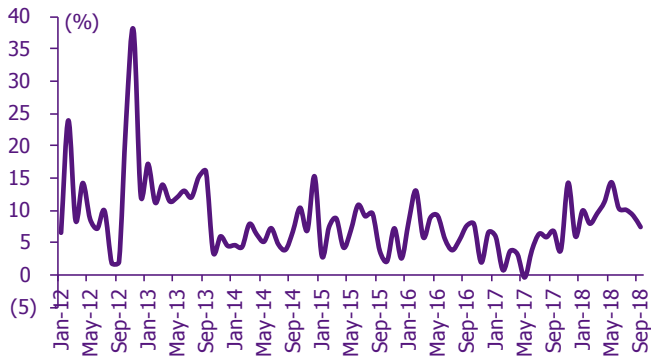
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

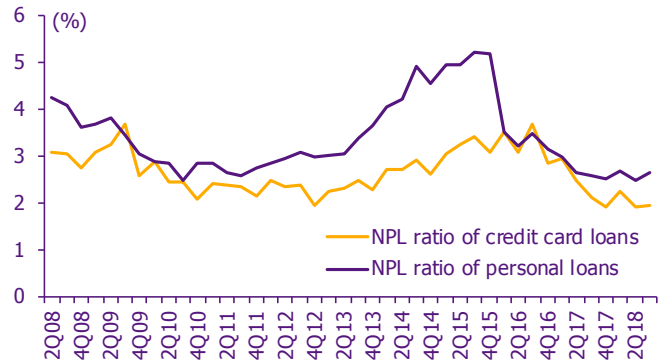
kittima.sattayapan@scb.co.th

**Figure 1: YoY growth in credit card spending**



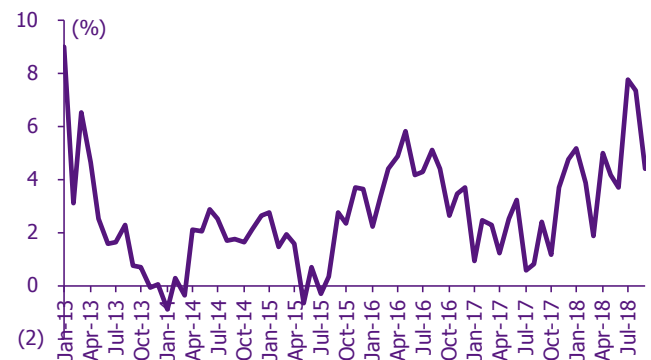
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 2: Credit card and personal loan NPLs**



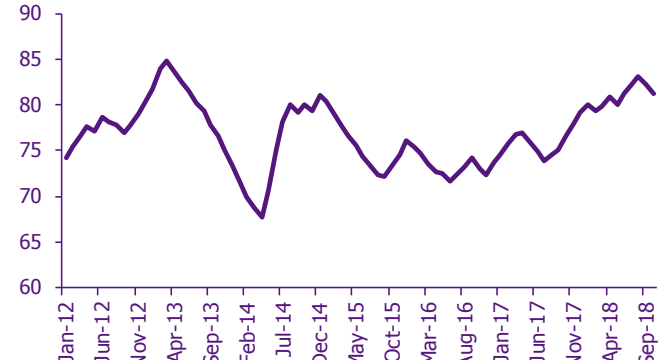
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 3: YoY change in Private Consumption Index**



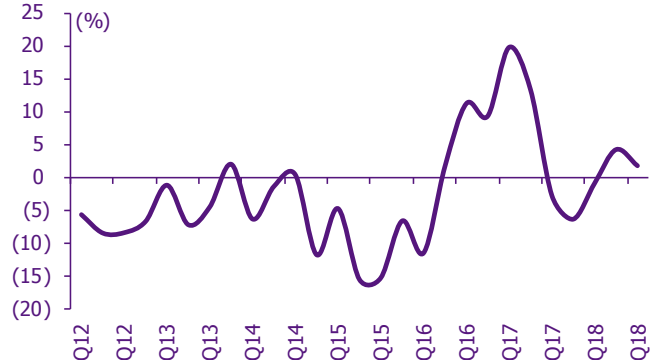
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 4: Consumer Confidence Index**



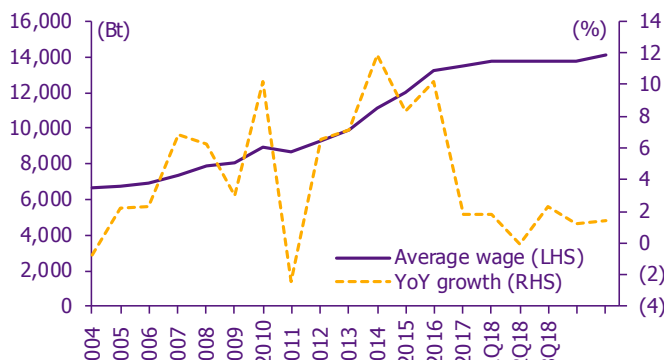
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

**Figure 5: Farm income growth**



Source: OAE and SCBS Investment Research

**Figure 6: Average wage**



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
AEONTS	Buy	189.00	223.0	20.7	15.9	12.7	10.5	23	25	21	3.0	2.6	2.2	20	22	23	2.0	2.8	3.3
KTC	Sell	34.00	30.0	(9.4)	26.5	16.8	15.2	32	58	10	7.0	5.3	4.4	29	36	32	1.6	2.4	2.6
<b>Average</b>					<b>21.2</b>	<b>14.7</b>	<b>12.9</b>	<b>28</b>	<b>42</b>	<b>16</b>	<b>5.0</b>	<b>4.0</b>	<b>3.3</b>	<b>25</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>1.8</b>	<b>2.6</b>	<b>3.0</b>

Source: SCBS Investment Research





## อยู่ในระยะเริ่มแรกของกำไรขาขึ้น

ในเดือนค.ค. ราคาหมูในเวียดนามยังอยู่ในระดับสูง และต้นทุนวัตถุดิบในธุรกิจสัตว์น้ำยังอยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้หลังจากอ่อนตัวลงเล็กน้อยจากเทศกาลกินเจช่วงกลางเดือนค.ค. ราคาสัตว์ปีกในประเทศก็มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น YoY จากการปรับอุปทาน ต้นทุนที่สูงขึ้น และฐานต่ำใน 4Q60-1H61 กำไรปกติของกลุ่มอาหารกลับมาเติบโต 25% YoY ใน 3Q61 เพิ่มขึ้น YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 1Q60 และโมเมนต์จะเป็นบวก YoY อย่างต่อเนื่องใน 4Q61 และมี 2562 Top picks คือ CPF (ธุรกิจหมูพื้นตัว) และ TU (ธุรกิจห่านน้ำตัว)

**ธุรกิจสัตว์ปีกในเวียดนาม:** ราคาหมูแข็งแกร่ง ราคาหมูยังคงอยู่ใกล้เคียงกับระดับสูงสุดในรอบ 28 เดือนที่ VND49,000/กก. (ทรงตัว MoM แต่ +78% YoY) ในเดือนค.ค. สูงกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ VND35,000/กก. อย่างมาก อุปทานหมูในเวียดนามปรับลดลงหลังจากผู้ประกอบการประสมกับภาวะขาดทุนจากราคาหมูตกต่ำในปี 2560-1Q61 ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ราคาหมูยืนอยู่ในระดับสูงต่อไปอีกหลายปีข้างหน้า

**ธุรกิจสัตว์ปีกในไทย:** ราคามีแนวโน้มดีขึ้น ราคาสัตว์ปีกในประเทศไทยอ่อนตัวลงเล็กน้อย โดยเกิดจากความตึงเครียดในตลาดกินเจช่วงกลางเดือนค.ค. แต่หลังจากนั้น ราคามีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นจากการปรับอุปทานอย่างต่อเนื่อง ต้นทุนที่สูงขึ้น และฐานต่ำใน 4Q60-1H61 หมูราคาหมูอยู่ที่ 64 บาท/กก. (-2% MoM แต่ +28% YoY) ในเดือนค.ค. สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 58-60 บาท/กก. โดยได้รับการสนับสนุนจากการปรับอุปทานและการส่งผ่านภาระต้นทุนอาหารสัตว์ที่สูงขึ้น YoY ต้นทุนอาหารสัตว์: ในเดือนค.ค. ราคาข้าวโพดอยู่ที่ 9.7 บาท/กก. (+10% MoM และ +21% YoY) ในขณะที่ราคาถั่วเหลืองอยู่ที่ 16.0 บาท/กก. (ทรงตัว MoM แต่ +7% YoY) การปรับราคามากกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ที่เพิ่มขึ้น YoY ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น 46% YoY ไข่ ราคาไข่อยู่ที่ 33 บาท/กก. (ทรงตัว MoM และ YoY) ในเดือนค.ค. เท่ากับจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ 33 บาท/กก. การปรับราคา แต่ต้นทุนอาหารสัตว์สูง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาไข่กับต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง 18% YoY

**ธุรกิจสัตว์น้ำ:** สามารถบริหารต้นทุนวัตถุดิบได้ หนา ราคาปลาทูน่าห้องแถมลดลงสู่ US\$1,525/ตัน (-8% MoM และ -34% YoY) ในเดือนค.ค. ข้อมูลจากข่าวระบุว่า หลังจากสิ้นสุดคำสั่งห้ามใช้อุปกรณ์ล่อปลา (FAD) ใน WCPO (มหาสมุทรแปซิฟิกตะวันตกตอนกลาง) ในเดือนก.ค.-ค.ค. ชาวประมงก็กลับมาจับปลาใน WCPO ด้วย FAD อีกครั้ง และราคาปลาทูน่าห้องแถมมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอีก ทั้งนี้ใน 10M61 ราคาปลาทูน่าลดลงสู่ US\$1,566/ตัน (-16% YoY) เนื่องจากราคาปลาทูน่า (spot price) เริ่มปรับตัวลดลงตอนต้นปี และ TU เก็บสต็อกวัตถุดิบไว้นานถึง 6 เดือน ดังนั้นเรคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่แท้จริงจะยังอยู่ในระดับต่ำใน 4Q61-1Q62 **แชลมอน** ราคาแชลมอนเพิ่มขึ้นสู่ NOK56/กก. (-6% MoM แต่ +7% YoY) ในเดือนค.ค. ราคาที่ลดลง MoM เป็นเพราะอุปทานเพิ่มขึ้น ไข่ ราคาไข่ในประเทศยังอยู่ในระดับต่ำที่ 130 บาท/กก. (ทรงตัว MoM แต่ -21% YoY) ในเดือนค.ค. ราคาที่ลดลง YoY เป็น เพราะอุปทานเพิ่มขึ้น

**Top picks: CPF และ TU** กำไรปกติของกลุ่มอาหารกลับมาเติบโต 25% YoY ใน 3Q61 เพิ่มขึ้น YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 1Q60 นำโดย CPF (+38% YoY) และ TU (+16% YoY) เราคาดว่าโมเมนต์จะเป็นบวก YoY อย่างต่อเนื่องใน 4Q61-ปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจหมู และธุรกิจห่านน้ำที่แข็งแกร่งมากขึ้น top pick ของเรา คือ CPF ซึ่งธุรกิจหมูจะสามารถทำกำไรหลังจากขาดทุนในเวียดนามและไทยใน 4Q60-1Q61 นอกจากนี้เรายังชอบ TU ซึ่งจะได้ประโยชน์จากต้นทุนปลาทูน่าที่ลดลงใน 4Q61-1Q62

## Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (%)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					18F	19F
CPF	Buy	25.00	32.0	31.0	35.3	25.2
GFPT	Buy	14.40	19.0	33.7	17.0	13.3
TU	Buy	17.80	23.0	32.5	21.3	16.8
<b>Average</b>					<b>24.5</b>	<b>18.4</b>

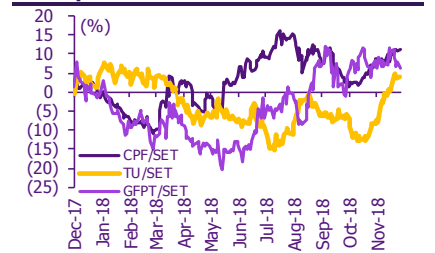
Source: SCBS Investment Research

## Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	0.8	(4.8)	1.2	0.9	(0.0)	5.5
GFPT	2.1	(4.0)	0.0	2.3	0.8	4.3
TU	8.5	0.6	(3.8)	8.7	5.6	0.3

Source: SET, SCBS Investment Research

## Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

## กำไรปกติ 3Q61 ของกลุ่มอาหารกลับมาเติบโต YoY; มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอีก

Core profit (Bt mn)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	% YoY	% QoQ	2017	2018F	2019F
CPF	2,777	(835)	(74)	1,884	3,830	38	103	6,603	6,457	8,811
GFPT	521	350	177	197	426	(18)	116	1,748	1,139	1,435
TU	1,362	965	100	1,002	1,576	16	57	4,571	3,986	5,064
<b>Total</b>	<b>4,660</b>	<b>480</b>	<b>203</b>	<b>3,083</b>	<b>5,832</b>	<b>25</b>	<b>89</b>	<b>12,922</b>	<b>11,582</b>	<b>15,310</b>
<b>Growth YoY (%)</b>										
CPF	(46)	n.m.	n.m.	1	38			(53)	(2)	36
GFPT	9	(24)	(56)	(59)	(18)			10	(35)	26
TU	(4)	(13)	(89)	(25)	16			(12)	(13)	27
<b>Total</b>	<b>(34)</b>	<b>(89)</b>	<b>(95)</b>	<b>(16)</b>	<b>25</b>			<b>(38)</b>	<b>(10)</b>	<b>32</b>

Net profit (Bt mn)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	% YoY	% QoQ	2017	2018F	2019F
CPF	4,914	2,326	3,049	5,894	4,912	(0)	(17)	15,134	14,672	8,811
GFPT	506	239	146	212	437	(14)	106	1,662	1,133	1,435
TU	1,723	1,444	869	10	1,310	(24)	13,495	6,020	3,498	5,064
<b>Total</b>	<b>7,142</b>	<b>4,009</b>	<b>4,064</b>	<b>6,115</b>	<b>6,659</b>	<b>(7)</b>	<b>9</b>	<b>22,816</b>	<b>19,303</b>	<b>15,310</b>
<b>Growth YoY (%)</b>										
CPF	(5)	34	(23)	45	(0)			(1)	(3)	(40)
GFPT	2	(51)	(66)	(57)	(14)			1	(32)	27
TU	8	102	(39)	(99)	(24)			15	(42)	45
<b>Total</b>	<b>(2)</b>	<b>36</b>	<b>(30)</b>	<b>2</b>	<b>(7)</b>			<b>3</b>	<b>(15)</b>	<b>(21)</b>

Source: SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสราร, CFA

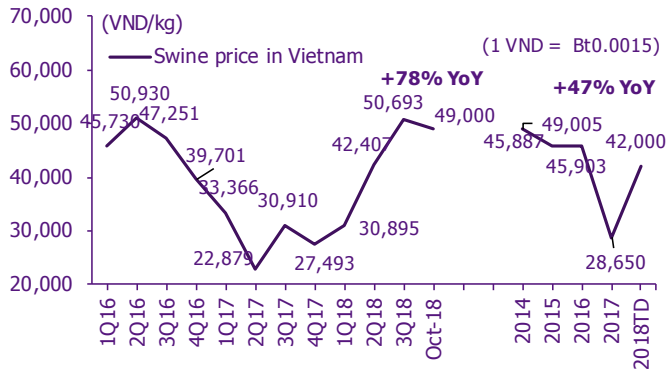
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

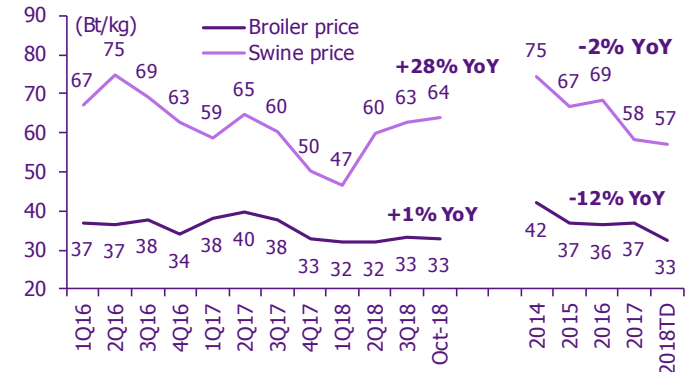
sirima.dissara@scb.co.th

**Figure 1: In October, swine price in Vietnam surged 78% YoY as supply adjusts**



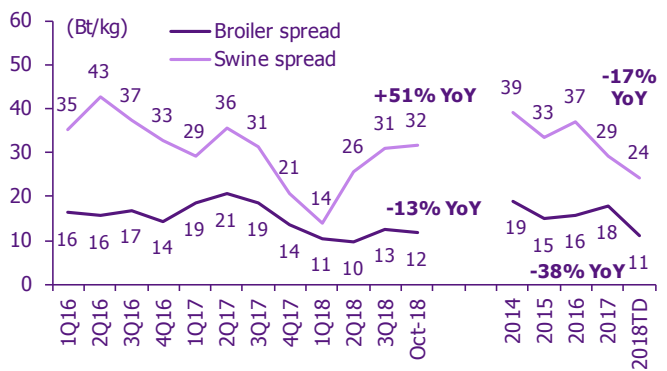
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 2: In October, local swine price rose 28% YoY; broiler price was flat YoY**



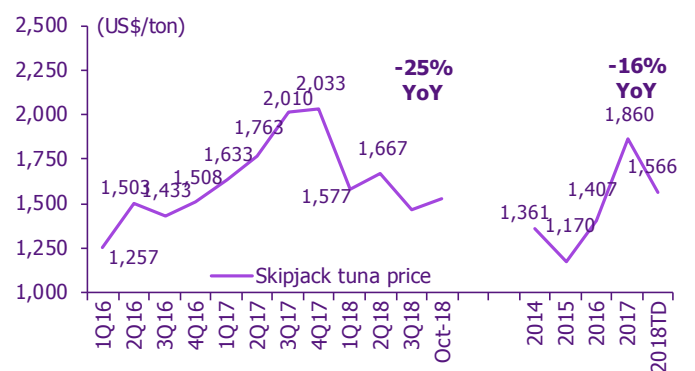
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 3: In October, local swine spreads (price minus feed costs) rose YoY; broiler spreads dropped YoY**



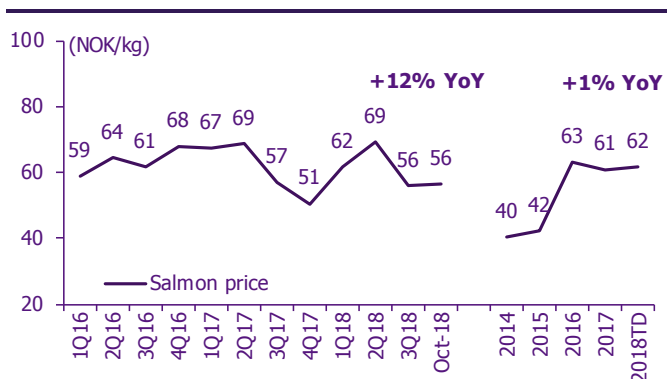
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 4: In October, skipjack tuna price dropped YoY from better tuna catches**



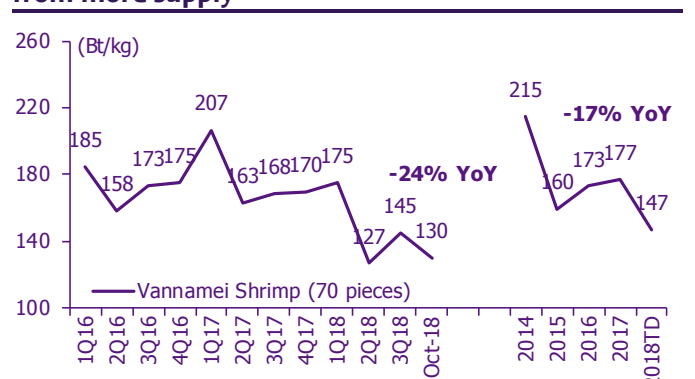
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 5: In October, salmon price rose YoY**



Source: Fishpool and SCBS Investment Research

**Figure 6: In October, local shrimp price dropped YoY from more supply**



Source: 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	35.3	25.2	(59)	(10)	40	0.9	0.9	0.9	3	3	4	3.0	3.0	3.0	14.7	13.8	12.7
GFPT	Buy	14.40	19.0	33.7	10.3	17.0	13.3	10	(39)	27	1.5	1.4	1.3	15	9	10	2.1	1.8	1.9	7.0	7.8	7.3
TU	Buy	17.80	23.0	32.5	18.6	21.3	16.8	(12)	(13)	27	1.8	1.7	1.7	10	8	10	3.7	3.3	3.3	15.5	16.4	14.2
<b>Average</b>					<b>20.2</b>	<b>24.5</b>	<b>18.4</b>	<b>(20)</b>	<b>(21)</b>	<b>32</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>12.4</b>	<b>12.7</b>	<b>11.4</b>

Source: SCBS Investment Research



## รายได้ที่สูงขึ้นจะกระตุ้นให้กำไรปี 2562 ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นมา SETHELTH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% ซึ่งดีกว่า SET ที่ลดลง 7% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวในปี 2561 โดยคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์เติบโต 19% YoY ดีกว่าที่เติบโต 3% YoY ในปี 2560 อย่างมาก เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2562 ที่ 12% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่สูงขึ้น BDMS เป็น top pick ของเราในกลุ่มการแพทย์

**SETHELTH outperform SET ในปี 2561** ถึงปัจจุบัน กำไรของกลุ่มการแพทย์กลับมาเติบโตตามปกติใน 3Q61 เนื่องจากผลกระทบของฐานต่ำใน 1H60 ที่ส่งผลทำให้กำไรเติบโตสูงผิดปกติใน 1H61 ผ่านไปแล้ว ตั้งแต่ปี 2561 เป็นต้นมา SETHELTH ปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% ซึ่งดีกว่า SET ที่ลดลง 7% ซึ่งเกิดจากราคาหุ้น BDMS ที่ +26% BCH ที่ +14% และ BH ที่ +2% ในขณะที่ CHG ลดลง 2% เพราะราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นก่อนหน้านี้ถูกหักล้างโดยการปรับตัวลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากประกาศผลประกอบการ 3Q61 ที่อ่อนแอ

**กำไรปี 2562 จะยังคงได้รับการสนับสนุนจากรายได้ที่สูงขึ้น** ปี 2561 จะเป็นปีที่ผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงพยาบาลฟื้นตัวดีขึ้น โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 19% YoY ดีกว่าที่เติบโต 3% YoY ในปี 2560 อย่างมาก เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2562 ที่ 12% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้ที่สูงขึ้นจากภาพรวมเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการให้บริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ปริมาณผู้ป่วยและรายได้จากกลุ่มโรคร้ายแรงปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้กำไรจะเติบโต YoY เพิ่มขึ้นใน 2H62 เนื่องจากฐานกำไรสูงใน 1H61

**ขยายกิจการเพื่อรองรับความต้องการใช้บริการที่เพิ่มขึ้น** ในปี 2562 BDMS มีแผนขยายกิจการมากกว่าคู่แข่งอย่างเห็นได้ชัด *BDMS Wellness Clinic* จะเปิดให้บริการ OPD เต็มรูปแบบใน 4Q61 จากนั้นใน 1Q62 BDMS วางแผนเปิด *Mövenpick BDMS Wellness Resort Bangkok* โรงแรมระดับ 4 ดาว จำนวนห้องพัก 290 ห้อง พร้อมกับโปรแกรมสุขภาพและการควบคุมอาหารที่ออกแบบเฉพาะบุคคล ตามมาด้วย *Bangkok International Hospital* โรงพยาบาลขนาด 170 เตียงซึ่งตั้งอยู่ในพื้นที่เดียวกับ *โรงพยาบาลกรุงเทพ* ที่เป็นโรงพยาบาลหลัก CHG จะเปิด *โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา* ซึ่งเป็นโรงพยาบาลใหม่ จำนวน 100 เตียง ในจังหวัดฉะเชิงเทรา ในปลายเดือนพ.ย. 2561 BH วางแผนเปิด *Vitalife Wellness Center Clinic* เพื่อให้บริการเกี่ยวกับเวชศาสตร์ชะลอวัยและการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันที่บางกระเจ้าในปี 2563 ในขณะที่ BCH วางแผนเปิดโรงพยาบาลเพิ่มในปี 2563: 1) *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ สระแก้ว* (115 เตียง) ในจังหวัดสระแก้ว คาดเปิดใน 2Q63 2) *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปราจีนบุรี* (116 เตียง) ในจังหวัดปราจีนบุรี คาดเปิดใน 1Q64 และ 3) *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเดอร์เนชั่นแนล เวียงจันทน์* ในประเทศลาว (254 เตียง) คาดเปิดใน 1Q64

**Top pick คือ BDMS** BDMS เป็น top pick ของเราในกลุ่มการแพทย์ ทั้งนี้หลังจากกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 26% YoY ในปี 2561 เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องที่ 14% ในปี 2562 หลักๆ ได้รับการสนับสนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่ศูนย์ความเป็นเลิศเฉพาะทางที่ให้อัตรากำไรสูง 10 แห่ง ซึ่งจะช่วยชดเชยต้นทุนจากการเริ่มดำเนินงานที่ *BDMS Wellness Clinic* แนวโน้ม upside ของกำไรจะมาจากศักยภาพการเติบโตในตลาดจีนหลังจาก BDMS ร่วมมือกับ Ping An Good Doctor ซึ่งเป็นบริษัทที่ให้บริการด้านสุขภาพออนไลน์ชั้นนำในประเทศจีน

### 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	18.4	23.0	26.2	41.5	34.8	8.0	7.2
BDMS	Buy	26.3	30.0	15.6	40.4	35.4	6.0	5.6
BH	Neutral	193.0	185.0	(2.7)	33.9	31.8	7.7	6.9
CHG	Buy	2.1	2.9	42.6	33.6	32.0	6.4	5.9
<b>Average</b>					<b>37.3</b>	<b>33.5</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>

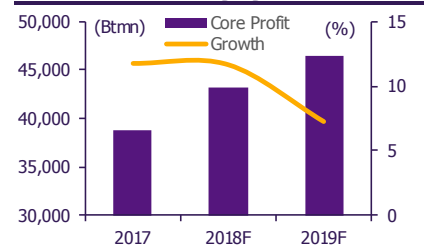
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	(4.7)	(3.7)	17.9	(4.5)	1.1	23.0
BDMS	7.6	(2.8)	21.5	7.7	2.1	26.7
BH	1.8	7.8	(7.2)	2.0	13.2	(3.2)
CHG	(18.3)	(18.3)	(10.4)	(18.2)	(14.2)	(6.6)

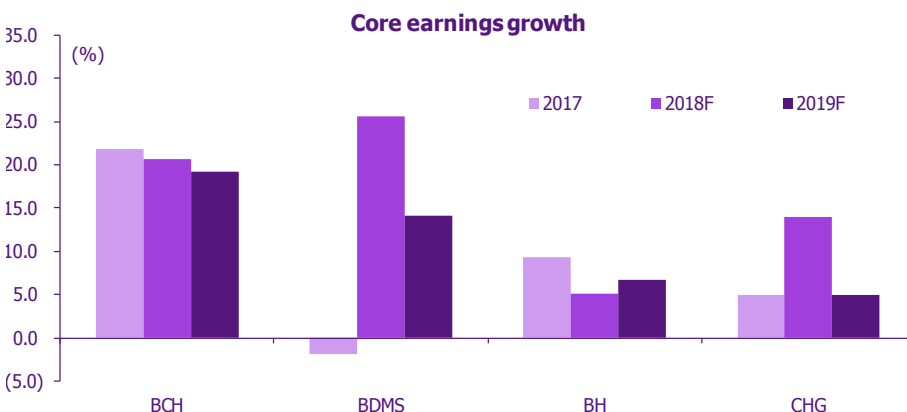
Source: SET, SCBS Investment Research

### Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

### กำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2562



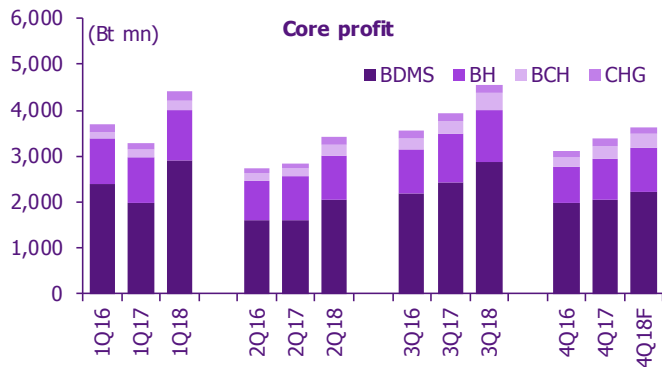
Source: SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

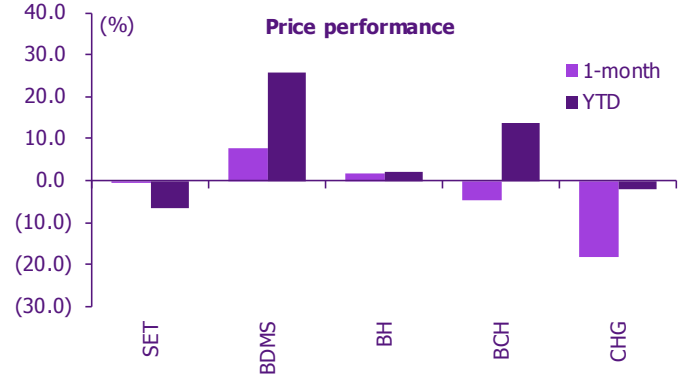
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1002  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

**Figure 1: High earnings base in 1H18**



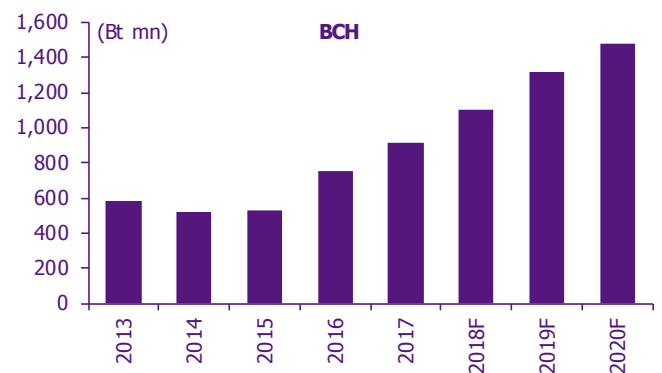
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 2: Price performance**



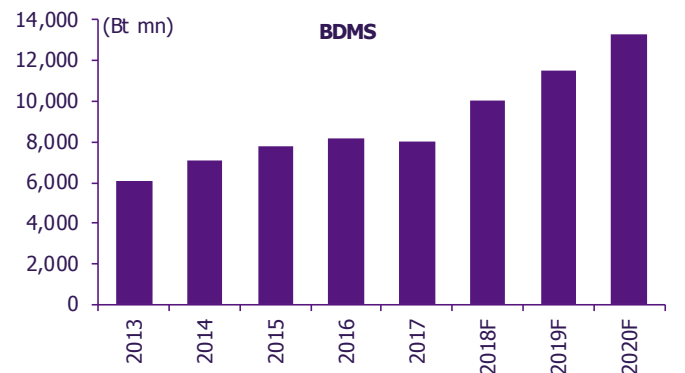
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 3: BCH earnings forecast**



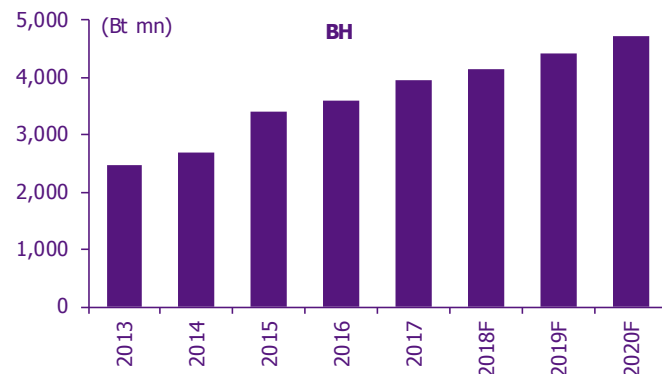
Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 4: BDMS earnings forecast**



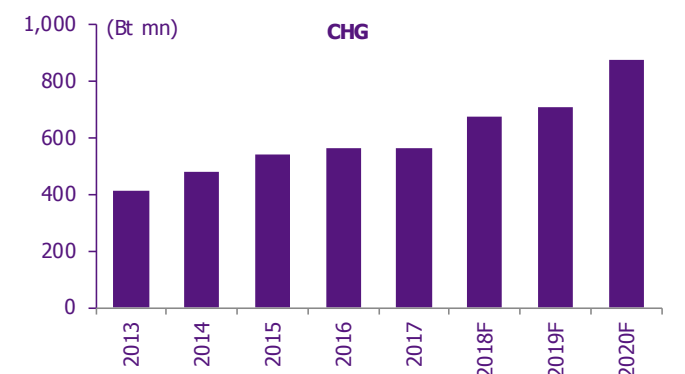
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

**Figure 5: BH earnings forecast**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 6: CHG earnings forecast**



Source: SCBS Investment Research

**Figure 7: Regional valuation comparison**

Company name	Country	Mkt Cap			PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
		US\$ mn.	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F	18F	19F	20F		
Bangkok Chain Hospital *	Thailand	1,393	41.5	34.8	31.1	20.6	19.2	11.8	8.0	7.2	6.4	1.2	1.4	1.6	17.8	19.3	19.5	21.7	18.5	16.6		
Bangkok Dusit Medical*	Thailand	12,481	40.4	35.4	30.5	25.6	14.1	15.9	6.0	5.6	5.2	1.4	1.6	1.8	14.8	15.7	16.9	24.4	21.7	19.1		
Bumrungrad Hospital*	Thailand	4,269	33.9	31.8	29.8	5.1	6.7	6.7	7.7	6.9	6.2	1.5	1.6	1.7	23.6	22.6	21.5	21.2	19.7	18.2		
Chularat Hospital*	Thailand	688	33.6	32.0	25.8	14.0	5.0	23.7	6.4	5.9	5.3	1.8	1.9	2.3	18.7	18.2	20.5	20.4	19.3	15.9		
Ladprao General Hospital	Thailand	131	31.6	30.5	24.7	-26.9	3.7	23.4	2.8	2.7	2.6	2.7	2.7	3.3	9.2	9.1	11.2	17.5	15.5	12.5		
Vibhavadi Medical Center	Thailand	865	30.9	27.0	24.0	6.1	14.3	12.5	3.7	3.3	2.9	1.9	2.3	2.8	12.9	13.3	13.1	20.2	17.8	16.3		
KPJ Healthcare Bhd	Malaysia	1,079	26.1	23.8	23.8	10.8	9.8	0.0	2.6	2.5	2.3	1.9	2.1	2.1	10.3	10.8	11.3	14.1	12.5	11.6		
IHH Healthcare Bhd	Malaysia	10,830	57.9	43.7	33.5	-16.0	32.6	30.2	2.0	1.9	1.9	0.5	0.6	0.7	3.5	4.6	5.6	19.1	16.5	14.4		
Raffles Medical Group	Singapore	1,533	30.8	36.6	32.5	-5.5	-15.8	12.5	2.7	2.6	2.5	1.9	1.8	1.8	8.8	7.7	7.9	21.6	21.6	19.2		
Apollo Hospitals Enterpris	India	2,471	64.4	43.6	33.0	30.8	47.9	32.0	4.7	4.5	4.1	0.5	0.6	0.9	7.8	10.8	13.1	21.3	17.7	15.0		
Ramsay Health Care	Australia	8,218	19.6	18.3	17.0	5.5	7.0	7.5	4.4	4.0	3.6	2.6	2.8	3.0	23.3	22.2	21.3	10.0	9.2	8.6		
Ryman Healthcare	New Zealand	3,968	25.7	22.7	20.0	-7.1	13.1	13.9	2.8	2.5	2.3	1.9	2.2	2.5	10.7	10.8	11.3	24.8	23.6	20.9		
<b>Average</b>			<b>36.4</b>	<b>31.7</b>	<b>27.2</b>	<b>5.2</b>	<b>13.1</b>	<b>15.8</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>3.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>	<b>13.4</b>	<b>13.8</b>	<b>14.4</b>	<b>19.7</b>	<b>17.8</b>	<b>15.7</b>		

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

\*SCBS estimates



## ยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น

เราเชื่อมั่นว่าวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ของประเทศไทยจะช่วยกระตุ้นให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น ยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 117% และสงครามการค้าจะกระตุ้นให้บริษัทในประเทศจีนย้ายฐานการผลิต ส่งสัญญาณว่าจะมี FDI ไหลเข้ามาในประเทศไทยจำนวนมาก และจะส่งผลทำให้ความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 5,000-8,000 ไร่/ปี ในระยะ 5 ปีข้างหน้า การบังคับใช้พ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างในปี 2563 จะมีผลกระทบเพียงเล็กน้อยต่อต้นทุน และจะไม่ทำให้แนวโน้มที่เป็นบวกเปลี่ยนไป top picks ของเราคือ AMATA ROJNA และ WHA

ข้อมูลจากปีโอไอส่งสัญญาณความต้องการที่ดินเพิ่มขึ้นในพื้นที่ EEC ใน 9M61 ยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนในจังหวัดฉะเชิงเทรา ชลบุรี และระยอง เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 117% YoY สู่ 2.3 แสนลบ. และมีแนวโน้มที่จะเป็นไปตามเป้าหมายที่ปีโอไอวางไว้ในปี 2561 ที่ 3.0 แสนลบ. ยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 61% ของยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนทั้งหมด จาก 46% ในปีก่อน แนวโน้มเช่นนี้จะทำให้ FDI (เครื่องชี้ความต้องการที่ดินอุตสาหกรรม) ไหลเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น และสนับสนุนวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ ทั้งนี้ กคาดว่าความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมในพื้นที่ EEC จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 70,000 ไร่ในระยะ 5 ปีข้างหน้า สูงกว่าความต้องการรวมทั้งหมดทั่วประเทศที่ 13,000 ไร่ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งชี้ให้เห็นว่า EEC จะกระตุ้นความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น 5 เท่า

ลูกค้าจากจีนเพิ่มขึ้น ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมเปิดเผยว่ามีนักลงทุนจากจีนจำนวนมากเข้ามาเยี่ยมชมโครงการ และคาดว่าจะตัดสินใจซื้อที่ดินในปีหน้า สอดคล้องกับยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนจากนักลงทุนจีนที่เพิ่มขึ้นเท่าตัว แนวโน้มเช่นนี้มาจากความขัดแย้งทางการค้าที่รุนแรงขึ้น ซึ่งไม่เพียงแต่จะส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานเท่านั้น แต่ยังจะส่งผลกระทบต่อคลังเดอรัลอุตสาหกรรมในสหรัฐฯ และจีนด้วย เรามองว่าประเทศไทยจะเป็นประเทศเป้าหมายอันดับต้นๆ สำหรับการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน และเรายังคงคาดว่าส่วนแบ่ง FDI ของประเทศไทยจาก FDI ทั้งหมดทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นสู่ 0.6-0.9% และคาดการณ์ยอดขายที่ดินที่ 5,000-8,000 ไร่/ปี ในระยะ 5 ปีข้างหน้า

ได้รับผลกระทบน้อยมากจากร่างพ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง สถานิติบัญญัติแห่งชาติ (สนช.) มีมติเห็นชอบร่างพ.ร.บ.ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างเมื่อเร็วๆ นี้ รัฐบาลจะเก็บภาษีในอัตราก้าวหน้า โดยอิงกับราคาประเมินทุนทรัพย์ที่ดินและสิ่งปลูกสร้าง และจะนำมาใช้แทนภาษีโรงเรือนและที่ดิน (ซึ่งเก็บภาษีที่อัตรา 12.5% ของรายได้ค่าเช่า) และภาษีบำรุงท้องที่ โดยจะเริ่มเก็บภาษีในปี 2563 ด้วยอัตราภาษีระดับต่ำ (Figure 5) ประกอบกับอัตราการชำระค่าสำหรับ 3 ปีแรก (25% ของภาระภาษีที่ต้องจ่ายเพิ่มในปีแรก, 50% ในปีที่สอง และ 75% ในปีที่สาม) เนื่องจากผู้เช่าคลังสินค้าแบบก่อสร้างตามความต้องการของลูกค้า (BTS) โรงงานสำเร็จรูป (RBF) และคลังสินค้าสำเร็จรูป (RWH) จะเป็นผู้รับภาระจ่ายภาษีดังกล่าว ดังนั้นจะไม่มีผลกระทบต่อรายได้ของผู้ประกอบการ ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะจ่ายภาษีที่ดินเปล่า สินค้าคลัง และสิ่งปลูกสร้าง แต่ค่าใช้จ่ายดังกล่าวมีจำนวนน้อยมาก ความต้องการที่ดินจำนวนมากทำให้เราเชื่อว่าผู้ประกอบการจะส่งผ่านภาระค่าใช้จ่ายดังกล่าวไปยังลูกค้า

**Top picks ของกลุ่มนิคมฯ: AMATA ROJNA และ WHA** เราชอบแนวโน้มที่สดใสของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมในประเทศไทย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนยอดขายที่ดินของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม และแนวโน้มการเติบโตของกำไร หน้าที่เราแนะนำ "ซื้อ" และเลือกเป็น top picks คือ AMATA ROJNA และ WHA

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
AMATA	Buy	23.2	33.0	44.9	15.3	12.0	1.8
AMATAV	Neutral	5.7	7.5	33.4	12.1	10.8	1.7
ROJNA	Buy	5.3	8.5	73.2	29.3	15.4	0.8
WHA	Buy	4.1	6.0	49.2	17.0	14.4	2.2
<b>Average</b>					<b>18.4</b>	<b>13.1</b>	<b>1.6</b>

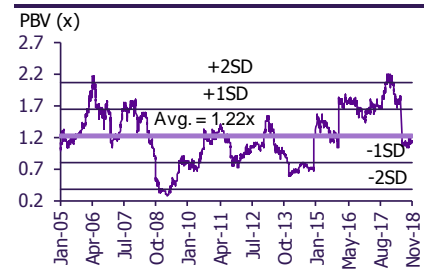
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	(1.3)	14.9	(9.0)	(1.2)	20.6	(5.1)
AMATAV	(5.8)	(14.4)	(38.3)	(5.7)	(10.1)	(35.6)
ROJNA	(0.9)	(4.5)	(30.0)	(0.8)	0.2	(27.0)
WHA	1.5	4.6	4.0	1.6	9.8	8.5

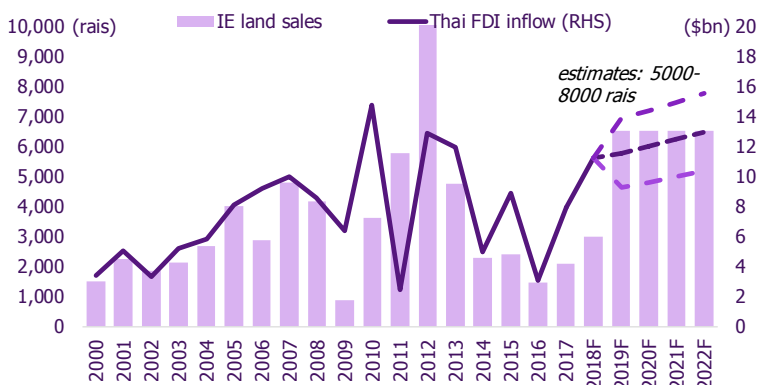
Source: SET, SCBS Investment Research

### IE sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

### FDI ในประเทศไทยและความต้องการที่ดินอุตสาหกรรมจะปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CBRE, BoT, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### สิริการณ กฤษณิพัทธ์

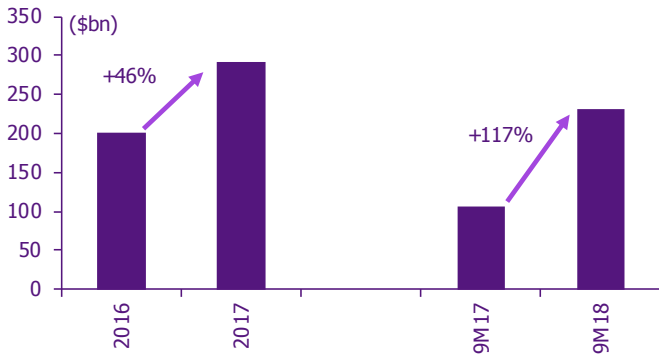
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

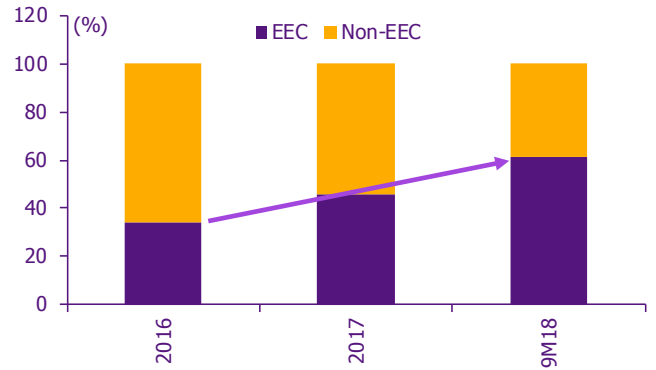
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

**Figure 1: Bol applications in ECC jumped 117% YoY in 9M18, suggesting growing FDI**



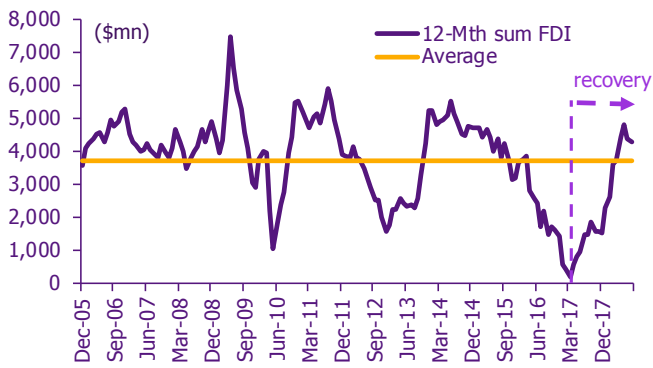
Source: Bol

**Figure 2: Bol applications: growing portion of ECC**



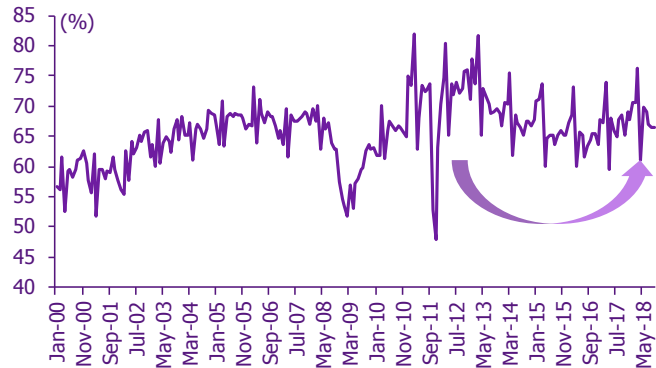
Source: Bol

**Figure 3: Manufacturing FDI sustainable at high level**



Source: BoT, Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 4: Capacity utilization rate (68.5% in 9M18)**



Source: BoT

**Figure 5: Summary of land and buildings tax bill**

	Maximum (%)	Tax rate for first two years			Note
		Value (Btmn)	Tax (%)	Tax (Btmn)	
Agriculture	0.15	0-75	0.01	0.008	Tax exemption for first three years Tax exemption for individuals and on land appraised at no more than Bt50mn in value
		75-100	0.03	0.008	
		100-500	0.05	0.200	
		500-1,000	0.07	0.350	
		>1,000	0.10	n.a.	
Residential land & house	0.30	0-25	0.03	0.008	Tax exemption for first homes with appraised value at no more than Bt50mn
		25-50	0.05	0.013	
		>50	0.10	n.a.	
Others (Developer)	1.20	0-50	0.30	0.150	
		50-200	0.40	0.600	
		200-1,000	0.50	4.000	
		1,000-5,000	0.60	24.000	
		>5,000	0.70	n.a.	
Unused land/building	3.00	0-50	0.30	0.15	Tax rate is 1.2% with an increase of 0.3% every 3 years if it remains unused, but capped at 3%
		50-200	0.40	0.60	
		200-1,000	0.50	4.00	
		1,000-5,000	0.60	24.00	
		>5,000	0.70	n.a.	

Source: WWW.senate.go.th, 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)		
					17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F	17F	18F	19F
AMATA	Buy	23.20	33.0	44.9	16.0	15.3	12.0	10	4	28	2.0	1.8	1.6	11	10	12	2.3	2.7	3.4	15.4	26.8	21.6
AMATAV	Neutral	5.65	7.5	33.4	10.5	12.1	10.8	73	(13)	12	2.0	1.7	1.5	17	14	14	0.5	0.7	0.7	9.2	9.3	9.0
ROJNA	Buy	5.25	8.5	73.2	38.5	29.3	15.4	(52)	31	91	0.8	0.8	0.9	1	2	4	5.7	11.3	6.5	11.0	10.7	8.6
WHA	Buy	4.12	6.0	49.2	19.7	17.0	14.4	4	16	18	2.3	2.2	2.1	13	12	13	3.4	3.6	4.3	15.5	17.6	15.2
<b>Average</b>					<b>21.2</b>	<b>18.4</b>	<b>13.1</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>37</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>3.0</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>12.8</b>	<b>16.1</b>	<b>13.6</b>

Source: SCBS Investment Research



## ยังคงชอบ BLA

แม้การเป็นพันธมิตรของ AIA กับ BBL จะส่งผลกระทบต่อเบี้ยประกันรับของ BLA แต่เรายังคงชอบ BLA เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และ valuation น่าสนใจมากที่สุด เบี้ยประกันรับของ THREL มีแนวโน้มเติบโตดี แต่คาดว่าจะถูกหักล้างโดย combined ratio ที่สูงขึ้นจากการมีส่วนร่วมผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพและประกันชีวิตกลุ่มเพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงานของ THRE จะปรับตัวดีขึ้น แต่คาดว่าจะกลับมารายงานขาดทุนสุทธิใน 4Q61 โดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวนมากหลายรายการ เรามอง BLA มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มประกัน เพราะ valuation น่าสนใจ

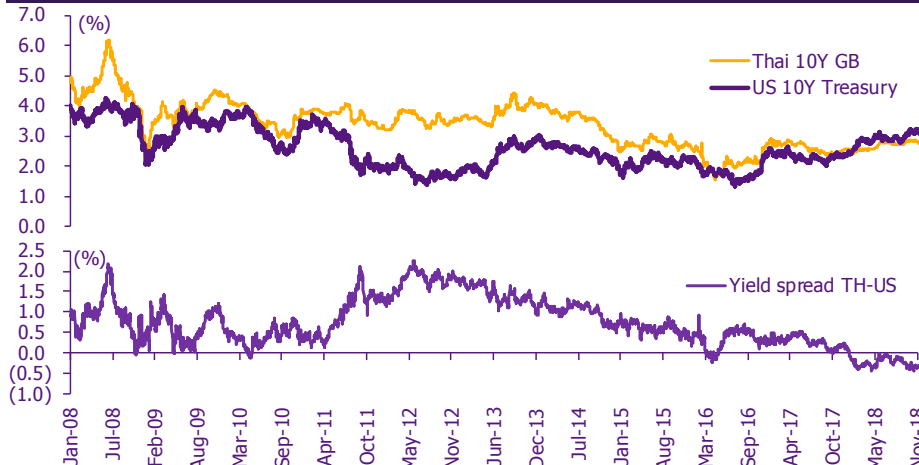
**BLA:** เบี้ยประกันรับมีแนวโน้มลดลง แต่ได้ประโยชน์จาก bond yield ที่สูงขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 8% ในปี 2561 (เทียบกับ -2% YoY ใน 9M61) และ 10% ในปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) การจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance ของ AIA กับ BBL 2) ยอดเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาเพิ่มขึ้น และ 3) แผนลดการออกผลิตภัณฑ์ประเภทสะสมทรัพย์ระยะสั้นลงเพื่อเพิ่มอัตรากำไร เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 22% ในปี 2561 (เทียบกับ -30% YoY ใน 9M61) และ 20% ในปี 2562 BLA คาดว่าเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาจะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 7-8 พันลบ. ในปี 2561 สู่ 1.0 หมื่นลบ. ในปี 2562 ในขณะที่ในระยะยาว BLA จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของ bond yield (อัตราผลตอบแทนพันธบัตร) ผ่านทาง ROI ที่ดีขึ้น การตั้งราคาผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตแบบสะสมทรัพย์ได้ดีขึ้น และ embedded value (EV) ที่ดีขึ้น

**THREL:** เบี้ยประกันรับเติบโตดี แต่ combined ratio จะสูงขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับของ THREL จะเติบโตที่ 15% ในปี 2561 (16% YoY ใน 9M61) และ 10% ในปี 2562 เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากการเข้าสู่สังคมผู้สูงอายุของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเบี้ยประกันรับที่เติบโตดีจะถูกหักล้างโดย combined ratio ที่สูงขึ้นจาก 1) การมีส่วนร่วมผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพและประกันชีวิตกลุ่ม (โดยปกติมี combined ratio สูง) เพิ่มขึ้น และ 2) การกันเงินสำรองกรมธรรม์ประกันชีวิตสำหรับผลิตภัณฑ์ระยะยาวเพิ่มขึ้น โดยมีสาเหตุจากการเรียกกลับส่วนของการประกันภัยต่อ (recapture) เพื่อลดสัญญาระยะยาวบางส่วนใน 4Q60-ปี 2564 (หลักๆ ในปี 2561-2562)

**THRE:** ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น แต่มีแนวโน้มรับรู้ค่าใช้จ่ายพิเศษใน 4Q61 THRE อาจจะต้องรับรู้ค่าใช้จ่ายพิเศษใน 4Q61 จาก 3 รายการ: 1) การตัดจำหน่ายสินทรัพย์รอการตัดบัญชีที่ไม่ได้ใช้งานเพิ่มเติมอีกประมาณ 100-140 ลบ. จากส่วนที่เหลือ 250 ลบ. 2) ขาดทุนจากเงินลงทุน (102 ลบ. ถ้าราคาปิด ณ สิ้นปี 2561 เท่ากับราคาปิดเมื่อวาน) จากการปรับมูลค่าดีริชชของเงินลงทุนใน THREL (88.897 ล้านบาท หรือสัดส่วนการถือหุ้น 14.8%) และ 3) การต่ออายุค่าของเงินลงทุนในหุ้น ดังนั้นเราคาดว่า THRE จะรายงานขาดทุนสุทธิ 166 ลบ. ใน 4Q61 เทียบกับกำไรสุทธิ 134 ลบ. ใน 3Q61 และขาดทุนสุทธิ 119 ลบ. ใน 4Q61 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะต่ำสุดที่สุดใน 4Q61 เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยของเบี้ยประกันรับจะฟื้นตัวจาก 9% ในปี 2561 (+5% ใน 9M61) สู่ 10% ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายธุรกิจสู่กัมพูชา ลาว และเวียดนาม และการออกผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมพัฒนา (non-conventional) ใหม่ เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นจาก 109% ในปี 2561 (111% ใน 9M61) สู่ 105% ในปี 2562 และ 96% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากการลดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครู ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ

**BLA เป็น top pick ของกลุ่มประกัน** เรามอง BLA เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจาก bond yield ที่ฟื้นตัวดีขึ้น นอกจากนี้ BLA ยังมี valuation น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงดอรับกรณี BBL จับมือเป็นพันธมิตรกับ AIA มากเกินไป

### ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยกับสหรัฐฯ ปรับตัวลดลง



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	18F	19F	18F	19F
BLA	Buy	31.0	46.0	50.7	10.6	10.5	1.3	1.2		
THRE	Sell	1.0	0.9	(8.2)	n.m.	32.1	1.1	1.1		
THREL	Neutral	7.0	7.4	11.8	13.1	11.6	2.7	2.5		
<b>Average</b>					<b>11.9</b>	<b>18.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>		

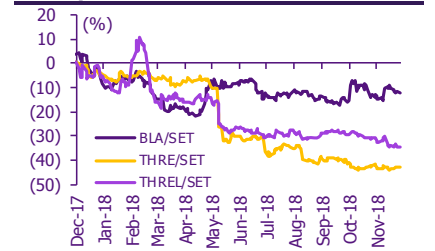
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	(1.6)	(3.9)	(17.9)	(1.5)	0.9	(14.4)
THRE	(2.0)	(10.1)	(45.9)	(1.9)	(5.6)	(43.5)
THREL	(7.3)	(12.6)	(40.1)	(7.2)	(8.2)	(37.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

### Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

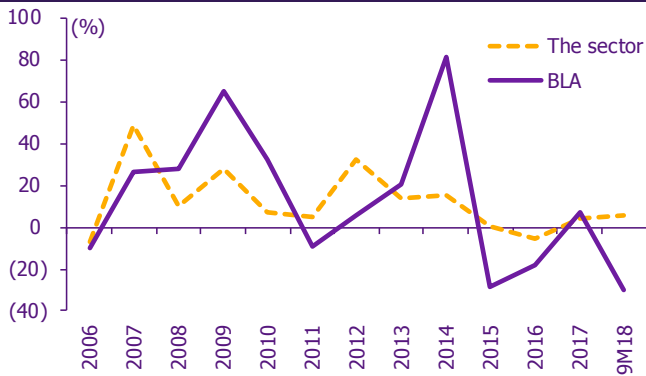
นักวิเคราะห์การลงทุนบิจจัดัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

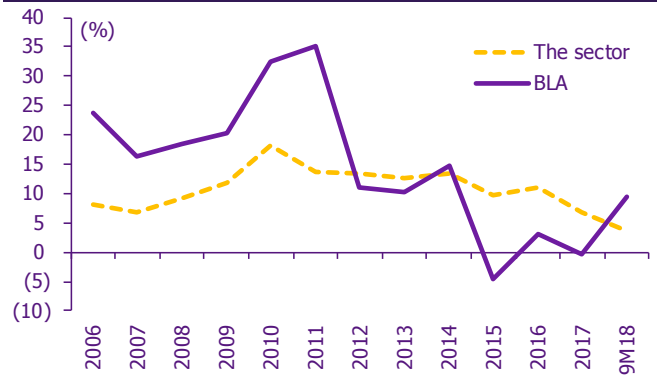
kittima.sattayapan@scb.co.th

**Figure 1: New business premium growth**



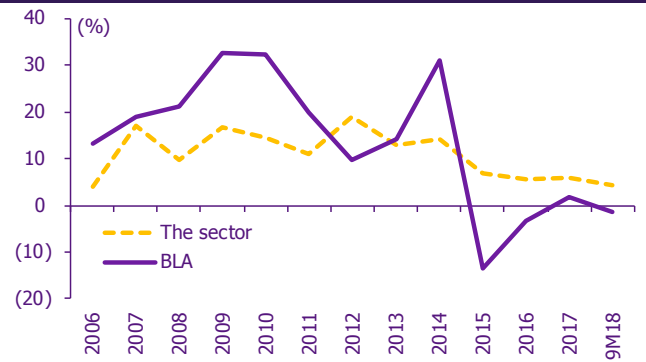
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 2: Renewal premium growth**



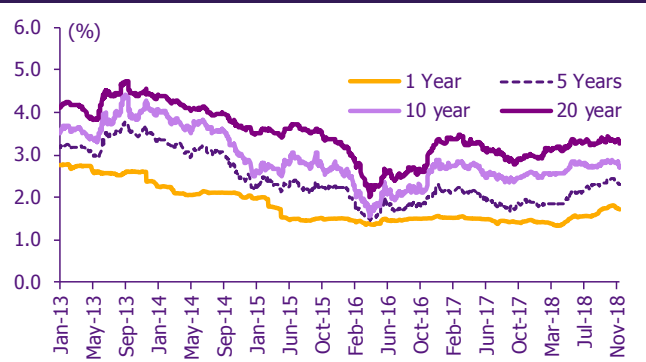
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 3: Total premium growth**



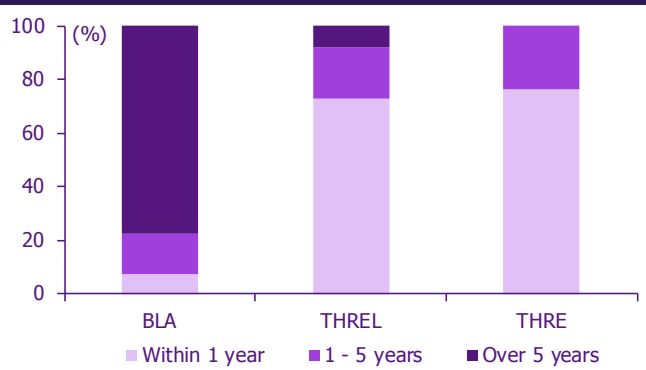
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 4: Government bond yield**



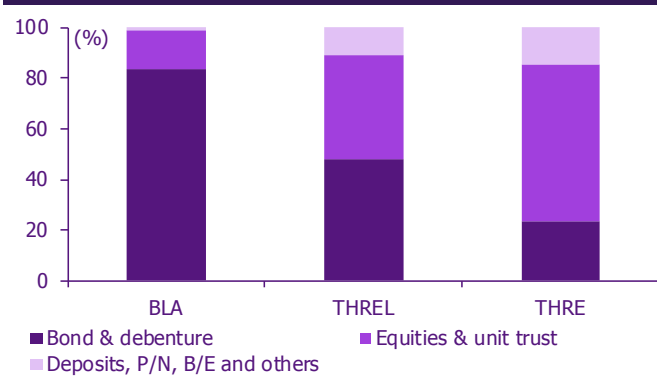
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

**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	31.00	46.0	50.7	14.6	10.6	10.5	(29)	38	1	1.4	1.3	1.2	10	12	12	1.7	2.4	2.4
THRE	Sell	0.98	0.9	(8.2)	n.m.	n.m.	32.1	n.m.	(479)	n.m.	0.8	1.1	1.1	(2)	(15)	3	10.2	0.0	1.2
THREL	Neutral	6.95	7.4	11.8	9.6	13.1	11.6	35	(27)	13	2.7	2.7	2.5	31	20	22	7.2	5.3	6.0
<b>Average</b>					<b>12.1</b>	<b>11.9</b>	<b>18.1</b>	<b>3</b>	<b>(156)</b>	<b>7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>13</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>6.4</b>	<b>2.6</b>	<b>3.2</b>

Source: SCBS Investment Research





## สื่อ OOH ยังคงโดดเด่น

ยอดใช้จ่ายโฆษณาเดือนด.ค. แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น โดยเพิ่มขึ้น 6% MoM และ 85% YoY เม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้นในสื่อเกือบทุกประเภท นำโดยสื่อโทรทัศน์ และสื่อ OOH เม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากฐานต่ำในปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากพระราชพิธีถวายพระเพลิงพระบรมศพในหลวงรัชกาลที่ 9 สื่อ OOH ซึ่งเป็นดาวเด่นของกลุ่มสื่อ ได้รับปัจจัยกระตุ้นเพิ่มขึ้นทั้ง MoM (+4%) และ YoY (+41%) สำหรับ YTD สื่อ OOH ยังคงโดดเด่นกว่าสื่ออื่นๆ ที่เหลือ เพราะเม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้น 7.8% YoY VGI และ PLANB เป็น top picks ของเรา และเราแนะนำ "ซื้อ" ทั้งคู่

ยอดใช้จ่ายโฆษณาปรับตัวดีขึ้นในเดือนด.ค. ข้อมูลจาก Nielsen แสดงให้เห็นว่ายอดใช้จ่ายโฆษณาปรับตัวดีขึ้นในเดือนด.ค. โดยเพิ่มขึ้น 6% MoM และ 85% YoY สู่ 9.2 พันลบ. เม็ดเงินโฆษณาปรับตัวดีขึ้นในสื่อเกือบทุกประเภท ยกเว้นนิตยสาร สำหรับสื่อหลักๆ พบว่าเม็ดเงินโฆษณาทางสื่อโทรทัศน์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% MoM และ 139% YoY เม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY หลักๆ เกิดจากฐานต่ำในปีก่อนที่มีสาเหตุมาจากพระราชพิธีถวายพระเพลิงพระบรมศพในหลวงรัชกาลที่ 9 ในเดือนด.ค.ปีก่อน ในขณะที่เม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้น MoM หลักๆ เกิดจากผลกระทบทางฤดูกาล เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้โฆษณามักจะใช้เงินสำหรับโฆษณาเพื่อกระตุ้นยอดขายก่อนสิ้นปี ดาวเด่นของกลุ่มอย่างสื่อ OOH ยังคงรายงานเม็ดเงินโฆษณาเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง MoM (+4%) และ YoY (+41%) สู่ 6.14 พันลบ. สำหรับ YTD เม็ดเงินโฆษณาทางสื่อ OOH เติบโต 7.8% YoY ในขณะที่เม็ดเงินโฆษณาของกลุ่มสื่อโดยรวมเติบโต 4.4% YoY

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) และส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นเท่าตัวจาก 6% ในปี 50 สู่ 12% ในปี 60 ทั้งนี้เม็ดเงินโฆษณาทางสื่อ OOH ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก เนื่องจากในประเทศที่ประชาชนใช้เวลาที่บ้านน้อยลง เช่น ส่องกง และสิงคโปร์ สื่อ OOH คิดเป็น 25% ของเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด ประเทศไทยกำลังเปลี่ยนไปสู่สังคมที่ใช้เวลาที่บ้านน้อยลง และเนื่องจากอุตสาหกรรมสื่อมีแนวโน้มปรับตัวขึ้น เราจึงคาดว่าสื่อ OOH จะเติบโตได้ดีที่สุด และ outperform อุตสาหกรรมสื่อโดยรวม

สื่อโทรทัศน์เผชิญการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น และเม็ดเงินโฆษณาลดลง ผู้ประกอบการโทรทัศน์จะยังคงได้รับแรงกดดันสองต่อจากการจัดสรรงบโฆษณาให้แก่สื่อโทรทัศน์ลดลง และการแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้นในกลุ่มผู้ประกอบการโทรทัศน์ การพูดคุยกับผู้ประกอบการโทรทัศน์เมื่อไม่นานนี้บ่งชี้ว่าเม็ดเงินโฆษณายังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นมากนักใน 4Q61 เมื่อเทียบกับ 3Q61 load factor ของผู้ประกอบการเกือบทุกรายยังคงอยู่ในระดับต่ำที่ 40-60% กลยุทธ์ราคาในการให้ส่วนลดอัตราค่าโฆษณาค่อนข้างมากถูกนำมาใช้เพื่อดึงดูดเม็ดเงินโฆษณาจากผู้โฆษณา ดังนั้นเราคาดว่ารายได้ของผู้ประกอบการโทรทัศน์จะลดลง แนวโน้มโดยรวมของสื่อโทรทัศน์ดูไม่สดใส เพราะปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง และเราคาดว่ารายได้จะลดลง

ยืนยันคำแนะนำ "ซื้อ" PLANB และ VGI ในฐานะ top picks ของกลุ่มสื่อ เราจึงเลือก PLANB และ VGI เป็น top pick เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกต่อสื่อ OOH โดย PLANB และ VGI อยู่ในตำแหน่งดีที่จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของอุตสาหกรรมสื่อ เราแนะนำ "ซื้อ" PLANB ด้วยราคาเป้าหมาย 9 บาท และ VGI ด้วยราคาเป้าหมาย 10 บาท

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
		18F	19F	18F	19F	18F
BEC	Neutral	5.3	7.7	46.7	n.m.	74.3
GRAMMY	Sell	7.3	6.5	(10.3)	n.m.	n.m.
MAJOR	Neutral	21.6	23.5	12.3	22.6	22.2
MCOT	Sell	9.3	6.0	(35.5)	n.m.	n.m.
PLANB	Buy	6.4	9.0	42.1	33.7	24.8
RS	Neutral	15.5	16.5	8.0	39.0	30.9
VGI	Buy	7.9	10.0	28.6	29.6	24.5
WORK	Buy	28.8	45.0	58.2	29.6	24.5
<b>Average</b>					<b>35.3</b>	<b>35.8</b>

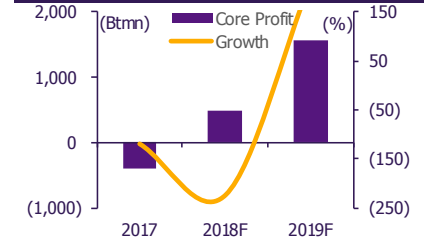
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEC	(14.6)	(31.4)	(65.7)	(14.5)	(27.9)	(64.2)
GRAMMY	(6.5)	(9.9)	(38.0)	(6.3)	(5.4)	(35.4)
MAJOR	(8.5)	(13.3)	(29.2)	(8.4)	(8.9)	(26.1)
MCOT	0.5	0.5	(17.7)	0.7	5.6	(14.2)
PLANB	0.0	(6.6)	(3.8)	0.1	(1.9)	0.4
RS	(3.1)	(11.9)	(38.6)	(3.0)	(7.5)	(36.0)
VGI	3.9	10.5	27.4	4.1	16.0	32.9
WORK	(4.2)	(28.1)	(68.0)	(4.0)	(24.5)	(66.6)

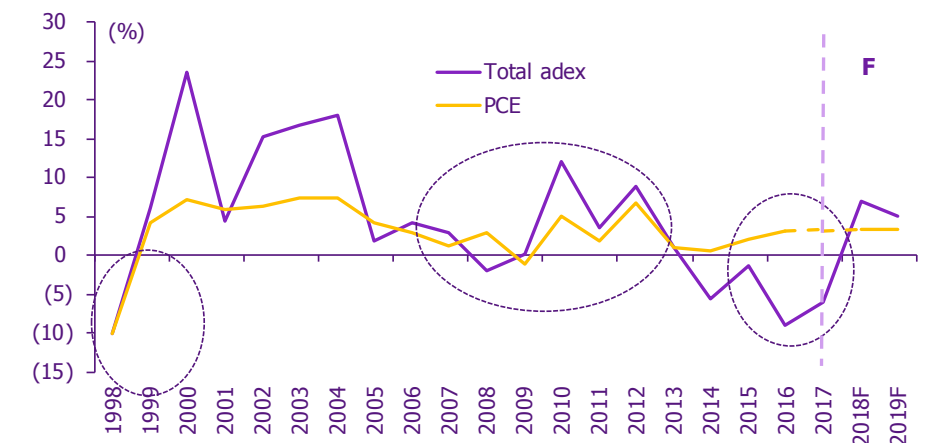
Source: SET, SCBS Investment Research

### Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

### คาดยอดใช้จ่ายโฆษณาจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปีนี้

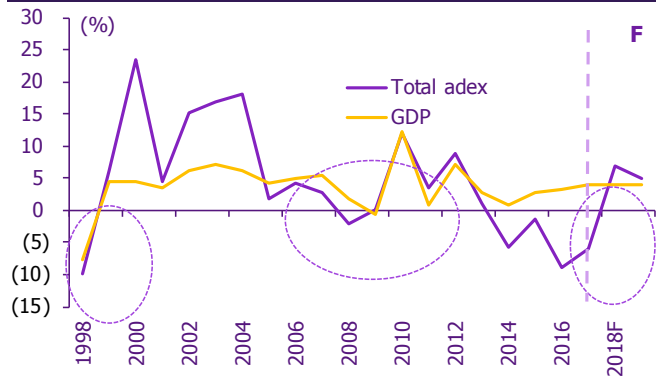


Source: Nielsen and SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

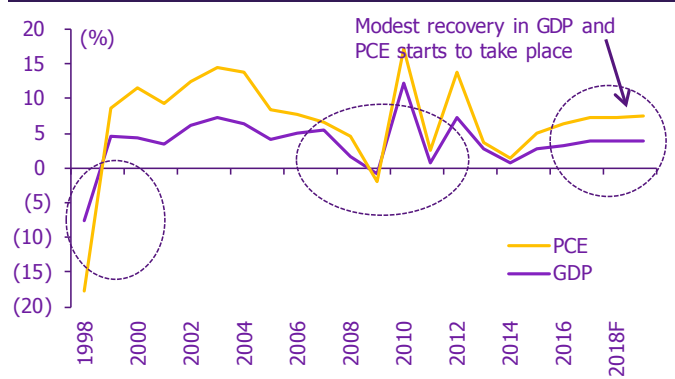
ปฏิภาศ นาวาวัฒน์  
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1007  
 phatipak.navawatana@scb.co.th

**Figure 1: GDP will drive growth in ad spending**



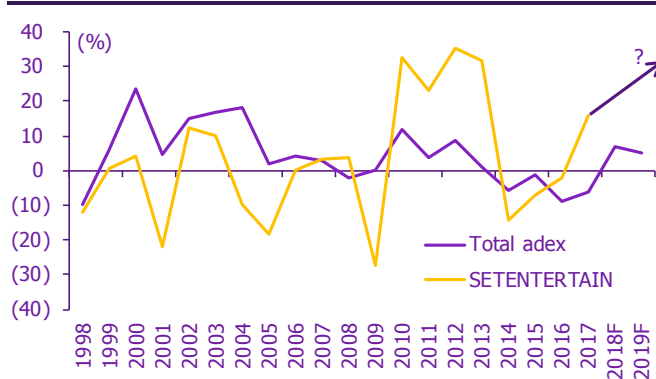
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

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



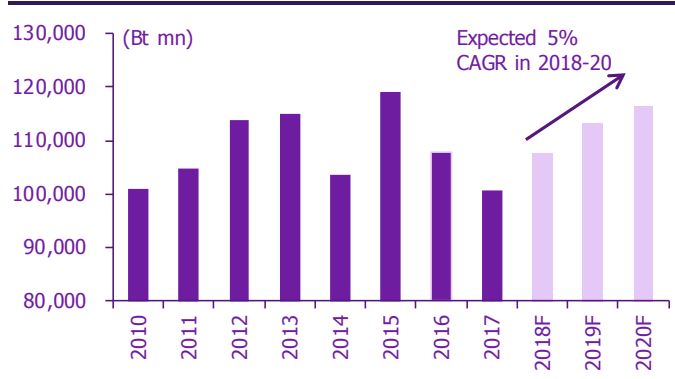
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

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



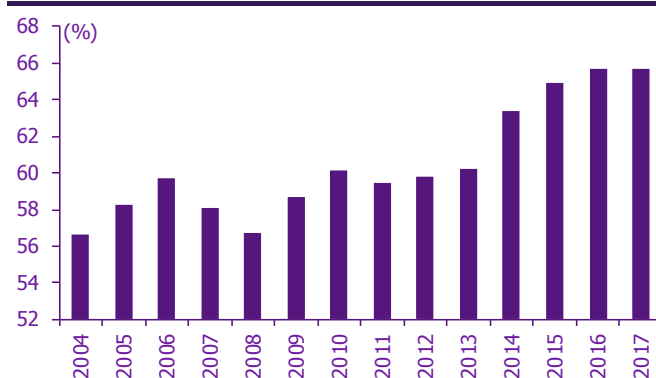
Source: SET, Nielsen and SCBS Investment Research

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



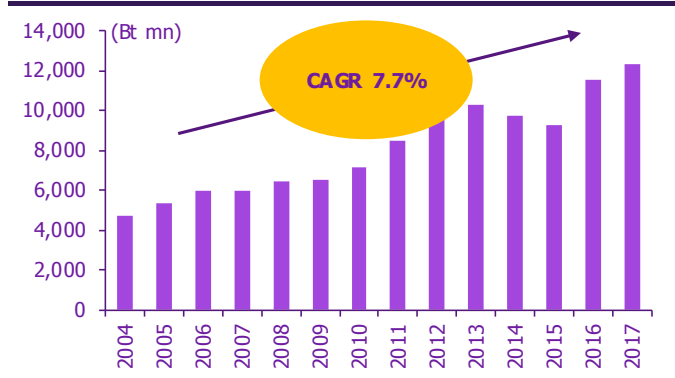
Source: Nielsen and SCBS Investment Research

**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	5.25	7.7	46.7	n.m.	n.m.	74.3	(100)	n.m.	n.m.	1.6	1.8	1.8	0	(2)	2	1.9	0.0	1.2	3.1	2.2	1.7
GRAMMY	Sell	7.25	6.5	(10.3)	n.m.	n.m.	n.m.	(114)	52	n.a.	5.4	6.9	6.0	(87)	(55)	n.a.	0.0	0.0	n.a.	23.6	14.6	13.6
MAJOR	Neutral	21.60	23.5	12.3	24.1	22.6	22.2	(8)	7	2	3.0	2.9	2.9	12	13	13	5.8	3.5	3.6	10.9	10.4	10.2
MCOT	Sell	9.30	6.0	(35.5)	n.m.	n.m.	n.m.	(246)	1	(12)	1.0	1.0	1.1	(39)	(40)	(47)	0.0	0.0	10.8	(6.1)	(4.2)	(3.6)
PLANB	Buy	6.40	9.0	42.1	49.1	33.7	24.8	31	46	36	6.3	5.9	5.3	14	18	23	0.8	1.5	2.0	23.6	16.6	12.8
RS	Neutral	15.50	16.5	8.0	54.5	39.0	30.9	n.m.	40	26	8.7	7.9	7.2	16	21	24	0.0	1.5	1.9	9.9	11.2	10.5
VGI	Buy	7.90	10.0	28.6	66.6	51.7	38.3	24	29	35	4.2	5.0	4.9	9	10	13	0.8	2.1	2.2	31.7	32.2	29.4
WORK	Buy	28.75	45.0	58.2	14.0	29.6	24.5	355	(53)	21	2.8	2.5	2.3	24	9	10	4.8	1.7	2.1	6.4	10.2	9.2
<b>Average</b>					<b>41.6</b>	<b>35.3</b>	<b>35.8</b>	<b>(8)</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>(6)</b>	<b>(3)</b>	<b>5</b>	<b>1.8</b>	<b>1.3</b>	<b>3.4</b>	<b>12.9</b>	<b>11.7</b>	<b>10.5</b>

Source: SCBS Investment Research

## เลือกซื้อเป็นรายตัวในกลุ่มปิโตรเคมี

ราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและปิโตรเคมีที่ลดลงส่งผลกระทบต่อ sentiment ต่อกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวแยกลง; แม้กลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลดลง 6% QTD และยังคง outperform ตลาดโดยรวม (-3%) แนวโน้มของกลุ่มปิโตรเคมีมีทิศทางคละเคล้าในปี 2562 โดย PP และ PET เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีแนวโน้มดี top pick ของเรา คือ IVL เพราะ core EBITDA/t จะปรับตัวดีขึ้น และปริมาณขายจะเพิ่มขึ้นจากสินทรัพย์ใหม่ PTTGC จะได้รับประโยชน์จาก PP spread ที่แข็งแกร่งมากขึ้นผ่านทางบริษัทร่วม ในขณะที่ธุรกิจ PE ที่เป็นธุรกิจหลักของบริษัทอาจจะได้รับผลกระทบจากกำลังการผลิตใหม่

กำไรสุทธิ 9M61 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 43% YoY IVL ยังคงรั้งตำแหน่งบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุด (+122% YoY) เนื่องจาก integrated PET spread ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยเกิดจากการหยุดชะงักของอุปทานและอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง ในขณะที่กำไรของ PTTGC ได้รับการสนับสนุนจาก PX spread ที่ดี และ EBITDA margin ของธุรกิจโพลีเอทิลีนที่แข็งแกร่ง กำไรปกติของกลุ่มปิโตรเคมีจะเติบโตอย่างต่อเนื่องใน 4Q61 เนื่องจาก core EBITDA/t ของ IVL ยังคงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ความเสี่ยง downside ที่สำคัญ คือ ราคาน้ำมันผันผวน ซึ่งจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดขาดทุนจากสินค้าคงคลัง และกรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

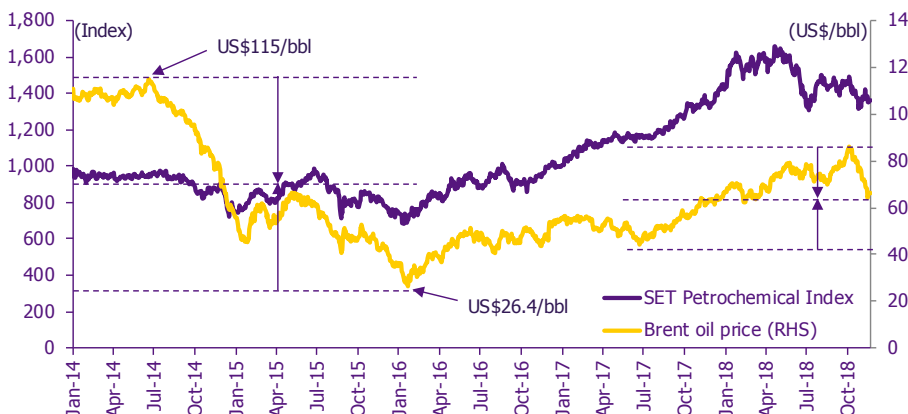
**PE spread ปรับตัวดีขึ้น** เพราะต้นทุนแนฟทาลดลง แต่อาจจะพลิกกลับมาปรับตัวลดลงถ้าราคาน้ำมันผันผวนจากการควบคุมอุปทานของโอเปก ในด้านอุปทาน กำลังการผลิตเพิ่มเติมมีแนวโน้มปรับตัวลดลง YoY จาก 6 ล้านตัน/ปีในปี 2561 สู่ 3.2 ล้านตัน/ปีในปี 2562 เรามองว่าแนวโน้มอุปทาน PP น่าจะปรับตัวดีขึ้น เพราะไม่มีกำลังการผลิตเพิ่มเติมในตลาดภูมิภาคและอุปสงค์ปรับตัวดีขึ้น แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคา HDPE กับราคา PP ปรับตัวลดลงจาก US\$100/ตันใน 1Q61 สู่ -US\$21/ตัน เมื่อไม่นานนี้ ต้นทุนแนฟทาที่ลดลงและแนวโน้มผลิตภัณฑ์กลุ่ม PP ที่ดีขึ้นจะส่งผลต่อผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบมากกว่าผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบ

**PX spread ในปี 2562 จะลดลงจากระดับสูงผิดปกติในปี 2561** ปี 2561 เป็นปีที่ดีมากที่สุดเป็นพิเศษสำหรับธุรกิจโพลีเอทิลีน หลักๆ คือ PX โดยส่วนต่างระหว่างราคา PX กับคอนเดนเสท และ ULG95 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% และ 43% YoY ตามลำดับ แต่แนวโน้มอาจจะปรับตัวแยกลงในปี 2562 เนื่องจากจะมีกำลังการผลิตใหม่เข้ามาหลังจากเลื่อนมาจากปี 2561 กำลังการผลิต PP ที่เกิดขึ้นจริงในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 1.6 ล้านตันในปี 2561 สู่ 3.4 ล้านตันในปี 2562 หลักๆ เกิดจากจีน เวียดนาม และตะวันออกกลาง ในขณะเดียวกัน อุปสงค์ในตลาดภูมิภาคอาจจะชะลอตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากจีน (ตลาดใหญ่ที่สุดในภูมิภาค) นำเข้าลดลง เนื่องจากกำลังการผลิตเพิ่มเติมจะทำให้จีนมีผลผลิตเพียงพอสำหรับใช้เอง

**PET spread จะกลับสู่ระดับปกติอย่างต่อเนื่อง** PET spread ปรับตัวเพิ่มขึ้น 44% YoY สู่ US\$238/ตัน YTD ในปี 2561 ใกล้เคียงกับ integrated PET/PTA spread (+45% YoY) เพราะอุปสงค์แข็งแกร่งมากขึ้น และอุปทานตึงตัวมากขึ้น เนื่องจากผู้ประกอบการรายหลักๆ บางรายชะลอการผลิตหรือหยุดผลิต เราเชื่อว่า spread จะกลับคืนสู่ระดับปกติในปี 2562 เนื่องจากกำลังการผลิตที่หยุดผลิตไปบางส่วนอาจจะกลับมาเริ่มเดินเครื่องหลังจากขายสินทรัพย์เสร็จ ในขณะที่อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ราคาน้ำมันผันผวนและกรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน เป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญ ราคาน้ำมันที่ผันผวนอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเก็บสะสมสต็อกผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี เนื่องจากผู้ซื้อยังไม่ต้องการเข้าซื้อเพราะเกรงว่าจะมีขาดทุนจากสินค้าคงคลังจำนวนมาก ความกังวลหลักๆ อีกอย่างหนึ่งยังคงอยู่ที่ผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เนื่องจากการนำเข้า PE ของจีนคิดเป็นสัดส่วน 50% ของการนำเข้าสุทธิทั่วโลก อ้างอิงข้อมูลจาก ICIS

### ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมี เทียบกับราคาน้ำมันดิบเบรนท์



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
		18F	19F	18F	19F	18F
GGC	Neutral	10.4	11.0	5.8	12.5	8.3
IVL	Buy	53.5	90.0	71.6	11.7	9.7
PTTGC	Buy	78.5	120.0	58.9	8.3	8.2
<b>Average</b>					<b>10.8</b>	<b>8.7</b>

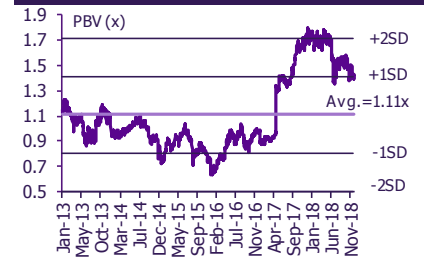
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	0.0	(9.6)	(35.4)	0.1	(5.1)	(32.6)
IVL	2.4	(9.3)	8.1	2.5	(4.8)	12.7
PTTGC	4.7	(4.0)	0.0	4.8	0.8	4.3

Source: SET, SCBS Investment Research

### PBV band – SETPETRO



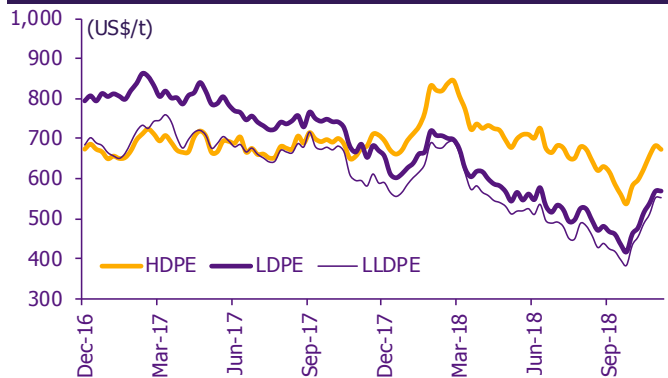
Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

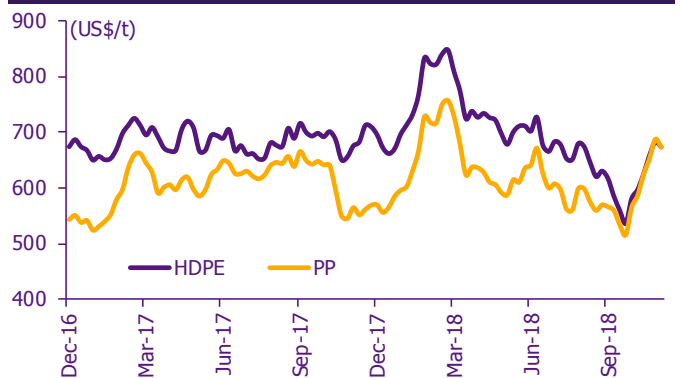
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1005  
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

**Figure 1: PE-naphtha spread**



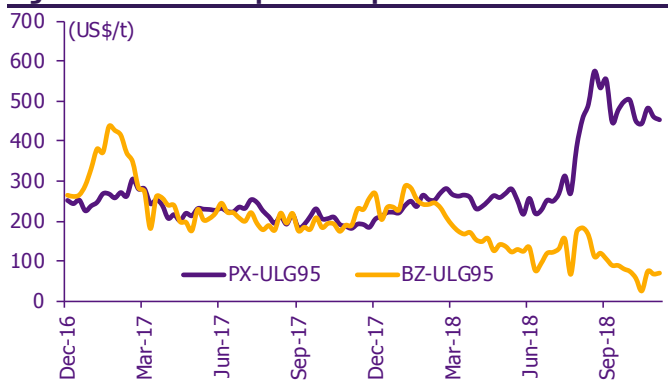
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 2: HDPE/PP-naphtha spread**



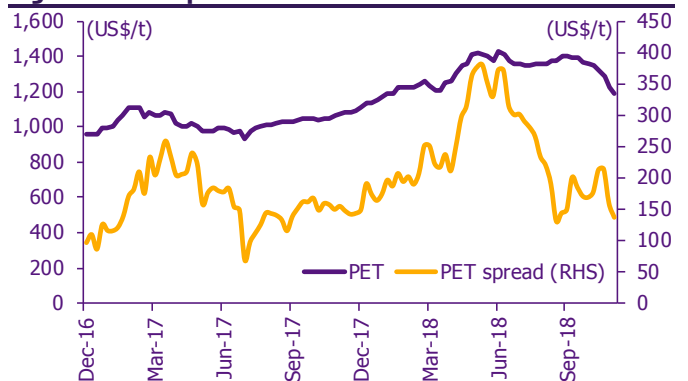
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 3: Aromatics product spread vs. ULG95**



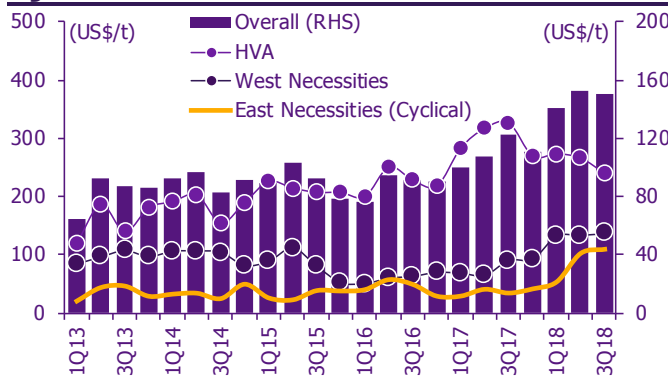
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 4: PET spread**



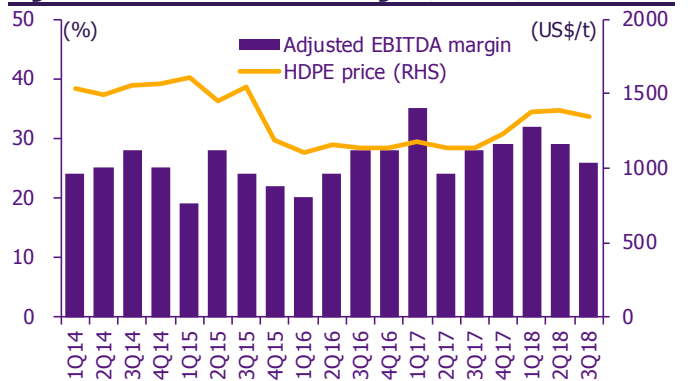
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**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	10.40	11.0	5.8	17.7	12.5	8.3	(52)	42	51	1.0	1.1	1.0	6	8	13	3.4	0.0	4.8	7.6	8.1	4.6
IVL	Buy	53.50	90.0	71.6	13.9	11.7	9.7	93	19	21	2.4	2.0	1.7	20	19	19	1.9	3.4	3.7	10.5	7.0	5.7
PTTGC	Buy	78.50	120.0	58.9	8.7	8.3	8.2	54	5	1	1.3	1.2	1.1	15	15	14	5.4	6.0	6.1	6.1	5.6	5.2
<b>Average</b>					<b>13.4</b>	<b>10.8</b>	<b>8.7</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>4.9</b>	<b>8.1</b>	<b>6.9</b>	<b>5.2</b>

Source: SCBS Investment Research

# พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 29/11/2018 298.83 -0.01 / +0.00 Bt2,371mn  
 Bloomberg ticker: SETPROP



## ตลาดที่อยู่อาศัยถูกปัจจัยลบครอบงำ

เราเปลี่ยนมามีมุมมองเชิงลบมากขึ้น เนื่องจากมีปัจจัยลบหลายอย่างที่ส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง 5% เกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้น และอัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น จะทำให้กำลังซื้อลดลง และพ.ร.บ. ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะส่งผลทำให้ต้นทุนสินค้าสำหรับยอดขายรอรับรายได้ที่จะโอนหลังวันที่ 1 ม.ค. 2563 ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดการณ์ว่าการเร่งยอดขายสินค้าคงคลังจำนวนมากจะกดดันอัตรากำไรใน 4Q61-1Q62 และยอดขายที่อ่อนแอใน 2Q62 ดังนั้นเรายังคงไม่เห็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นอย่างน้อยในระยะ 3 ไตรมาสข้างหน้า เราชอบ LH และ QH เพราะการกระจายธุรกิจจะช่วยป้องกันผลกระทบจากปัจจัยลบดังกล่าว

ใน 9M61 ยอดขายเติบโต 14% สู่ 1.86 แสนลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายบ้านแนวราบที่เติบโต 20% รายได้ลดลง 4% สู่ 1.26 แสนลบ. ส่งผลทำให้กำไรสุทธิอยู่ในระดับทรงตัวที่ 2.18 หมื่นลบ. คิดเป็นสัดส่วน 42% ของประมาณการกำไรสุทธิปี 2561 ของเรา ยอดขายรอรับรายได้เพิ่มขึ้น 16% QoQ สู่ 1.87 แสนลบ. ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการรับรายได้ไปจนถึงปี 2566

ยอดขายจะลดลงในปี 2562 เราคาดว่ายอดขายจะลดลง 5% ในปีหน้า สิ้นสุดวัฏจักรการเติบโตโดยหลักๆ เกิดจากความต้องการคอนโดที่ลดลง เพราะมีปัจจัยลบหลายอย่างที่ส่งผลกระทบต่ออำนาจซื้อ ได้แก่ เกณฑ์การให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ที่เข้มงวดมากขึ้น (Figure 5) อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น (อัตราดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะส่งผลทำให้ความต้องการซื้อลดลง 8%) และลูกค้าต่างชาติชะลอการซื้อ ตลาดที่อยู่อาศัยระดับกลาง-ล่างจะได้รับผลกระทบมากที่สุด โดยเฉพาะคอนโด ในขณะที่ตลาดที่อยู่อาศัยระดับบนจะได้รับผลกระทบเล็กน้อย เนื่องจากลูกค้ามีฐานะการเงินแข็งแกร่งกว่าตลาดระดับกลาง-ล่าง และลูกค้า 20-30% ในกลุ่มนี้จ่ายเป็นเงินสด

แรงกดดันต่ออัตรากำไร เราคาดการณ์ถึงการเร่งยอดขายสินค้าคงคลังใน 4Q61-1Q62 จะกดดันต่ออัตรากำไรขั้นต้น ตามด้วยยอดขายต่ำใน 2Q62 เนื่องจากมีการกระตุ้นความต้องการซื้อล่วงหน้าไปแล้ว การเปิดตัวโครงการใหม่และยอดขายจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ 3Q62 ซึ่งหมายความว่าปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นน้อยมากในระยะ 3 ไตรมาสข้างหน้า

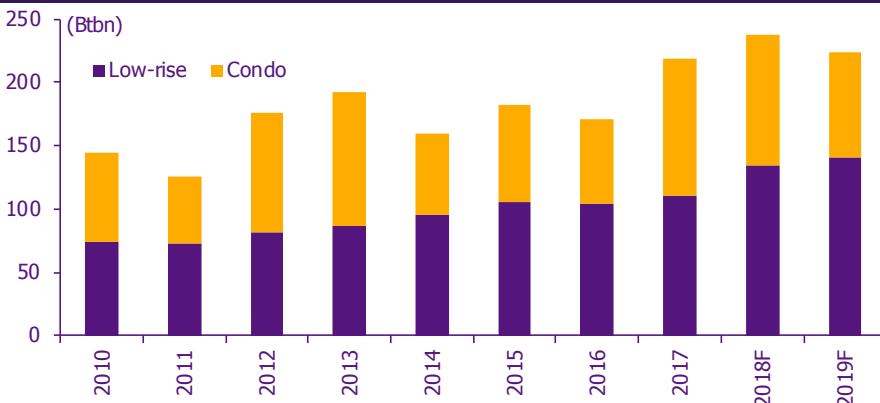
ความเสี่ยงเกี่ยวกับการโอนปรับตัวสูงขึ้นสำหรับยอดขายจากลูกค้าต่างชาติ ชาวจีนเป็นผู้ซื้อส่วนใหญ่ แต่ GDP ของจีนชะลอตัวลง และเงินหยวนอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับเงินบาท ส่งผลทำให้คำสั่งซื้อทรัพย์สินไทยมีค่านานาสนใจลดน้อยลง นอกจากนี้ความเสี่ยงเกี่ยวกับการโอนก็ยังมีมากขึ้นเนื่องจากเงินหยวนอ่อนค่าลงมาแล้ว 10% จาก 3 ปีก่อนเมื่อมีการซื้อคอนโด ANAN SIRI และ AP มียอดขายจากลูกค้าต่างชาติจำนวนมาก

พ.ร.บ. ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนสำหรับยอดขายรอรับรายได้ ปรับตัวเพิ่มขึ้น พ.ร.บ. ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างจะส่งผลทำให้ต้นทุนการก่อสร้างสำหรับยอดขายรอรับรายได้ โดยเฉพาะคอนโด ที่มีกำหนดโอนหลังวันที่ 1 ม.ค. 2563 ปรับตัวเพิ่มขึ้น การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าต้นทุนจะเพิ่มขึ้นอีก 50 ลบ. สำหรับ SIRI, 40 ลบ. สำหรับ SPALI, 30 ลบ. สำหรับ AP, 10 ลบ. สำหรับ PSH และ 5 ลบ. สำหรับ LH โดยอิงกับยอดขายรอรับรายได้ในปัจจุบัน LH LPN และ QH ได้รับผลกระทบน้อยกว่า เนื่องจากผลผลิตกึ่งของบริษัเหล่านี้มีอัตราหมุนเวียนเร็ว และสามารถส่งผ่านภาระต้นทุนที่สูงขึ้นสำหรับยอดขายใหม่ไปยังลูกค้าได้

ประมาณการกำไรมี downside ความต้องการที่ลดลงและการปรับลดแผนเปิดตัวโครงการใหม่ 30% สู่ 3.12 แสนลบ. ในปี 2561 จะส่งผลทำให้ยอดขายและกำไรของเกือบทุกบริษัทมีความเสี่ยง downside ยกเว้น AP และ SPALI

Top picks: LH และ QH การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย และปัจจัยกดดันหลายอย่างส่งผลทำให้เกิดความไม่แน่นอนในแนวโน้มกำไรของผู้ประกอบการ เราชอบบริษัทที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุด เพราะมีการกระจายธุรกิจ หรือโฟกัสไปที่บ้านแนวราบ และ/หรือตลาดระดับบน top picks ของเรา คือ LH และ QH

### ยอดขายที่อยู่อาศัย



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

### Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 18F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F
AP	Buy	6.8	11.5	76.3	5.9	0.9	5.9	0.8
LH	Buy	10.2	15.5	59.3	12.7	2.4	12.7	2.4
LPN	Buy	7.9	16.5	120.2	6.9	0.9	6.9	0.8
PSH	Buy	18.8	24.5	37.8	6.8	1.0	6.8	0.9
QH	Buy	3.0	4.2	48.6	7.8	1.2	7.8	1.1
SIRI	Buy	1.3	2.2	73.2	6.7	0.6	6.7	0.6
SPALI	Buy	20.3	30.0	53.2	7.4	1.4	7.4	1.2
<b>Average</b>					<b>7.8</b>	<b>1.2</b>	<b>7.8</b>	<b>1.1</b>

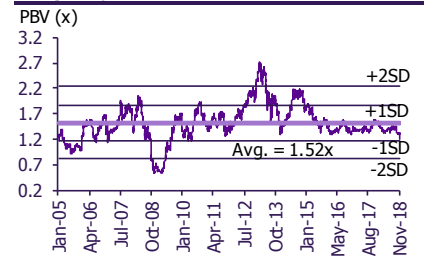
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	(16.1)	(27.8)	(24.6)	(16.0)	(24.2)	(21.4)
LH	(1.0)	(10.5)	(1.0)	(0.8)	(6.1)	3.3
LPN	(15.6)	(21.5)	(41.9)	(15.5)	(17.6)	(39.4)
PSH	(6.0)	(7.8)	(20.0)	(5.9)	(3.2)	(16.6)
QH	(3.2)	(13.4)	(3.2)	(3.1)	(9.0)	0.9
SIRI	(13.5)	(16.8)	(41.7)	(13.4)	(12.6)	(39.2)
SPALI	(7.7)	(15.4)	(14.7)	(7.6)	(11.2)	(11.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

### Property sector's PBV



### นักวิเคราะห์

#### สิริกานท์ กฤษณิณีพัทธ์

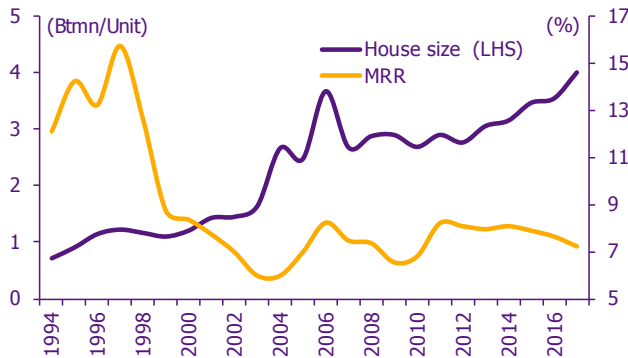
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

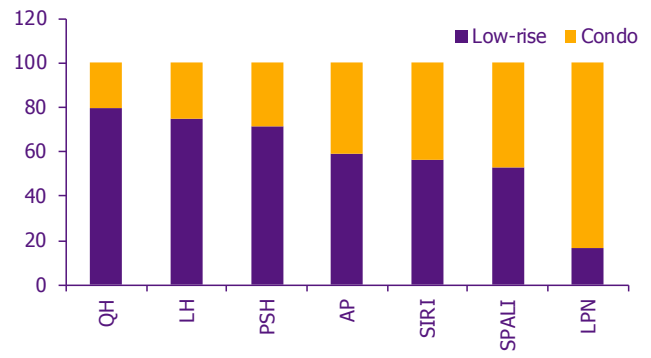
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

**Figure 1: Negative correlation between interest rate and house size (60%), reflecting purchasing power**



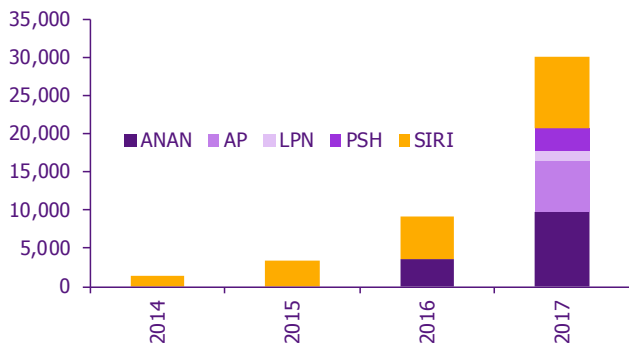
Source: AREA, BoT

**Figure 2: Revenue breakdown in 2018F**



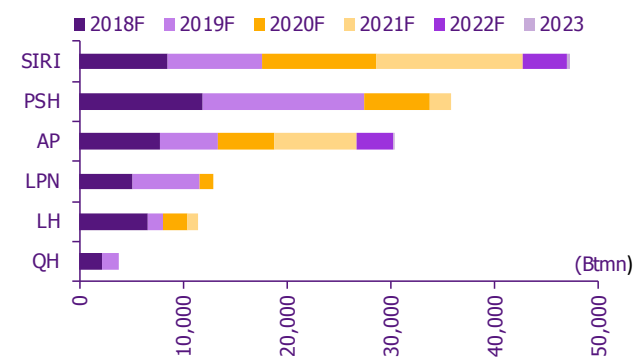
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

**Figure 3: Foreign sales**



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

**Figure 4: Backlog**



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

**Figure 1: BoT measures**

Final rules	
<b>The first mortgage loan for</b>	
- Condo priced < Bt10mn/unit	LTV 90%
- Low-rise priced < Bt10mn/unit	LTV 95%
- Housing priced > Bt10mn/unit	LTV 80%
<b>The second mortgage loan for</b>	
- Condo priced < Bt10mn/unit	Down payment 10% if first loan is more than three years old (implied LTV of 90%)
- Low-rise priced < Bt10mn/unit	Down payment 10% if first loan is more than three years old (implied LTV of 90%)
- Condo and low-rise priced > Bt10mn/unit	Down payment 20% (implied LTV of 80%)
- The first loan is less than three years old	Down payment 20% (implied LTV of 80%)
<b>The third mortgage loan for</b>	
- Condo priced < Bt10mn/unit	Down payment 30% (implied LTV of 70%)
- Low-rise priced < Bt10mn/unit	Down payment 30% (implied LTV of 70%)
- Condo and low-rise priced > Bt10mn/unit	Down payment 30% (implied LTV of 70%)
<b>Risk weight (RW)</b>	
- Loans below or equal to the LTV threshold	RW 75%
- Loans above the LTV threshold	RW 75%
<b>Effective date</b>	
- Loans taken	April 1, 2019
- Contracts to buy and sell	October 15, 2018

Source: BoT, 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
AP	Buy	6.75	11.5	76.3	6.9	5.9	5.9	18	16	1	1.0	0.9	0.8	15	16	14	5.2	5.9	6.0	9.6	9.0	9.2
LH	Buy	10.20	15.5	59.3	13.1	12.7	12.7	13	3	1	2.5	2.4	2.4	19	19	19	7.4	7.4	7.5	12.3	12.7	13.7
LPN	Buy	7.85	16.5	120.2	10.9	6.9	5.9	(51)	58	17	0.9	0.9	0.8	9	13	14	6.4	10.0	11.8	12.1	7.6	6.8
PSH	Buy	18.80	24.5	37.8	7.5	6.8	6.0	(8)	10	14	1.1	1.0	0.9	15	15	16	6.9	7.4	8.5	8.2	7.8	7.1
QH	Buy	2.98	4.2	48.6	9.3	7.8	7.2	4	18	9	1.3	1.2	1.1	14	16	16	6.7	7.7	8.4	12.0	10.2	9.3
SIRI	Buy	1.34	2.2	73.2	6.7	6.7	6.7	(14)	(0)	0	0.7	0.6	0.6	10	10	9	9.0	9.0	8.9	11.7	12.4	12.5
SPALI	Buy	20.30	30.0	53.2	6.4	7.4	6.4	12	(14)	17	1.3	1.4	1.2	22	19	20	0.0	5.4	6.3	7.3	6.5	5.4
<b>Average</b>					<b>8.7</b>	<b>7.8</b>	<b>7.2</b>	<b>(4)</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>5.9</b>	<b>7.5</b>	<b>8.2</b>	<b>10.5</b>	<b>9.5</b>	<b>9.1</b>

Source: SCBS Investment Research



## แนวโน้มกำไรอ่อนแอลง

บริษัทหลักทรัพย์กำลังเผชิญกับสถานการณ์ที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน และส่วนแบ่งการตลาดปรับตัวลดลง เราคาดว่า ASP และ MBKET จะรายงานกำไร 4Q61 ลดลงทั้ง YoY (ลดลงในทุกๆ ด้าน) และ QoQ (รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง) MBKET มี upside จากคดีฟ้องร้องในศาล เราแนะนำ "Neutral" ทั้ง ASP และ MBKET โดยคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับปานกลาง

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ลดลงจาก 5.39 หมื่นลบ. ใน 9M61 สู่ 4.29 หมื่นลบ. ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 26 พ.ย.) ลดลง 9% QoQ และ 18% YoY มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 5.2 หมื่นลบ. เรายังคงประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2561 ของเราไว้ที่ 5.2 หมื่นลบ. (เทียบกับ 4.5 หมื่นลบ. ในปี 2560) โดยใช้สมมติฐานว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันใน 4Q61 จะอยู่ที่ 4.5 หมื่นลบ. ในขณะที่เราคาดว่ามูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 จะลดลงสู่ 4.8 หมื่นลบ. เพราะสภาพคล่องจะลดลง และ 4.5 หมื่นลบ. ในกรณีที่ไม่มีการขายระยะเวลามาตรการลดหย่อนภาษี LTF

ส่วนแบ่งการตลาดลดลง ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงจาก 6.75% ใน 3Q61 สู่ 5.94% ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 26 พ.ย.) ส่งผลทำให้ส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 6.16% ต่ำกว่า 6.83% ในปี 2560 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงเล็กน้อยจาก 2.26% ใน 3Q61 สู่ 2.19% ใน 4Q61 ถึงปัจจุบัน ส่งผลทำให้ส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 2.31% เทียบกับ 2.69% ในปี 2560 เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2561 ของ MBKET ไว้ที่ 6.15% และ ASP ไว้ที่ 2.3%

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

พริวิลผลประกอบการ 4Q61: กำไรลดลง YoY และ QoQ สำหรับ MBKET เราคาดการณ์กำไรในเบื้องต้นที่ 47 ลบ. ลดลงถึง 70% YoY และ 14% QoQ โดยกำไรที่ลดลง YoY เกิดจากทุกๆ ด้าน และกำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลง สำหรับ ASP เราคาดว่ากำไรใน 4Q61 จะลดลง 68% YoY (ลดลงในทุกๆ ด้าน) และ 8% QoQ (รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง) สู่ 63 ลบ.

คาดผลตอบแทนจากเงินปันผล 2H61 ปานกลาง สำหรับ MBKET เราคาดการณ์เงินปันผล 2H61 ที่ 0.26 บาท/หุ้น (เทียบกับ 0.38 บาท/หุ้นใน 1H61) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 100% และคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 2.4% สำหรับ ASP เราคาดการณ์เงินปันผล 2H61 ที่ 0.10 บาท/หุ้น (เทียบกับ 0.10 บาท/หุ้นใน 1H61) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 88% และคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 2.8%

แนะนำ "Neutral" และเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2562 เราคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP และ MBKET เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2562 โดยได้ราคาเป้าหมายใหม่สำหรับ ASP ที่ 3.2 บาท และ MBKET ที่ 10 บาท

## Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 18F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 18F	P/BV (x) 19F
ASP	Neutral	3.4	3.2	(0.3)	12.7	11.9	1.5	1.5
MBKET	Neutral	10.9	10.0	(0.0)	12.2	13.0	1.4	1.4
<b>Average</b>					<b>12.4</b>	<b>12.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>

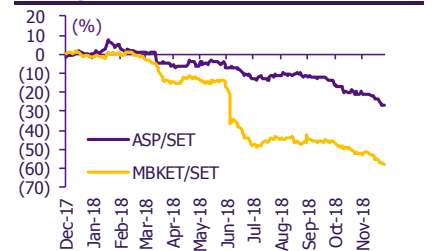
Source: SCBS Investment Research

## Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	(7.0)	(10.4)	(13.1)	(6.9)	(5.9)	(9.4)
MBKET	(9.9)	(14.2)	(49.5)	(9.8)	(9.9)	(47.4)

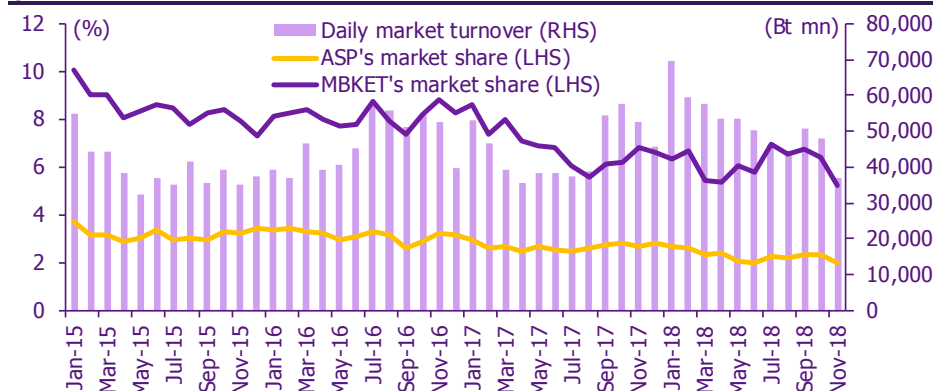
Source: SET, SCBS Investment Research

## Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

## มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์และส่วนแบ่งการตลาดลดลง



Source: Banks and SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

### กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

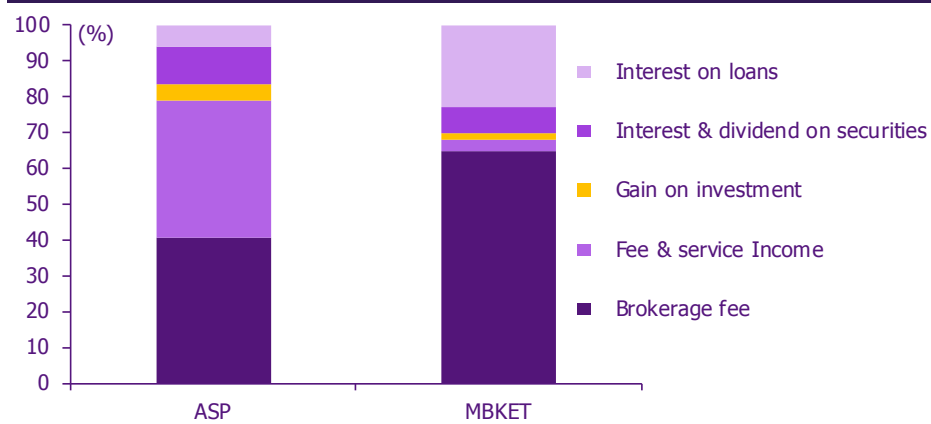
kittima.sattayapan@scb.co.th

**Figure 1: Target price sensitivity to turnover**

	ASP	MBKET
<b>Target price at 2019F various daily mkt. turnover</b>		
Bt45bn	3.7	12
Bt48bn — base case	3.2	10
Bt51bn	2.6	8
<b>2019F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover</b>		
Bt45bn	0.29	0.76
Bt48bn — base case	0.25	0.63
Bt51bn	0.21	0.50
<b>2019F DPS (Bt) at various daily mkt. turnover</b>		
Bt45bn	0.25	0.76
Bt48bn — base case	0.21	0.63
Bt51bn	0.18	0.50
<b>Dividend payout</b>	85%	100%
<b>Target PE (x)</b>	<b>12.6</b>	<b>16.0</b>

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	3.44	3.2	(0.3)	9.8	12.7	11.9	(2)	(23)	6	1.5	1.5	1.5	15	12	13	8.7	6.7	7.1
MBKET	Neutral	10.90	10.0	(0.0)	9.7	12.2	13.0	(34)	(20)	(6)	1.3	1.4	1.4	13	11	11	10.1	8.2	7.7
<b>Average</b>					<b>9.8</b>	<b>12.4</b>	<b>12.4</b>	<b>(18)</b>	<b>(21)</b>	<b>0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>9.4</b>	<b>7.5</b>	<b>7.4</b>

Source: SCBS Investment Research



## ส่งสัญญาณการแข่งขันรุนแรง

ปัจจุบัน DTAC มี bandwidth จำนวนใกล้เคียงกับคู่แข่ง หลังจากได้คลื่นความถี่มาหลายคลื่นในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา เราคาดว่า การแข่งขันจะรุนแรงมากขึ้น เนื่องจาก DTAC พร้อมแล้วที่จะต่อสู้เพื่อทวงผู้ใช้บริการที่สูญเสียไปกลับคืนมา คุณภาพโครงข่ายที่ไม่แตกต่างกันจะทำให้ผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสามรายนำกลยุทธ์ราคามาใช้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้ของรายได้ TRUE (ราคาเป้าหมาย 8 บาท) ยังคงเป็น top pick ของเรา เนื่องจากการลดต้นทุนจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปี 2562

ปัจจุบันผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายมี bandwidth จำนวนใกล้เคียงกัน หลังจากคณะกรรมการประมูลใบอนุญาตคลื่น 900MHz ขนาด 2x5MHz DTAC ก็มี bandwidth จำนวนใกล้เคียงกับคู่แข่ง ADVANC มี bandwidth สูงที่สุดที่ 1x120MHz ในขณะที่ DTAC และ TRUE มี bandwidth จำนวนเท่ากันที่ 1x110MHz โดยผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสามรายมีความถี่ต่ำและคลื่นความถี่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน โดยปกติแล้วด้วยจำนวนคลื่นความถี่ที่เท่าเทียมกัน การแข่งขันมักจะลดลง แต่ครั้งนี้เราไม่คิดว่าจะเป็นเช่นนั้น ทั้งนี้เพราะ DTAC ใช้งบประมาณมากในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา เพื่อให้ได้มาซึ่งคลื่น 900MHz 1800MHz และ 2300MHz ทำให้คุณภาพโครงข่ายของบริษัทเทียบเคียงได้กับคู่แข่ง อย่างไรก็ตาม เมื่อมองในแง่ของประสิทธิภาพโครงข่ายผ่านทางคลื่นความถี่ต่อผู้ใช้บริการ DTAC เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีประสิทธิภาพน้อยที่สุด เนื่องจากบริษัทสูญเสียผู้ใช้บริการให้แก่คู่แข่งอย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันคุณภาพโครงข่ายของ DTAC ปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก เราจึงคาดว่า DTAC จะต่อสู้และพยายามแย่งชิงผู้ใช้บริการที่สูญเสียไปกลับคืนมา

...แต่การแข่งขันจะส่งผลกระทบทำให้รายได้เติบโตในอัตราชะลอตัวลง โดยรวมแล้ว เราคาดว่ารายได้ของกลุ่มสื่อสารจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง YoY ในปี 2562 เนื่องจากการแข่งขันจะรุนแรงมากขึ้น เพราะตอนนี้ DTAC พร้อมแล้วที่จะแย่งชิงผู้ใช้บริการที่สูญเสียไปกลับคืนมา ทั้ง ADVANC และ TRUE พบว่า ARPU ปรับตัวลดลงในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา เนื่องจากทั้งสองบริษัทใช้กลยุทธ์ราคาเพื่อเพิ่มผู้ใช้บริการผ่านทางแพ็คเกจความเร็วคงที่แบบรายเดือน ในขณะที่ DTAC เป็นผู้ให้บริการเพียงรายเดียวที่ยังคงมี ARPU เพิ่มขึ้นจากการโอนย้ายผู้ใช้บริการจากระบบเติมเงินไปยังระบบรายเดือน ที่ผ่านมา DTAC ไม่สามารถต่อสู้ได้มากนัก เพราะคุณภาพโครงข่ายของบริษัทต่ำกว่าคู่แข่ง แต่การได้คลื่นความถี่มาหลายคลื่นในช่วง 9 เดือนที่ผ่านมา และการลงทุนเพิ่มในโครงข่าย จะเปิดโอกาสให้ DTAC สามารถต่อสู้กับคู่แข่งได้อย่างเท่าเทียมมากขึ้น เราคาดว่า DTAC จะต่อสู้ด้วยการนำกลยุทธ์ราคามาใช้ เนื่องจากคุณภาพโครงข่ายระหว่างผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสามรายดูไม่แตกต่างกัน ดังนั้นเราคาดว่ารายได้ในปี 2562 จะเติบโตในอัตราที่น้อยกว่าปี 2561

TRUE เป็น top pick ของเรา ในสถานการณ์ที่การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น เรายังคงเลือก TRUE เป็น top pick ของเราในกลุ่มสื่อสาร และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 8 บาท ทั้งนี้แม้การแข่งขันสูง แต่เรายังคงเชื่อมั่นที่สนับสนุนให้ซื้อ TRUE ไว้เหมือนเดิม เนื่องจากแม้กระทั่งในกรณีที่การแข่งขันส่งผลกระทบต่อรายได้ไม่เติบโต แต่เราเชื่อว่า TRUE จะสามารถลดต้นทุนลงได้ โดยเฉพาะต้นทุนจากการให้ส่วนลดราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ เพื่อสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปี 2562 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC แต่มองบวกน้อยกว่าที่ผ่านมา เนื่องจาก ADVANC เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่สามารถควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากที่สุดอยู่แล้ว ดังนั้นการลดต้นทุนลงอีกเพื่อกระตุ้นให้กำไรเติบโตจึงดูเหมือนจะทำได้ยาก เรายืนยันคำแนะนำ "ขาย" DTAC เนื่องจากเราคาดว่า DTAC จะนำกลยุทธ์การแข่งขันด้านราคาเข้ามาใช้ในขนาดคลื่นถี่นี้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน

## Valuation summary

	Rating	Price	TP	ETR	P/E (x)	P/BV (x)
		(Bt)	(Bt)	(%)	18F	19F
ADVANC	Buy	176.5	225.0	31.5	17.4	16.0
DTAC	Sell	46.5	36.0	(19.8)	83.1	32.9
INTUCH	Buy	49.8	70.0	48.6	12.6	11.9
THCOM	Neutral	8.1	9.5	34.9	19.6	25.2
TRUE	Buy	5.8	8.0	37.9	n.m.	27.3
<b>Average</b>					<b>33.2</b>	<b>22.7</b>

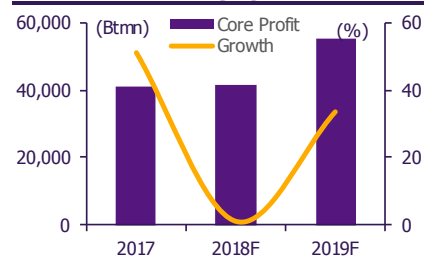
Source: SCBS Investment Research

## Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	(8.1)	(12.6)	0.3	(8.0)	(8.3)	4.6
DTAC	1.6	1.1	8.8	1.8	6.1	13.4
INTUCH	(4.8)	(11.2)	(8.7)	(4.7)	(6.7)	(4.8)
THCOM	(1.2)	(19.1)	(38.1)	(1.1)	(15.1)	(35.4)
TRUE	(0.9)	(12.1)	1.8	(0.7)	(7.7)	6.1

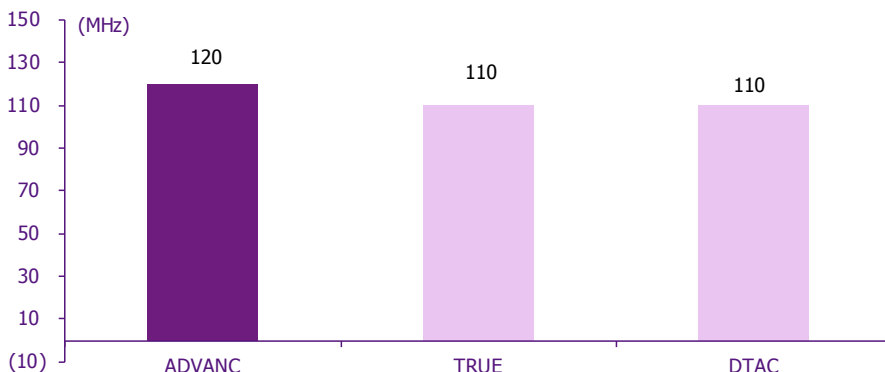
Source: SET, SCBS Investment Research

## Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

## ADVANC มี bandwidth สูงที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่



Source: The companies and SCBS Investment Research

## นักวิเคราะห์

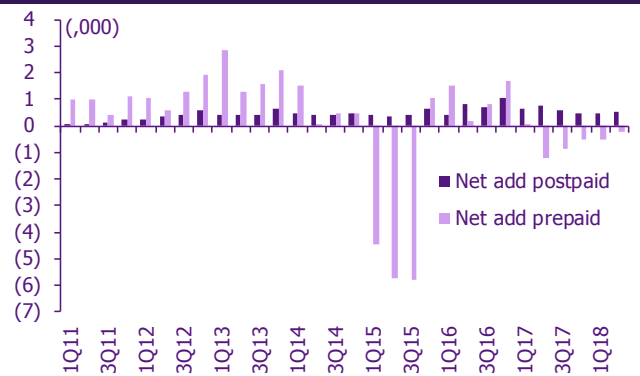
ปฏิภาณ นาวาวัฒน์  
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1007  
 phatipak.navawatana@scb.co.th

**Figure 1: ADVANC has the highest bandwidths**

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

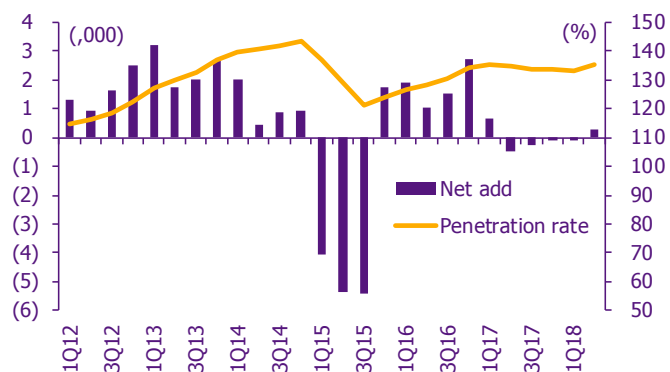
Source: The companies and SCBS Investment Research

**Figure 2: Net adds for prepaid continues to fall**



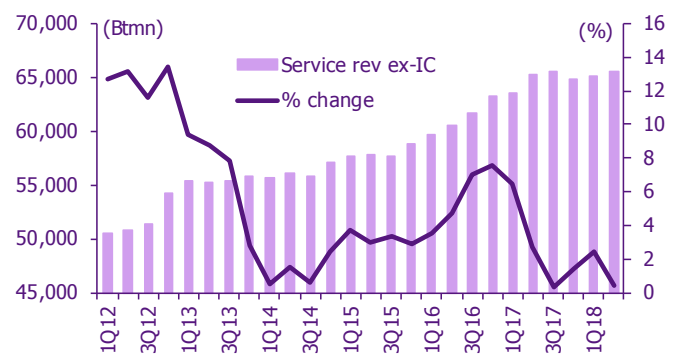
Source: The companies and SCBS Investment Research

**Figure 3: Penetration rate is still above 100%**



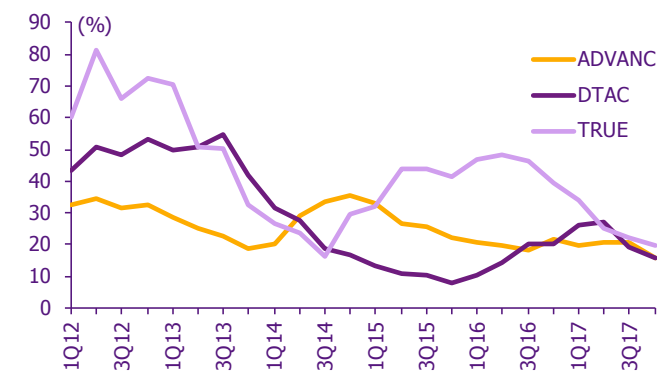
Source: The companies and SCBS Investment Research

**Figure 4: Service revenue is on the rise**



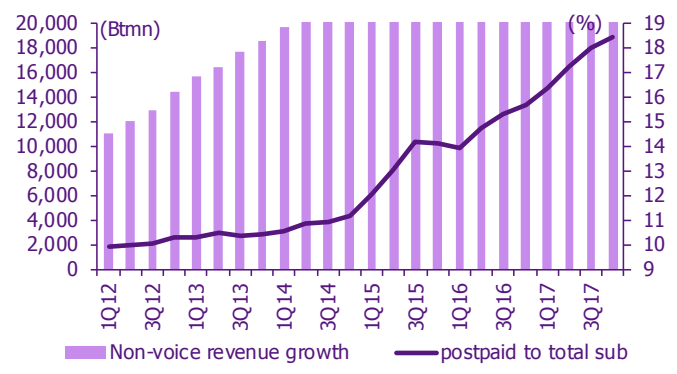
Source: The companies and SCBS Investment Research

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



Source: The companies and SCBS Investment Research

**Figure 6: Growing postpaid portion backs 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	176.50	225.0	31.5	17.6	17.4	16.0	94	1	8	10.4	10.0	8.7	64	59	58	4.0	4.0	4.4	8.7	8.5	8.2
DTAC	Sell	46.50	36.0	(19.8)	55.5	83.1	32.9	1,027	(33)	152	4.1	4.1	4.1	7	5	12	0.5	2.8	1.5	6.6	6.4	5.7
INTUCH	Buy	49.75	70.0	48.6	12.9	12.6	11.9	(1)	3	6	4.3	4.0	3.7	33	33	32	8.3	7.9	8.4	13.6	13.0	12.1
THCOM	Neutral	8.05	9.5	34.9	51.3	19.6	25.2	(85)	161	(22)	0.6	0.6	0.6	1	3	2	0.0	16.9	1.7	4.6	3.3	5.6
TRUE	Buy	5.80	8.0	37.9	n.m.	n.m.	27.3	(64)	3	n.m.	1.1	1.3	1.3	(3)	(3)	5	0.5	0.0	1.8	6.9	8.7	9.5
<b>Average</b>					<b>34.3</b>	<b>33.2</b>	<b>22.7</b>	<b>194</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>3.7</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>2.7</b>	<b>6.3</b>	<b>3.6</b>	<b>8.1</b>	<b>8.0</b>	<b>8.2</b>

Source: SCBS Investment Research

## ไฮซีชันไม่คึกคัก แต่แนวโน้มปี 2562 ยังเป็นขาขึ้น

อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเริ่มต้นช่วงไฮซีชันไม่คึกคัก ซึ่งเกิดจากจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนที่ปรับตัวลดลงในเดือนค.ค. (และลดลงเป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกัน) อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์ในอดีตที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าช่วงขาของตลาดจีนผ่านมาแล้ว และเราคาดว่าสถานการณ์จะปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล เราจึงยังคงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเติบโต 7% ในปี 2562 top picks ของเรา คือ ERW และ MINT

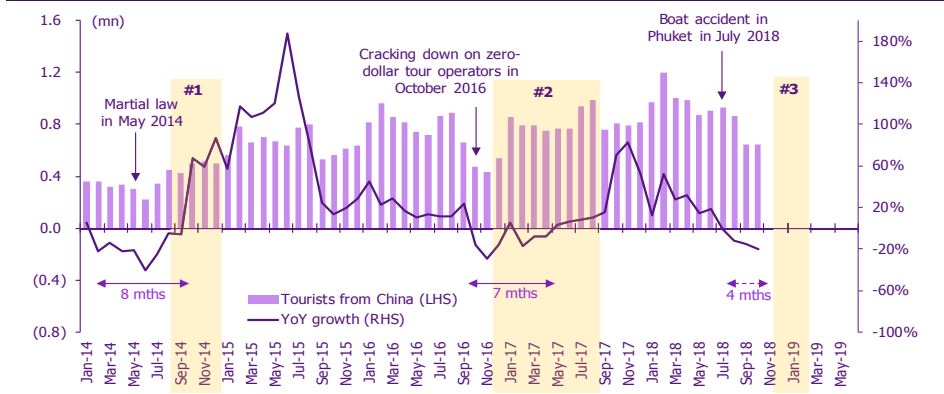
ไฮซีชันไม่คึกคัก ข้อมูลเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวเมื่อไม่นานนี้ชี้ให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเริ่มต้นช่วงไฮซีชันไม่คึกคัก จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนค.ค. แสดงให้เห็นถึงการปรับตัวลดลง YoY เป็นครั้งแรกในปี 2561 ที่ -0.5% YoY (แต่ +2% MoM) สู่ 2.7 ล้านคน เพราะได้รับผลกระทบจากตลาดจีน (ตลาดสำคัญของการท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 29% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยใน 9M61) ที่อ่อนแอ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนลดลง 20% YoY ในเดือนค.ค.

มาตรการกระตุ้นจะช่วยสนับสนุนการท่องเที่ยวไทย นักท่องเที่ยวจากจีนปรับตัวลดลงติดต่อกันเป็นเวลา 4 เดือนแล้วนับตั้งแต่เกิดอุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือน ก.ค. ในอดีตที่ผ่านมาประเทศไทยเคยประสบกับภาวะชะลอตัวของตลาดจีนมาแล้ว 2 ครั้งด้วยกัน: ครั้งแรกเกิดขึ้นในปี 2557 (ความไม่แน่นอนทางการเมือง และการประกาศกฎอัยการศึก) และครั้งต่อมาเกิดขึ้นในปี 2559 (รัฐบาลออกมาตรการปราบปรามผู้ประกอบการทัวร์ศูนย์เหรียญในเดือนค.ค. 2559) โดยในครั้งแรก จำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนลดลงเป็นระยะเวลา 8 เดือน และครั้งที่สองเกิดขึ้นนาน 7 เดือนเมื่ออิงกับข้อมูลในอดีตจะพบว่าช่วงขาของตลาดจีนในรอบปัจจุบันน่าจะผ่านมาแล้ว โดยเราคาดว่าสถานการณ์จะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวด้วยการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ ซึ่งรวมถึงจีนด้วย ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 ถึงเดือนม.ค. 2562 และออกแคมเปญ Amazing Thailand Grand Sale Passport Privileges เพื่อกระตุ้นการเดินทางและการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว จากนั้นไปจนถึงกลางเดือนม.ค. 2562 ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา ประเทศไทยเคยออกมาตรการกระตุ้นลักษณะเดียวกันนี้มาแล้ว และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจากจีนหลังประกาศมาตรการก็ชี้ให้เห็นว่ามาตรการดังกล่าวมีประสิทธิภาพ

นักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% ในปี 2562 เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% สู่ 38 ล้านคนในปี 2561 (ปรับลงจากเดิมที่คาดว่าจะเติบโต 9% เพื่อสะท้อนช่วงไฮซีชันที่ไม่คึกคักใน 4Q61) และคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 7% สู่ 40.4 ล้านคนในปี 2562 เรายังคงมองว่าจีนเป็นตลาดที่สำคัญสำหรับการท่องเที่ยวไทย โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวจากจีนเข้ามาจำนวน 11.2 ล้านคนในปี 2562 เพิ่มขึ้น 6% YoY และคิดเป็นสัดส่วน 27% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตราการเติบโตของนักท่องเที่ยวจากจีนในปี 2562 จะชะลอตัวลงจากค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ระดับการเติบโตประมาณ 10% ต่อปี เนื่องจากมีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจของจีน ในขณะที่เมื่อดูเป็นรายไตรมาส อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยน่าจะกลับมาเติบโต YoY อย่างมีนัยสำคัญได้ใน 2Q62 หลังจากฐานสูงใน 1Q61 ผ่านพ้นไป

ERW และ MINT เป็น top picks เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ราคาหุ้นจึงปรับตัวลดลงมากที่สุดที่ 14% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับความกังวลของตลาดเกี่ยวกับอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยที่ชะลอตัว เรายังมองว่าราคาหุ้นที่ลดลงมากเกินไปเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม; หุ้น ERW ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2562 ระดับ 13 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 14 เท่า และสวนทางกับกำไรที่มีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาเติบโต 21% ในปี 2562 เราชอบ MINT เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง เนื่องจากการเข้าซื้อกิจการ NH Hotel Group จะช่วยให้ MINT มีศักยภาพการเติบโตในระยะยาวผ่านทางการดำเนินการทำกำไรที่เพิ่มขึ้น และการผนึกพลังระหว่างพอร์ตโรงแรมขนาดใหญ่ของ NH Hotel Group กับโรงแรมของ MINT

### เหตุการณ์ในอดีตที่ผ่านมาชี้ให้เห็นว่าช่วงขาของตลาดจีนผ่านมาแล้ว



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	6.9	9.0	31.4	33.8	28.0	3.0	2.8
MINT	Buy	35.8	46.0	29.9	28.5	24.4	3.1	2.8
<b>Average</b>					<b>29.5</b>	<b>25.8</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>

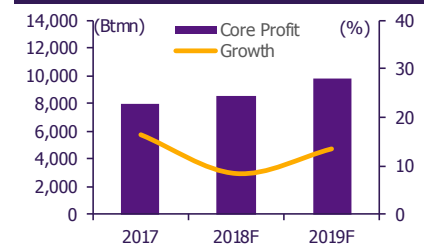
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	7.7	7.7	(20.8)	7.8	13.1	(17.4)
ERW	(4.8)	(12.7)	(16.9)	(4.7)	(8.3)	(13.3)
MINT	1.4	(7.1)	(19.7)	1.5	(2.5)	(16.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

### Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

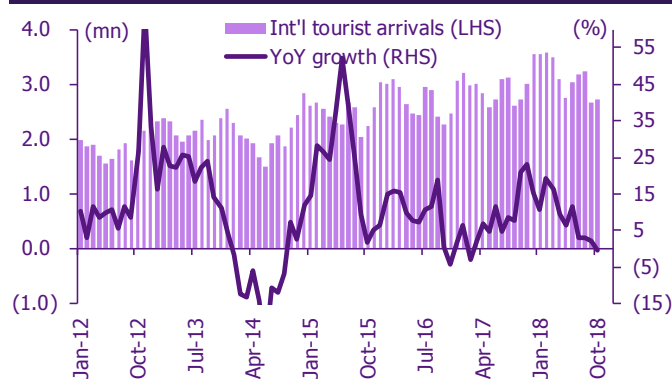
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1002  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: มาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวไทยของรัฐบาล

	ปี	เหตุการณ์	มาตรการ	ระยะเวลา
#1	2557	สถานการณ์ดึงเครดิตทางการเมือง: ประกาศกฎอัยการศึกในเดือนพ.ค.	ยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าให้กับนักท่องเที่ยวจีนและไต้หวันเป็นเวลา 3 เดือน ตั้งแต่วันที่ 8 ส.ค.-8 พ.ย. 2557	3 เดือน
#2	2559	รัฐบาลออกมาตรการปราบปรามผู้ประกอบการทัวร์ศูนย์เหรียญในเดือนต.ค.	รัฐบาลยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าที่สถานทูตหรือสถานกงสุลไทย (1,000 บาท) และปรับลดค่าธรรมเนียมวีซ่า ณ ช่องทางอนุญาตของด่านตรวจคนเข้าเมือง (visa-on-arrival) จาก 2,000 บาท สู่ 1,000 บาท สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ รวมถึงจีน (ถูกปรับขึ้นสู่ 2,000 บาทเมื่อวันที่ 27 ก.ย.) เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ธ.ค. 2559 ถึง 31 ส.ค. 2560 (ขยายระยะเวลาจากเดิมที่สิ้นสุดวันที่ 28 ก.พ. 2560)	9 เดือน
#3	2561	อุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือนก.ค.	ยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (2,000 บาท) สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ รวมถึงจีน เป็นเวลา 2 เดือน ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 ถึงเดือนม.ค. 2562	2 เดือน

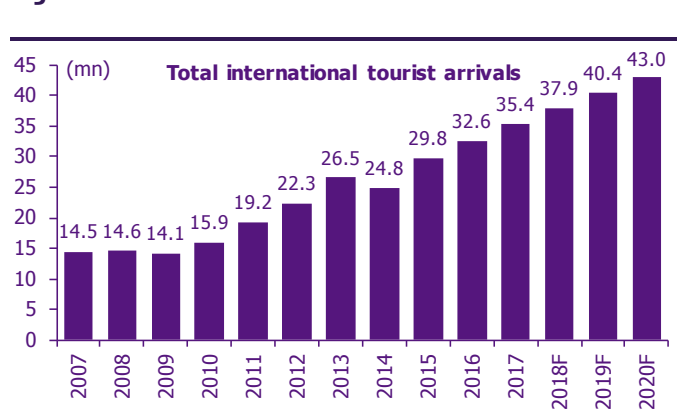
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: International tourist arrivals had its first YoY drop in 2018 at -0.5% YoY in October



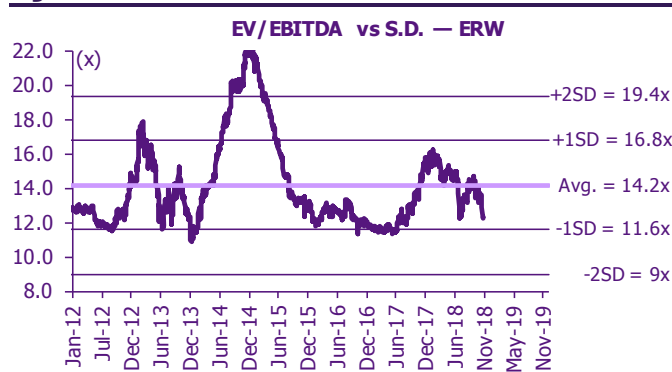
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism forecast



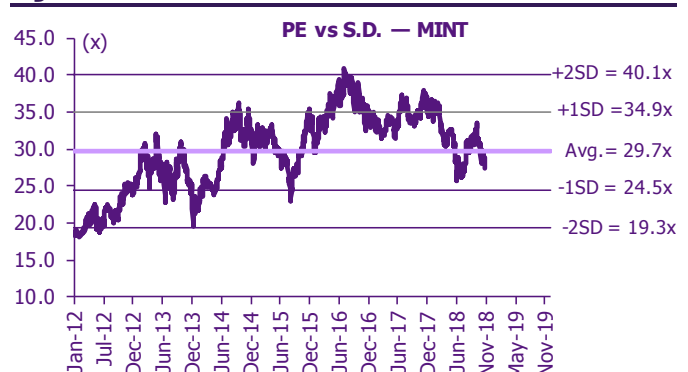
Source: SCBS Investment Research

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: 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	6.90	9.0	31.4	33.8	33.8	28.0	46	(0)	21	3.2	3.0	2.8	10	9	10	1.3	1.0	1.2	13.6	14.0	13.1
MINT	Buy	35.75	46.0	29.9	29.3	28.5	24.4	17	3	17	3.2	3.1	2.8	12	11	12	1.1	1.2	1.4	18.0	17.5	15.9
<b>Average</b>					<b>30.4</b>	<b>29.5</b>	<b>25.8</b>	<b>23</b>	<b>3</b>	<b>14</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>13</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.4</b>	<b>15.0</b>	<b>14.7</b>	<b>13.8</b>

Source: SCBS Investment Research



## โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเป็นปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น

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

ประกาศรายชื่อผู้ชนะการประมูลโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงในเดือนธ.ค. มีเอกชน 2 กลุ่มใหญ่ที่ยื่นขอประมูลโครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน (ดอนเมือง สุวรรณภูมิ และอุตะเทาะ) คือ กลุ่ม CP และกลุ่ม BTS ตามคาด โดยกลุ่ม CP มี BEM เป็นพันธมิตร แต่เมื่ออิงกับข้อมูลปัจจุบันของเราพบว่า BEM มีสัดส่วนการถือหุ้นเพียง 10% ในขณะที่หุ้นส่วนใหญ่เป็นของกลุ่ม CP สำหรับกลุ่ม BTS พันธมิตรในกลุ่มนี้ยังคงเป็นกลุ่มเดียวกันกับกลุ่มที่ชนะประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง โดย BTS ยังคงถือหุ้นส่วนใหญ่ที่ 70% ในขณะที่ STEC และ RATCH ถือหุ้นร้อยละ 15% BTS เปิดเผยว่าจะมีพันธมิตรเข้ามามากขึ้นถ้ากลุ่ม BTS ชนะโครงการนี้ การรถไฟฯขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) คาดว่าจะประกาศรายชื่อผู้ชนะการประมูลโครงการนี้ได้ภายในเดือนธ.ค.นี้ โครงการรถไฟฟ้าความเร็วสูงเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่มีมูลค่าสูงถึง 2.24 แสนลบ. (งานโยธาและงานระบบ) ในรูปแบบการร่วมลงทุนของภาครัฐและเอกชน (PPP net cost) ระยะเวลา 50 ปี ซึ่งหมายความว่าผู้ดำเนินการจะมีหน้าที่ดูแลรับผิดชอบโครงการทั้งหมด ซึ่งรวมถึงการจัดหาเงินทุนสำหรับงานโยธา

ระบบขนส่งมวลชนโดยรวมในกรุงเทพฯ และปริมณฑล คืบหน้าตามเป้า เรายังคงมุมมองของเราว่าในระยะ 5 ปีข้างหน้า ระบบขนส่งมวลชนทางรางจะกลายเป็นรูปแบบการขนส่งสาธารณะที่สำคัญประเภทหนึ่งควบคู่ไปกับรถโดยสารประจำทางและเรือข้ามฟาก ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางราง (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นความต้องการใช้บริการ) จะเพิ่มขึ้นอย่างมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับแผนแม่บทระบบขนส่งมวลชนทางราง (M-Map) ฉบับล่าสุด ความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางจะเพิ่มขึ้น 500% จาก 110 กม. สู่ 515 กม.ภายในปี 2572 ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนประชากรที่อาศัยอยู่ในพื้นที่ที่สามารถเข้าถึงเส้นทางระบบขนส่งมวลชนทางรางได้งายเพิ่มขึ้น 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	8.9	7.4	(15.0)	37.2	28.5	4.2	3.9
BTS	Buy	9.4	11.0	18.9	42.7	29.6	2.5	2.4
<b>Average</b>					<b>39.9</b>	<b>29.0</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>

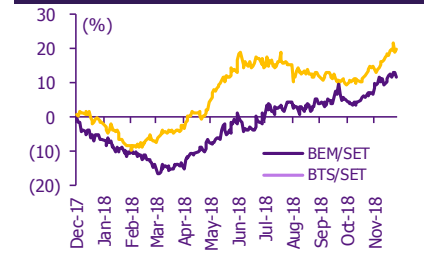
Source: SCBS Investment Research

### Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	8.5	4.7	11.3	8.7	9.9	16.0
BTS	3.9	0.5	12.6	4.0	5.6	17.4

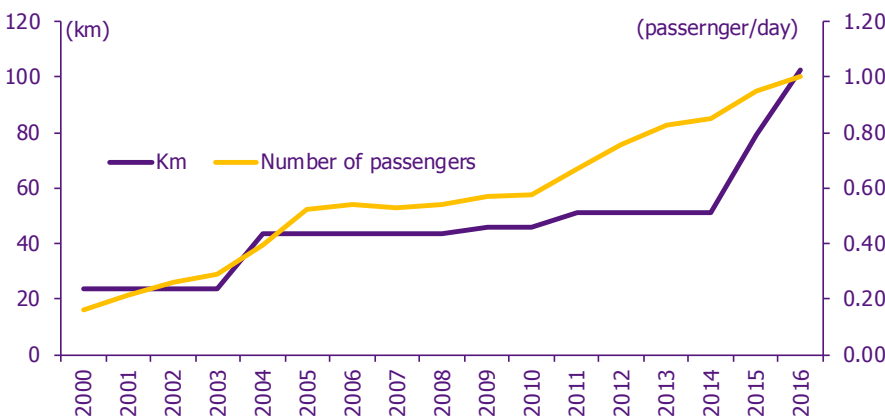
Source: SET, SCBS Investment Research

### Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

### มี correlation สูงระหว่างความยาวของระบบขนส่งมวลชนทางรางกับปริมาณการจราจร

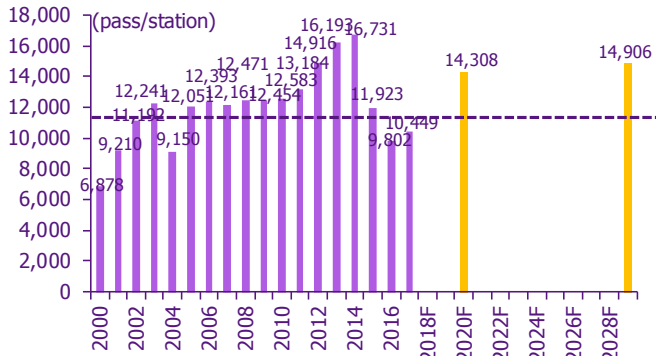


Source: SET and SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

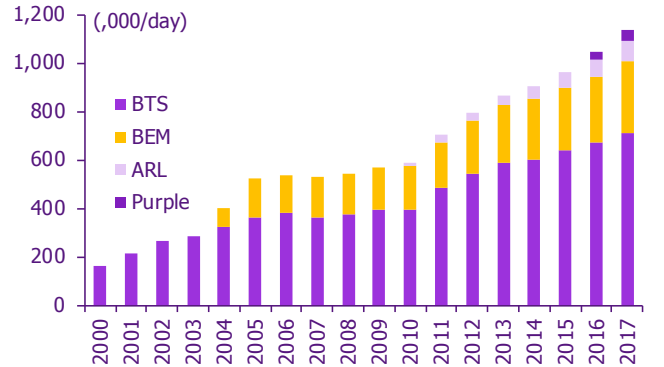
ปฏิภาศ นาววัฒน์  
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
 ด้านหลักทรัพย์  
 0-2949-1007  
 phatipak.navawatana@scb.co.th

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



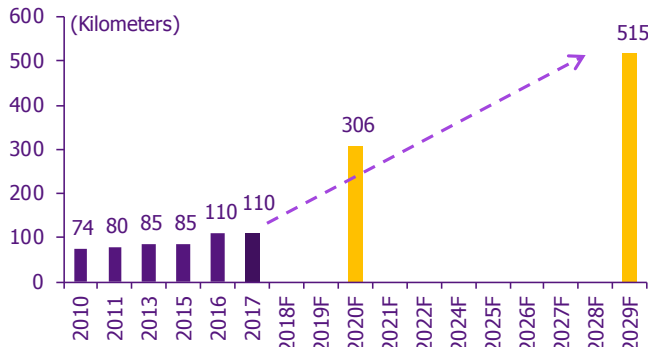
Source: The Office of Transport and Traffic Policy & Planning and SCBS Investment Research

**Figure 2: More lines add more passengers**



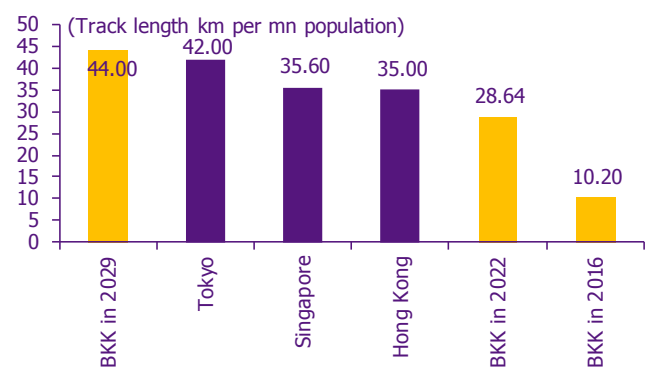
Source: The company and SCBS Investment Research

**Figure 3: Rail mass transit expanding hugely**



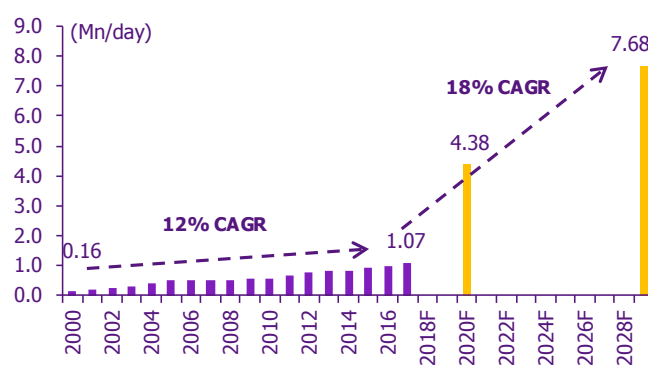
Source: The company and SCBS Investment Research

**Figure 4: Km/population will catch up with peers**



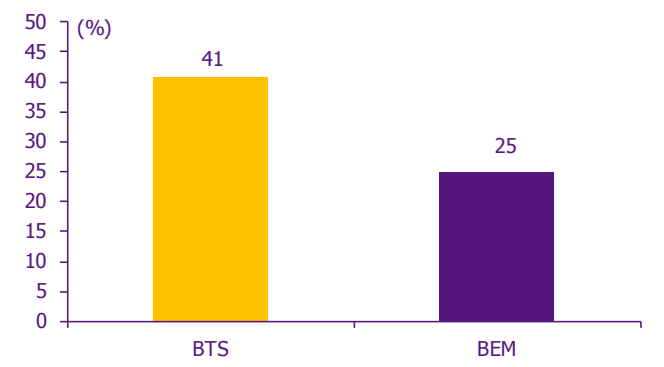
Source: The company and SCBS Investment Research

**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	8.90	7.4	(15.0)	43.6	37.2	28.5	20	17	31	4.4	4.2	3.9	10	11	14	1.5	1.9	2.5	21.5	18.8	16.0
BTS	Buy	9.40	11.0	18.9	62.4	42.7	29.6	39	46	44	2.5	2.5	2.4	4	6	8	3.7	1.9	2.7	36.2	28.6	33.0
<b>Average</b>					<b>53.0</b>	<b>39.9</b>	<b>29.0</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>37</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.6</b>	<b>28.9</b>	<b>23.7</b>	<b>24.5</b>

Source: SCBS Investment Research



Company	Rec.	Price (฿)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (฿m)		Core EPS (฿)		Core EPS growth (%)		Core PER (x)		BVPS(฿)		P/BV (x)		ROE (%)					
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F
<b>Finance &amp; Securities</b>																							
<b>Credit card</b>																							
AEGONIS	Buy	189.00	223.00	18.0	220.1	2,966	3,721	4,497	11.87	14.88	17.99	23	25	21	62.9	73.2	86.0	3.00	2.58	2.20	20	22	23
KTC	Sell	34.00	30.00	(11.8)	37.3	3,304	5,228	5,769	1.28	2.03	2.24	32	58	10	4.9	6.4	7.8	6.97	5.33	4.36	29	36	32
<b>Securities</b>																							
ASP	Neutral	3.44	3.20	(7.0)	3.7	742	572	609	0.35	0.27	0.29	(2)	(23)	6	2.3	2.3	2.3	1.50	1.52	1.48	15	12	13
MBKET	Neutral	10.90	10.00	(8.3)	12.1	639	511	479	1.12	0.90	0.84	(34)	(20)	(6)	8.2	8.0	7.9	1.34	1.37	1.38	13	11	11
<b>Food &amp; Beverage</b>																							
CPE	Buy	25.00	32.00	28.0	30.5	6,603	6,457	8,811	0.79	0.71	0.99	(59)	(10)	40	29.4	28.6	28.9	0.85	0.87	0.86	3	3	4
MINT	Buy	35.75	46.00	28.7	44.9	5,415	5,800	6,771	1.22	1.26	1.47	17	3	17	29.3	28.5	24.4	3.17	3.07	2.84	12	11	12
TU	Buy	17.80	23.00	29.2	20.5	4,571	3,986	5,064	0.96	0.84	1.06	(12)	(13)	27	18.6	21.3	16.8	1.76	1.74	1.67	10	8	10
<b>Health Care Services</b>																							
BDWS	Buy	26.25	30.00	14.3	28.9	8,021	10,075	11,494	0.52	0.65	0.74	(2)	26	14	4.1	4.4	4.7	6.45	6.01	5.59	13	15	16
BH	Neutral	193.00	185.00	(4.1)	202.2	3,941	4,144	4,420	5.41	5.69	6.07	9	5	7	22.5	24.9	28.0	8.57	7.74	6.89	25	24	23
BCH	Buy	18.40	23.00	25.0	20.6	917	1,106	1,318	0.37	0.44	0.53	22	21	19	50.0	41.5	34.8	8.83	7.98	7.16	16	18	19
CHG	Buy	2.06	2.90	40.8	2.6	592	675	709	0.05	0.06	0.06	5	14	5	38.2	33.6	32.0	6.87	6.36	5.86	18	19	22
<b>Information &amp; Communication Technology</b>																							
<b>Mobile</b>																							
ADVANC	Buy	176.50	225.00	27.5	216.5	29,852	30,224	32,782	10.04	10.17	11.03	94	1	8	16.9	17.7	20.4	10.43	10.00	8.67	64	59	58
DTAC	Sell	46.50	36.00	(22.6)	52.3	1,983	1,325	3,343	0.84	0.56	1.41	1,027	(33)	152	11.5	11.5	11.5	4.06	4.06	4.06	7	5	12
TRUE	Buy	5.80	8.00	37.9	7.1	-3,496	-3,378	5,228	-0.14	-0.14	0.21	(64)	3	n.m.	5.4	4.3	4.6	1.07	1.34	1.27	(3)	(3)	5
<b>Internet</b>																							
THCOM	Neutral	8.05	9.50	18.0	9.9	172	449	350	0.16	0.41	0.32	(85)	161	(22)	13.9	14.3	13.1	0.58	0.56	0.61	1	3	2
<b>Other</b>																							
INTUCH	Buy	49.75	70.00	40.7	66.2	12,332	12,660	13,412	3.85	3.95	4.18	(1)	3	6	12.9	12.6	11.9	4.27	3.98	3.75	33	33	32
<b>Insurance</b>																							
BIA	Buy	31.00	46.00	48.4	39.8	3,635	5,002	5,045	2.13	2.93	2.95	(29)	38	1	14.6	10.6	10.5	1.37	1.26	1.16	10	12	12
THRE	Sell	0.98	0.90	(8.2)	1.0	-111	-643	129	-0.03	-0.15	0.03	n.m.	(479)	n.m.	1.2	0.9	0.9	0.85	1.09	1.05	(2)	(15)	3
THRE	Neutral	6.95	7.40	6.5	8.2	436	318	359	0.73	0.53	0.60	35	(27)	13	9.6	13.1	11.6	2.70	2.67	2.46	31	20	22
<b>Media &amp; Publishing</b>																							
<b>TV broadcasting</b>																							
BEC	Neutral	5.25	7.70	46.7	7.3	3	-93	141	0.00	-0.05	0.07	(100)	n.m.	n.m.	3.3	2.8	2.9	1.60	1.85	1.80	0	(2)	2
GRAMMY	Sell	7.25	6.50	(10.3)	8.1	-1,118	-539	-295	-1.36	-0.66	-0.36	(114)	52	45	1.3	1.0	1.2	5.44	6.91	5.95	(87)	(55)	(32)
MCO	Sell	9.30	6.00	(35.5)	7.1	-2,529	-2,831	(246)	-3.70	-3.68	-4.12	(246)	1	(12)	n.m.	n.m.	n.m.	1.00	1.04	1.09	(39)	(40)	(47)
RS	Neutral	15.50	16.50	6.5	19.2	287	401	506	0.28	0.40	0.50	n.m.	40	26	54.5	39.0	30.9	8.65	7.94	7.19	16	21	24
WORK	Buy	28.75	45.00	56.5	35.9	904	428	517	2.05	0.97	1.18	355	(53)	21	14.0	29.6	24.5	2.83	2.55	2.27	24	9	20
<b>Cinema</b>																							
MAJOR	Neutral	21.60	23.50	8.8	28.0	795	850	864	0.90	0.96	0.97	(8)	7	2	24.1	22.6	22.2	2.95	2.90	2.88	12	13	13
<b>Other</b>																							
PLANG	Buy	6.40	9.00	40.6	8.0	461	670	911	0.13	0.19	0.26	31	46	36	1.0	1.1	1.2	6.32	5.95	5.31	14	18	23
VGI	Buy	7.90	10.00	26.6	8.4	814	1,307	1,764	0.12	0.15	0.21	24	29	35	66.6	51.7	38.3	4.15	5.02	4.91	9	10	13
<b>Petrochemicals &amp; Chemicals</b>																							
GGC	Neutral	10.40	11.00	5.8	13.5	601	852	1,286	0.59	0.83	1.26	(52)	42	51	17.7	12.5	8.3	0.96	1.12	0.99	6%	8%	13%
IVL	Buy	53.50	90.00	68.2	74.8	20,150	25,146	31,041	3.84	4.56	5.53	93	19	21	13.9	11.7	9.7	2.40	1.98	1.74	20%	19%	19%
PTTGC	Buy	78.50	120.00	52.9	99.0	40,768	42,812	43,368	9.04	9.50	9.62	54	5	1	8.7	8.3	8.2	1.29	1.19	1.11	15%	15%	14%
<b>Property Development</b>																							
<b>Industrial Estate</b>																							
AMATA	Buy	23.20	33.00	42.2	27.8	1,549	1,619	2,069	1.45	1.52	1.94	10	4	28	11.8	12.8	14.1	1.97	1.82	1.65	11	10	12
AMATAV	Neutral	5.65	7.50	32.7	7.5	369	445	491	0.54	0.47	0.52	73	(13)	12	2.8	3.3	3.8	1.99	1.72	1.50	17	14	14
ROJINA	Buy	5.25	8.50	61.9	7.6	276	362	691	0.14	0.18	0.34	(52)	31	91	38.5	29.3	15.4	0.81	0.82	0.85	1	2	4
WHA	Buy	4.12	6.00	45.6	4.8	3,002	3,475	4,106	0.21	0.24	0.29	4	16	18	1.8	1.9	2.0	2.34	2.22	2.10	13	12	13
<b>Residential</b>																							
LP	Buy	6.75	11.50	70.4	10.0	3,089	3,587	3,628	0.98	1.14	1.15	18	16	1	6.9	5.9	5.9	0.98	0.80	0.80	15	16	14
AH	Buy	10.20	15.50	52.0	12.5	9,297	9,566	9,622	0.78	0.80	0.81	13	3	1	13.1	12.7	12.7	4.1	4.3	4.3	2.47	2.80	19
LPH	Buy	7.85	16.50	110.2	10.6	1,062	1,674	1,967	0.72	1.13	1.33	(51)	58	17	10.9	6.9	5.9	0.94	0.87	0.82	9	13	14
PSH	Buy	18.80	24.50	30.3	22.7	5,456	6,022	6,856	2.50	2.75	3.14	(8)	10	14	7.5	6.8	6.0	1.11	1.02	0.93	15	15	16
OH	Buy	2.98	4.20	40.9	3.7	3,447	4,077	4,462	0.32	0.38	0.42	4	18	9	9.3	7.8	7.2	1.29	1.19	1.11	14	16	16
SIRI	Buy	1.34	2.20	64.2	1.6	2,958	2,956	2,970	0.20	0.20	0.20	(14)	(0)	0	6.7	6.7	6.7	0.65	0.63	0.61	10	10	9
SPALI	Buy	20.30	30.00	47.8	26.6	5,452	5,850	6,840	3.18	2.73	3.19	12	(14)	17	6.4	7.4	6.4	1.29	1.35	1.20	22	19	20



Company	Rec.	Price (B)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (B)			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						2,526	2,660	2,873	1.50	1.60	1.68	7	7	5	30.9	30.1	26.5	8.9	9.9	10.9	3.93	3.62	3.33	14	13	13
CENTEL	Neutral	42.00	46.00	9.5	46.9	2,020	2,155	2,264	0.20	0.20	0.25	46	(0)	21	33.8	33.8	28.0	2.2	2.3	2.5	3.16	2.99	2.80	10	9	10
ERW	Buy	6.90	9.00	30.4	9.0	506	505	610	0.20	0.20	0.25	46	(0)	21	33.8	33.8	28.0	2.2	2.3	2.5	3.16	2.99	2.80	10	9	10
Transportation & Logistics				(5.4)		31,121	33,129	39,184							35.0	36.8	31.8				3.16	3.02	2.82	9	8	10
Aviation																										
AAV	Buy	4.36	5.80	33.0	4.8	1,300	675	1,082	0.27	0.14	0.22	(32)	(48)	60	16.3	31.3	19.5	4.5	4.5	4.6	0.96	0.96	0.96	6	3	5
AOT	Sell	64.75	60.00	(7.3)	71.7	21,821	25,310	28,918	1.53	1.77	2.02	14	16	14	42.4	36.5	32.0	9.2	10.0	11.2	7.02	6.45	5.79	17	18	19
THAI	Sell	14.60	14.00	(4.1)	14.7	3,094	882	648	1.42	0.40	0.30	(9)	(72)	(27)	10.3	36.2	49.2	14.7	14.5	14.8	1.00	1.01	0.99	9	3	2
Mass Transit																										
BEM	Sell	8.90	7.40	(16.9)	8.9	3,123	3,656	4,774	0.20	0.24	0.31	20	17	31	43.6	37.2	28.5	2.0	2.1	2.3	4.36	4.16	3.89	10	11	14
BTS	Buy	9.40	11.00	17.0	11.0	1,782	2,606	3,763	0.15	0.22	0.32	39	46	44	62.4	42.7	29.6	3.8	3.7	3.8	2.46	2.54	2.45	4	6	8
SCBS Coverage		1636.49		24.9		787,261	840,679	934,973	99.57	106.33	118.26	12	7	11	16.4	15.4	13.8				1.82	1.69	1.57	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
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F			
<b>Agribusiness</b>																							
GFTT	Buy	14.40	19.00	31.9	16.2	0.30	0.25	0.27	2.08	1.77	1.88	6.95	7.77	7.30	12	-12	4	2.840	2.498	2.031	1,254	18,055	0.11
<b>Automotive</b>																							
AH	Buy	21.70	38.00	75.1	34.2	1.20	1.43	1.70	4.41	4.69	5.59	6.18	5.59	4.79	12	11	5	-6,072	-6,438	-10,348	323	43,199	0.26
PCSGH	Neutral	7.05	7.70	9.2	8.8	0.28	0.27	0.35	3.97	3.83	4.93	8.12	8.42	7.28	21	3	9	(1,798)	(1,150)	(1,677)	1,525	10,751	0.06
SAT	Buy	17.50	28.00	60.0	26.9	0.90	0.88	1.02	5.14	5.05	5.83	4.05	3.05	2.52	6	-2	1	(1,132)	(2,804)	(3,556)	425	7,441	0.04
STANLY	Buy	235.00	320.00	36.2	308.5	7.00	7.80	8.80	2.98	3.32	3.74	4.23	3.41	2.69	20	12	9	(6,224)	(7,400)	(8,889)	77	18,007	0.11
<b>Banking</b>																							
<b>Large Banks</b>																							
BBL	Buy	206.00	260.00	26.2	240.3	6.50	6.84	7.93	3.16	3.32	3.85	17.99	16.85	15.73	29	6	7	-	-	-	1,909	393,222	2.35
KBANK	Neutral	192.00	204.00	6.3	232.8	4.00	4.50	5.00	2.08	2.34	2.60	11.91	11.76	10.91	11	6	7	-	-	-	2,393	459,506	2.74
KTB	Buy	20.20	24.00	18.8	21.8	0.61	0.84	0.95	3.02	4.15	4.71	14.51	11.51	10.41	-19	23	6	-	-	-	13,976	282,316	1.69
<b>Mid/small banks</b>																							
BAY	Neutral	39.75	43.00	8.2	42.8	0.85	1.02	1.16	2.14	2.56	2.91	9.05	8.76	8.45	-16	5	5	-	-	-	7,356	292,392	1.75
KKP	Buy	71.50	78.00	9.1	80.5	5.00	5.24	5.29	6.99	7.33	7.39	17.99	16.85	15.73	29	6	7	-	-	-	847	60,543	0.36
LHFG	Neutral	1.43	1.60	11.9	1.7	0.06	0.06	0.06	4.06	4.06	4.36	18.32	16.94	15.18	12	5	9	136.656	116,116	102,245	8,983	615,342	3.67
TCAP	Buy	52.50	61.00	16.2	58.2	2.20	2.30	2.40	4.19	4.38	4.57	20.14	20.26	18.22	12	10	10	11,286	9,862	8,202	13,151	201,213	1.20
TISCO	Buy	80.50	97.00	20.5	94.0	5.00	6.01	6.09	6.21	7.47	7.57	15.67	15.52	14.60	14	2	6	4,675	6,615	6,566	4,800	158,400	0.95
TMB	Buy	2.28	2.80	22.8	2.6	0.06	0.08	0.07	2.63	3.47	3.15	14.95	13.95	12.75	4	6	8	-41	-896	-1,850	1,111	75,803	0.45
<b>Commerce</b>																							
BIC	Buy	52.00	65.00	25.0	61.8	0.57	0.59	0.69	1.72	1.82	2.01	20.14	18.25	16.53	12	8	9	317,941	294,770	275,654	4,003	1,338,523	7.99
CPALL	Buy	68.50	90.00	31.4	81.8	1.10	1.20	1.38	1.61	1.75	2.02	17.99	16.85	15.73	29	6	7	152,812	151,300	149,340	4,003	208,135	1.24
GLOBAL	Buy	19.90	23.00	15.6	20.4	0.18	0.18	0.18	0.89	0.89	0.89	18.32	16.94	15.18	12	5	9	136.656	116,116	102,245	8,983	615,342	3.67
HMPRO	Buy	15.30	17.50	14.4	16.5	0.31	0.34	0.39	2.03	2.23	2.58	22.50	20.26	18.22	12	10	10	11,286	9,862	8,202	13,151	201,213	1.20
MAKRO	Neutral	33.00	40.00	21.2	36.8	0.96	0.96	0.96	2.91	2.91	2.91	15.67	15.52	14.60	14	2	6	4,675	6,615	6,566	4,800	158,400	0.95
ROBINS	Buy	68.25	85.00	24.5	75.9	1.23	1.37	1.59	1.81	2.01	2.33	14.95	13.95	12.75	4	6	8	-41	-896	-1,850	1,111	75,803	0.45
<b>Construction Materials</b>																							
<b>Gement</b>																							
SCC	Buy	442.00	525.00	18.8	480.9	19.00	18.50	18.50	4.30	4.19	4.19	6.77	6.92	6.61	-3	-2	4	152,058	152,428	150,712	1,200	530,400	3.17
SCCC	Buy	237.00	300.00	26.6	287.8	10.00	10.00	10.00	4.22	4.22	4.22	11.91	11.76	10.91	11	6	7	30,134	29,162	28,199	298	70,626	0.42
<b>Others</b>																							
DCC	Neutral	2.16	2.60	20.4	3.2	0.13	0.11	0.11	5.93	5.11	5.07	9.05	8.76	8.45	-16	5	5	2,016	2,257	2,547	6,528	14,100	0.08
EPG	Buy	7.60	10.50	38.2	9.4	0.25	0.25	0.27	3.29	3.29	3.51	14.51	11.51	10.41	-19	23	6	957	443	-420	2,800	21,280	0.13
<b>Electronic Components</b>																							
DELTA	Neutral	69.00	73.00	5.8	76.1	2.20	2.70	3.00	3.19	3.91	4.35	9.71	9.78	8.50	12	-5	15	-17,307	-20,166	-19,883	1,247	86,069	0.51
HANA	Buy	33.50	45.00	34.3	43.2	2.00	2.00	2.00	5.97	5.97	5.97	4.83	4.73	4.38	7	-3	13	-9,740	-10,605	-9,878	805	26,963	0.16
KCE	Buy	27.75	50.00	80.2	39.2	1.10	1.10	1.20	3.96	3.96	4.32	10.19	9.96	6.99	-15	1	32	2,370	1,851	-769	1,173	32,545	0.19
SVI	Buy	5.20	6.60	26.9	6.7	0.08	0.08	0.08	1.60	1.60	1.60	11.88	7.78	5.84	-11	46	31	-2,316	-2,713	-2,859	2,266	11,782	0.07
<b>Energy &amp; Utilities</b>																							
<b>Oil &amp; Gas and Coal</b>																							
PTT	Buy	49.25	65.00	32.0	58.3	2.00	2.40	2.50	4.06	4.87	5.08	4.29	3.46	2.91	12	15	6	133,640	15,693	-137,038	28,563	1,406,728	8.40
PTTEP	Buy	129.00	170.00	31.8	161.3	4.25	4.75	5.00	3.29	3.68	3.87	4.16	3.58	3.14	-1	19	8	-64,062	-53,372	-76,047	3,970	512,128	3.06
<b>Refineries</b>																							
BCP	Buy	33.25	53.00	59.4	39.7	2.15	2.20	2.30	6.47	6.62	6.92	6.01	6.17	5.22	16	3	9	30,578	34,763	28,542	1,377	45,783	0.27
ESSO	Neutral	12.20	16.00	31.1	17.3	1.00	0.90	1.00	8.20	7.38	8.20	5.45	5.75	4.77	6	-11	8	17,553	13,724	7,920	3,461	42,222	0.25
IRPC	Buy	6.00	9.20	53.3	7.4	0.29	0.36	0.41	4.83	6.00	6.83	8.18	5.30	4.70	6	36	1	56,625	35,352	18,241	20,434	122,607	0.73
SPRC	Buy	11.90	20.00	68.1	16.2	1.14	1.10	1.00	9.60	9.24	8.40	4.20	3.44	3.44	-8	6	-4	183	-4,167	-8,474	4,336	51,597	0.31
TOP	Buy	75.00	114.00	52.0	95.1	5.25	5.00	4.70	7.00	6.67	6.27	4.04	4.26	5.08	10	-9	1	-1,474	-6,831	22,511	2,040	153,002	0.91
<b>Utilities</b>																							
BCPP	Neutral	17.70	19.00	7.3	19.6	0.61	0.64	0.68	3.45	3.62	3.84	20.45	21.12	17.71	5	2	15	15,024	17,734	16,054	1,997	35,344	0.21
BPP	Buy	23.20	29.00	25.0	27.5	0.60	0.60	0.65	2.59	2.59	2.80	46.01	49.97	40.26	-20	-5	23	3,912	6,333	5,439	3,051	70,784	0.42
CKP	Neutral	5.10	4.00	(21.6)	4.8	0.02	0.03	0.03	0.44	0.59	0.59	19.47	16.04	15.95	0	21	2	23,612	23,286	23,988	7,370	37,587	0.22
EGCO	Buy	237.00	273.00	15.2	261.2	7.00	7.25	7.50	2.95	3.06	3.16	18.80	13.53	12.70	16	13	0	86,995	47,333	37,342	526	124,772	0.74
GLOW	Neutral	86.00	93.00	8.1	91.7	5.75	5.75	5.75	6.69	6.69	6.69	9.25	8.87	8.68	-4	2	0	29,095	25,054	22,283	1,468	125,806	0.75
GPSC	Neutral	55.00	72.00	30.9	68.4	1.25	1.50	1.70	2.27	2.73	3.09	19.78	13.64	13.55	10	41	1	11,837	9,213	9,076	1,493	82,407	0.49
RATCH	Buy	49.50	64.00																				

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
				(1.9)	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F	17A 18F 19F		148,379	0.89
<b>Finance &amp; Securities</b>													
<b>Credit card</b>													
AEGONIS	Buy	189.00	223.00	18.0	220.1	3.85	5.21	6.30					
KTC	Sell	34.00	30.00	(11.8)	37.3	0.53	0.81	0.89				250	47,250
<b>Securities</b>													
ASP	Neutral	3.44	3.20	(7.0)	3.7	0.30	0.23	0.25					
MBKET	Neutral	10.90	10.00	(8.3)	12.1	1.10	0.90	0.84				2,578	87,663
<b>Food &amp; Beverage</b>													
CPE	Buy	25.00	32.00	28.0	30.5	0.75	0.75	0.75					
MINT	Buy	35.75	46.00	28.7	44.9	0.40	0.44	0.51				8,611	215,281
TU	Buy	17.80	23.00	29.2	20.5	0.66	0.58	0.58				4,619	165,126
<b>Health Care Services</b>													
BDWS	Buy	26.25	30.00	11.9	14.3	28.9	0.36	0.36	0.41				
BH	Neutral	193.00	185.00	(4.1)	202.2	2.70	2.84	3.03				15,666	411,223
BCH	Buy	18.40	23.00	25.0	20.6	0.20	0.22	0.26				729	140,649
CHG	Buy	2.06	2.90	40.8	2.6	0.04	0.04	0.04				2,494	45,885
<b>Information &amp; Communication Technology</b>													
MOBILE	Neutral	176.50	225.00	27.5	216.5	7.08	7.12	7.72				11,000	22,660
ADVANC	Buy	46.50	36.00	(22.6)	52.3	0.24	1.29	0.71				367	387
DTAC	Sell	5.80	8.00	37.9	7.1	0.03	0.00	0.11				300,864	351,832
TRUE	Buy	8.05	9.50	18.0	9.9	0.00	1.36	0.14				3,206	159,519
THCOM	Neutral	49.75	70.00	40.7	66.2	4.13	3.95	4.18				5,764	4,449
Other	Buy	31.00	46.00	48.4	39.8	0.54	0.73	0.74				1,708	52,935
INTOUCH	Buy	0.98	0.90	(8.2)	1.0	0.10	0.00	0.01				4,215	4,131
BIA	Sell	6.95	7.40	6.5	8.2	0.50	0.37	0.42				600	4,170
THRE	Neutral	5.25	7.70	46.7	7.3	0.10	0.00	0.06				14,777	11,447
THREL	Neutral	7.25	6.50	(10.3)	8.1	0.00	0.00	0.00				14,777	11,447
<b>Media &amp; Publishing</b>													
BEC	Neutral	7.70	7.70	0.0	7.3	0.10	0.00	0.06				14,777	11,447
GRAMMY	Sell	9.30	6.00	(35.5)	7.1	0.00	0.00	1.00				2,055	-788
RS	Neutral	15.50	16.50	6.5	19.2	0.00	0.24	0.30				5,909	5,453
WORK	Buy	28.75	45.00	56.5	35.9	1.39	0.49	0.59				5,346	5,309
<b>TV broadcasting</b>													
MAJOR	Neutral	21.60	23.50	8.8	28.0	1.25	0.76	0.77				2,000	10,500
Other	Buy	6.40	9.00	40.6	8.0	0.05	0.09	0.13				820	5,945
PLANB	Buy	7.90	10.00	28.6	8.4	0.06	0.16	0.18				687	6,390
VGI	Buy	10.40	11.00	5.8	13.5	0.35	0.00	0.50				1,010	15,657
<b>Petrochemicals &amp; Chemicals</b>													
GGC	Neutral	10.40	90.00	68.2	74.8	1.00	1.80	2.00				442	12,695
IVL	Buy	53.50	120.00	52.9	99.0	4.25	4.70	4.80				895	19,325
PTTGC	Buy	78.50	120.00	52.9	99.0	4.25	4.70	4.80				3,530	22,589
<b>Property Development</b>													
AMATA	Buy	23.20	33.00	42.2	27.8	0.53	0.62	0.78				8,557	67,598
AMATAV	Neutral	5.65	7.50	32.7	7.5	0.03	0.04	0.04				127,726	59,022
ROJINA	Buy	5.25	8.50	61.9	7.6	0.30	0.60	0.34				127,726	59,022
WHA	Buy	4.12	6.00	45.6	4.8	0.14	0.15	0.18				127,726	59,022
<b>Residential</b>													
LP	Buy	6.75	11.50	70.4	10.0	0.35	0.40	0.40				1,024	10,646
AH	Buy	10.20	15.50	52.0	12.5	0.75	0.75	0.76				5,615	300,379
LPN	Buy	7.85	16.50	110.2	10.6	0.50	0.79	0.93				4,509	353,945
PSH	Buy	18.80	24.50	30.3	22.7	1.29	1.40	1.59				266,329	264,737
OH	Buy	2.98	4.20	40.9	3.7	0.20	0.23	0.25				3,146	21,538
SRI	Buy	1.34	2.20	64.2	1.6	0.12	0.12	0.12				17,348	19,512
SPALI	Buy	20.30	30.00	47.8	26.6	0.00	1.09	1.28				14,863	32,291
												19,457	16,426
												1,067	24,754
												935	5,283
												2,020	10,607
												14,334	59,057
												3,146	21,538
												11,950	121,887
												1,476	11,584
												2,189	41,144
												10,714	31,929
												14,863	32,291
												2,143	43,505

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		
						17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F	17A	18F	19F						
Tourism & Leisure																							
CENTEL	Neutral	42.00	46.00	14.4	9.5	46.9	0.60	0.64	0.67	1.37	1.26	1.42	13.52	13.27	12.81	8	5	7	14,094	15,769	18,609	73,996	0.44
ERW	Buy	6.90	9.00	30.4	9.0	0.09	0.07	0.09	1.30	1.00	1.25	13.44	12.52	12.57	-1	7	3	6,105	6,113	8,033	56,700	0.34	
<b>Transportation &amp; Logistics</b>																							
<b>Aviation</b>																							
AAV	Buy	4.36	5.80	33.0	4.8	0.15	0.20	0.15	3.44	4.59	3.44	7.64	9.84	7.68	-11	-19	30	12,634	14,086	14,703	21,146	0.13	
AOT	Sell	64.75	60.00	(7.3)	71.7	0.86	0.89	1.01	1.33	1.37	1.56	25.78	23.45	21.01	8	11	11	-44,161	-35,381	-36,933	924,999	5.52	
THAI	Sell	14.60	14.00	(4.1)	14.7	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.26	8.27	7.55	-6	-15	3	143,977	138,919	128,272	31,868	0.19	
<b>Mass Transit</b>																							
BEM	Sell	8.90	7.40	(16.9)	8.9	0.13	0.17	0.22	1.46	1.88	2.46	21.52	18.82	16.02	5	9	9	57,333	47,683	35,046	136,037	0.81	
BTS	Buy	9.40	11.00	17.0	11.0	0.35	0.18	0.25	3.72	1.88	2.71	36.22	28.57	33.05	29	27	22	22,950	23,338	78,536	111,345	0.66	
<b>SCBS Coverage</b>																							
		<b>1636.49</b>			<b>24.9</b>				<b>3.16</b>	<b>3.46</b>	<b>3.71</b>	<b>10.75</b>	<b>9.79</b>	<b>9.06</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>2,128,475</b>	<b>1,907,763</b>	<b>1,710,549</b>	<b>12,162,166</b>	<b>72.60</b>	

**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, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BJC, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, COM7, CPALL, DTAC, EA, EGCO, GGC, GLOBAL, HANA, HMPRO, IVL, KBANK, KCE, KTB, LH, MEGA, MONO, MTC, PSH, PTT, PTTEP, PTTGC, SCC, SIRI, SPALI, SUPER, TASCO, THAI, TKN, TMB, TOP, TRUE, TTA, TU, UNIQ, 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 2018 Companies with CG Rating**



ADVANC, AKP, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BRR, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPN, CSL, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, EGCO, GC, GEL, GFPT, GGC\*, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MBK, MCOT, MINT, MONO, MTC, NCL, NKI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PPS, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SD, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOC, TAPAC, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TV, TVD, UAC, UV, VGI, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER



2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMANAH, APCO, AQUA, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AU, AUCT, AYUD, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BIZ, BJC, BUCHI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HTC, HYDRO, ICH, ILINK, INET, IRC, ITD\*, JAS, JCKH, JKN, JWD, K, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KTIS, L&E, LANNA, LDC, LH, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MALEE, MBKET, MC, MEGA, METCO, MFC, MFEC, MK, MOONG, MSC, MTI, NCH, NEP, NINE, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PDI, PJW, PLAT, PM, PORT, PPR, PREB, PRECHA, PRINC, PRM, PT, QLT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S11, SALEE, SANKO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SMK, SMPK, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, SPPT, SPVI, SR, SSS, SST, STA, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TEAM, TFG, TFMAMA, THRE, TICON, TIPCO, TK, TKN, TKS, TM, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOA, TOG, TPAC, TPBI, TPCORP, TRITN, TRI, TSE, TSR, TSTE, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZMICO



7UP, ABICO, ABM, AEC, AEONTS, AF, AJ, ALUCON, AMARIN, AMC, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMO, CMR, COLOR, CPL, CPT, CRD, CSR, CT, BAT-3K, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BOL, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CBG, CCET, GPI, GREEN, GTB, GYF, HTECH, IFS, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITEL, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATI, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MILL, MJD, MM, MODERN, MPG, NCH, NDR, NETBAY, NCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPPM, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGP, SKN, SKR, SKY, SLP, SMT, SOLAR, SPA, SPGC, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITTLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPPIP, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

**Corporate Governance Report**

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2017 to 19 October 2018) is publicized. CSL was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 26, 2018

\* บริษัทหลักทรัพย์การให้ข้อมูลของ บริษัทที่มีขาดด้านกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังทางด้านดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BUCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CIG, 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, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWG, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SIS, SITHAI, SMT, SMK, SMPK, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASCOC, TAPAC, TCMC, TFG, FFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THRE, TICON, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, THREL, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE

**Declared (ประกาศเจตนา)**

A, ABICO, AIE, AJ, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, APCO, APCS, ARROW, ASIAN, B, BGRIM, BJC, BLAND, BLISS, BM, BPP, BR, BUI, CEN, CGH, CHEWA, CHG, CHO, CI, CIMBT, COL, COM7, CPR, DDD, EFORL, EKH, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FPI, FTE, GJS, GPI, GSTEL, GYT, HARN, ICHI, ILINK, INSURE, ITEL, JAS, JTS, KWG, LDC, LEE, LIT, LRH, MATCH, MATI, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NNCL, NWR, ORI, PAP, PK, PLANB, POST, PRM, PRO, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAPPE, SCI, SHANG, SST, STANLY, SUPER, SWC, SYMC, SYNEX, THE, THIP, TKN, TMC, TNR, TOPP, TRITN, TTI, TVO, UEC, UKEM, UP, 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, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BOL, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CBG, CCET, GPI, GREEN, GTB, GYF, HTECH, CHAYO, CHOTTI, CHOW, CHUO, CITY, CK, CPT, CMAN, CMC, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCORP, DELTA, DIGI, DNA, DOD, DTCT, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, 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, ICH, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, IRC, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KWM, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTX, LVT, MACO, MAJOR, MAMRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, META, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MPG, MPIC, MYP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEWS, NFN, NOBLE, NOK, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PIW, PLE, PMTA, POLAR, POMPUJ, PORT, PPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PSL, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RCP, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SF, SFP, SGF, SIAM, SIMAT, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPALI, SPGC, SPG, SPORT, SPPT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STEC, STHAI, STPI, SVH, SVOA, T, TACC, TAKUNI, TAPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TIGER, TITTLE, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPPIP, TPPIP, TPOLY, TPP, TR, TRC, TRU, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTMT, THW, TWT, TWP, TWC, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UUP, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VAN, VYCN, 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 August 31, 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 ไทยพาณิชย์พาร์คพลาซ่า,  
ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร  
กรุงเทพฯ 10900  
โทรศัพท์: 0 2949 1000  
โทรสาร: 0 2949 1001

**กรุงเทพฯ – สาขาธัญโยธิน**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาสิรินธร**

130-132 อาคารสิรินธร ทาวน์ 1 ชั้น G ถนนวิภาวดี  
แขวงจตุจักร เขตปทุมธานี  
กรุงเทพฯ 10330  
โทรศัพท์ : 0 2686 2068  
โทรสาร: 0 2263 3822

**กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร**

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

**กรุงเทพฯ- สาขาเซ็นทรัลพลาซ่าเวสต์เกต**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า บีบีเอส**

7/222 ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่าบีบีเอสซอยเลขที่K414 ชั้น 4  
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย  
กรุงเทพฯ 10700  
โทร: 0 2949 1429  
โทรสาร: 0 2884 7962

**เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 1**

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

**เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 2**

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

**เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ**

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

**หาดใหญ่ – สาขากนกรามบุรียินดี (หาดใหญ่)**

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