

Market Strategy

2Q 2019



Brexit



Fed



สงครามการค้า

ข้างนอกพอไหว ข้างในยัง"เบลอ"

PTTEP, IVL, IRPC, TU, GFPT

SCBS Market Strategy Reports

2562



2561



2560



2559



ดูข้อมูลลงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

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

เลขานุการ

กัญยรัตน์ กาวยิ:
kanyarat.kawiya@scb.co.th, (662) 949-1011

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อเกี่ยว ขนส่ง ยานยนต์
รวิญญู ปิยเกรียงไกร
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
chaiapat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์
บันญนิตี กองจันทร
banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

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

Research Support

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

ฐานข้อมูล
สุภาวรา ไชเรือ
supattra.jairew@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

สารบัญ

ข้างนอกพอไหว ข้างในยังเบลอ.....	1
---------------------------------	---

Top Picks

บมจ. ไออาร์พีซี (IRPC)	27
บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)	31
บมจ. ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP).....	35
บมจ. จีเอฟพีที (GFPT).....	39
บมจ. ไทยยูเนี่ยน กรุ๊ป (TU)	43

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	47
การบิน	49
ธนาคาร	51
พาณิชย์	53
วัสดุก่อสร้าง	55
พลังงาน	57
เงินทุน.....	59
อาหาร	61
การแพทย์	63
นิคมอุตสาหกรรม	65
ประกัน	67
ปิโตรเคมี	69
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	71
หลักทรัพย์	73
ท่องเที่ยว	75
SCBS Stock Universe	77

This page is left blank intentionally

SCBS strategy

SET index	Close: 25/3/2019	1,625.91	-20.38 / -1.24%	Bt47,065mn
SET50 index	Close: 25/3/2019	1,083.05	-15.80 / -1.44%	Bt33,754mn

ข้างนอกพอไหว ข้างในยังเบลอ

เศรษฐกิจในภาพรวมชี้ให้เห็นว่าประเทศไทยยังคงอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น (late cycle) แต่การเปลี่ยนท่าทีมาใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวลงโดยธนาคารกลางหลักๆ และแพ็คเกจกระตุ้นเศรษฐกิจในจีนจะส่งผลทำให้ความกังวลเกี่ยวกับภาวะ late cycle ปรับตัวสูงขึ้น ความคืบหน้าการเจรจาสงครามการค้า และ Brexit ส่งสัญญาณที่ดี แต่ด้วยภาพรวมหลังเลือกตั้งของประเทศไทยยังไม่ชัดเจน ดังนั้นตลาดหุ้นไทยจึงถูกครอบงำโดยความไม่แน่นอนทางการเมืองซึ่งอาจจะกดดันให้ดัชนี SET มี upside จำกัดอยู่ที่ระดับประมาณ 1,750-1,800 จุด ดังนั้นเราเชื่อว่าดัชนี SET ที่ระดับต่ำกว่า 1,600 จุดให้ส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) ที่มากพอ เมื่อดูเป็นรายการกลุ่ม เราขอหุ้นวัฏจักร (cyclical) มากกว่าหุ้นตั้งรับ (defensive) ในไตรมาส 2/62 เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี และธุรกิจการเกษตร เพราะถ้าเรามีแนวโน้มที่ฟื้นตัวดีขึ้น และแนะนำให้จับตาหุ้นขนาดเล็กด้วย ในทางกลับกัน เราแนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และอสังหาริมทรัพย์

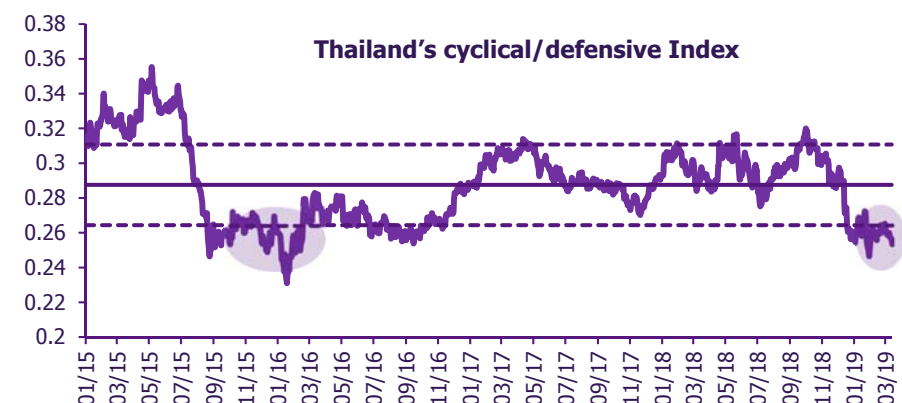
มีอะไรเกิดขึ้นแล้วบ้างตั้งแต่ต้นปี 2562? ตั้งแต่ต้นปี 2562 ตลาดการเงินทั่วโลกฟื้นตัวกลับขึ้นมาแล้วอย่างมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปลี่ยนแปลงท่าทีของธนาคารกลางหลักๆ จากการใช้นโยบายการเงินแบบตึงตัวมาเป็นแบบผ่อนคลาย ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ไม่น่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ และจะยุติการปรับลดขนาดงบดุลภายในไตรมาส 4 ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) และธนาคารกลางจีน (PBoC) ก็ผ่อนคลายนโยบายการเงินของตนลงด้วยเช่นกัน นอกจากนี้รัฐบาลจีนก็ประกาศออกมาตรการการคลังกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่าสูงถึง 6.2 ล้านล้านหยวน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจจีน เราเชื่อว่ามาตรการนี้จะช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค และการลงทุนในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า ซึ่งน่าจะช่วยคลายความกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว

สถานการณ์ระหว่างครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังจะแตกต่างกัน เศรษฐกิจไทยจะเผชิญกับสถานการณ์ที่แตกต่างกันในช่วงครึ่งปีแรกและช่วงครึ่งปีหลัง โดยคาดว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 จะปรับตัวลดลงอย่างมาก ตามการส่งออกที่ลดลง ส่วนในช่วงครึ่งหลังของปี 2562 การลงทุนภาคเอกชนน่าจะลดลง โดยมีสาเหตุมาจากการส่งออกชะลอตัว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อยอดขาย และ/หรือ รายได้สำหรับผู้ส่งออก การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่เติบโตลดลง ก็จะส่งผลทำให้การลงทุนปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งปีหลังด้วยเช่นกัน

กลยุทธ์สำหรับไตรมาส 2/62 เราแนะนำให้หุ้นส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) ปรับตัวเพิ่มขึ้นท่ามกลางสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูงในช่วงเปลี่ยนผ่านหลังการเลือกตั้งและเศรษฐกิจชะลอตัว เราเชื่อว่าโซนเข้าซื้ออยู่ระหว่าง 1,550-1,600 จุด ซึ่งคิดเป็น P/E ได้ที่ 14 เท่า เราขอหุ้นวัฏจักร (cyclical) มากกว่าหุ้นตั้งรับ (defensive) ในไตรมาส 2/62 และแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี และธุรกิจการเกษตร เพราะถ้าเรามีแนวโน้มที่ฟื้นตัวดีขึ้น และถูกเมื่อเทียบกับค่าอ้างอิงและระดับในอดีต

Top pick ไตรมาส 2/62 PTTEP (ราคาน้ำมันปรับขึ้นและโอกาสลงทุน) **IVL** (ปรับพอร์ตสินทรัพย์) **IRPC** (ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ดีขึ้นและถูก) **GFPT** (ดีทั้งในตลาดในประเทศและตลาดส่งออก) และ **TU** (ถ้าฟื้นตัว) นอกจากนี้เรายังแนะนำให้จับตาหุ้นขนาดเล็กคุณภาพดีด้วย ในขณะที่ควรหลีกเลี่ยงกลุ่มยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ และอสังหาริมทรัพย์ เพื่อป้องกันผลกระทบจากปัจจัยลบ

ถึงเวลาเข้าซื้อหุ้นวัฏจักรแล้วหรือยัง?



Source: SCBS Investment Research



Top picks ไตรมาส 2/62

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
GFPT	Buy	13.50	19.0	42.9
IRPC	Buy	5.70	8.6	57.0
IVL	Buy	48.25	82.0	73.5
PTTEP	Buy	124.00	150.0	25.0
TU	Buy	18.80	23.0	25.1

	PE (x)		EPS growth (%)	
	19F	20F	19F	20F
GFPT	11.9	10.3	25	15
IRPC	8.0	7.3	109	11
IVL	8.8	8.4	28	5
PTTEP	12.0	11.9	13	2
TU	17.9	15.3	24	17
Average	11.7	10.6	39.6	9.9

	PBV (x)		ROE (%)	
	19F	20F	19F	20F
GFPT	1.2	1.1	11	11
IRPC	1.2	1.1	16	16
IVL	1.6	1.4	20	18
PTTEP	1.2	1.1	10	10
TU	1.8	1.7	10	11
Average	1.4	1.3	13	13

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	19F	20F	19F	20F
GFPT	2.2	2.2	6.5	6.0
IRPC	6.1	6.8	6.0	5.7
IVL	3.5	3.7	6.5	5.8
PTTEP	4.0	4.0	3.1	3.0
TU	2.8	3.3	14.2	12.8
Average	3.7	4.0	7.3	6.6

นักวิเคราะห์

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 2 ปี 2562

หมวดเวลาขึ้นดอกเบี้ย

หลังจากที่เศรษฐกิจทั่วโลกส่งสัญญาณชะลอตัวลง ธนาคารกลางทั่วโลกจึงเริ่มผ่อนคลายนโยบายการเงินเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ ซึ่งจะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจทั่วโลกในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ สำหรับประเทศไทย อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะถูกตรึงไว้เท่าเดิมในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ และมีความเสี่ยงที่อัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของเศรษฐกิจของประเทศไทยจะออกมาต่ำกว่าตัวเลขที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้ที่ 3.8% แรงเสียดทานทางเศรษฐกิจเหล่านี้จะส่งผลกระทบต่อทำให้การขยายตัวของเศรษฐกิจและการส่งออกและ GDP ชะลอตัวในช่วงครึ่งปีแรก ในขณะที่การลงทุนและการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง

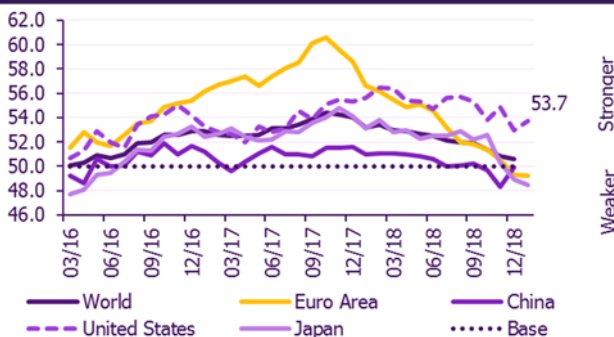
มีอะไรเกิดขึ้นแล้วบ้างตั้งแต่ต้นปี 2562?

ตั้งแต่ต้นปี 2562 เราพบว่ามีเหตุการณ์ทางด้านการเศรษฐกิจและการลงทุนทั่วโลกเกิดขึ้น 4 เหตุการณ์ เหตุการณ์แรกเกิดขึ้นในตลาดการเงิน ตั้งแต่ต้นปี ตลาดการเงินทั่วโลก โดยเฉพาะตลาดหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมาอย่างมาก ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกฟื้นกลับขึ้นมาแล้ว 10-20% ในทางกลับกัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล รวมถึงราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวลดลง สำหรับพันธบัตรรัฐบาลที่มีอายุแตกต่างกัน อัตราผลตอบแทนปรับตัวลดลงมาแล้ว 5-10 bps โดยส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรรัฐบาลระยะสั้น ขณะที่ดัชนีราคาสินค้าโภคภัณฑ์ก็ปรับตัวลดลงตั้งแต่ต้นปีนี้ด้วยเช่นกัน

เหตุผลที่อยู่เบื้องหลังการฟื้นกลับของสินทรัพย์เสี่ยง คือ การเปลี่ยนแปลงในภาพรวมเศรษฐกิจ เช่น การเปลี่ยนแปลงท่าทีของธนาคารกลางจากการใช้นโยบายการเงินแบบดิ่งตัวมาเป็นแบบผ่อนคลาย ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าธนาคารกลางเริ่มกังวลเกี่ยวกับตลาดการเงิน การปรับตัวลดลงของราคาสินค้าโภคภัณฑ์รวมถึงอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ยืนอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน ซึ่งให้เห็นว่าอุปสงค์ทั่วโลกยังคงอ่อนแอ

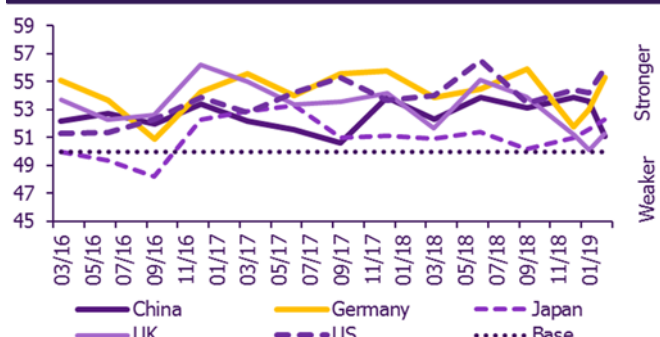
เหตุการณ์ที่สองเป็นเหตุการณ์เกี่ยวกับเศรษฐกิจโลก เนื่องจากการปรับตัวลดลงในเวลาไล่เลี่ยกันของดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตในประเทศหลักๆ มีระดับความรุนแรงเท่าๆ กับเมื่อครั้งที่เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงอย่างรุนแรงในปี 2558-59 นี่สำคัญในที่นี้ก็คือ ภาคการผลิตทั่วโลกอ่อนแออย่างแท้จริง โดยส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์อยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น และส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากข้อพิพาททางการค้า ในขณะที่ดัชนี PMI ภาคบริการค่อนข้างแข็งแกร่ง แม้ว่าชะลอตัวลงมาบ้าง แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนให้เห็นว่าในภาวะที่เศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว ภาคการผลิตที่มีการค้าระหว่างประเทศ (tradable sector) จะได้รับผลกระทบมากกว่าภาคการผลิตที่ไม่มีการค้าระหว่างประเทศ (non-tradable sector)

Figure 1: ดัชนี PMI ภาคการผลิต (50 = ปกติ)



Source: CEIC, SCBS Wealth Research

Figure 2: ดัชนี PMI ภาคบริการ (50 = ปกติ)



Source: CEIC, SCBS Wealth Research

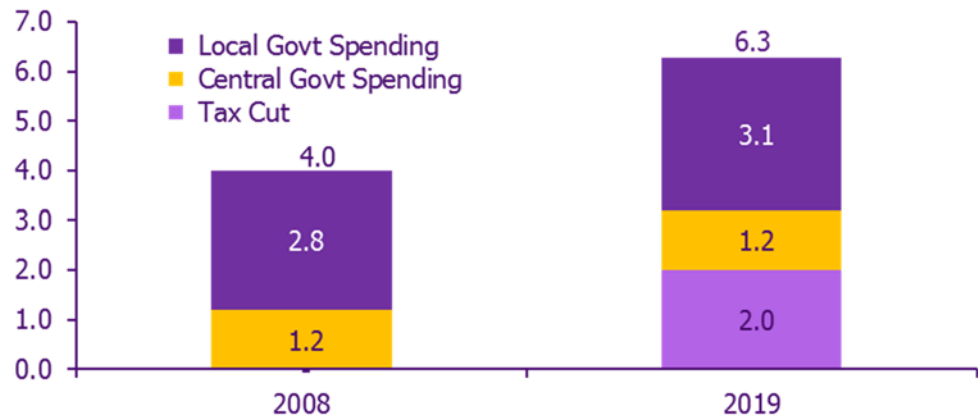
เหตุการณ์ที่สามแสดงให้เห็นถึงความพยายามร่วมกันของธนาคารกลางในประเทศหลักๆ เพื่อสนับสนุนการเติบโตทางเศรษฐกิจเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินทั่วโลกในปี 2551-52 ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) กล่าวว่าเฟดจะลดหนี้และถอนกว่าสภาวะเศรษฐกิจจะเอื้ออำนวยให้ใช้นโยบายการเงินแบบดิ่งตัวมากขึ้น ซึ่งนับเป็นการเปลี่ยนท่าทีอย่างฉับพลันของนายเจย์ โพรเวล ประธานเฟดที่ก่อนหน้านี้ระบุว่าจะดำเนินนโยบายการเงินแบบดิ่งตัวอย่างต่อเนื่องเมื่อ 2-3 เดือนก่อน

ด้านธนาคารกลางยุโรป (ECB) ก็ส่งสัญญาณไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในปีนี้ ซึ่งเป็นท่าทีที่เปลี่ยนไปจากเมื่อไม่กี่เดือนก่อนที่นายมาริโอ ดรากี ส่งสัญญาณว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายครั้งแรกจะเกิดขึ้นในฤดูร้อนปี 2562 นอกจากนี้ ECB ก็เริ่มอัดฉีดเงินเข้าระบบผ่านมาตรการ "Targeted Longer-term Refinancing Operations (TLTRO)" ครั้งที่ 3 ซึ่งเป็นโครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ยพิเศษให้แก่ธนาคารพาณิชย์

ในญี่ปุ่น ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ) ยังคงเป้าอัตราดอกเบี้ยระยะสั้นไว้ที่ -0.1% ในการประชุมเดือนมีนาคม และกล่าวว่ายังเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลญี่ปุ่นอายุ 10 ปี เพื่อให้อัตราผลตอบแทนยังคงอยู่ที่ระดับประมาณ 0% นอกจากนี้ BoJ ยังระบุด้วยว่า ในขณะที่ BoJ คาดว่าเศรษฐกิจของญี่ปุ่นจะยังคงขยายตัวปานกลาง แต่ญี่ปุ่นก็เริ่มรู้สึกถึงผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว ซึ่งหมายความว่า BoJ อาจจะนานนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายมาใช้ในอนาคตอันใกล้

ในจีน ธนาคารกลางจีน (PBoC) ปรับลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงมาแล้ว 5 ครั้ง ด้วยกันนับตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมา เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง นอกจากนี้ ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติประจำปี จีนก็ประกาศมาตรการการคลังวงเงินสูงถึง 6.2 ล้านล้านหยวน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

Figure 3: แพคเกจกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน: (ล้านล้านหยวน)

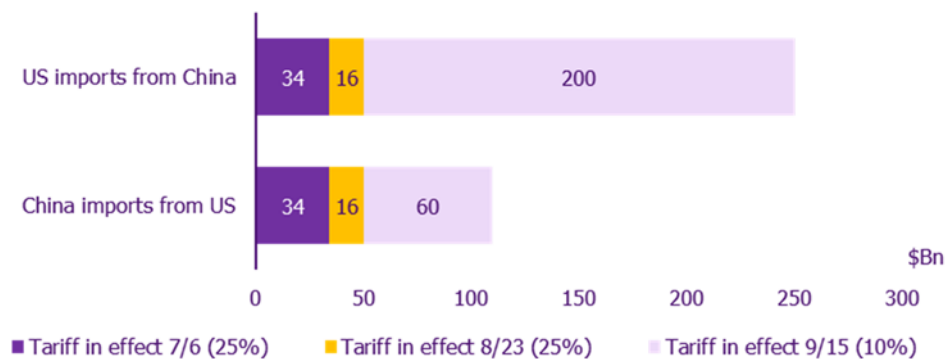


Source: CEIC, Natixia Asia, WSI, SCBS Wealth Research

เหตุการณ์ที่สี่ซึ่งเป็นเหตุการณ์สุดท้าย คือ ในภาพใหญ่ เหตุการณ์ที่ทั่วโลกจับตามองซึ่งสามารถกำหนดทิศทางเศรษฐกิจโลกจะมีบทสรุปออกมาตามที่เราคาด เหตุการณ์หลักๆ ที่ต้องจับตา 3 เหตุการณ์ คือ: 1) ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน 2) Brexit และ 3) การลดการผลิตของโอเปก

สำหรับความขัดแย้งทางการค้า นายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีสหรัฐฯ เปิดเผยว่าเขาได้เลื่อนกำหนดการขึ้นอัตราภาษีนำเข้าจาก 10% สู่ 25% สำหรับสินค้านำเข้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากจีนออกไป โดยให้เหตุผลว่าสหรัฐฯ กับจีนกำลังอยู่ระหว่างการเจรจาข้อตกลงการค้าใหม่ ข้อตกลงการค้าใหม่จะกำหนดให้จีนยกเลิกนโยบายบังคับขายไอทีเทคโนโลยี และเคารพสิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา ทั้งนี้ การเจรจาดังกล่าวช่วยลดระดับความขัดแย้งลงจากปีก่อนที่ทั้งสองฝ่ายจัดเก็บภาษีนำเข้าสินค้านี้ต่อกันแบบตาต่อตาฟันต่อฟันโดยปราศจากการเจรจากันอย่างมีนัยสำคัญ เราเชื่อว่าอัตราภาษีนำเข้าจะยังอยู่ในระดับเดิม เนื่องจากการขึ้นอัตราภาษีนำเข้า โดยเฉพาะสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าอุปโภคบริโภค จะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคและเศรษฐกิจสหรัฐฯ มากกว่าการจัดเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนรอบแรกที่มีมูลค่า 5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

Figure 4: ภาษีนำเข้าอัตราใหม่ที่เรียกเก็บแล้วและคาดว่าจะเรียกเก็บระหว่างสหรัฐฯ-จีน



Source: Bloomberg, SCBS Wealth Research

เหตุการณ์ที่สอง คือ Brexit ก็น่าจะมีบทสรุปออกมาตามคาด เมื่อวันที่ 13 มีนาคม สมาชิกรัฐสภาอังกฤษลงมติปฏิเสธข้อตกลงแยกตัวออกจากสหภาพยุโรป หรือ Brexit เป็นครั้งที่สอง อย่างไรก็ตาม การลงคะแนนเสียงเพื่อเลื่อนกำหนดเส้นตายออกไปจากวันที่ 29 มีนาคม ผ่านความเห็นชอบ ขั้นตอนต่อไป คือ นางเทเรซา เมย์ นายกรัฐมนตรีอังกฤษ ร้องขอขยายกำหนดเวลาการแยกตัวจาก EU ซึ่งได้รับอนุมัติ ทั้งนี้ คาดการณ์กันว่า EU จะขยายกำหนดเวลาออกไปค่อนข้างนาน (อาจจะถึง 1 ปี) ซึ่งจะทำให้รัฐบาลอังกฤษมีเวลาในการทำประชามติครั้งที่สอง ซึ่งในที่สุดแล้วอาจจะส่งผลทำให้ UK ยังคงเป็นสมาชิกใน EU ต่อไป

เหตุการณ์ที่สาม คือ การลดการผลิตน้ำมันของโอเปก ในเดือนธันวาคม 2561 โอเปกและประเทศพันธมิตรที่นำโดยรัสเซีย (OPEC-plus) เห็นชอบที่จะลดการผลิตลง 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน โดยนับจากนั้น ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบของโอเปกก็ปรับลดลงประมาณ 200,000 บาร์เรล/วัน การลดการผลิตประสบความสำเร็จในการผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปรับขึ้นมาแล้ว 27.5% ตั้งแต่ต้นปี 2562 ทั้งนี้ แม้จะมีความแตกต่างในมุมมองระหว่างซาอุดีอาระเบีย (ต้องการให้ลดการผลิต) กับรัสเซีย (ไม่ต้องการให้ลดการผลิต) แต่เราเชื่อว่าการร่วมมือกันจำกัดการผลิตจะขยายระยะเวลาลงไปในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ เพื่อสร้างเสถียรภาพทางราคา แม้ว่าอุปสงค์ทั่วโลกจะชะลอตัวลงก็ตาม ดังนั้น เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะอยู่ที่ 60-70 ดอลลาร์สหรัฐฯ ต่อบาร์เรล โดยราคาจะแกว่งตัวอยู่บริเวณกรอบบนในไตรมาส 2-3 ก่อนที่จะลดลงในไตรมาส 4 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงของสมมติฐานนี้ คือ การผลิตน้ำมันจากชั้นหินดินดาน (shale oil) ของสหรัฐฯ ซึ่งถูก

ักไว้บริเวณแหล่ง Permian ถ้าข้อจำกัดด้านการขนส่งในแหล่ง Permian คลื่นคลายลง ปริมาณการผลิตน้ำมันทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น และส่งผลทำให้ราคาปรับตัวลดลง

แนวโน้มเศรษฐกิจและตลาด

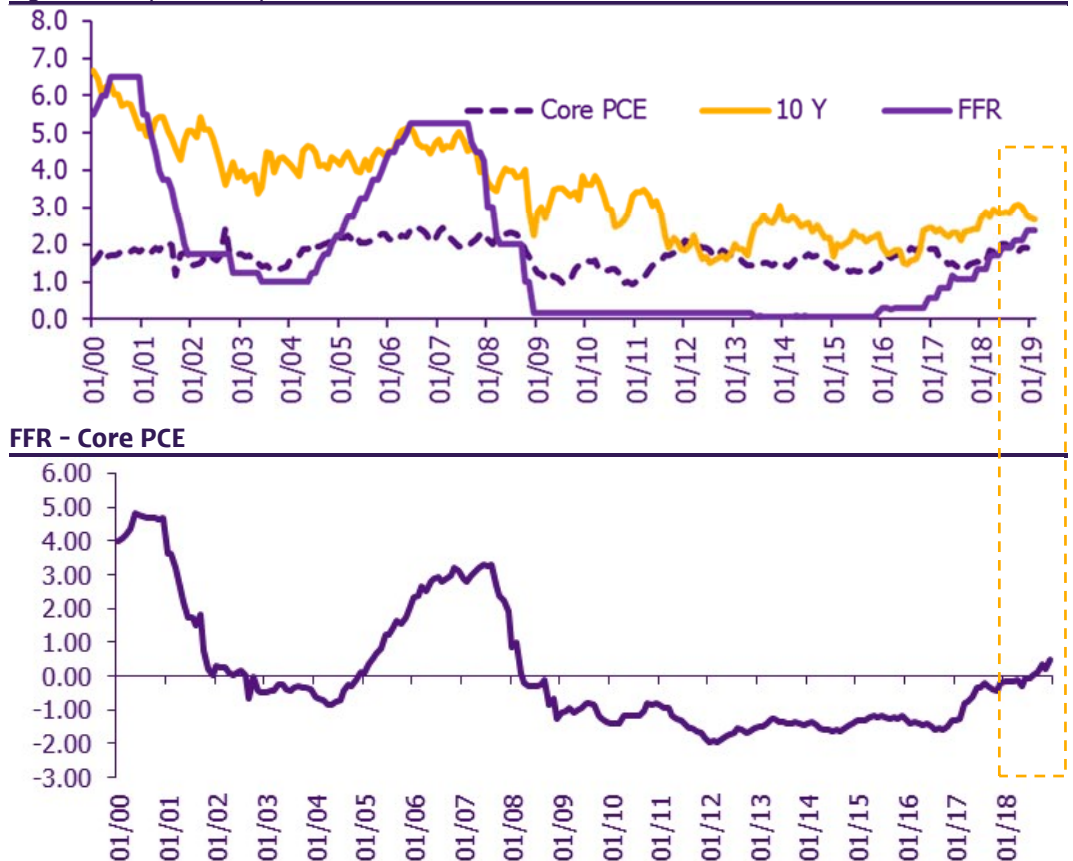
เราพยายามหาคำตอบสำหรับคำถาม 4 ข้อ เพื่อประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจและตลาด

1. เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกหรือไม่ในปีนี?
2. เศรษฐกิจจีนจะกระเตื้องขึ้นเมื่อใด?
3. เศรษฐกิจไทยอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น แต่ต้องค้ำประคองทางเศรษฐกิจตัวใดที่จะชะลอตัวเป็นอันดับสุดท้าย?
4. ค่าเงินบาทจะอยู่ที่ระดับใดในปีนี?

เฟดจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกหรือไม่ในปีนี? คำตอบสำหรับคำถามนี้ชัดเจนขึ้น หลังการประชุม FOMC ในเดือนมีนาคม เมื่อดูจากประมาณการอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอนาคต (dot plot) ที่ปรับปรุงใหม่ ส่งสัญญาณว่าเฟดจะไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐฯ และต่างประเทศชะลอตัวลง ซึ่งทำให้ดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไปอย่างมากจากปีก่อนที่ค่ามัธยฐาน (median) ของประมาณการอัตราดอกเบี้ยจากความเห็นของเจ้าหน้าที่เฟดบ่งชี้ว่าจะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งในปี 2562 นอกจากนี้เฟดยังได้ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจสหรัฐฯ ลง โดยปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2562 ลงจาก 2.3% สู่ 2.1% รวมถึงประกาศแผนที่จะยุติการปรับลดขนาดงบดุล โดยจะลดขนาดงบดุลในอัตราที่ช้าลงจาก 3 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน เหลือเพียง 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน ก่อนที่จะยุติการปรับลดงบดุลในเดือนกันยายน และตั้งแต่เดือนตุลาคมเป็นต้นไป เฟดจะคงขนาดงบดุลไว้เท่าเดิมผ่านการต่ออายุพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ (US treasury) และหลักทรัพย์ที่มีสัญญาจำนองค่าประกัน (MBS) โดยจะนำเงินต้นจาก MBS ที่หมดอายุมาลงทุนต่อในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แทนเพื่อลดปริมาณการถือ MBS ในงบดุลลง โดยปริมาณเงินสูงสุดที่จะย้ายมาต่ออายุพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อยู่ที่ 2 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน

เราเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวมีนัยสำคัญ 3 ประการด้วยกัน ประการแรก เราเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงทางด้านนโยบายการเงินเป็นเครื่องยืนยันว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed Fund Rate (FFR) ครั้งล่าสุดของเฟดในเดือนธันวาคม 2561 เป็นความผิดพลาด ในช่วงดังกล่าว เฟดปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย FFR เพิ่มขึ้นจาก 2.00-2.25% สู่ 2.25-2.50% มากกว่าอัตราการเติบโตของ core PCE (ตัวชี้วัดอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ ที่เฟดเลือกใช้) ที่ 1.8% YoY ซึ่งนับเป็นครั้งแรกในทศวรรษที่อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของสหรัฐฯ กลับมาเป็นบวก เรามองว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ รวมถึงตลาดการเงิน ไม่สามารถยอมรับภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นเช่นนี้ได้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี (ตัวชี้วัดแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยตัวทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ) ปรับตัวลดลงอย่างมากนับตั้งแต่ทำจุดสูงสุดที่ 3.21% ในเดือนพฤศจิกายน 2561 สู่ 2.51% ในเดือนมีนาคม 2562

Figure 5: FFR, Core PCE, US10YY



Source: CEIC, SCBS Wealth Research

นัยสำคัญประการที่สอง คือ แม้ dot plot จะแสดงให้เห็นว่าสมาชิก FOMC อยากจะให้มีการปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มขึ้นเพียงครั้งเดียวในปีหน้า แต่เราเชื่อว่าวัฏจักรการขึ้นอัตราดอกเบี้ยรอบนี้สิ้นสุดลงแล้ว เรามองว่ามีเงื่อนไข 3 ข้อที่เฟดจำเป็นต้องทำให้สำเร็จก่อนที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ย คือ: 1) ดัชนี PMI ภาคการผลิตปรับขึ้นสู่ระดับประมาณ 55 จุด 2) core PCE สูงกว่า 2.25% และ 3) ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปี กับ 10 ปี ปรับขึ้นสู่ 30 bps (จาก 10 bps ในปัจจุบัน)

นัยสำคัญประการที่สาม คือ การเปลี่ยนแปลงในมาตรการเข้มงวดทางการเงินเชิงปริมาณ (Quantitative Tightening: QT) เราเชื่อว่าการนำเงินต้นจาก MBS ที่หมดอายุมาลงทุนต่อในพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ แทนชี้ให้เห็นว่าเฟดกังวลว่าขาดดุลการคลังที่สูงขึ้นในสหรัฐฯ จะส่งผลทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะพันธบัตรระยะยาว การเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล (โดยเฉพาะพันธบัตรระยะยาว) จะส่งผลทำให้ yield curve มีลักษณะแบนราบ

เศรษฐกิจจีนจะกระด้างขึ้นเมื่อใด? เราเชื่อว่าหลังจากจีนใช้เงิน 4 ล้านล้านหยวนในการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินทั่วโลกในปี 2551-52 ตอนนี้นั้นกำลังเผชิญกับสถานการณ์ที่ต้องดิ้นรนสืบเนื่องมาจากการจัดหาเม็ดเงินดังกล่าว ซึ่งส่งผลทำให้จีนมีภาระหนี้สินจำนวนมากถึงประมาณ 260% ของ GDP ดังนั้นเพื่อลดความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะฟองสบู่แตกสืบเนื่องมาจากภาระหนี้สินดังกล่าว ธนาคารกลางจีน (PBoC) จึงนำมาตรการหลายอย่างมาใช้เพื่อกำกับดูแลภาคการเงินอย่างเข้มงวดมากขึ้น (ลดภาระหนี้สินลง) ในปี 2560-61 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาค “ธนาคารเงา” เช่น ผลิตภัณฑ์ Wealth Management Product ที่นำเสนอโดยสถาบันการเงินและสถาบันที่ไม่ใช่สถาบันการเงิน

แต่ในกลางปี 2561 เศรษฐกิจจีนเผชิญกับภาวะชะลอตัวทางเศรษฐกิจ รวมถึงสงครามการค้า ดังนั้นรัฐบาลจีนจึงเริ่มกระตุ้นเศรษฐกิจผ่านมาตรการทางการเงิน โดยปรับลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ (RRR) ลงต่อจากนั้น ในการประชุมสภาประชาชนแห่งชาติ (NPC) ประจำปีที่จัดขึ้นในช่วงต้นเดือนมีนาคม จีนก็ประกาศมาตรการการคลังวงเงินสูงถึง 6.2 ล้านล้านหยวน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งนี้แตกต่างไปจากมาตรการก่อนหน้านี้ เพราะเป็นการลดภาษีเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค รวมถึงการเพิ่มการใช้จ่ายภาครัฐ ความเคลื่อนไหวเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่านโยบายการเงิน (รวมถึงการคลัง) ของจีน จะถูกผ่อนคลายเป็นอย่างน้อยในระยะ 1-2 ปีข้างหน้า เราเชื่อว่ามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งนี้จะช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคและการลงทุนในระยะ 2-3 ไตรมาสข้างหน้า แต่ในระยะยาว มาตรการนี้จะส่งผลทำให้เกิดความไม่สมดุลทางเศรษฐกิจเพิ่มมากขึ้น ดังสะท้อนจากภาระหนี้สินที่สูงขึ้น การไม่มีประสิทธิภาพของรัฐบาลท้องถิ่นและรัฐวิสาหกิจ และภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์

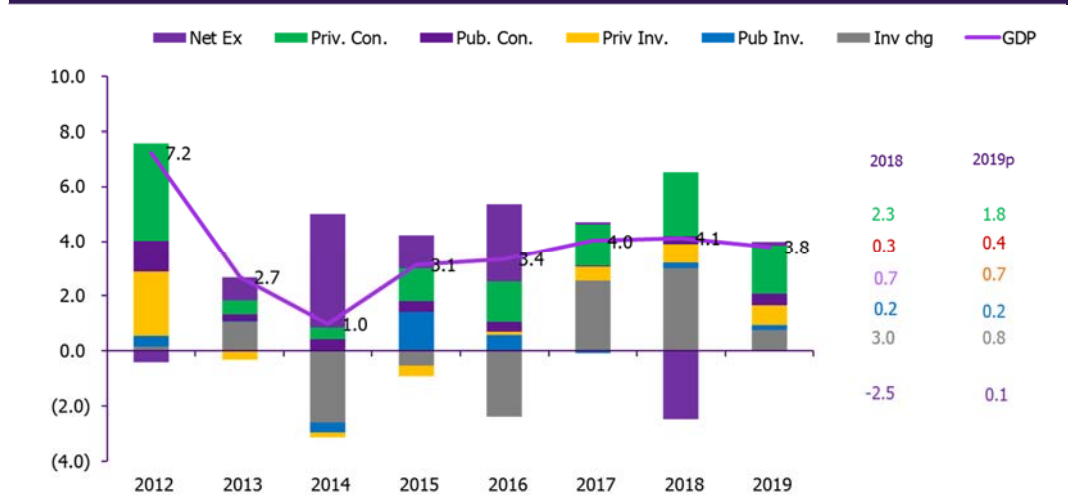
Figure 6: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจปี 2562 ของรัฐบาลจีนที่ประกาศในการประชุม NPC

F/M/G	มาตรการ
F1	ขาดดุลงบประมาณที่ 2.8% (2.6% ในปี 2561)
F2	ลดภาษี 2 ล้านล้านหยวน (รวมการลดภาษี 3% สำหรับรายการสินค้าที่เก็บ VAT สูง)
F3	เพิ่มงบกลาโหมของรัฐบาลกลางอีก 7.5% (1.2 ล้านล้านหยวน)
F4	ออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นพิเศษมูลค่า 2.15 ล้านล้านหยวน
F5	ออกพันธบัตรรัฐบาลท้องถิ่นทั่วไปมูลค่า 9.3 แสนล้านหยวน
M1	ลดอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงผ่านการปฏิรูประบบตลาด
M2	รักษาค่าเงินหยวนให้มีเสถียรภาพที่อัตราแลกเปลี่ยนเงินดอลลาร์
M3	ลดสัดส่วนการกันสำรอง (RRR) สำหรับธนาคารขนาดเล็ก
G1	ตั้งเป้า GDP ที่ 6-6.5%
G2	ป้องกันความเสี่ยงในตลาดอสังหาริมทรัพย์; ความผันผวนผิดปกติในตลาดการเงิน
G3	เตรียมออกนโยบายกระตุ้นการซื้อรถยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้าภายในบ้าน

Source: PIMCO, Natixis Asia, SCBS Wealth Research

เศรษฐกิจไทยอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น แต่ต้องค้ำประคองทางเศรษฐกิจตัวใดที่จะชะลอตัวเป็นอันดับสุดท้าย? ทั้งนี้เป็นที่ยอมรับกันในวงกว้างว่าเศรษฐกิจไทยปี 2562 จะขยายตัวต่ำกว่าปี 2561 อย่างไรก็ดีตามคำถาม คือ องค์ประกอบทางเศรษฐกิจตัวใดที่จะชะลอตัวเป็นอันดับสุดท้ายในปี 2562? ดังนั้นเพื่อตอบคำถามดังกล่าว เราจึงตรวจสอบองค์ประกอบของ GDP และผลต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจ (contribution to growth) ในปี 2561 เราพบว่า การขยายตัวของ GDP ในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอุปสงค์ในประเทศที่กำลังฟื้นตัว เช่น การเติบโตของการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการลงทุนภาคเอกชน รวมถึงการสะสมสินค้าคงคลัง ในขณะที่อุปสงค์ภายนอกประเทศ (ซึ่งเป็นองค์ประกอบหลักที่ช่วยสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2561) ดูเหมือนจะเลือนหายไป

เมื่อมองต่อไปข้างหน้า เศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงขาลง ทั้งนี้เมื่อจำแนกองค์ประกอบของ GDP เราพบว่าในการที่จะทำให้ GDP มีอัตราการขยายตัวตามที่ SCB EIC คาดการณ์ไว้ที่ 3.8% ในปี 2562 องค์ประกอบของ GDP จะต้องเติบโตในอัตราที่สูงกว่าปี 2561 (ซึ่งดูไม่น่าจะเป็นไปได้ โดยมีสาเหตุมาจากแรงเสียดทานจากเศรษฐกิจโลก) หรือจะต้องมีการสะสมสินค้าคงคลังต่อเนื่องเป็นปีที่สาม (ซึ่งก็ไม่น่าจะเป็นไปได้ เนื่องจากนับตั้งแต่มีการคำนวณ GDP เป็นครั้งแรกในปี 2536 การสะสมสินค้าคงคลังไม่เคยเป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจมากกว่า 2 ปีติดต่อกัน) แนวโน้มเช่นนี้ชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจปี 2562 อาจชะลอตัวต่ำกว่า 3.8%

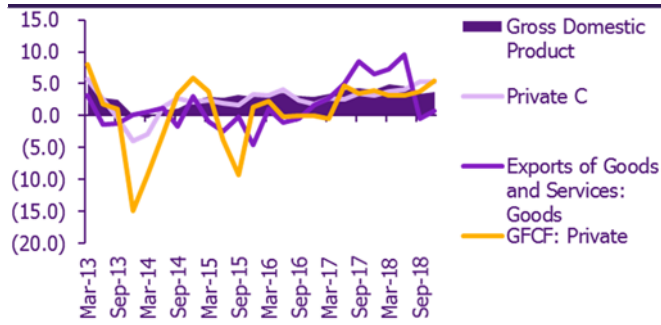
Figure 7: Contribution to GDP Growth ของประเทศไทย (ประมาณการปี 2562)

Source: CEIC, NESDB, SCBS Wealth Research

ทั้งนี้เพื่อตอบคำถามที่ว่าองค์ประกอบทางเศรษฐกิจตัวใดที่จะชะลอตัวเป็นอันดับสุดท้าย เราจึงเลือกใช้การวิเคราะห์แนวโน้ม ข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าอัตราการขยายตัวของ GDP เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการ ในช่วงครึ่งแรกของปี 2561 การส่งออกขยายตัวอย่างแข็งแกร่งซึ่งช่วยสนับสนุนให้ GDP ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง แต่ในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 อัตราการขยายตัวของการส่งออกปรับตัวลดลงอย่างมาก เช่นเดียวกับอัตราการขยายตัวของ GDP ในทางกลับกัน การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน ไม่ได้เคลื่อนไหวไปในทิศทางเดียวกันกับอัตราการขยายตัวของ GDP การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนค่อยๆ เติบโตเพิ่มขึ้นในปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้น ช่วงครึ่งหลังของปี 2561 เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการณ์เมื่อปี 2557 ที่การอุปโภคบริโภคเติบโตเร็วกว่า GDP ทั้งนี้ในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา การอุปโภคบริโภคได้รับปัจจัยกระตุ้นส่วนใหญ่จากการซื้อรถยนต์ (โดยมีสาเหตุมาจากการสิ้นสุดมาตรการรถคันแรก) ล่าสุด การอุปโภคบริโภคสินค้าคงคลัง (แม้จะเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วเมื่อเทียบกับสินค้าประเภทอื่นในช่วงที่ผ่านมา) เริ่มชะลอตัวลงแล้ว

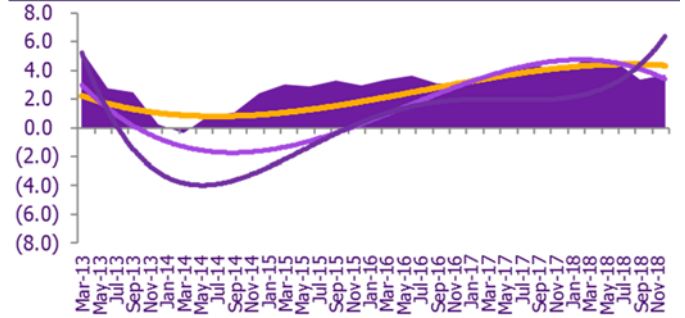
ในขณะเดียวกันการลงทุนภาคเอกชนเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2561 โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) อุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้น และอัตราการใช้จ่ายสำหรับการผลิตที่อยู่ในระดับสูงแล้วในบางอุตสาหกรรม 2) การส่งออกที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในครึ่งปีแรก และ 3) โครงการรัฐบาลที่มีอยู่ในปัจจุบัน ซึ่งช่วยกระตุ้นและดึงดูดการลงทุนเพิ่มจากภาคเอกชน (crowding-in effect) อย่างไรก็ตาม การลงทุนภาคเอกชนส่วนใหญ่เน้นไปที่การเปลี่ยนเครื่องจักรและอุปกรณ์เก่า (สะท้อนถึงยอดขายเครื่องจักรภายในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น) ในขณะที่การลงทุนก่อสร้างยังคงหดตัวลง

Figure 8: อัตราการขยายตัวของ GDP ไทย และองค์ประกอบของ GDP



Source: CEIC, NESDB, SCBS Wealth Research

Figure 9: อัตราการขยายตัวของ GDP ไทย และองค์ประกอบของ GDP เส้นแนวโน้มแบบโพลีโนเมียลดีกรี 3 (%YoY)



Source: CEIC, NESDB, SCBS Wealth Research

อย่างไรก็ตาม เมื่อมองต่อไปข้างหน้า เศรษฐกิจไทยจะเผชิญกับสถานการณ์ที่แตกต่างกันในช่วงครึ่งปีแรกและช่วงครึ่งปีหลัง โดยคาดว่าอัตราการขยายตัวของ GDP ในช่วงครึ่งปีแรกจะปรับตัวลดลงอย่างมาก ตามการส่งออกที่ลดลง เพราะการส่งออกสินค้าเกษตรอยู่ในระดับต่ำ และอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์อยู่ในช่วงขาลง การลงทุนภาคเอกชนน่าจะเติบโตในช่วงครึ่งปีแรก โดยมีสาเหตุมาจากความล่าช้าในกระบวนการลงทุน อย่างไรก็ตาม ในช่วงครึ่งปีหลัง การลงทุนภาคเอกชนน่าจะลดลง โดยมีสาเหตุจากการส่งออกชะลอตัว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อยอดขาย และ/หรือ รายได้สำหรับผู้ส่งออก การอุปโภคบริโภคที่เติบโตลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง โดยมีสาเหตุจากการคาดการณ์ว่ายอดขายรถยนต์จะชะลอตัวลง จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง และค่าจ้างในระดับทรงตัว จะส่งผลทำให้การลงทุนปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งปีหลัง

Figure 10: อัตราการขยายตัวของ GDP ไทย และองค์ประกอบของ GDP

	Size (% of GDP)	2017				2018				2019e				(Momentum)
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Domestic D.	99.6%	3.4	4.0	4.7	4.2	5.2	4.7	3.2	3.5					
Priv. Cons.	49.3%	2.7	2.5	3.4	3.2	3.8	4.1	5.2	5.3					(1-2Q->3Q->4Q)
Public. Cons.	14.3%	-1.3	0.6	2.0	-1.0	1.8	2.3	1.9	1.4					
Priv. Inv.	15.3%	0.4	5.1	5.0	5.3	3.1	3.3	3.4	5.6					(1H->2H)
Public. Inv.	1.3%	13.2	9.2	-1.0	-2.9	16.5	13.6	4.1	-6.1					
Net Export	5.2%	-8.5	-11.0	16.4	11.3	2.8	16.6	-67.8	-38.6					
X of G&S	74.3%	2.5	4.1	7.8	7.4	8.0	9.6	-0.9	0.6					(1H->2H)
M of G&S	6.9%	5.2	6.3	6.4	7.0	9.1	8.8	11.0	5.6					
Inventory	6.3%	52.4	67.8	29.5	128.2	71.9	23.1	250.0	84.6					
GDP Growth	100.0%	3.5	4.2	4.5	3.9	5.0	4.7	3.2	3.7					(1H->2H)

Source: CEIC, NESDB, SCBS Wealth Research

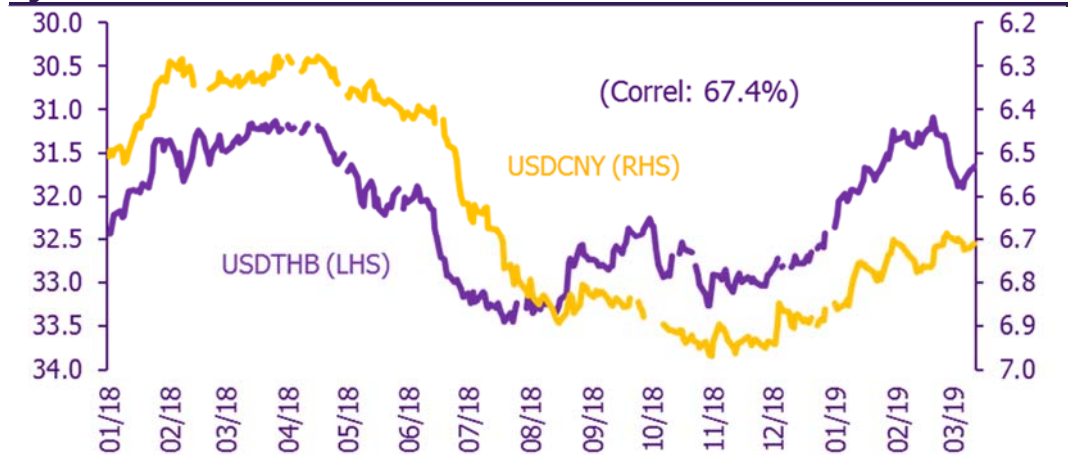
ค่าเงินบาทจะอยู่ที่ระดับใดในปีนี้? ในปี 2562 คาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากระดับเฉลี่ย 32.3 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐในปี 2561 สู่ช่วง 31-32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ เพราะเหตุผล 4 ประการ ประการแรก คือ ดอลลาร์สหรัฐจะอ่อนค่าลง เนื่องจากเฟดมีท่าทีผ่อนคลายนโยบายการเงิน (Dovish) มากขึ้นในระยะหลังนี้ การเปลี่ยนแปลงในคาดการณ์อัตราดอกเบี้ยอาจกระตุ้นความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยง ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง และสกุลเงินในตลาดเกิดใหม่แข็งค่าขึ้น เช่น เงินบาท

Figure 11: อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์สหรัฐ (ปี 2559-ปัจจุบัน)

Source: CEIC, SCBS Wealth Research

เหตุผลประการที่สอง คือ การคาดการณ์ถึงเงินดอลลาร์ที่เดินสะพัดจำนวนมาก ประมาณการทางเศรษฐกิจล่าสุดของธนาคารแห่งประเทศไทย คาดการณ์ว่าประเทศไทยจะมีเงินดอลลาร์ที่เดินสะพัดในปี 2562 ที่ 3.45 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 6.3% ของ GDP ลดลงจาก 7.2% ของ GDP ในปี 2561 แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง เงินดอลลาร์ที่เดินสะพัดจำนวนมากหมายความว่าประเทศไทยจะยังคงมีเงินตราต่างประเทศไหลเข้ามาจำนวนมากผ่านทางช่องทางการค้า ซึ่งจะกดดันให้เงินบาทแข็งค่าขึ้น

เหตุผลประการที่สาม คือ ความต้องการสกุลเงินปลอดภัยในกรณีที่เกิดสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเงินทั่วโลก ดังเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทในปีที่ผ่านมา ซึ่งแข็งค่าขึ้นมาประมาณ 1.4% ทั้งๆ ที่เกิดสถานการณ์ความวุ่นวายทางการเงินทั่วโลก ซึ่งส่งผลทำให้สกุลเงินในตลาดเกิดใหม่อ่อนค่าลงประมาณ 1.6% (ริงกิตมาเลเซีย) ถึง 49.8% (เปโซอาร์เจนตินา) แนวโน้มเช่นนี้ได้รับปัจจัยสนับสนุนจากพื้นฐานที่แข็งแกร่งของประเทศไทย ซึ่งประกอบด้วยเงินดอลลาร์ที่เดินสะพัดสูง เงินสำรองระหว่างประเทศสูง และอัตราเงินเฟ้อต่ำ ถ้ามีสถานการณ์ความวุ่นวายเกิดขึ้นในตลาดการเงินทั่วโลกอีกครั้งในปีนี้ เงินบาทก็ยังคงมีแนวโน้มที่จะเป็นสกุลเงินที่มีความปลอดภัยมากกว่าสกุลเงินอื่นๆ ในตลาดภูมิภาค

Figure 12: USDTB vs USDCNY

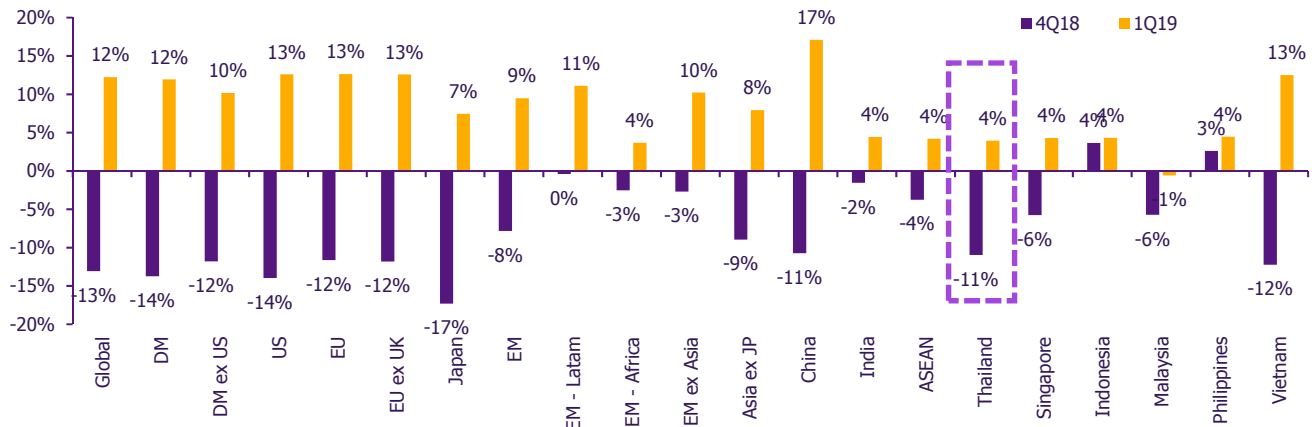
Source: CEIC, SCBS Wealth Research

เหตุผลประการที่สี่ซึ่งเป็นประการสุดท้าย คือ ค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ที่แข็งแกร่งระหว่างการเคลื่อนไหวของเงินบาทกับเงินหยวนเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ ตั้งแต่ปี 2561 ค่า correlation ระหว่างเงินสองสกุลนี้อยู่ที่ 67.4% ซึ่งถือว่าแข็งแกร่ง ตั้งแต่ต้นปีจนถึงกลางเดือนมีนาคม เงินหยวนแข็งค่าขึ้นมาแล้วประมาณ 2.0% ในขณะที่เงินบาทแข็งค่าขึ้น 2.2% ทั้งนี้ จากการที่นักวิเคราะห์ในตลาดคาดว่าเงินหยวนจะแข็งค่าขึ้น 2-3% ในปีนี้ ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่เงินบาทจะแข็งค่าขึ้นในระดับใกล้เคียงกัน

"ฟ้าหลังฝน" สำหรับสินทรัพย์เสี่ยงในไตรมาส 2 ปี 2562

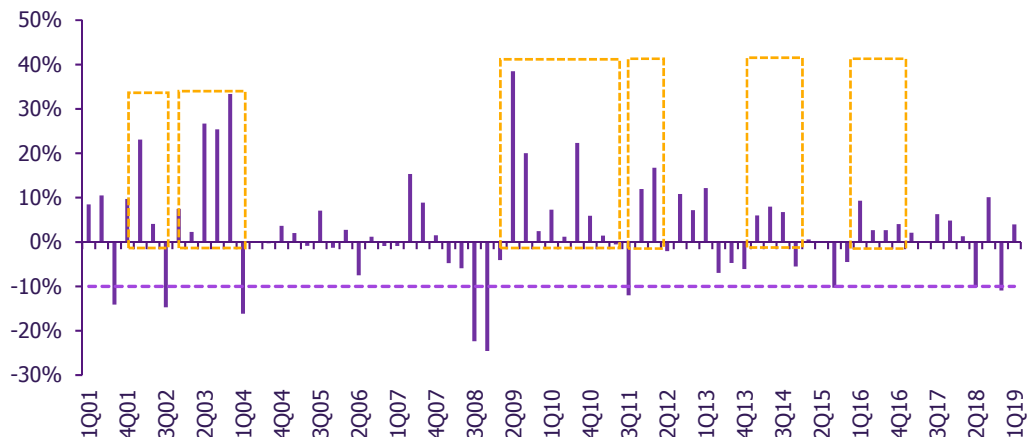
ตลาดหุ้นในเอเชีย (รวมถึงตลาดหุ้นไทย) ทะยานขึ้นแรงตั้งแต่ต้นปี 2562 โดยปรับตัวขึ้นมาแล้ว 10% ตั้งแต่นั้นปีถึงปัจจุบัน หลังจากปรับฐานลง 9% ใน 4Q61 เศรษฐกิจมหภาคในภาพรวมชี้ให้เห็นว่าประเทศไทยยังคงอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น (late cycle) อย่างไรก็ตาม การเปลี่ยนท่าทีมาใช้นโยบายการเงินแบบดั่งตัว (Hawkish) ลดน้อยลงโดยธนาคารกลางหลักๆ และแพ็คเกจกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่ามหาศาลในจีนจะส่งผลทำให้ความกังวลเกี่ยวกับภาวะ late cycle ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเป็นบวกต่อตลาดหุ้น นอกจากนี้เรายังสังเกตเห็นความเป็นไปได้ที่ความเสี่ยงด้านความขัดแย้งระหว่างภูมิภาคจะผ่อนคลายลง เนื่องจากสหรัฐฯ และจีนบรรลุข้อตกลงยุติข้อพิพาทการค้าชั่วคราว และการเดินทางสู่ข้อตกลง Brexit จะช่วยสนับสนุนให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากทิศทางการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในปี 2553-2562 เราพบว่าราคาหุ้นมักจะฟื้นตัวขึ้นมากกว่า 60% จากจุดต่ำสุด สู่ระดับก่อนที่ จะปรับตัวลดลง ภายใน 2-3 ไตรมาส

Figure 13: ผลตอบแทนตลาดหุ้น



Source: Bloomberg, SCBS Wealth Research

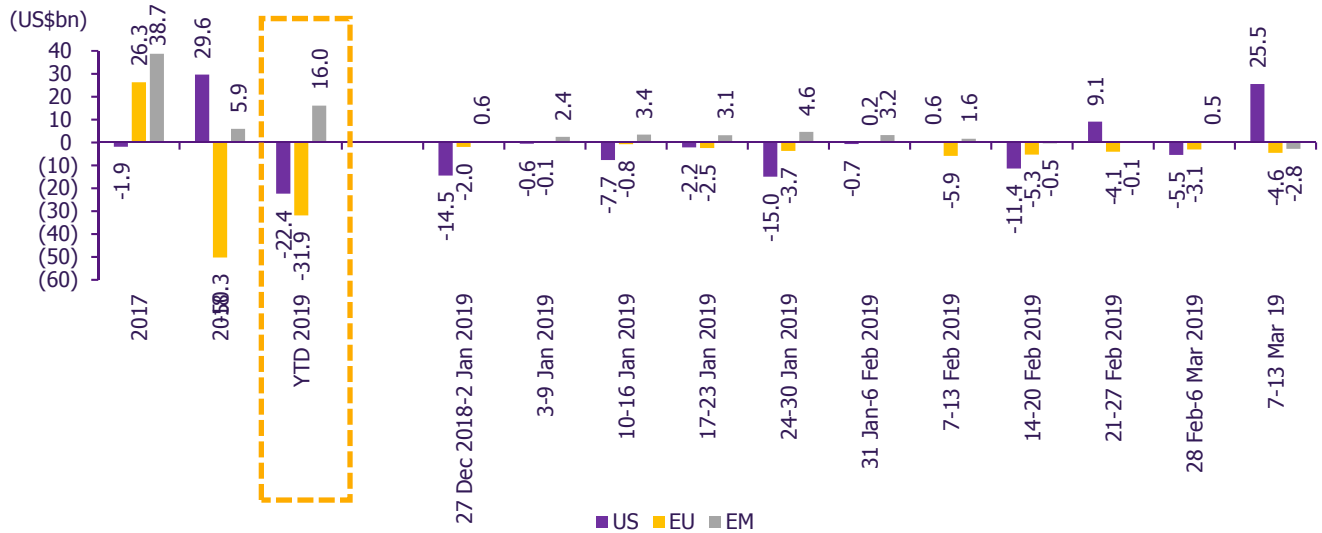
Figure 14: ช่วงเวลาและระดับการฟื้นตัวของ SET



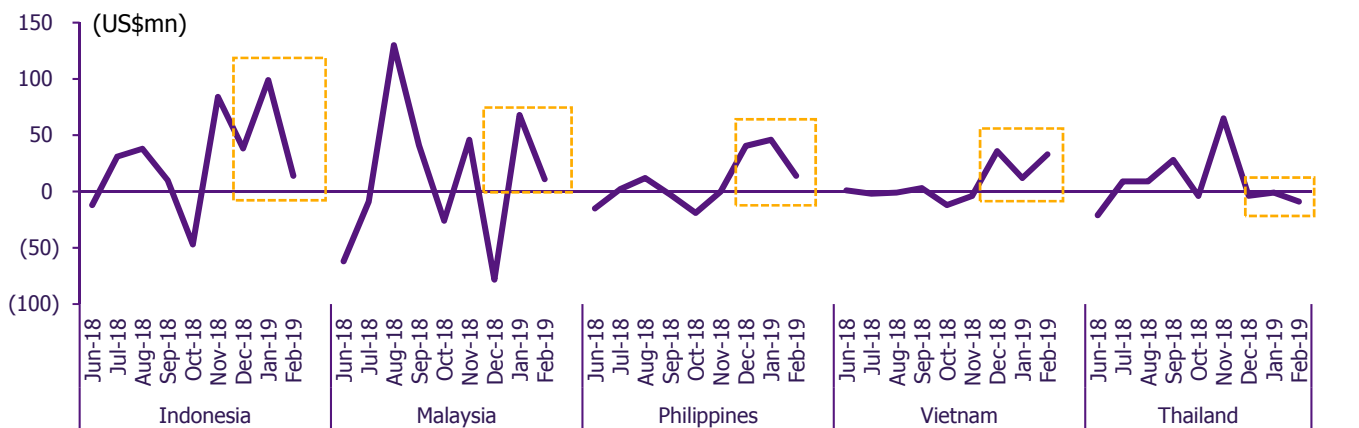
Source: Bloomberg, SCBS Wealth Research

...ความเสี่ยงทางการเมืองภายในประเทศจะสร้างแรงกดดันต่อ SET และ fund flow

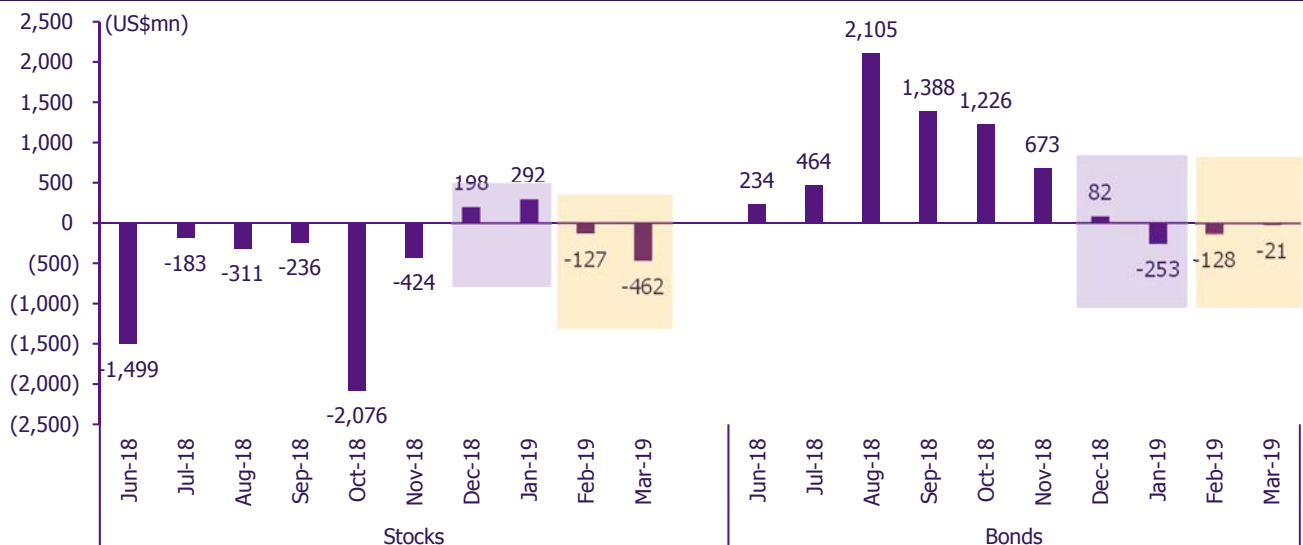
ตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน SET ปรับตัว underperform ตลาดหุ้นเอเชียและตลาดหุ้นเกิดใหม่อยู่ 6% และ 5% ตามลำดับ ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลงอีกครั้งในเดือนมีนาคม 2562 เมื่อศาลรัฐธรรมนูญมีคำสั่งให้ยุบพรรคไทยรักษาชาติ (เครือข่ายของพรรคเพื่อไทย) และพรรคการเมืองหลักๆ หลายพรรคประกาศให้นโยบายขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเป็นวาระเร่งด่วนที่จะดำเนินการหากได้เป็นรัฐบาล การเคลื่อนไหวของเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ (fund flow) แสดงให้เห็นว่าประเทศไทยเผชิญกับสถานการณ์เม็ดเงินไหลออกจากกองทุนรวม ETF สุทธิในระหว่างเดือนธันวาคม 2561 ถึงเดือนกุมภาพันธ์ 2562 ในขณะที่พบว่าตลาดหุ้นอื่นๆ ในอาเซียนมีเม็ดเงินไหลเข้ากองทุนรวม ETF สุทธิ นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิรวม 589 ล้านดอลลาร์สหรัฐในตลาดหุ้นไทย และขายสุทธิรวม 150 ล้านดอลลาร์สหรัฐในตลาดตราสารหนี้นับตั้งแต่เดือนกุมภาพันธ์ 2562 ซึ่งแสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการขาดเสถียรภาพทางการเมืองและการจัดตั้งรัฐบาลผสมที่อ่อนแอหลังการเลือกตั้ง

Figure 15: Fund flow ไหลออกจากตลาดพัฒนาแล้วมายังตลาดเกิดใหม่

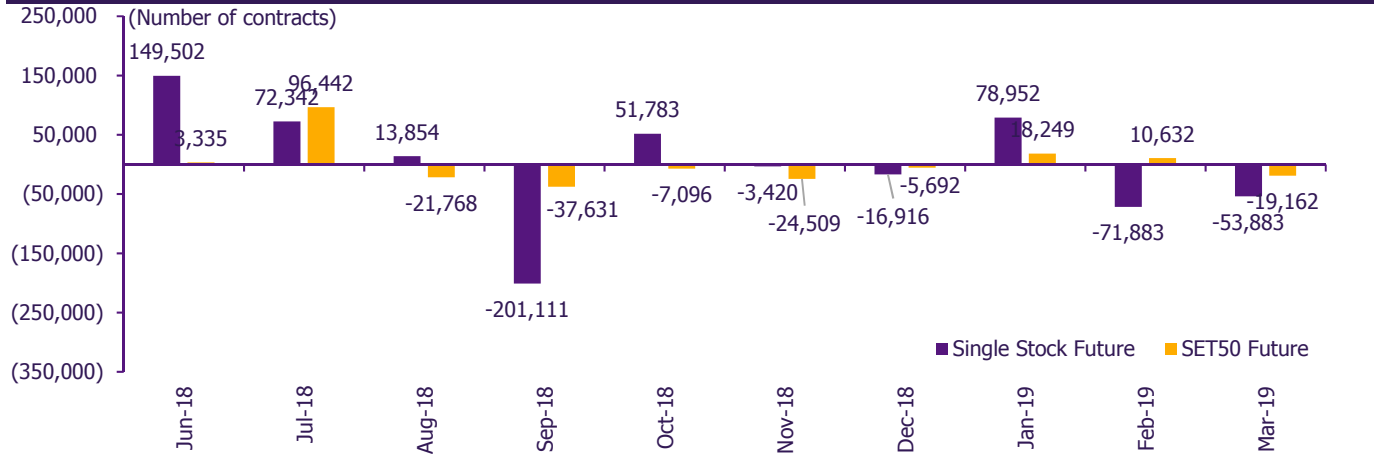
Source: Bloomberg, EPFR, SCBS Wealth Research

Figure 16: เม็ดเงินไหลออกจากกองทุนรวม ETF ในประเทศไทย ในขณะที่กองทุนรวม ETF ในประเทศอื่นๆ มีเม็ดเงินไหลเข้า

Source: Bloomberg, EPFR, SCBS Wealth Research

Figure 17: ไม่มีเม็ดเงินใหม่จากนักลงทุนต่างชาติ

Source: SET, SCBS Wealth Research

Figure 18: ...ตลาดสัญญาซื้อขายล่วงหน้า (Futures) ที่มีสถานะ short สหิ

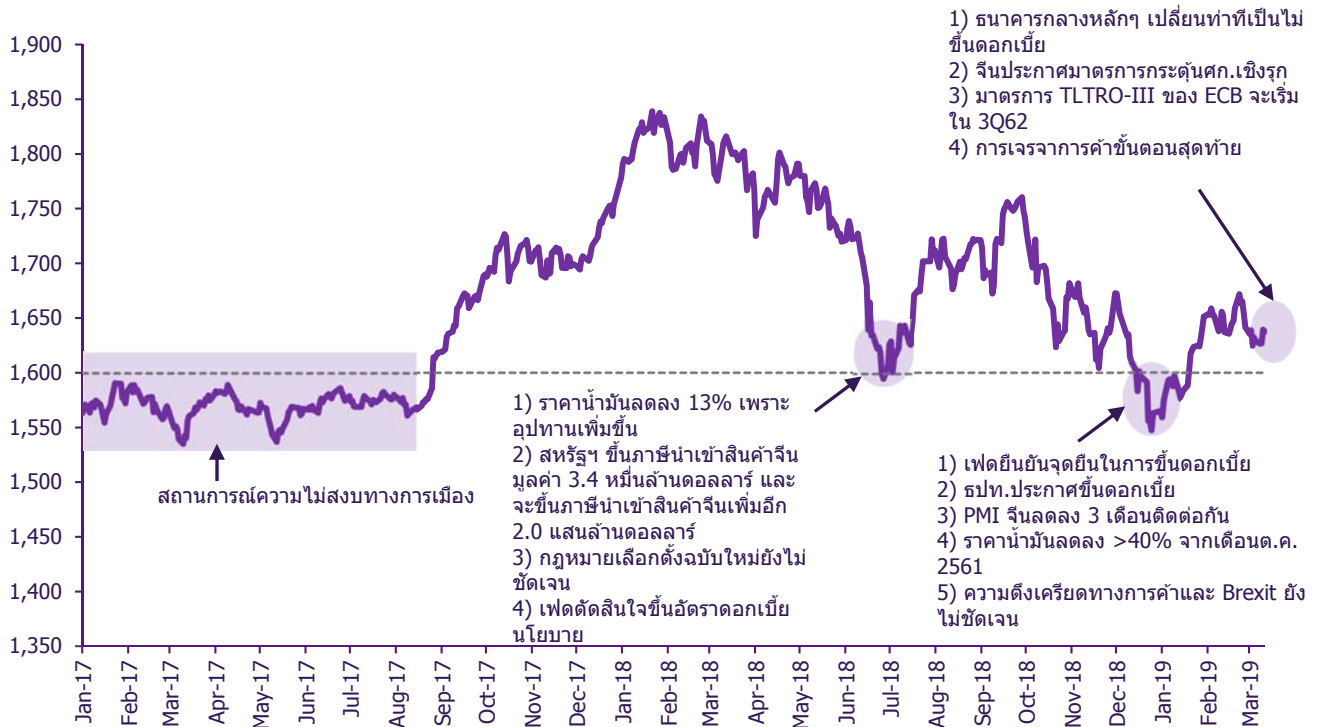
Source: SET, SCBS Wealth Research

มุมมองระยะยาวต่อความเสี่ยงทางการเมืองหลังการเลือกตั้ง

เรามองบวกต่อเสถียรภาพและการเปลี่ยนผ่านอย่างราบรื่นจากรัฐบาลชุดปัจจุบันไปสู่รัฐบาลชุดใหม่ที่มาจากการเลือกตั้ง เรามองว่าไม่น่าจะมีการชุมนุมประท้วงและความไม่สงบทางการเมืองเกิดขึ้น ดังนั้นเราคาดว่าสภาพคล่องจะเพิ่มขึ้นและเม็ดเงินลงทุนจะไหลเข้ามามากขึ้นก่อนการเลือกตั้ง เราคาดว่าจะเกิดสภาวะการเมืองชะงักงันหลังการเลือกตั้งในแง่การบริหารการเงินภายใต้กรอบแนวคิดใหม่ของพระราชบัญญัติวินัยการเงินการคลัง และแผนยุทธศาสตร์ชาติ 20 ปี ทั้งนี้ภายใต้กฎหมายใหม่ รัฐบาลใหม่จะเผชิญข้อจำกัดบางอย่าง และจะทำให้จัดทำนโยบายเศรษฐกิจได้ยากขึ้น นอกจากนี้ การเปลี่ยนแปลงรายละเอียดของกฎบัตรหลังการเลือกตั้งอาจจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมือง และเม็ดเงินลงทุนไหลออก ซึ่งจะส่งผลทำให้รัฐบาลผสมอ่อนแอ และจะส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพและสภาพแวดล้อมในการลงทุน

SET มี downside จำกัด

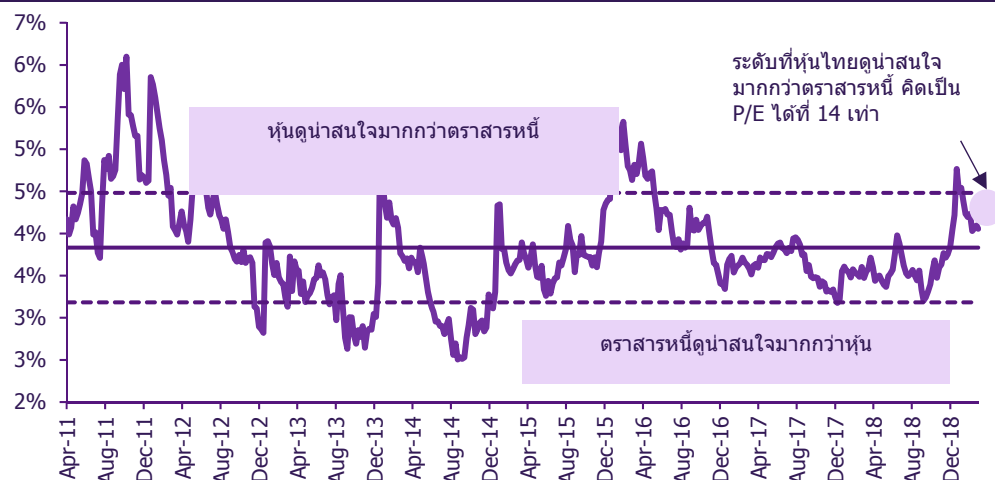
ตลาดเคลื่อนไหวในลักษณะ sideways หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในเดือนมกราคม 2562 โดยนักลงทุนส่วนใหญ่คอยสังเกตการณ์อยู่ภายนอกก่อนการเลือกตั้งและการเปลี่ยนผ่านสู่รัฐบาลใหม่ นอกจากนี้แนวโน้มเศรษฐกิจทั่วโลกยังคงอ่อนแอ ราคาหุ้นระดับต่ำและเม็ดเงินลงทุนต่างชาติไหลออกสะท้อนถึงความเสี่ยงทางการเมือง เราไม่คิดว่าตลาดจะปรับตัวลดลงสู่จุดต่ำสุดที่เคยทำไว้ก่อนหน้านี้ในเดือนกรกฎาคม 2561 ที่ 1,600 จุด และเดือนธันวาคม 2561 ที่ 1,550 จุด เนื่องจากภาวะการลงทุนและ sentiment ในตอนนี้ดีกว่าช่วงก่อนหน้านี้อย่างมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลจีน และ ECB นอกจากนี้แล้ว ธนาคารกลางสหรัฐฯ จะอดทนในแง่การขึ้นอัตราดอกเบี้ย และจะยุติการลดขนาดงบดุลในปี 2562 ซึ่งทั้งสองอย่างนี้เป็นบวกต่อสินทรัพย์เสี่ยง ดังนั้นเราจึงคาดว่า SET จะมี downside จำกัด

Figure 19: การเปรียบเทียบเศรษฐกิจในภาพรวมและเหตุการณ์ต่างๆ กับจุดต่ำสุดเดิม

Source: SCBS Wealth Research

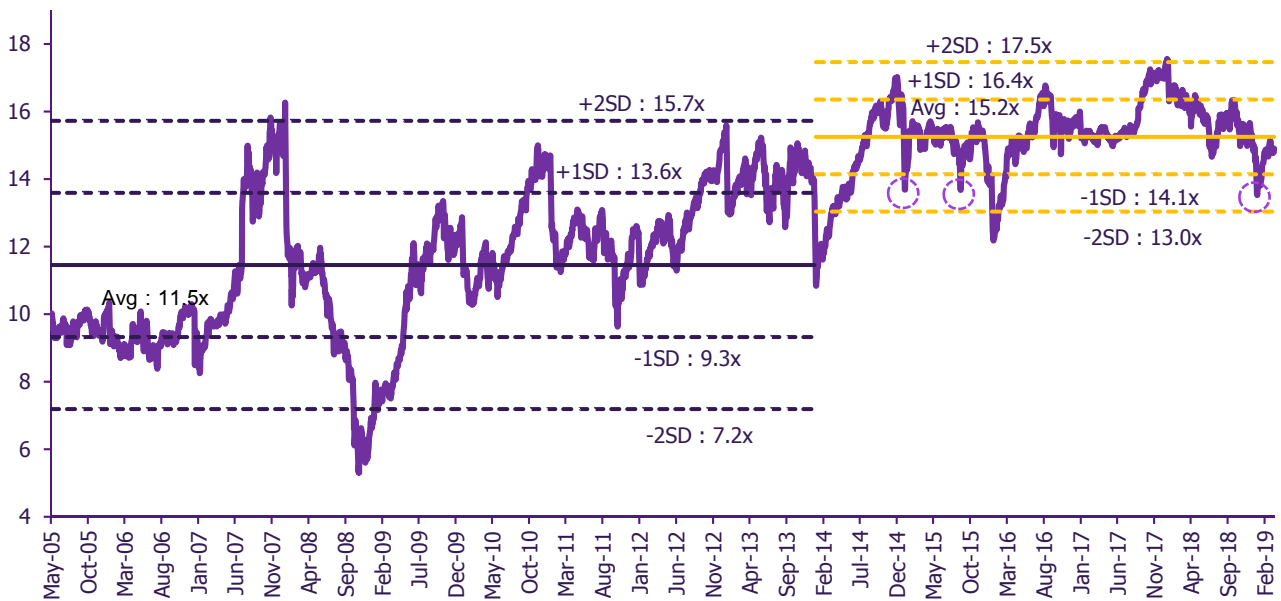
...รอส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัยเพิ่ม เนื่องจากหุ้นไทยไม่ได้ถูกเมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ

เราแนะนำให้รอส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) ปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเข้าซื้อหุ้นไทยท่ามกลางสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูงมากในช่วงเปลี่ยนผ่านหลังการเลือกตั้งและเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว ทั้งนี้เมื่ออิงกับอัตราส่วน forward P/E และส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นกับพันธบัตร (earnings yield gap) ระดับ valuation ที่น่าสนใจอยู่ที่ P/E 14 เท่า เราเชื่อว่าโซนเข้าซื้ออยู่ระหว่าง 1,550-1,600 จุด ในขณะที่โซนขายอยู่ระหว่าง 1,750-1,800 จุด หรือ 8-10% จากระดับปัจจุบัน เมื่อดูจาก valuation scorecard ของตลาดหุ้นไทย (ซึ่งอิงกับ relative P/E, P/B, อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และ EV/EBITDA เพื่อใช้เป็นค่าอ้างอิงและค่าเฉลี่ยระยะยาว) ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะแพงเล็กน้อย โดยอยู่ที่ P/E 15 เท่า, P/B 1.8 เท่า และ EV/EBITDA 10 เท่า บน valuation scorecard ของภูมิภาคเอเชีย เมื่อเปรียบเทียบกับตลาดอื่นๆ ดังนั้นเรามองว่าตลาดหุ้นไทยอาจจะยังไม่เห็นเม็ดเงินจากนักลงทุนต่างชาติไหลเข้ามามากนัก เพราะ valuation สูงกว่าแนวโน้มการเติบโตต่ำกว่า และความเสี่ยงทางการเมืองมากกว่าตลาดอื่นๆ

Figure 20: Earnings yield gap

Source: SET, ThaiBMA, SCBS Wealth Research

Figure 21: Forward P/E



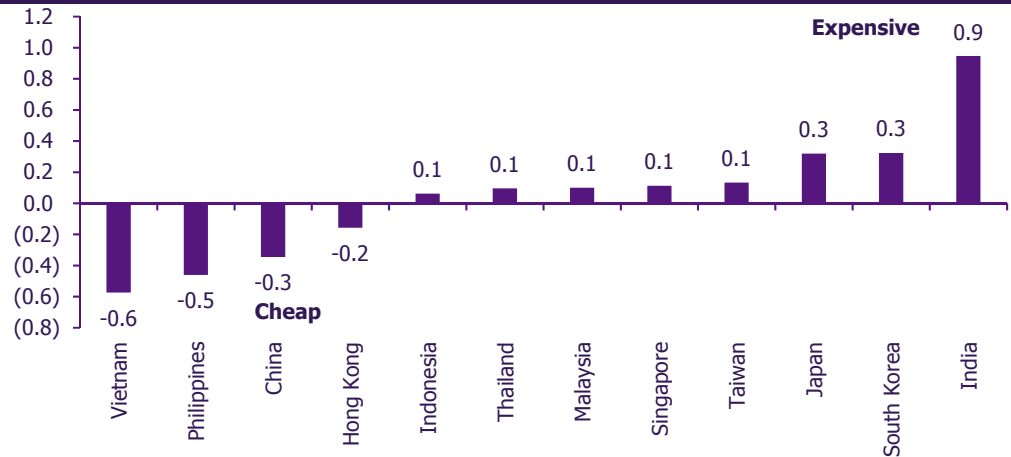
Source: Bloomberg, SET, SCBS Wealth Research

Figure 22: Valuation scorecard เทียบกับค่าอ้างอิง



Source: Bloomberg, SCBS Wealth Research

Figure 23: Valuation scorecard เทียบกับระดับในอดีต



Source: Bloomberg, SCBS Wealth Research

นโยบายค่าจ้างขั้นต่ำใหม่เป็นลบสำหรับการเติบโตระยะยาว

ทุกพรรคการเมืองมีนโยบายขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำระดับอย่างน้อย 400 บาท/วัน นอกจากนี้พรรคพลังประชารัฐและพรรคเพื่อไทยยังมีนโยบายที่จะปรับเงินเดือนขั้นต่ำสำหรับผู้จบปริญญาตรีขึ้นระดับอย่างน้อย 18,000 บาท/เดือนอีกด้วย

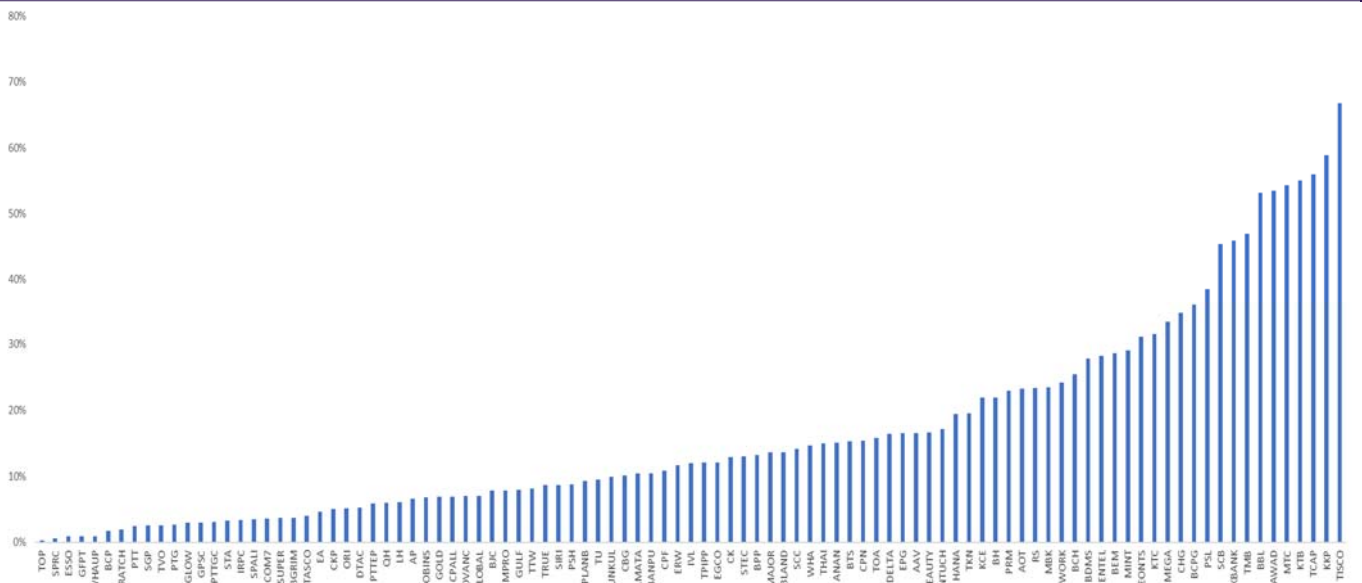
Figure 24: นโยบายหาเสียงเลือกตั้งโดยเสนอขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ

	ค่าจ้างขั้นต่ำ	เงินเดือนขั้นต่ำสำหรับผู้จบปริญญาตรี
พลังประชารัฐ	400-425	20,000
เพื่อไทย	400	18,000
ประชาธิปัตย์	400	-
อนาคตใหม่	450	-

Source: Bangkok Post, The Nation, SCBS Wealth Research

การวิเคราะห์ของเราพบว่าการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำจะส่งผลกระทบต่อภาคการผลิต เช่น อิเล็กทรอนิกส์ และยานยนต์ ในอุตสาหกรรมที่ใช้แรงงานเข้มข้น ต้นทุนค่าแรงมีความสำคัญมากกว่าต้นทุนค่าลงทุนอย่างมาก ต้นทุนค่าแรงคิดเป็นสัดส่วน 19-22% ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และ 18-19% ของยอดขายสำหรับผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และมากกว่า 15%/10% ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน/ยอดขายสำหรับผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ ในขณะเดียวกัน บริษัทที่รับเหมาก่อสร้างก็จะได้รับผลกระทบจากนโยบายนี้ เพราะต้นทุนค่าแรงคิดเป็นสัดส่วน 13% และ 12% ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และยอดขาย อีกทั้งต้นทุนค่าแรงยังคิดเป็นสัดส่วน 10% ของต้นทุนโครงการทั้งหมดด้วย นอกเหนือจากเกณฑ์ LTV และความต้องการซื้อที่ลดลงแล้ว การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำยังจะสร้างแรงกดดันเพิ่มเติมต่อบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์อีกด้วย เนื่องจากต้นทุนค่าแรงคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 15% ของต้นทุนโครงการทั้งหมด กลุ่มธนาคารและการเงินก็จะได้รับผลกระทบจากนโยบายประชานิยมนี้ด้วยเช่นกัน เนื่องจากจะมีการปรับเงินเดือนขั้นต่ำสำหรับพนักงานใหม่ที่จบปริญญาตรีเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ก็จะสร้างแรงกดดันทางอ้อมต่อภาคบริการ เช่น โรงแรม และการแพทย์ ซึ่งค่าใช้จ่ายพนักงานคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 20% ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและยอดขาย เราเชื่อว่าค่าจ้างสำหรับแรงงานมีฝีมือจะถูกปรับขึ้นเพื่อคงส่วนต่างกับแรงงานไร้ฝีมือไว้ที่ 100-200 บาท/วัน สายการบินก็จะเผชิญความเสี่ยงใหม่จากต้นทุนค่าแรงที่จะเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่คิดเป็นสัดส่วน 15-17% ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงาน และ 16% ของยอดขายท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรง ดังนั้นอัตราค่าจ้างใหม่จะเป็นสาเหตุทำให้เกิดปัญหาด้านอุปทานและราคาผ่านทางค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่สูงขึ้น ซึ่งจะนำไปสู่การย้ายฐานการผลิต เนื่องจากประเทศไทยมีค่าจ้างที่สูงกว่า แต่ผลิตภาพต่ำกว่าประเทศเพื่อนบ้าน การขึ้นค่าจ้างโดยไม่ได้คาดการณ์ไว้จะส่งผลทำให้เกิดความสูญเสียทางเศรษฐกิจจากการจัดสรรทรัพยากรที่ถูกบิดเบือนสืบเนื่องมาจากการหาเสียงเลือกตั้งแทนที่จะอิงกับพื้นฐานทางเศรษฐกิจ ซึ่งจะทำให้มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะการว่างงานสำหรับแรงงานไร้ฝีมือและความเหลื่อมล้ำทางรายได้ในระยะยาว

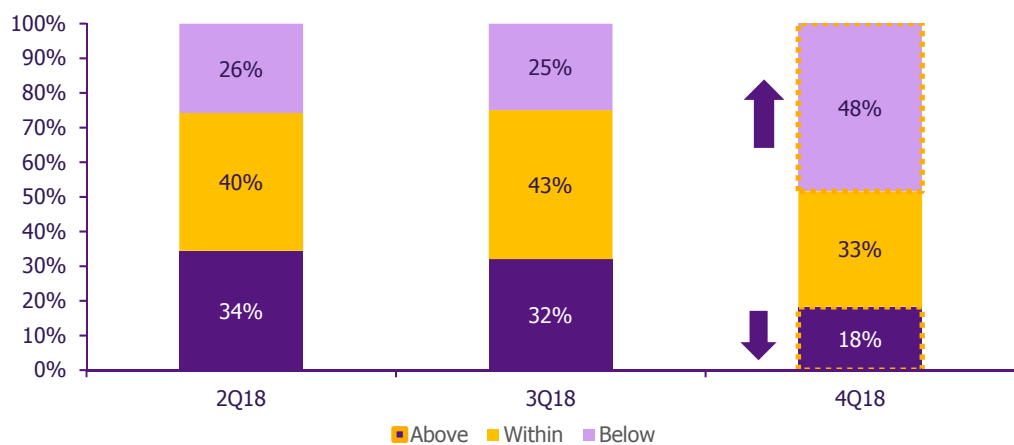
อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อกำไรอาจจะไม่สูงมาก เพราะบริษัทใหญ่ๆ จ่ายค่าจ้างให้กับคนงานสูงกว่าค่าจ้างขั้นต่ำอยู่แล้ว อีกทั้งยังสามารถขอให้ซัพพลายเออร์ช่วยรับภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้นบางส่วน แต่การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าในครั้งนี้อาจทำได้ยาก เนื่องจากแนวโน้มเศรษฐกิจเปราะบาง

Figure 25: ต้นทุนค่าแรงคิดเป็น % ของค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานทั้งหมด

Source: Company data, SCBS Wealth Research

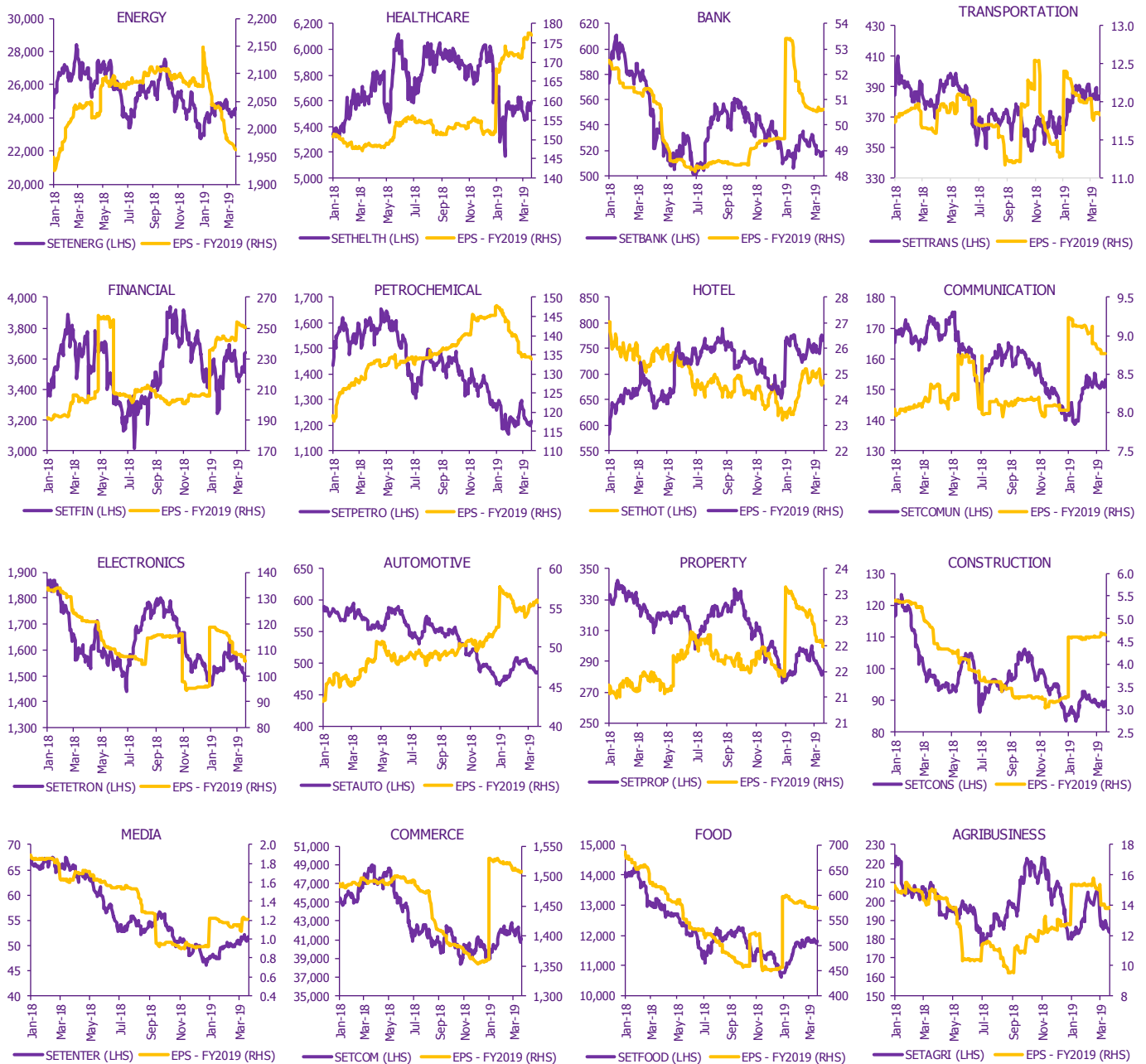
การปรับลดประมาณการกำไรใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว

บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราประมาณ 48% รายงานกำไรสุทธิต่ำกว่าคาดใน 4Q61 (เทียบกับ 25%/26% ใน 3Q61/2Q61) ในขณะที่มีเพียง 18% ที่รายงานกำไรดีกว่าคาด เนื่องจากการเติบโตชะลอตัว (เทียบกับ 32%/34% ใน 3Q61/2Q61) ส่งผลให้นักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนลดลง 5% ตั้งแต่ต้นปี 2562 มากกว่าที่ปรับลดลง 1.5% ในช่วงครึ่งหลังของปีก่อนอย่างมาก เราเชื่อว่านักวิเคราะห์มีมุมมองระยะยาวมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตในปี 2562 ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ต่ำที่จะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการของนักวิเคราะห์ในตลาด เราพบความไม่เข้ากันระหว่างแนวโน้มอุตสาหกรรมกับการปรับประมาณการกำไรอยู่บ้าง เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรในกลุ่มยานยนต์ อิเล็กทรอนิกส์ อสังหาริมทรัพย์ และอาหาร เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของกลุ่มเหล่านี้อ่อนตัวลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจะเห็นการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง พลังงาน และท่องเที่ยว เนื่องจากราคาน้ำมันและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติฟื้นตัวขึ้น

Figure 26: กำไรสุทธิ 4Q61 ต่ำกว่าคาด

Source: Bloomberg, Factset, SCBS Wealth Research

Figure 27: การปรับประมาณการ EPS แยกรายกลุ่มอุตสาหกรรม และการเคลื่อนไหวของดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม

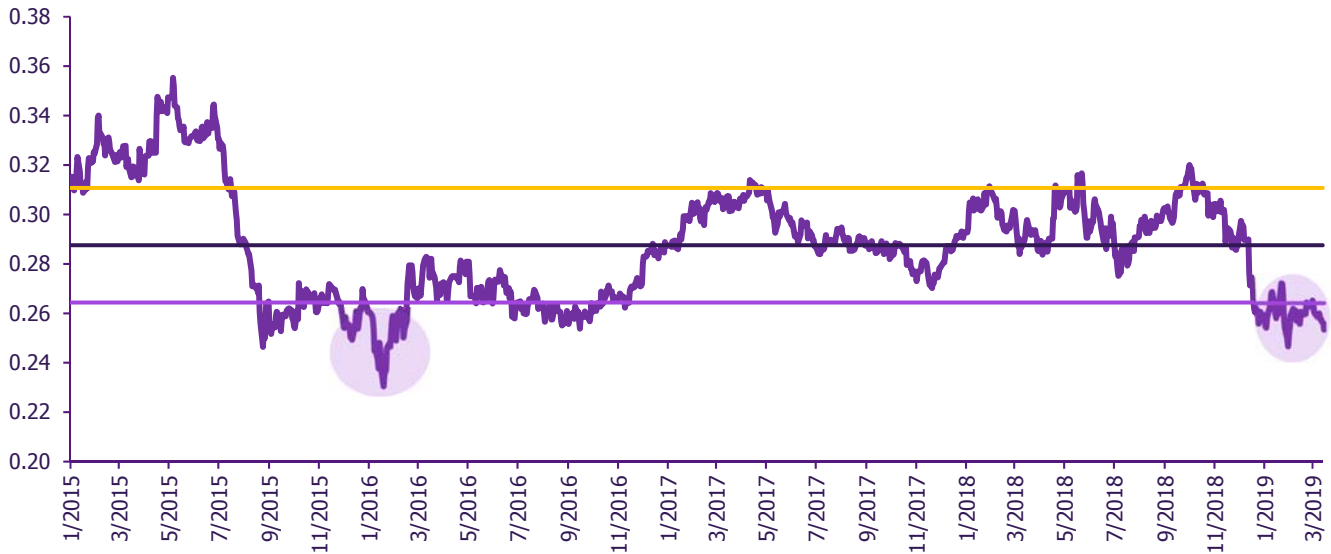


Source: Bloomberg, Factset, SCBS Wealth Research

ชอบหุ้นวัฏจักรมากกว่าหุ้นดั่งรับในไตรมาส 2 ปี 2562

ดัชนีหุ้นดั่งรับ (defensive index) ในตลาดหุ้นไทยปรับตัว outperform ดัชนีหุ้นวัฏจักร (cyclical index, ไม่รวมกลุ่มการเงิน) อยู่ 3% นับตั้งแต่ต้นปี 2562 สะท้อนมุมมองระยะวัฏจักรที่นักลงทุนมีต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไร นอกจากนี้ถ้าอัตราส่วนดัชนีหุ้นดั่งรับต่อดัชนีหุ้นวัฏจักรก็ปรับตัวลดลงเข้าใกล้จุดต่ำสุดนับตั้งแต่ 1Q59 สำหรับ 2Q62 เราชอบหุ้นวัฏจักรมากกว่าหุ้นดั่งรับ เนื่องจากเราคาดว่า: 1) อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย เงินบาทแข็งค่า และความไม่แน่นอนด้านนโยบายทั่วโลกจะกลายเป็นเรื่องปกติ ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อหุ้นดั่งรับ และ 2) การฟื้นตัวของดัชนี PMI ของเอเชียในเดือนถัดๆ ไป ราคาน้ำมันทรงตัว และการฟื้นตัวของภาคบริการอย่างต่อเนื่อง จะช่วยสนับสนุนหุ้นวัฏจักร เมื่อนำมารวมกัน การคาดการณ์ในภาพใหญ่ชี้ให้เห็นว่าหุ้นวัฏจักรมีแนวโน้มที่จะปรับตัว outperform หุ้นดั่งรับใน 2Q62 โดยในกลุ่มหุ้นวัฏจักร เราชอบกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี และธุรกิจการเกษตร top picks ใน 2Q62 ของเรา คือ PTTEP, IVL, IRPC, GFPT และ TU

Figure 28: ดัชนีหุ้นรัฐกิจและหุ้นดัชนี



Source: SCBS Wealth Research

Figure 29: น้ำหนักการลงทุนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

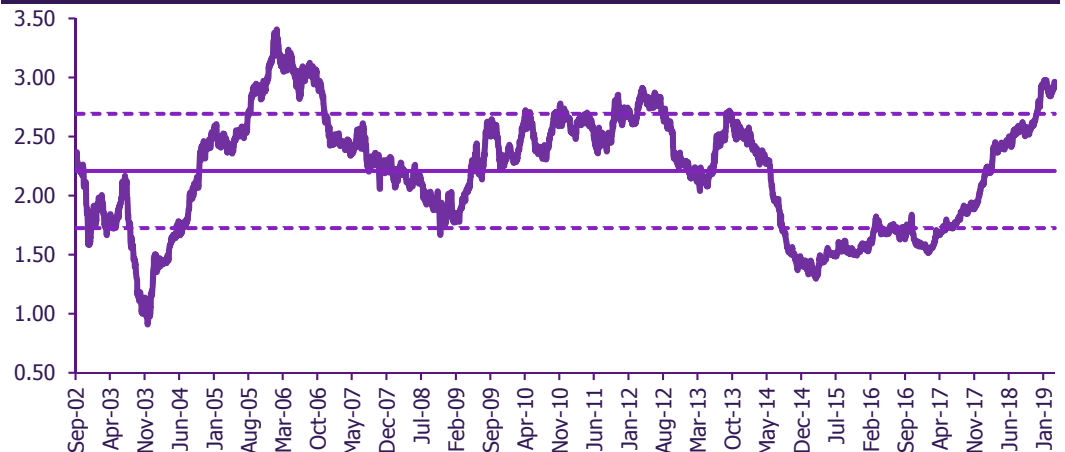
	Rating	Valuations		ปัจจัยขับเคลื่อน
		เทียบตลาด	เทียบค่าเฉลี่ยระยะยาว	
ปิโตรเคมี	Overweight	-0.9	-0.7	Spread พื้นตัว (+), โมเมนตัมการเติบโตของกำไร (+), ภาพรวมเศรษฐกิจดีขึ้น (+)
ธุรกิจการเกษตร	Overweight	-0.5	-0.3	เอลนีโญ (+), อุปสงค์พื้นตัว (+), การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนมีบทสรุปที่เป็นบวก (+)
ธนาคาร	Neutral	-1.2	-1.0	สินเชื่อขยายตัวต่อเนื่อง (+), ความกังวลเกี่ยวกับ NPL และรายได้ค่าธรรมเนียม (-)
พลังงานและสาธารณูปโภค	Neutral	0.2	0.6	พลังงาน - ราคาน้ำมันพื้นตัว, valuation ถูก; สาธารณูปโภค - valuation แพง
ท่องเที่ยว	Neutral	0.1	0.2	การท่องเที่ยวฟื้นตัว (+), สิ้นสุดมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม Visa-on-arrival (-), อุปทานเพิ่มขึ้นมาก (-)
อาหารและเครื่องดื่ม	Neutral	0.1	0.1	การแข่งขันสูงขึ้น (-), ภาษีน้ำตาล (-), ตลาดส่งออกอ่อนแอ (-)
โทรคมนาคม	Neutral	-0.9	-0.4	Valuation ถูก (+), ขยายเวลาชำระค่างวดประมูลคลื่น 900MHz (+), การแข่งขัน (-)
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	-0.5	-0.1	โมเมนตัมการเติบโตของจีน (+), บาทแข็งค่า (-)
พาณิชย์	Neutral	0.1	0.2	การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคฟื้นตัว (+), valuation สูง (-)
การแพทย์	Neutral	0.1	0.1	ปริมาณผู้ป่วยเติบโตสูง (+), ไซท์วัดใหญ่ขนาดใหญ่ (+), valuation ลดลง (+), การควบคุมราคา (-)
ขนส่ง	Neutral	1.6	1.4	การท่องเที่ยวฟื้นตัว (+), สิ้นสุดมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม Visa-on-arrival (-), ราคาน้ำมันฟื้นตัว (-)
รับเหมาก่อสร้าง	Neutral	-1.1	-1.1	ความเสี่ยงการเมือง (-), การเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐชะลอตัว (-), รัฐบาลได้จากการเลือกตั้ง (+)
ยานยนต์	Underweight	-0.5	-0.4	ฐานสูงของปีก่อน (-), ตลาดส่งออกอ่อนแอ (-), สินค้าคงคลังสูง (-), การปรับลดประมาณการกำไร (-)
อิเล็กทรอนิกส์	Underweight	0.3	0.3	อุปสงค์ทั่วโลกลดลง (-), ราคาทองแดงและทองคำสูงขึ้น (-), บาทแข็งค่า (-), เดือนกำไร (-)
อสังหาริมทรัพย์	Underweight	-0.5	-0.2	เกณฑ์ LTV ใหม่ (-), สินค้าคงคลังสูง (-), เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง (-), ความต้องการซื้อจากจีนต่ำ (-)

Source: SCBS Wealth Research

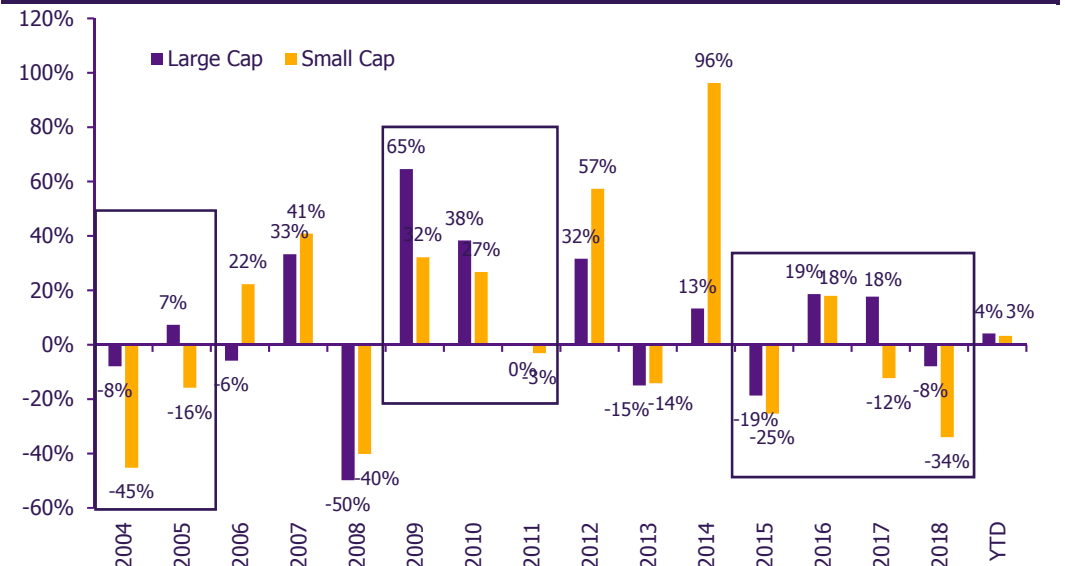
หุ้นขนาดเล็กยังคงน่าสนใจ

ในระหว่างปี 2558-2561 หุ้นขนาดเล็กปรับตัว underperform หุ้นขนาดใหญ่อยู่ 63% สอดคล้องกับแนวโน้มการเติบโตของกำไร และความคาดหวังที่ต่ำกว่าหุ้นขนาดใหญ่ เมื่ออิงกับทิศทางราคาหุ้น ดัชนีหุ้นขนาดเล็กมักปรับตัว outperform ดัชนีหุ้นขนาดใหญ่ หลังจากปรับตัวตามหลังนาน 2-3 ปี ซึ่งได้รับการยืนยันจากวัฏจักรกำไร นอกจากนี้กำไรสุทธิของหุ้นขนาดเล็กก็เติบโตสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ในปี 2560-2561 ด้วย ในขณะที่ราคาหุ้นขนาดเล็ก underperform หุ้นขนาดใหญ่ ซึ่งชี้ให้เห็นว่าไม่ใช่เพียงแค่ความคาดหวังสำหรับหุ้นขนาดเล็กจะอยู่ในระดับต่ำ แต่ประเด็นเกี่ยวกับการฟื้นตัวกลับมาเติบโตยังถูกมองข้ามไปอีกด้วย เมื่อมองในด้าน valuation พบว่าหุ้นขนาดเล็กซื้อขายที่พรีเมียมต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2555 ดังนั้นเราจึงมองว่า valuation ของหุ้นขนาดเล็กดูน่าสนใจ

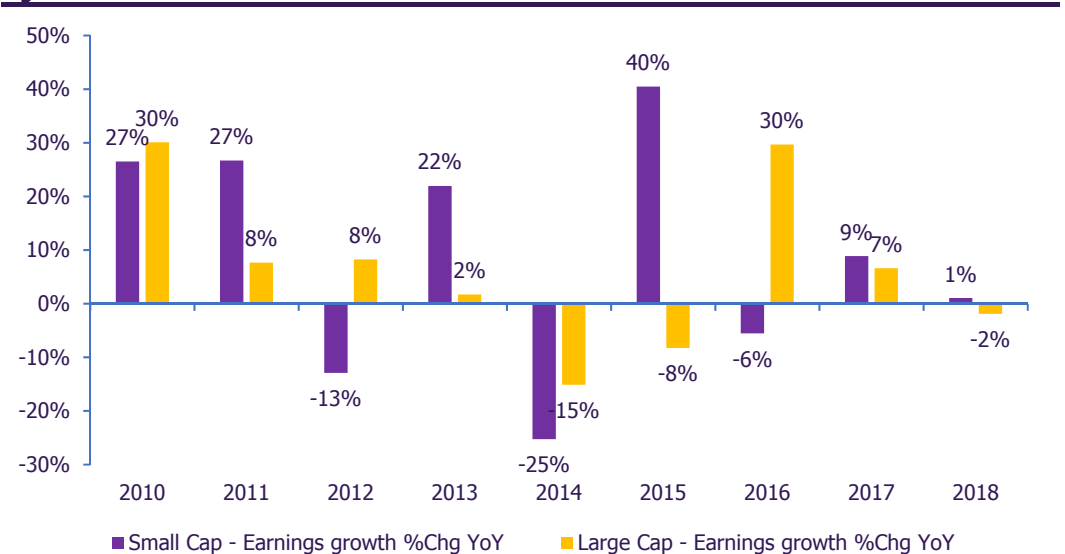
เราชอบหุ้นขนาดเล็กที่มีคุณภาพของกำไรดี การบริหารน่าเชื่อถือ กำไรเติบโตสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม และ valuation สมเหตุสมผล หุ้นขนาดเล็กที่ดูน่าสนใจมากที่สุดสำหรับเรา คือ RJH และ III ใน 2Q62 และ DDD และ JKN ใน 2H62

Figure 30: หุ่นขนาดเล็กดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับหุ่นขนาดใหญ่

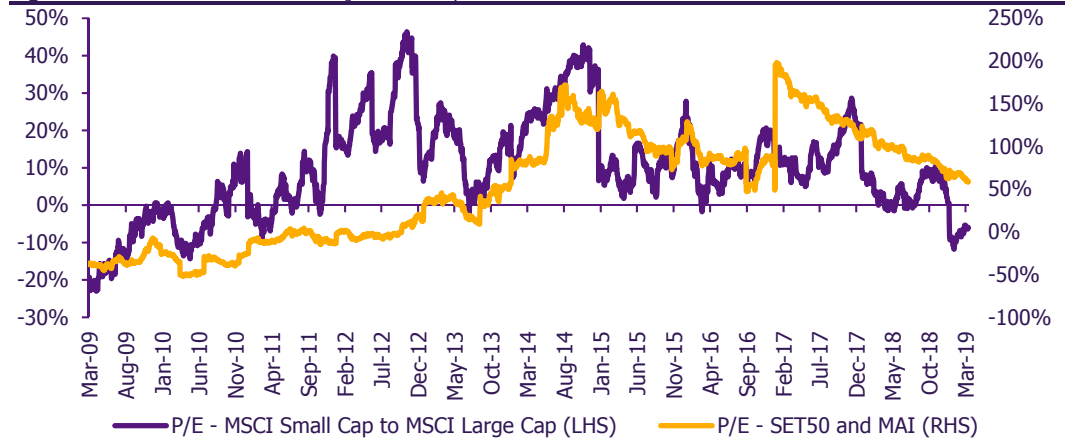
Source: SET, MSCI, SCBS Wealth Research

Figure 31: การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น

Source: SET, MSCI, SCBS Wealth Research

Figure 32: ยอดขายและกำไร

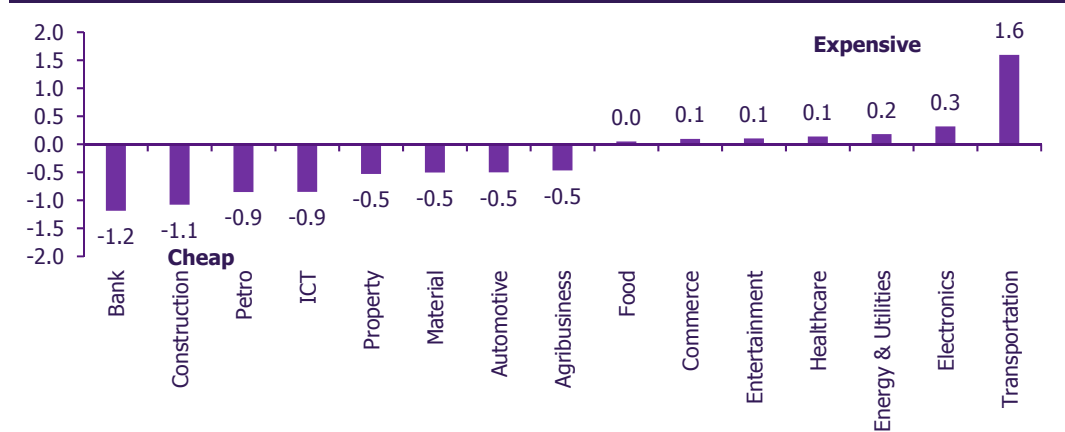
Source: SET, MSCI, SCBS Wealth Research

Figure 33: Relative valuation อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 2 ปี

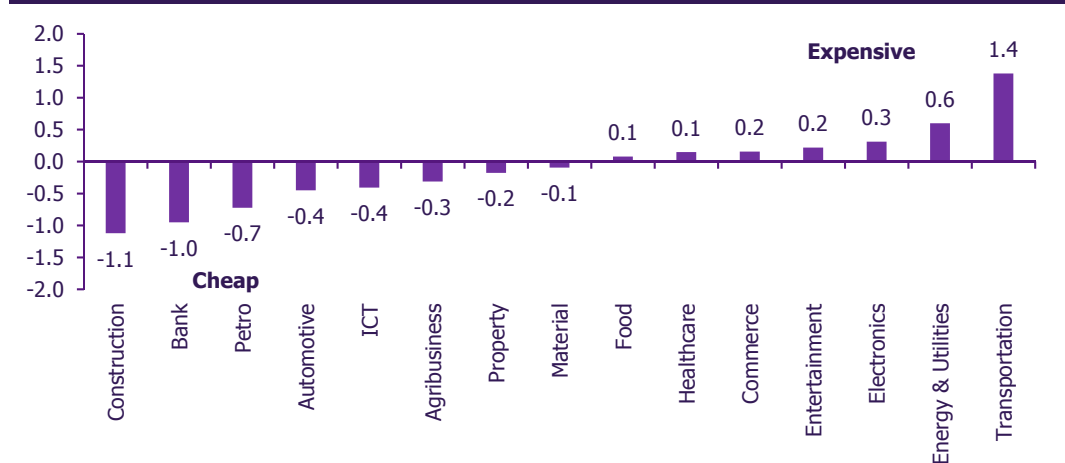
Source: SET, MSCI, SCBS Wealth Research

หุ้นกลุ่มใดถูก กลุ่มใดแพง และกลุ่มใดติดกับดักมูลค่า

เมื่อพิจารณาจาก valuation scorecard รายการกลุ่มอุตสาหกรรมของเรา (ซึ่งอิงกับ relative P/E, P/B, อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล และ EV/EBITDA เพื่อใช้เป็นค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยระยะยาว) กลุ่มขนส่ง อิเล็กทรอนิกส์ และสาธารณูปโภค ดูแพงเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในขณะที่กลุ่มธนาคาร รับเหมาก่อสร้าง และปิโตรเคมี ดูถูกกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ กลุ่มยานยนต์และอสังหาริมทรัพย์ดูน่าสนใจในแง่ valuation แต่เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรใน 2Q62 ซึ่งสะท้อนถึงกับดักมูลค่า (value trap) เนื่องจากความเสี่ยงระยะสั้นอาจจะส่งผลทำให้กำไรไม่ได้เติบโตตามที่คาดการณ์ไว้

Figure 34: Valuation scorecard รายการกลุ่มอุตสาหกรรมเทียบกับค่าอ้างอิง

Source: SCBS Wealth Research

Figure 35: Valuation scorecard รายการกลุ่มอุตสาหกรรมเทียบกับระดับในอดีต

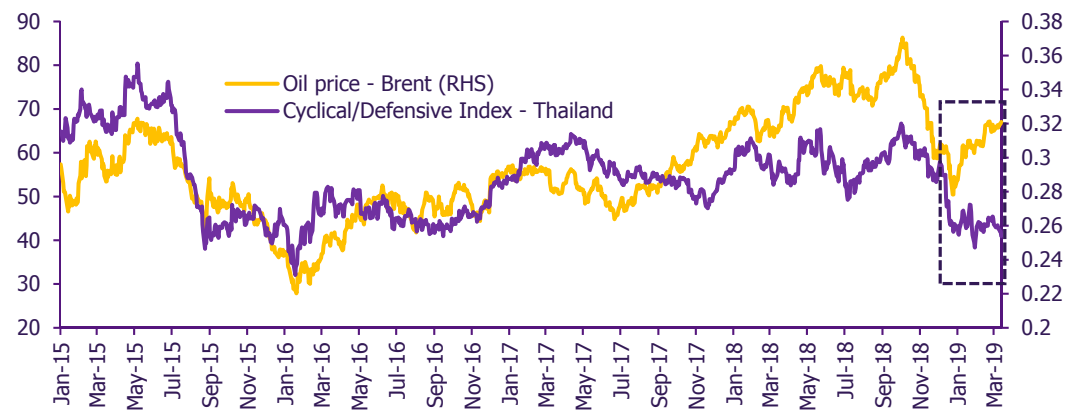
Source: SCBS Wealth Research

ไฮไลต์รายการกลุ่มอุตสาหกรรมในไตรมาส 2 ปี 2562

มองบวกต่อราคาน้ำมัน

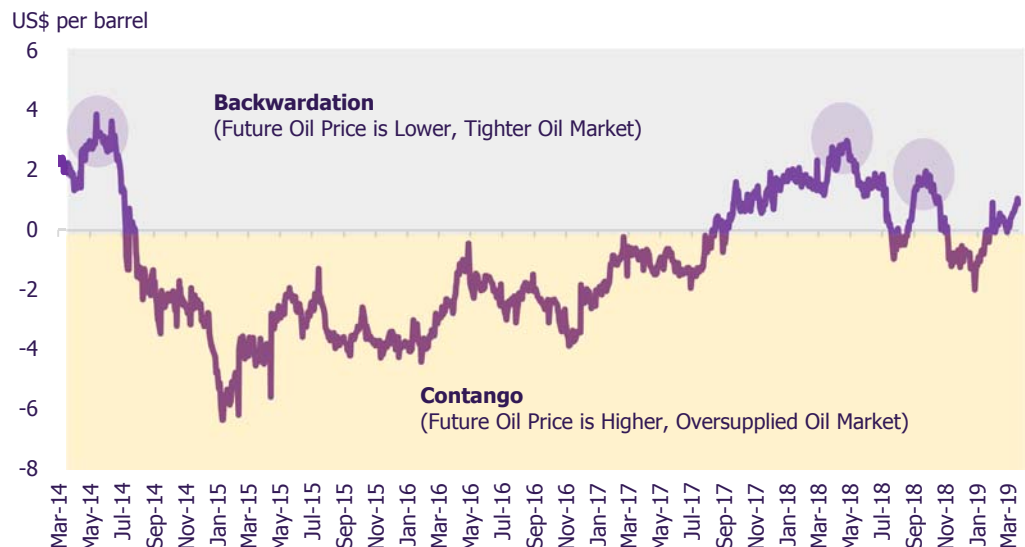
เรามองมองเชิงบวกว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากการคาดการณ์ว่าดัชนี PMI ในเอเชียจะฟื้นตัวดีขึ้น เนื่องจากราคาน้ำมันจะได้รับอิทธิพลจากพัฒนาการในเศรษฐกิจทั่วโลก ซึ่งรวมถึงการเจรจาทางการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ในด้านอุปทาน โอเปกและประเทศพันธมิตรประกาศว่าจะร่วมกันลดการผลิตลง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (โอเปก 0.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน และรัสเซีย 0.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ในช่วงที่เหลือของ 1H62 อีกทั้งเรายังพบสัญญาณการขยายระยะเวลาลดการผลิตออกไปจนถึง 2H62 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนราคาน้ำมัน นอกจากนี้แล้ว การยกเว้นมาตรการคว่ำบาตรโดยอนุญาตให้บางประเทศซื้อน้ำมันดิบของอิหร่านได้จะสิ้นสุดลงตอนต้นเดือนพฤษภาคม และหลังจากนั้นจะส่งผลทำให้อุปทานน้ำมันตึงตัวมากขึ้น ในด้าน sentiment พบว่า Brent curve เปลี่ยนมาอยู่ในภาวะ backwardation (ราคาซื้อขายเดือนใกล้สูงกว่าเดือนไกล) หลังจากอยู่ในภาวะ contango (ราคาซื้อขายเดือนใกล้ต่ำกว่าเดือนไกล) มานาน 3 เดือน โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปทานที่เติบโตน้อยลง ในขณะที่ยังมีโอกาสที่จะเติบโตเพิ่มได้อีกจนกว่า spread ของสัญญา 1 เดือนกับสัญญา 6 เดือนจะอยู่ที่ 2 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล

Figure 36: ระวังช่องว่าง



Source: Reuter, SCBS Wealth Research

Figure 37: เปลี่ยนมาอยู่ในภาวะ backwardation



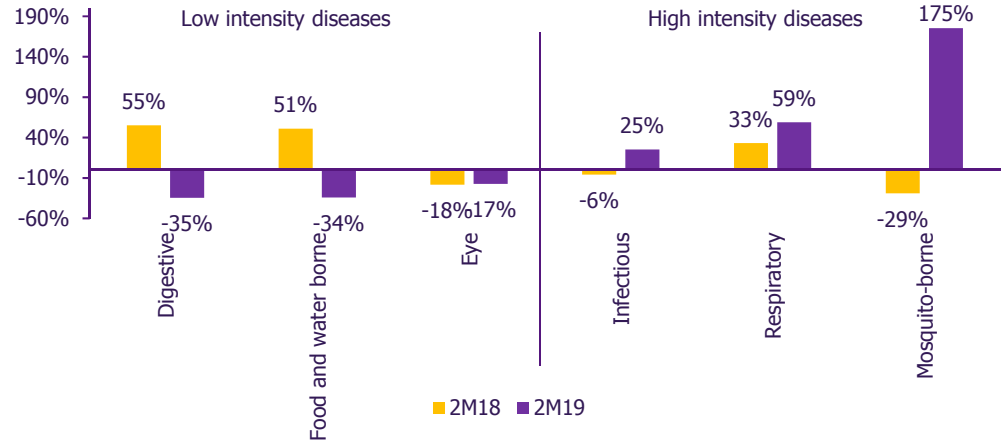
Source: Reuter, SCBS Wealth Research

จับตาดูหุ้นกลุ่มการแพทย์

กลุ่มการแพทย์ปรับตัวลดลง 0.9% ตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน underperform SET และดัชนีกลุ่มการแพทย์ภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก อยู่ 5.5% และ 13.4% ตามลำดับ เพราะ: 1) กำไรเติบโตในอัตราชะลอตัวใน 4Q61 และ 2) การขึ้นบัญชีค่ายา เวชภัณฑ์ และบริการทางการแพทย์ เป็นสินค้าและบริการที่ต้องควบคุมราคา ซึ่งสร้างแรงกดดันระยะสั้น แม้ว่าจะมีข้อจำกัดในการใช้หลักเกณฑ์ใหม่ดังกล่าวอยู่บ้าง ราคาหุ้นจะปรับตัวในลักษณะ sideways ต่อเนื่องไปจนกว่ามาตรการควบคุมราคาจะมีความชัดเจน ในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2562 จำนวนผู้ป่วยโรคซับซ้อนจากการติดเชื้อ ระบบทางเดินหายใจ และโรคที่มีเย็บเป็นพาหะ ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 25%, 59% และ 175% YoY ตามลำดับ ในขณะที่จำนวนผู้ป่วยโรคระบบทางเดินอาหาร และโรคที่เกิดจากอาหารและน้ำปรับตัวลดลง 35% และ 34% YoY ดังนั้นเราคิดว่ากำไรใน 1Q62 จะเติบโตสูงกว่าตลาดคาด โดยได้รับการ

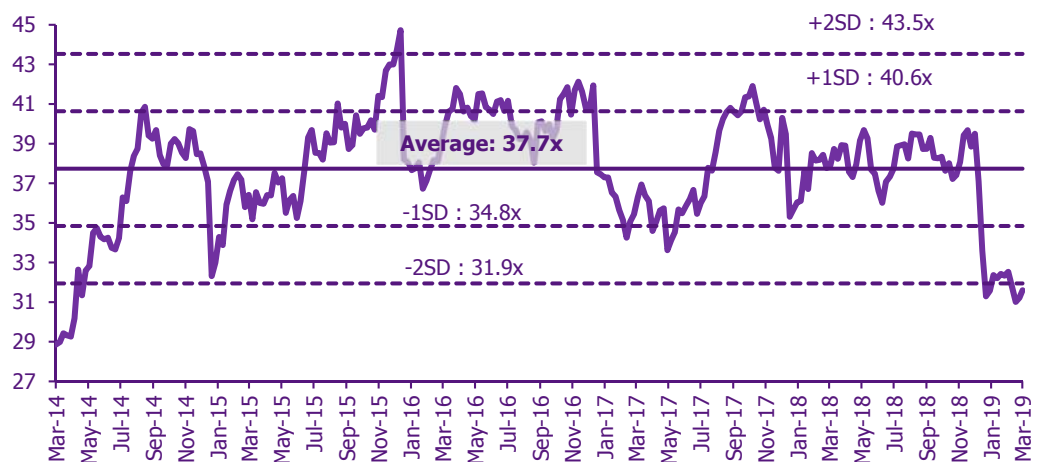
สนับสนุนทั้งจากรายได้และอัตรากำไร ในด้าน valuation หุ่นกลุ่มการแพทย์ซื้อขายที่ P/E 32 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยระยะยาว หุ่นกลุ่มการแพทย์ไทยซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ่นกลุ่มการแพทย์ในตลาดภูมิภาคอยู่ถึง 15% เนื่องจากยังมีความไม่แน่นอน เราจึงแนะนำให้รอส่วนเผื่อเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) เพิ่มขึ้นที่ P/E ต่ำกว่า 30 เท่า ก่อนที่จะเข้าซื้อหุ่นกลุ่มการแพทย์ไทย

Figure 38: จำนวนผู้ป่วยโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้นในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2562



Source: Ministry of Public Health, SCBS Wealth Research

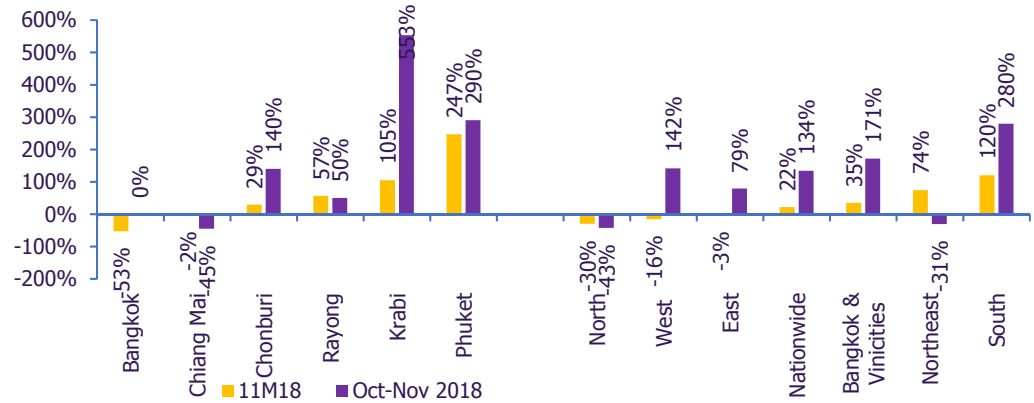
Figure 39: Valuation ดูนานใจ



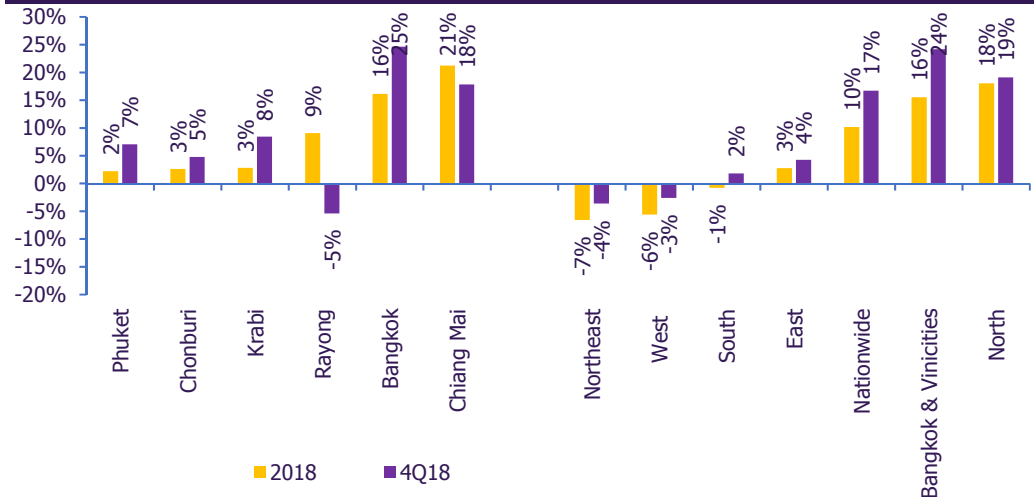
Source: Bloomberg, SET, SCBS Wealth Research

จับตาอุปทานที่เพิ่มขึ้นสำหรับหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเริ่มฟื้นตัวในเดือนธันวาคม 2561 และเราเชื่อว่าราคาหุ้นผู้ประกอบการโรงแรมที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน (SETHOT +10%, MINT +14%, ERW +14%, CENTEL +8%) สะท้อนการฟื้นตัวของกลุ่มโรงแรมไทยไปเรียบร้อยแล้ว การสิ้นสุดมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival ในเดือนเมษายน 2562 น่าจะส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโตในอัตราชะลอตัวลงใน 2Q62 ในด้านอุปทาน จำนวนห้องพักมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง การขออนุญาตก่อสร้างอาคารโรงแรมปรับตัวเพิ่มขึ้น 134% YoY ในเดือนตุลาคม-พฤศจิกายน 2561 ในขณะที่อัตราการใช้ห้องพักของโรงแรมในช่วง 11 เดือนแรกของปี 2561 อยู่ที่ 22% YoY สูงกว่าปีก่อน 3,200 แห่ง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าผู้ประกอบการโรงแรมเร่งขยายกิจการตามแนวโน้มการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว นอกจากนี้ยอดคงค้างเงินให้สินเชื่อกับผู้ประกอบการโรงแรมและรีสอร์ททั่วประเทศไทยก็เพิ่มขึ้น 3.77 หมื่นล้านบาทใน 4Q61 เพิ่มขึ้นอย่างมากจากที่เพิ่มขึ้น 1.04 หมื่นล้านบาทใน 4Q60 พื้นที่ที่มีโรงแรมเพิ่มขึ้นอย่างมาก ได้แก่ ชลบุรี ภูเก็ต และกระบี่ การขึ้นอัตราค่าห้องพักมีแนวโน้มที่จะคงอยู่ภายใต้แรงกดดันถ้าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโตต่ำกว่า 7-10% นอกจากธุรกิจโรงแรมแล้ว ธุรกิจร้านอาหารบริการด่วน (QSR) ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 40-50% ของรายได้ทั้งหมดของ MINT และ CENTEL ก็กำลังเผชิญความเสี่ยงจากการแข่งขันที่รุนแรงและบริการ online delivery

Figure 40: การขออนุญาตก่อสร้างอาคารโรงแรมปรับตัวเพิ่มขึ้น

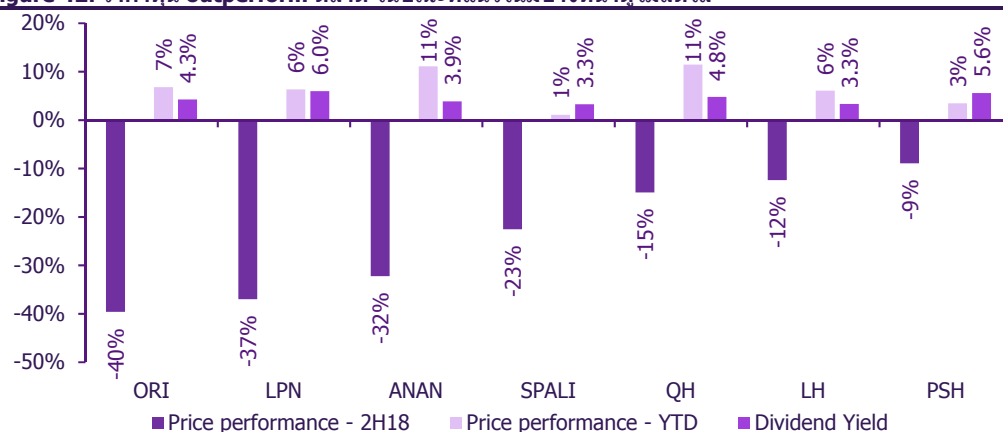
Source: CBRE, JIL, STR Global, SCBS Wealth Research

Figure 41: ยอดคงค้างเงินให้สินเชื่อสำหรับลงทุนในโรงแรมก็เพิ่มขึ้น

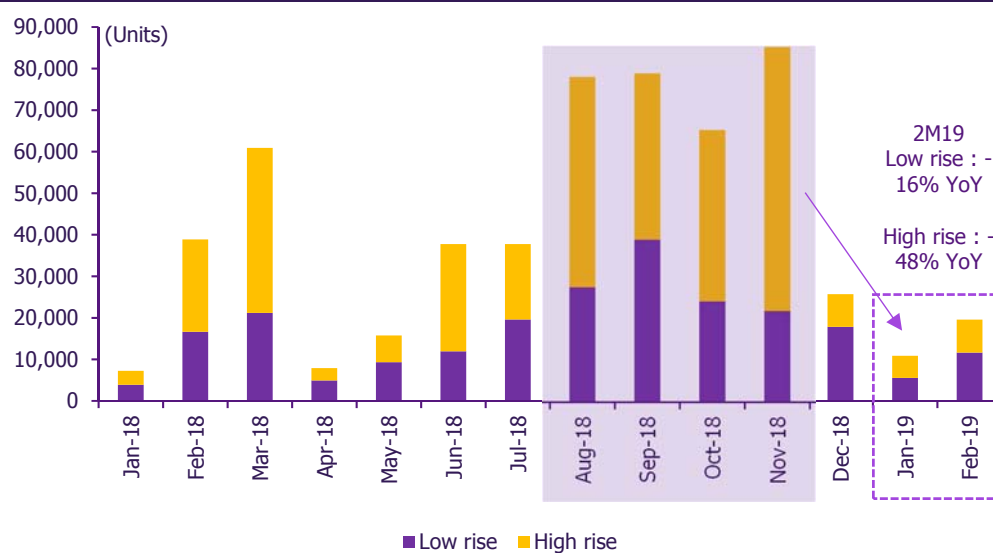
Source: Bank of Thailand, SCBS Wealth Research

ขายเมื่อราคาปรับขึ้น และรอจุดต่ำสุดสำหรับกลุ่มอสังหาริมทรัพย์

ผลตอบแทนเฉลี่ยของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยรายหลักๆ (LH, AP, QH, LPN, ORI, ANAN, SPALI, PSH) สูงกว่าตลาดอยู่ 3% ตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน โดยเกิดจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีและ valuation ถูกที่ P/E 5-7 เท่า อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้ขายหุ้นกลุ่มนี้หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากในระยะหลังนี้ เนื่องจากเราเล็งเห็นถึงปัจจัยกดดันหลายอย่างด้วยกันใน 2Q62 ได้แก่ เกณฑ์การปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยที่เข้มงวดมากขึ้น สิ้นค้าคงคลังที่สูงขึ้น ลูกค่าไทยและลูกค่าต่างชาติมีความต้องการซื้อคอนโดมิเนียมลดน้อยลง และสินเชื่อธนาคารดิ่งตัวมากขึ้น นอกจากนี้ CBRE ซึ่งเป็นบริษัทที่ปรึกษาด้านอสังหาริมทรัพย์ก็เปิดเผยว่ามีสินค้าคงคลังรอการขายจำนวนมาก ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการชะลอเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2562 ดังเห็นได้จากการเปิดตัวโครงการใหม่ในกรุงเทพฯ ลดลง 34% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2562 (บ้านแนวราบ -16% YoY และคอนโด -48% YoY) ปัจจัยเหล่านี้จะส่งผลทำให้เกิดการเทขายหุ้นในกลุ่มนี้ รวมถึงการปรับประมาณการกำไรลดลงใน 2Q62 อย่างไรก็ดี เราคิดว่า การเทขายจะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสม เนื่องจากเราเชื่อว่ากลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะทำจุดต่ำสุดในปี 2562

Figure 42: ราคาหุ้น outperform ตลาด ในขณะที่แนวโน้มข้างหน้าดูไม่สดใส

Source: Bloomberg, SET, SCBS Wealth Research

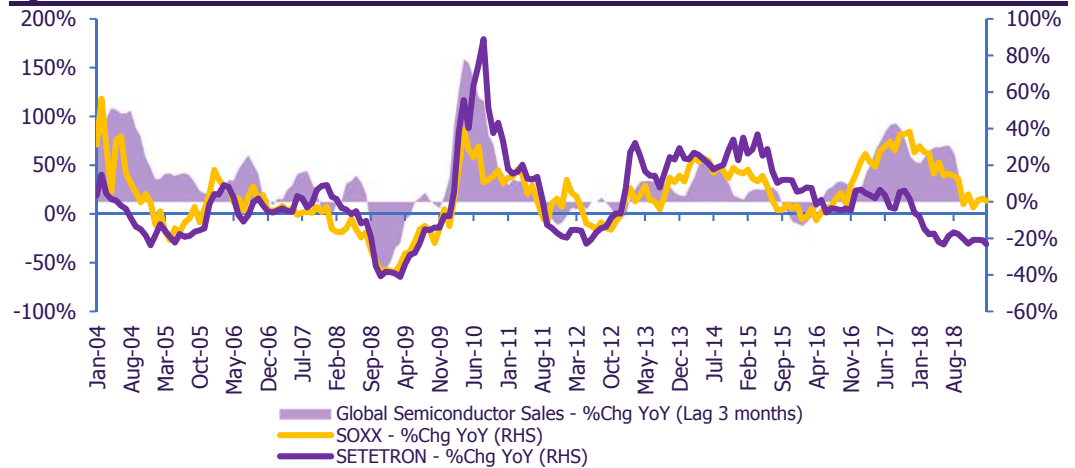
Figure 43: โครงการเปิดใหม่ในกรุงเทพฯ

Source: CBRE, SCBS Wealth Research

หลักเสี่ยงหุ้นกลุ่มยานยนต์และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์

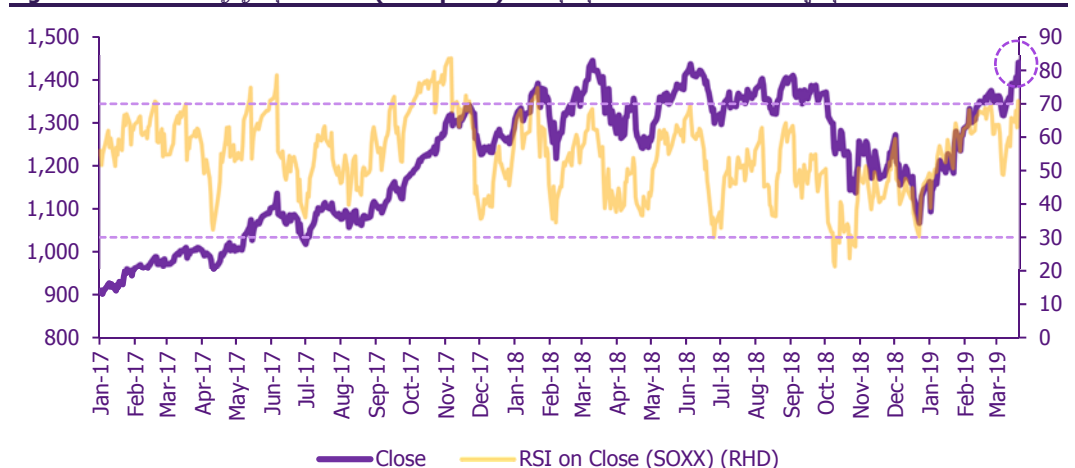
เราเล็งเห็นความเสี่ยงหลักในกลุ่มยานยนต์และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์จากผลกระทบของเศรษฐกิจโลกชะลอตัว และการแข็งค่าของเงินบาท ความต้องการเซมิคอนดักเตอร์ปรับตัวลดลง เนื่องจากผู้ผลิตสินค้าเกี่ยวกับเทคโนโลยีพยายามที่จะลดสินค้าคงคลังลง และควบคุมการลงทุนไปพร้อมๆ กับแรงกดดันด้านราคา ยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกลดลง 5.7% YoY ในเดือนมกราคม 2562 ยอดขายลดลงในผลิตภัณฑ์หลักๆ ทุกประเภท และทุกภูมิภาค นโยบายหาเสียงเลือกตั้งด้วยการเสนอขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเมื่อไม่นานนี้ก็จะสร้างแรงกดดันต่อความสามารถในการทำกำไรในอนาคตด้วยเช่นกัน เราคาดว่าทั้งผลการปฏิบัติงานและผลการดำเนินงานทางการเงินของกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์จะอ่อนแอใน 1H62 ซึ่งหมายถึงโอกาสที่จะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงสำหรับกลุ่มยานยนต์ เรากังวลเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตของยอดขายรถยนต์ในประเทศตั้งแต่เดือนเมษายน 2562 เป็นต้นไป เพราะ Toyota และ Honda จัดโปรโมชั่นส่งเสริมการขายเชิงรุก ซึ่งช่วยให้ยอดขายรถยนต์ในประเทศเติบโตเฉลี่ย 20% ในเดือนเมษายน-ธันวาคม 2561 นักวิเคราะห์กลุ่มธนาคารของเราคาดว่าความต้องการสินค้าเซมิคอนดักเตอร์จะลดลงตามยอดขายรถยนต์ที่เติบโตน้อยลง ซึ่งช่วยยืนยันมุมมองของเรา ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลล่าสุด พบว่ายอดขายรถยนต์ของจีนลดลง 18% YoY ในช่วง 2 เดือนแรกของปี 2562 และยอดขายรถยนต์ของยุโรปก็ลดลง 5% YoY ในเดือนมกราคม 2562 สถานการณ์เหล่านี้จะสร้างแรงกดดันต่ออัตราการเติบโตของยอดขายส่งออกรถยนต์ เนื่องจากความต้องการซื้อรถยนต์ทั้งจากตลาดในประเทศและตลาดส่งออกปรับตัวลดลง สินค้าคงคลังจึงปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังเห็นได้จากอัตราส่วนสินค้าคงคลังยานยนต์ต่อยอดการจัดส่งล่าสุด ซึ่งเพิ่มขึ้น 41% YoY เพราะสินค้าคงคลังเพิ่มขึ้น 55% ในเดือนมกราคม 2562 ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงกลุ่มยานยนต์และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ใน 1H62 แม้ valuation ลดลง

Figure 44: ยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกปรับตัวลดลง

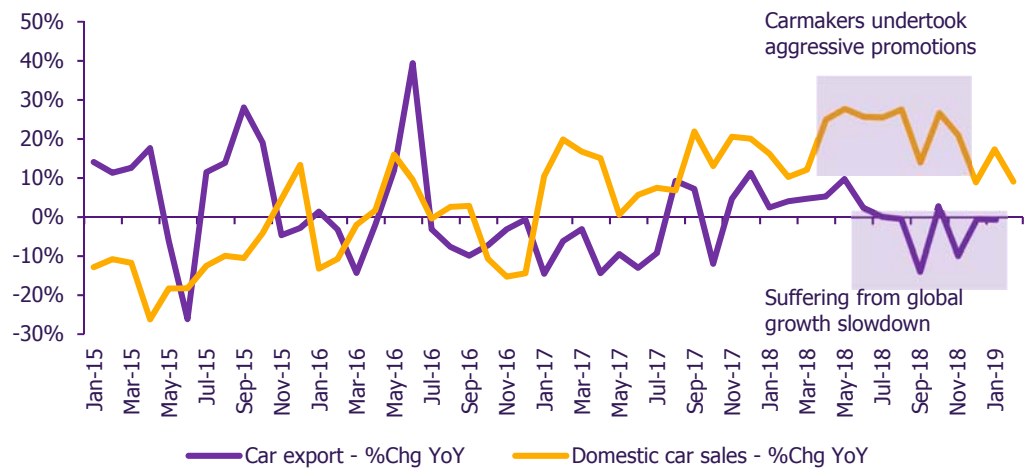


Source: SIA, Bloomberg, SCBS Wealth Research

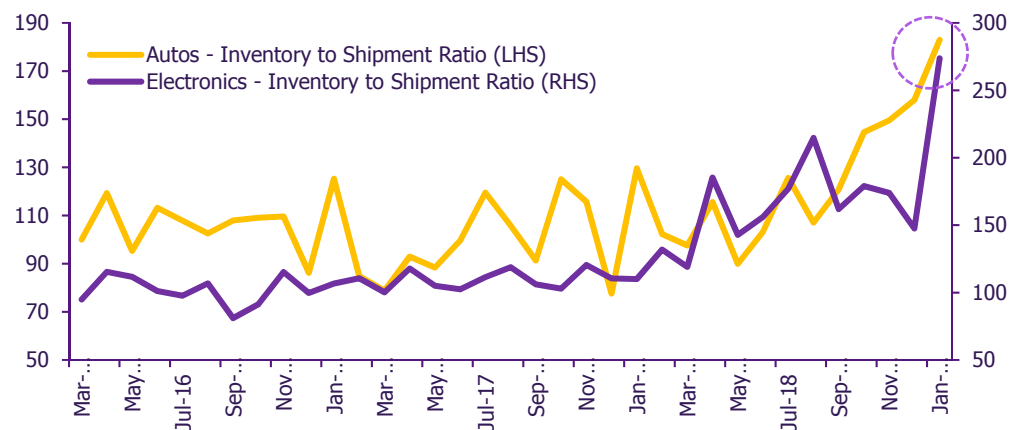
Figure 45: การเปิดสัญญาฟุทอปชั่น (Put option) ในกลุ่มอุตสาหกรรมชิปทำสถิติสูงสุด



Source: ICE Futures, SCBS Wealth Research

Figure 46: ผลกระทบจากฐานสูงสำหรับยอดขายรถยนต์ในประเทศ แนวโน้มการส่งออกชะลอตัว

Source: Thai Automotive Industry Association, SCBS Wealth Research

Figure 47: อัตราส่วนสินค้าคงคลังยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ต่อยอดขายการจัดส่งอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี

Source: Ministry of Industry, SCBS Wealth Research

This page is left blank intentionally



สถานการณ์ที่ดีขึ้นจะช่วยดึงดูดความสนใจ

เราคาดว่าสถานการณ์จะพลิกกลับมาเป็นบวกต่อ IRPC ในปี 2562 เนื่องจากการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนมีความคืบหน้าที่ดีบวกกับความต้องการน้ำมันดีเซลและน้ำมันเตาที่มีกำมะถันต่ำจะเพิ่มขึ้นก่อนมาตรการควบคุมปริมาณกำมะถันของ IMO มีผลบังคับใช้ IRPC ซื้อขายที่กรอบล่างของการเคลื่อนไหว 6 เดือน (-1.5SD เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นโรงกลั่นอื่นๆ ที่ -1.2SD) valuation ปัจจุบันที่ PE 8.2 เท่า (ปี 2562) ดูไม่แพง และแม้ว่า จะมีการลงทุนจำนวนมากใน 5 ปีข้างหน้า แต่เราคาดว่ากระแสเงินสดที่แข็งแกร่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทจ่ายเงินปันผลโดยคิดเป็นผลตอบแทนที่ 6-8% เราแนะนำ "ซื้อ" IRPC ด้วยราคาเป้าหมาย 8.6 บาท/หุ้น; IRPC เป็น top pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่น

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ดีขึ้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์หลักๆ ของ IRPC (Figure 7 และ 8) เริ่มปรับตัวดีขึ้น หลังจากตลาดมองบวกมากขึ้นต่อธุรกิจปิโตรเคมี เนื่องจากสหรัฐฯ กับจีนดูเหมือนจะใกล้บรรลุข้อตกลงการค้าร่วมกัน ธุรกิจ ABS ของ IRPC (ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นกำไร) ได้รับผลกระทบในปี 2561 โดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลง 14% YoY แต่ปรับตัวกลับขึ้นมาแล้ว 8% QoQ ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน GRM ก็ปรับตัวดีขึ้นจากระดับต่ำกว่า US\$3/bbl ตอนต้นปี 2562 สุรระดับที่สูงกว่า US\$5/bbl เราคาดว่า crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate จะปรับตัวดีขึ้นเนื่องจากอุปสงค์เพิ่มขึ้นตามเศรษฐกิจโลกที่ปรับตัวดีขึ้น บวกกับผลกระทบมาตรการ IMO-2020 IRPC เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยเพียงไม่กี่รายที่ผลิตน้ำมันเตาที่มีปริมาณกำมะถันต่ำสำหรับตลาดน้ำมันเดินเรือ บริษัทจะปรับปรุงธุรกิจน้ำมันเตาเพื่อขจัดกำมะถันออกจากน้ำมันเตาที่มีกำมะถันสูงด้วยเงินลงทุนน้อยมาก

ปริมาณการกลั่นจะเพิ่มขึ้น แม้หยุดซ่อมบำรุง เราคาดการณ์ปริมาณการกลั่นของ IRPC ที่ 213kbd (99% ของกำลังการผลิตติดตั้ง) ในปี 2562 ซึ่งรวมผลกระทบจากการหยุดซ่อมบำรุงนาน 28 วันใน 1Q62 เข้ามาแล้ว แม้ปริมาณการกลั่นใน 1Q62 จะลดลง QoQ สู่ 203-205kbd แต่จะได้รับการชดเชยจากปริมาณการกลั่นสูงในช่วง 9 เดือนที่เหลือ เนื่องจาก IRPC สามารถเพิ่มปริมาณการกลั่นสู่ 223-225kbd ถ้าเศรษฐกิจของตลาดปิโตรเลียมและปิโตรเคมีสนับสนุน

Catalyst cooler จะหนุนให้ GIM ปรับขึ้นได้อีก US\$0.3/bbl IRPC ติดตั้งหน่วย catalyst cooler โดยใช้เงินลงทุน 1.32 พันลบ. และคาดการณ์ IRR ที่ 35% หน่วยนี้จะทำให้ IRPC มีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบมากขึ้น โดยสามารถใช้น้ำมันดิบชนิดหนักในสัดส่วนที่สูงขึ้น ความร้อนส่วนเกินจากหน่วยนี้สามารถนำมาใช้ผลิตไอน้ำเพื่อขับเคลื่อนเครื่องกำเนิดไฟฟ้ากำลังการผลิต 12MW หน่วย catalyst cooler จะช่วยให้ GIM ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก US\$0.3/bbl ในระยะยาว โดยแบ่งเท่ากันระหว่างต้นทุนวัตถุดิบกับต้นทุนสาธารณูปโภคที่ลดลง ประโยชน์ในระยะสั้นจะน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ เนื่องจากส่วนต่างราคาระหว่างน้ำมันดิบชนิดเบากับชนิดหนักแคบลง

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง IRPC วางแผนลงทุน 7.1 หมื่นลบ. ในปี 2562-66 เพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพและผลิตภัณฑ์ (น้ำมันมาตรฐานยูโร 5) และขยายกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ภายใต้ Project MARS (58% ของงบลงทุนทั้งหมด) บริษัทตั้งงบประมาณสำรอง 3.4 หมื่นลบ. สำหรับการลงทุนใหม่เมื่อโอกาสอำนวย เราคาดว่ากระแสเงินสดภายในกิจการเฉลี่ย 2.7-2.8 หมื่นลบ./ปี ในระยะ 5 ปีข้างหน้าจะสามารถสนับสนุนแผนลงทุนนี้ และบริษัทมีโอกาสสุกียุมเพิ่มได้

ราคาเป้าหมาย 8.6 บาท/หุ้น อ้างอิง EV/EBITDA 8 เท่า เราประเมินราคาเป้าหมายของ IRPC อ้างอิง EV/EBITDA ปี 2562 ที่ 8 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคเล็กน้อย แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 9.7 เท่า IRPC ซื้อขายที่ PE (ปี 2562) ไม่แพงที่ 8.2 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 10 เท่า ปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการกำไรและ valuation ของเรา คือ ความผันผวนของราคาน้ำมัน ซึ่งจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีต่ำกว่าคาด

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	214,101	280,551	292,054	293,438	296,205
EBITDA	(Btmn)	21,856	17,639	26,586	27,387	32,173
Core profit	(Btmn)	10,928	6,940	14,481	16,022	20,415
Reported profit	(Btmn)	11,354	7,735	14,481	16,022	20,415
Core EPS	(Bt)	0.53	0.34	0.71	0.78	1.00
DPS	(Bt)	0.29	0.19	0.35	0.39	0.50
P/E, core	(x)	10.7	16.8	8.0	7.3	5.7
EPS growth, core	(%)	(14.4)	(36.5)	108.7	10.6	27.4
P/BV, core	(x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	13.0	7.9	15.8	15.9	18.5
Dividend yield	(%)	5.1	3.3	6.1	6.8	8.8
FCF yield	(x)	4.1	7.0	11.2	4.4	8.5
EV/EBIT	(x)	11.7	18.2	8.8	8.2	6.6
EBIT growth, core	(%)	2.0	(36.4)	94.5	4.4	25.1
EV/CE	(x)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
ROCE	(%)	8.5	5.6	11.6	11.8	13.6
EV/EBITDA	(x)	7.9	9.7	6.0	5.7	4.9
EBITDA growth	(%)	5.3	(19.3)	50.7	3.0	17.5

Source: SCBS Investment Research

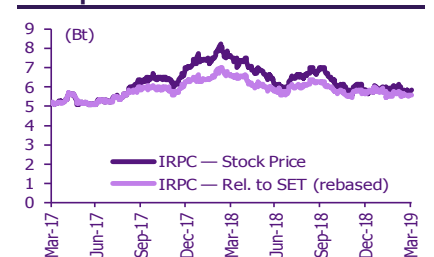
ซื้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	5.70
12-m target price (Bt)	8.60
Upside (Downside) to TP (%)	50.88
Mkt cap (Btbn)	116.48
Mkt cap (US\$mn)	3,689

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.69
Sector % SET	22.17
Shares issued (mn)	20,434
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	7.6 / 5.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.44
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	51.9
Dividend policy (%)	≤ 25

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(7.3)	(0.9)	(23.5)
Relative to SET	(4.7)	(3.0)	(15.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	8.60
12-month dividend	(Bt)	0.35
Capital gain	(%)	50.88
Dividend yield	(%)	6.14
Total return	(%)	57.02

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	281,589	214,172	185,041	214,101	280,551	292,054	293,438	296,205
Cost of goods sold	(Btmn)	287,930	197,913	164,900	192,946	264,637	265,504	266,079	263,978
Gross profit	(Btmn)	(6,341)	16,258	20,140	21,155	15,914	26,550	27,359	32,227
SG&A	(Btmn)	5,444	6,172	6,072	6,897	6,973	8,762	8,803	8,886
Other income	(Btmn)	686	474	437	536	461	501	535	536
Interest expense	(Btmn)	1,536	999	1,556	2,067	1,961	2,304	1,342	1,289
Pre-tax profit	(Btmn)	(12,635)	9,561	12,949	12,726	7,441	15,986	17,749	22,587
Corporate tax	(Btmn)	(2,398)	2,346	282	2,181	1,147	2,170	2,393	2,838
Equity a/c profits	(Btmn)	(139)	(184)	125	388	679	700	700	700
Minority interests	(Btmn)	(21)	(21)	(31)	(5)	(34)	(34)	(34)	(34)
Core profit	(Btmn)	(10,397)	7,010	12,761	10,928	6,940	14,481	16,022	20,415
Extra-ordinary items	(Btmn)	5,163	2,392	(3,040)	427	795	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	(5,235)	9,402	9,721	11,354	7,735	14,481	16,022	20,415
EBITDA	(Btmn)	(5,889)	16,016	20,754	21,856	17,639	26,586	27,387	32,173
Core EPS	(Btmn)	(0.51)	0.34	0.62	0.53	0.34	0.71	0.78	1.00
Net EPS	(Bt)	(0.26)	0.46	0.48	0.56	0.38	0.71	0.78	1.00
DPS	(Bt)	0.08	0.22	0.23	0.29	0.19	0.35	0.39	0.50

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	44,142	35,984	39,848	47,583	46,629	56,500	52,739	52,396
Total fixed assets	(Btmn)	118,656	127,189	132,530	136,961	135,817	136,602	141,670	156,475
Total assets	(Btmn)	162,798	163,174	172,378	184,544	182,446	193,102	194,408	208,872
Total loans	(Btmn)	60,791	53,704	62,587	58,769	57,365	53,761	46,501	49,868
Total current liabilities	(Btmn)	46,829	36,210	52,429	49,365	48,896	54,314	53,758	52,394
Total long-term liabilities	(Btmn)	48,065	51,086	38,944	47,529	46,170	42,410	35,777	40,249
Total liabilities	(Btmn)	94,894	87,296	91,373	96,894	95,066	96,724	89,535	92,642
Paid-up capital	(Btmn)	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Total equity	(Btmn)	67,904	75,878	81,005	87,650	87,380	96,378	104,873	116,229
BVPS	(Bt)	3.32	3.71	3.96	4.28	4.27	4.71	5.12	5.68

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	(10,397)	7,010	12,761	10,928	6,940	14,481	16,022	20,415
Depreciation and amortization	(Btmn)	5,210	5,456	6,249	7,062	8,237	8,296	8,296	8,296
Operating cash flow	(Btmn)	4,596	27,840	7,224	20,245	18,304	25,657	25,665	29,585
Investing cash flow	(Btmn)	(21,040)	(11,271)	(10,686)	(9,768)	(6,537)	(9,081)	(13,364)	(23,102)
Financing cash flow	(Btmn)	13,328	(15,001)	1,929	(10,375)	(11,575)	(9,087)	(14,787)	(5,693)
Net cash flow	(Btmn)	(3,116)	1,567	(1,534)	103	193	7,488	(2,486)	790

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	(2.3)	7.6	10.9	9.9	5.7	9.1	9.3	10.9
Operating margin	(%)	(4.2)	4.7	7.6	6.7	3.2	6.1	6.3	7.9
EBITDA margin	(%)	(2.1)	7.5	11.2	10.2	6.3	9.1	9.3	10.9
EBIT margin	(%)	(3.9)	4.9	7.8	6.9	3.4	6.3	6.5	8.1
Net profit margin	(%)	(1.9)	4.4	5.3	5.3	2.8	5.0	5.5	6.9
ROE	(%)	(14.5)	9.8	16.3	13.0	7.9	15.8	15.9	18.5
ROA	(%)	(6.4)	4.3	7.6	6.1	3.8	7.7	8.3	10.1
Net D/E	(x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
Interest coverage	(x)	(3.8)	16.0	13.3	10.6	9.0	11.5	20.4	25.0
Debt service coverage	(x)	(0.3)	2.9	0.8	1.4	1.1	1.6	1.9	2.4
Payout Ratio	(%)	(31.2)	47.8	48.3	52.2	50.2	49.4	49.7	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Crude run	(kbd)	172	183	183	180	208	213	213	213
Utilization rate - petchem	(%)	96.7	96.7	90.5	88.5	97.5	96.7	96.7	96.7
Crack spread - ULG95	(US\$/bbl)	14.3	18.3	14.9	14.8	10.5	11.0	11.0	11.0
Crack spread - Diesel	(US\$/bbl)	16.0	13.7	10.8	12.5	14.6	16.0	18.0	18.0
Spread - PP	(US\$/t)	782	667	656	656	653	700	700	700
Spread - ABS	(US\$/t)	1,141	991	957	1,334	1,272	972	972	972

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	(Btmn)	39,929	54,558	56,724	62,891	66,094	70,902	73,819	69,736
Cost of goods sold	(Btmn)	35,743	50,911	50,195	56,098	61,172	64,625	69,069	69,771
Gross profit	(Btmn)	4,186	3,647	6,529	6,793	4,922	6,277	4,749	(35)
SG&A	(Btmn)	1,518	1,621	1,642	2,116	1,602	1,765	1,755	1,851
Other income	(Btmn)	85	244	138	69	78	112	95	176
Interest expense	(Btmn)	573	547	480	467	480	489	504	488
Pre-tax profit	(Btmn)	2,180	1,723	4,545	4,279	2,918	4,135	2,585	(2,197)
Corporate tax	(Btmn)	408	190	846	737	391	795	395	(434)
Equity a/c profits	(Btmn)	93	66	67	161	170	201	203	105
Minority interests	(Btmn)	(5)	2	(1)	(1)	(3)	(13)	(10)	(8)
Core profit	(Btmn)	1,860	1,600	3,765	3,702	2,694	3,528	2,383	(1,666)
Extra-ordinary items	(Btmn)	506	(372)	(518)	811	58	521	177	39
Net Profit	(Btmn)	2,366	1,228	3,248	4,513	2,752	4,050	2,560	(1,627)
EBITDA	(Btmn)	3,843	4,189	7,054	6,770	5,437	6,671	5,135	395
Core EPS	(Btmn)	0.09	0.08	0.18	0.18	0.13	0.17	0.12	(0.08)
Net EPS	(Bt)	0.12	0.06	0.16	0.22	0.13	0.20	0.13	(0.08)

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total current assets	(Btmn)	36,590	38,756	44,396	47,583	46,208	51,373	55,089	46,629
Total fixed assets	(Btmn)	137,099	137,663	138,124	136,961	136,000	135,437	136,191	135,817
Total assets	(Btmn)	173,689	176,420	182,520	184,544	182,208	186,810	191,279	182,446
Total loans	(Btmn)	63,355	69,094	65,398	58,769	53,639	56,492	63,747	57,365
Total current liabilities	(Btmn)	55,025	43,725	52,463	49,365	45,307	56,898	55,003	48,896
Total long-term liabilities	(Btmn)	35,167	52,648	46,666	47,529	46,504	41,448	47,280	46,170
Total liabilities	(Btmn)	90,192	96,373	99,128	96,894	91,811	98,346	102,283	95,066
Paid-up capital	(Btmn)	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Total equity	(Btmn)	83,498	80,046	83,392	87,650	90,397	88,464	88,996	87,380
BVPS	(Bt)	4.08	3.91	4.07	4.28	4.42	4.33	4.35	4.27

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Core Profit	(Btmn)	1,860	1,600	3,765	3,702	2,694	3,528	2,383	(1,666)
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,090	1,919	2,029	2,024	2,039	2,047	2,046	2,105
Operating cash flow	(Btmn)	(2,252)	9,151	7,765	5,582	7,259	4,403	(1,997)	8,639
Investing cash flow	(Btmn)	(4,434)	(3,291)	(1,708)	(335)	(998)	(1,492)	(2,781)	(1,265)
Financing cash flow	(Btmn)	6,552	(5,567)	(4,468)	(6,892)	(5,556)	(3,410)	4,763	(7,372)
Net cash flow	(Btmn)	(134)	293	1,589	(1,646)	705	(499)	(15)	2

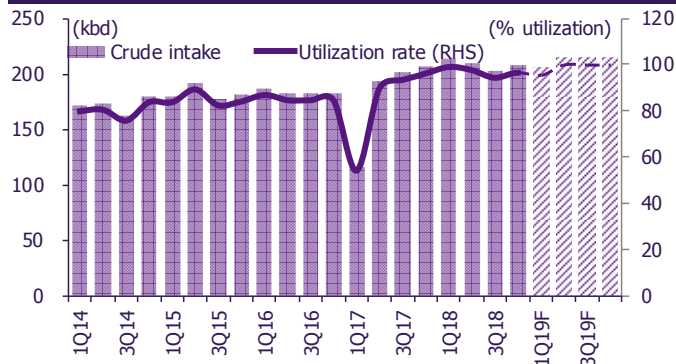
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Gross margin	(%)	10.5	6.7	11.5	10.8	7.4	8.9	6.4	(0.0)
Operating margin	(%)	6.7	3.7	8.6	7.4	5.0	6.4	4.1	(2.7)
EBITDA margin	(%)	9.6	7.7	12.4	10.8	8.2	9.4	7.0	0.6
EBIT margin	(%)	6.9	4.2	8.9	7.5	5.1	6.5	4.2	(2.5)
Net profit margin	(%)	5.9	2.3	5.7	7.2	4.2	5.7	3.5	(2.3)
ROE	(%)	9.0	7.8	18.4	17.3	12.1	15.8	10.7	(7.6)
ROA	(%)	4.3	3.7	8.4	8.1	5.9	7.6	5.0	(3.6)
Net D/E	(x)	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
Interest coverage	(x)	6.7	7.7	14.7	14.5	11.3	13.7	10.2	0.8
Debt service coverage	(x)	0.1	0.1	1.2	1.7	1.9	1.4	1.0	0.1

Main Assumptions

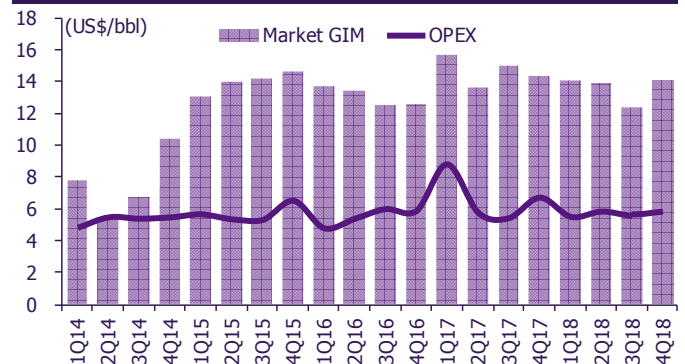
FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Crude run	(kbd)	116	194	201	207	213	210	203	208
Utilization rate - petchem	(%)	58.5	96.0	100.5	100.5	95.5	98.5	96.0	101.0
Crack spread - ULG95	(US\$/bbl)	14.8	14.2	16.1	14.4	13.7	12.1	11.6	4.7
Crack spread - Diesel	(US\$/bbl)	11.8	11.4	13.9	13.0	14.8	14.6	14.4	14.8
Spread - PP	(US\$/t)	663	661	679	621	693	660	617	641
Spread - ABS	(US\$/t)	1,382	1,226	1,377	1,353	1,428	1,379	1,248	1,032

Figure 1: Crude intake



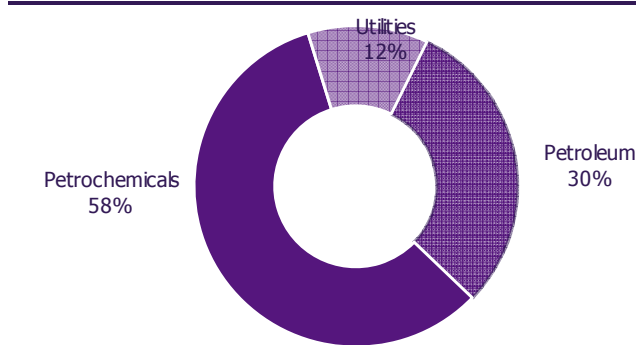
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 2: Gross integrated margin vs. opex



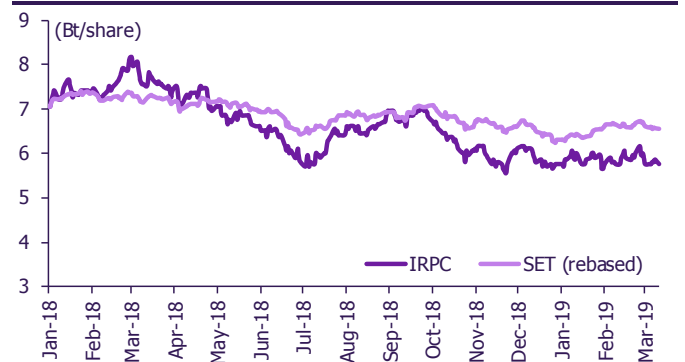
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 3: EBITDA breakdown (2018)



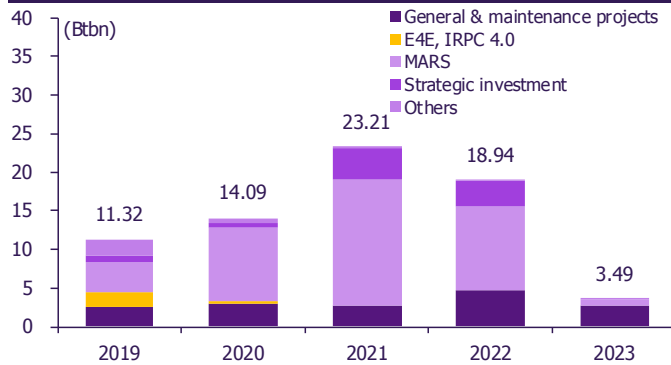
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



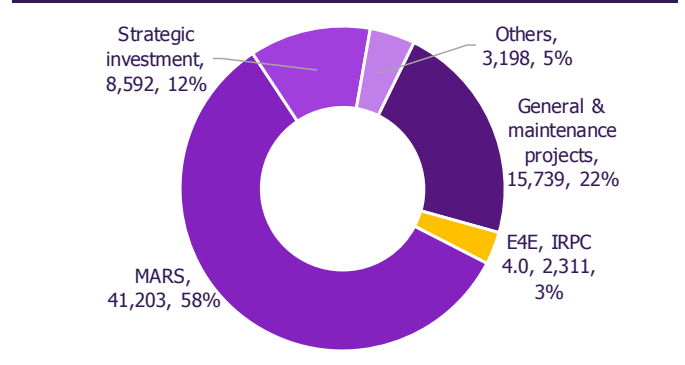
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Five-year capex plan



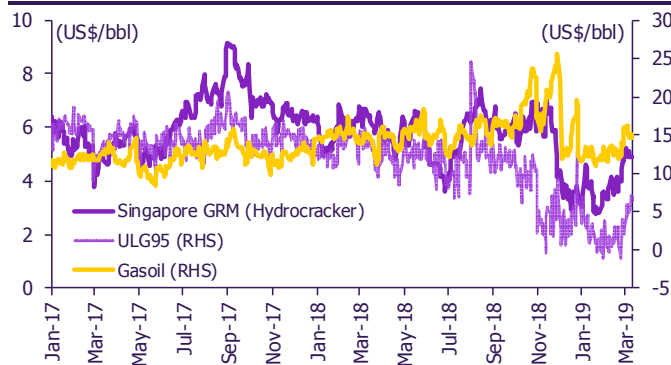
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 6: Capex breakdown



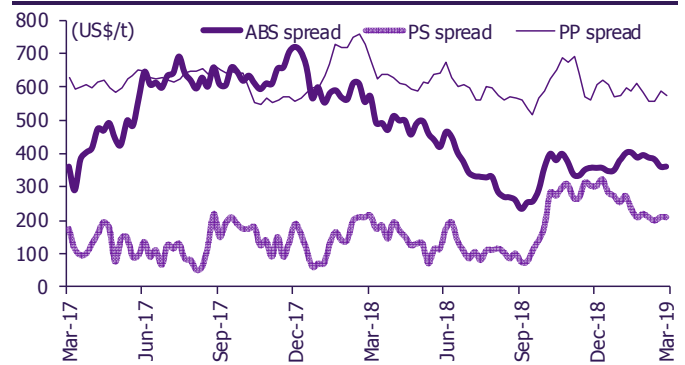
Source: IRPC, SCBS Investment Research

Figure 7: GRM and crack spread



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 8: Product spreads



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

EBITDA จะเพิ่มเป็นสองเท่าจากการปรับพอร์ตสินทรัพย์

ราคาหุ้น IVL ปรับตัว underperform หุ้นอื่นๆ ในกลุ่มปิโตรเคมี YTD (-11%) ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความกังวลที่นักลงทุนมีต่อแนวโน้มธุรกิจของบริษัท หลังจากธุรกิจ PET ทำจุดสูงสุดในปี 2561 เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป และคาดว่า PET spread ที่ฟื้นตัวดีขึ้น และแผนปรับพอร์ตสินทรัพย์ของบริษัทจะเรียกความสนใจของนักลงทุนกลับคืนมาในปี 2562 นอกจากนี้ valuation ปัจจุบันก็อยู่ในระดับต่ำด้วยที่ PER 8.7 เท่า และ PBV 1.6 เท่า (-0.6SD) ในปี 2562 IVL ยืนยันแผนขยายกำลังการผลิต (หลักๆ เป็นผลิตภัณฑ์ชนิดพิเศษและบรรจุภัณฑ์) เพื่อสนับสนุนเป้าหมายของบริษัทที่จะเพิ่ม core EBITDA เป็นสองเท่าในระยะ 5 ปีข้างหน้า เราแนะนำ "ซื้อ" IVL ด้วยราคาเป้าหมาย 82 บาท (EV/EBITDA 10 เท่า) ซึ่งให้ upside 71% บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผล 3.6-3.8% ในปี 2562-64

ปรับพอร์ตสินทรัพย์ IVL กำลังดำเนินการปรับโครงสร้างกลุ่มธุรกิจหลัก 3 กลุ่ม คือ PET เส้นใย และวัตถุดิบ เป็น 5 ธุรกิจใหม่ (Figure 1) เพื่อให้กลุ่มทุนสามารถเข้าใจธุรกิจของบริษัทได้ดีขึ้น และเพื่อระบุปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นการเติบโตในอนาคต โดยมี 3 ธุรกิจที่เป็นปัจจัยกระตุ้นการเติบโต: บรรจุภัณฑ์ เคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ และโอเลฟินส์ เนื่องจากความต้องการผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีค่า correlation ค่อนข้างสูงกับอัตราการขยายตัวของ GDP โลก (1.15 เท่า ของอัตราการขยายตัวของ GDP) ธุรกิจ integrated PET จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานอย่างต่อเนื่องในระยะยาว เนื่องจากบริษัทมีสถานะเป็นผู้นำในตลาด integrated PET เกรดพรีเมียมในประเทศตะวันตก

EBITDA จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าใน 5 ปี IVL มีมุมมองเชิงบวกต่อ core EBITDA ในปี 2562 โดยคาดว่าจะเติบโต 21% YoY ซึ่งช่วยสนับสนุนมุมมองที่เรามีต่อแนวโน้มกำไรของบริษัท ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนถึง core EBITDA >US\$140/ตัน ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของเรา โดยอิงกับอัตราการใช้กำลังการผลิต 88% ของกำลังการผลิตทั้งหมด 14.1 ล้านตัน/ปี ภายในสิ้นปี 2562 IVL ตั้งเป้าต่อยอดความสำเร็จในการมี core EBITDA ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งด้วย CAGR ระยะ 3 ปีที่ 31% ในระหว่างปี 2558-61 โดยได้รับการสนับสนุนจากความสามารถในการกู้ยืมได้อีก US\$4 พันล้าน เพื่อสนับสนุนการลงทุนใหม่ผ่าน M&A บริษัทตั้งเป้า core EBITDA ที่ ~US\$3 พันล้านในระยะกลาง สะท้อนถึง core EBITDA ที่เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าใน 5 ปีข้างหน้า จาก US\$1.4 พันล้านในปี 2561 ซึ่งจะได้รับสนับสนุนจากพอร์ตผลิตภัณฑ์ใหม่ วิทยุทางการเงินที่เข้มงวด และประโยชน์จากปัจจัยแห่งความสำเร็จ: การมีเครือข่ายทั่วโลก และการดำเนินธุรกิจแบบบูรณาการ

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ทั้งๆ ที่ลงทุนอย่างต่อเนื่อง แม้ IVL ใช้เงินลงทุนไปแล้วถึง US\$2.2 พันล้าน แต่ฐานะการเงินของบริษัทยังคงแข็งแกร่ง โดยมีอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 0.87 เท่า ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งไม่เพียงแต่จะเปิดโอกาสให้บริษัทลงทุนเพิ่มเพื่อการเติบโตเท่านั้น แต่ยังจะทำให้บริษัทสามารถซื้อคืนหุ้นที่ไม่มีใครมีระยะเวลาถือครองต้นทุนสูงจำนวน 1.5 หมื่นลบ. (~US\$458 ล้าน) ซึ่งออกในปี 2557 ได้อีกด้วย

ปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา คือ: 1) สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ของ IVL 2) การปรับปรุงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้ต่ำกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก

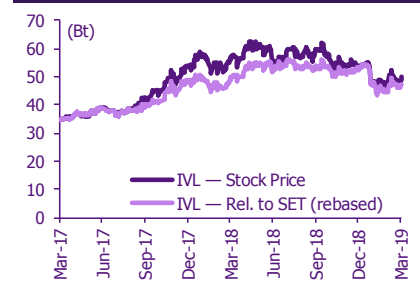
ชื่อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	48.25
12-m target price (Bt)	82.00
Upside (Downside) to TP (%)	69.95
Mkt cap (Btbn)	270.90
Mkt cap (US\$mnn)	8,581

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.61
Sector % SET	4.00
Shares issued (mn)	5,615
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	63 / 45
Avg. daily 6m (US\$mnn)	36.52
Foreign limit / actual (%)	100 / 75
Free float (%)	33.5
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.5)	(10.6)	(16.1)
Relative to SET	(1.8)	(12.6)	(7.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	82.00
12-month dividend	(Bt)	1.70
Capital gain	(%)	69.95
Dividend yield	(%)	3.52
Total return	(%)	73.47

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	286,332	347,171	413,025	423,099	429,814
EBITDA	(Btmn)	35,020	45,652	55,499	57,275	58,326
Core profit	(Btmn)	20,150	24,053	30,801	32,434	33,360
Reported profit	(Btmn)	20,883	26,465	30,801	32,434	33,360
Core EPS	(Bt)	3.84	4.28	5.49	5.78	5.94
DPS	(Bt)	1.00	1.40	1.70	1.80	1.80
P/E, core	(x)	12.6	11.3	8.8	8.4	8.1
EPS growth, core	(%)	93.4	11.5	28.1	5.3	2.9
P/BV, core	(x)	2.2	1.9	1.6	1.4	1.3
ROE	(%)	19.6	18.4	19.8	18.2	16.6
Dividend yield	(%)	2.1	2.9	3.5	3.7	3.7
FCF yield	(x)	0.0	(8.8)	16.2	15.6	26.5
EV/EBIT	(x)	15.0	12.8	8.8	7.7	6.1
EBIT growth, core	(%)	40.8	37.7	30.9	4.0	2.2
EV/CE	(x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
ROCE	(%)	11.7	9.3	12.6	13.5	16.1
EV/EBITDA	(x)	9.8	8.8	6.5	5.8	4.6
EBITDA growth	(%)	28.5	30.4	21.6	3.2	1.8

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	243,907	234,698	254,620	286,332	347,171	413,025	423,099	429,814
Cost of goods sold	(Btmn)	221,869	208,177	218,198	240,889	289,232	341,274	349,336	354,757
Gross profit	(Btmn)	22,038	26,521	36,422	45,444	57,939	71,750	73,762	75,058
SG&A	(Btmn)	16,627	19,293	21,823	23,925	28,760	32,789	33,580	34,385
Other income	(Btmn)	1,644	1,761	1,584	1,263	2,200	2,104	2,531	2,964
Interest expense	(Btmn)	3,555	3,652	4,222	3,864	4,227	4,839	4,607	4,446
Pre-tax profit	(Btmn)	3,501	5,337	11,961	18,917	27,151	36,226	38,106	39,191
Corporate tax	(Btmn)	1,625	1,881	2,062	(1,400)	3,812	5,705	5,937	6,086
Equity a/c profits	(Btmn)	(1,356)	(242)	(173)	28	586	586	586	586
Minority interests	(Btmn)	(285)	(279)	(162)	(195)	128	(305)	(322)	(331)
Core profit	(Btmn)	234	2,935	9,563	20,150	24,053	30,801	32,434	33,360
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,441	3,674	6,634	733	2,413	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,675	6,609	16,197	20,883	26,465	30,801	32,434	33,360
EBITDA	(Btmn)	14,164	18,315	27,248	35,020	45,652	55,499	57,275	58,326
Core EPS	(Btmn)	0.05	0.61	1.99	3.84	4.28	5.49	5.78	5.94
Net EPS	(Bt)	0.35	1.37	3.36	3.98	4.71	5.49	5.78	5.94
DPS	(Bt)	0.38	0.48	0.66	1.00	1.40	1.70	1.80	1.80

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	72,180	70,548	84,495	92,953	124,284	141,135	171,724	203,374
Total fixed assets	(Btmn)	122,354	151,092	173,885	189,405	254,911	238,472	227,200	215,800
Total assets	(Btmn)	194,534	221,641	258,380	282,358	379,195	379,607	398,924	419,174
Total loans	(Btmn)	73,272	83,590	102,074	95,506	136,266	125,491	120,860	116,833
Total current liabilities	(Btmn)	48,066	57,383	65,862	65,622	113,700	95,454	95,847	95,994
Total long-term liabilities	(Btmn)	71,858	81,305	100,704	97,750	113,639	109,894	105,887	102,406
Total liabilities	(Btmn)	119,924	138,688	166,566	163,372	227,339	205,348	201,734	198,399
Paid-up capital	(Btmn)	4,814	4,814	4,814	5,245	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	72,553	79,825	89,055	117,062	144,838	166,937	189,545	212,799
BVPS	(Bt)	15.07	16.58	18.50	22.32	25.80	29.73	33.76	37.90

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	234	2,935	9,563	20,150	24,053	30,801	32,434	33,360
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,108	9,326	11,065	12,239	14,273	14,433	14,561	14,689
Operating cash flow	(Btmn)	22,293	24,800	24,953	28,907	32,362	41,889	45,549	75,012
Investing cash flow	(Btmn)	(18,503)	(21,300)	(36,382)	(28,786)	(56,227)	2,094	(3,200)	(3,200)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,565)	(5,607)	12,223	2,730	22,567	(16,159)	(14,135)	(13,802)
Net cash flow	(Btmn)	1,225	(2,107)	793	2,851	(1,299)	27,824	28,214	58,010

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	9.0	11.3	14.3	15.9	16.7	17.4	17.4	17.5
Operating margin	(%)	2.2	3.1	5.7	7.5	8.4	9.4	9.5	9.5
EBITDA margin	(%)	5.8	7.8	10.7	12.2	13.1	13.4	13.5	13.6
EBIT margin	(%)	2.9	3.8	6.4	8.0	9.0	9.9	10.1	10.2
Net profit margin	(%)	0.7	2.8	6.4	7.3	7.6	7.5	7.7	7.8
ROE	(%)	0.4	3.9	11.3	19.6	18.4	19.8	18.2	16.6
ROA	(%)	0.1	1.4	4.0	7.5	7.3	8.1	8.3	8.2
Net D/E	(x)	0.9	1.0	1.1	0.8	0.9	0.6	0.3	(0.0)
Interest coverage	(x)	4.0	5.0	6.5	9.1	10.8	11.5	12.4	13.1
Debt service coverage	(x)	0.6	1.1	1.3	1.5	2.4	1.2	1.4	1.5
Payout Ratio	(%)	109.2	35.0	19.6	25.1	29.7	31.0	31.2	30.3

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total capacity (period-end)	(ktpa)	7,510	8,776	10,470	10,665	13,029	14,131	14,362	14,398
Total sales volume	(kt)	6,249	7,024	8,729	9,103	10,420	12,300	12,600	12,800
Core EBITDA/t	(US\$/t)	96	91	89	110	138	140	140	140
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	79	80	88	112	140	140	140	140
Average selling price	(US\$/t)	1,202	975	827	927	1,031	1,049	1,049	1,049
FX	(Bt/US\$)	32.48	34.35	35.29	33.93	32.32	32.00	32.00	32.00

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	(Btmn)	71,650	71,661	72,605	70,417	76,143	83,591	96,001	91,436
Cost of goods sold	(Btmn)	59,902	61,538	60,004	59,445	63,416	68,010	77,055	80,751
Gross profit	(Btmn)	11,748	10,123	12,601	10,972	12,727	15,581	18,946	10,685
SG&A	(Btmn)	5,746	5,863	6,062	6,255	6,262	7,132	7,487	7,879
Other income	(Btmn)	192	239	239	593	976	395	365	463
Interest expense	(Btmn)	1,005	991	963	905	891	887	1,122	1,327
Pre-tax profit	(Btmn)	5,189	3,508	5,814	4,405	6,550	7,957	10,703	1,941
Corporate tax	(Btmn)	850	329	569	(3,149)	881	1,145	1,018	768
Equity a/c profits	(Btmn)	146	(120)	47	(45)	(42)	206	479	(57)
Minority interests	(Btmn)	(71)	(68)	(30)	(26)	(27)	(26)	64	117
Core profit	(Btmn)	4,415	2,990	5,262	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233
Extra-ordinary items	(Btmn)	12	(53)	(1,745)	2,520	214	1,250	(173)	1,122
Net Profit	(Btmn)	4,426	2,937	3,516	10,003	5,814	8,243	10,054	2,355
EBITDA	(Btmn)	9,005	7,374	9,911	8,730	10,493	12,064	15,657	7,438
Core EPS	(Btmn)	0.92	0.62	1.00	1.43	1.03	1.26	1.82	0.22
Net EPS	(Bt)	0.92	0.61	0.67	1.91	1.07	1.49	1.79	0.42

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total current assets	(Btmn)	87,741	89,032	86,145	92,953	101,644	123,981	127,413	124,284
Total fixed assets	(Btmn)	171,183	181,745	183,387	189,405	185,224	209,820	229,300	254,911
Total assets	(Btmn)	258,923	270,777	269,532	282,358	286,868	333,801	356,713	379,195
Total loans	(Btmn)	98,457	106,423	92,506	95,506	90,462	113,269	117,404	136,266
Total current liabilities	(Btmn)	69,137	66,559	57,758	65,622	67,146	86,331	101,943	113,700
Total long-term liabilities	(Btmn)	96,346	109,422	101,138	97,750	91,809	104,689	104,738	113,639
Total liabilities	(Btmn)	165,483	175,981	158,896	163,372	158,955	191,020	206,681	227,339
Paid-up capital	(Btmn)	4,814	4,814	5,245	5,245	5,412	5,548	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	90,806	92,788	108,629	117,062	126,126	139,640	144,178	144,838
BVPS	(Bt)	18.86	19.27	20.71	22.32	23.31	25.17	25.68	25.80

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Core Profit	(Btmn)	4,415	2,990	5,262	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,810	2,876	3,133	3,420	3,052	3,219	3,832	4,170
Operating cash flow	(Btmn)	7,727	8,238	5,840	7,102	7,554	7,287	9,123	8,398
Investing cash flow	(Btmn)	(4,933)	(11,814)	(5,428)	(6,611)	(4,493)	(16,275)	(14,196)	(21,263)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,991)	3,769	(994)	1,946	3,147	18,678	(6,585)	7,327
Net cash flow	(Btmn)	803	193	(581)	2,437	6,208	9,689	(11,658)	(5,538)

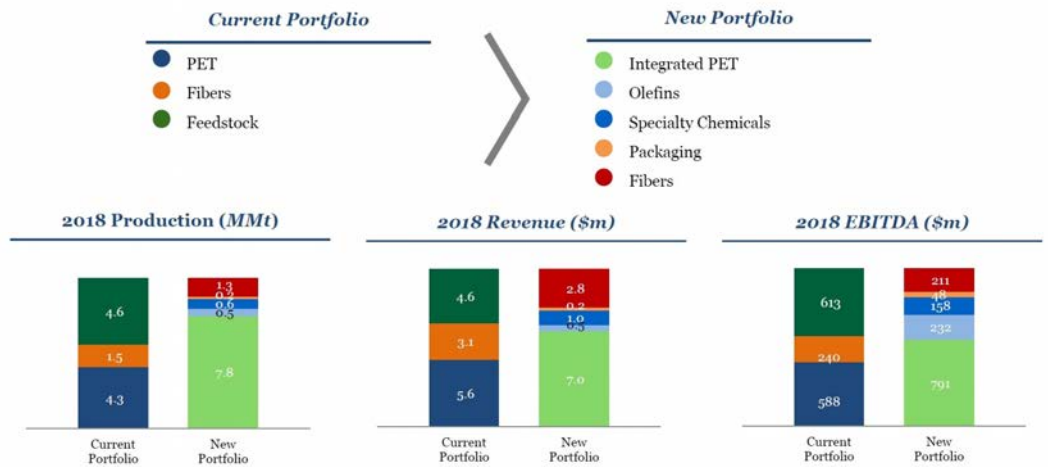
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Gross margin	(%)	16.4	14.1	17.4	15.6	16.7	18.6	19.7	11.7
Operating margin	(%)	8.4	5.9	9.0	6.7	8.5	10.1	11.9	3.1
EBITDA margin	(%)	12.6	10.3	13.7	12.4	13.8	14.4	16.3	8.1
EBIT margin	(%)	8.6	6.3	9.3	7.5	9.8	10.6	12.3	3.6
Net profit margin	(%)	6.2	4.1	4.8	14.2	7.6	9.9	10.5	2.6
ROE	(%)	19.6	13.0	20.9	26.5	18.4	21.0	28.8	3.4
ROA	(%)	6.8	4.5	7.8	10.8	7.9	9.0	11.8	1.3
Net D/E	(x)	1.0	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9
Interest coverage	(x)	9.0	7.4	10.3	9.6	11.8	13.6	14.0	5.6
Debt service coverage	(x)	1.5	1.5	2.6	1.9	2.2	1.6	1.7	0.6

Main Assumptions

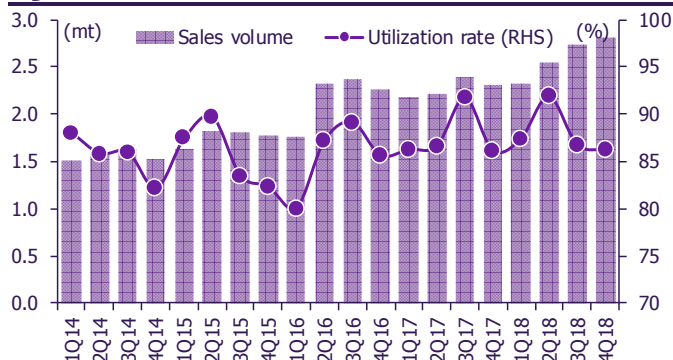
FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total capacity (period-end)	(ktpa)	10,145	10,270	10,405	10,665	10,638	11,084	12,587	13,029
Total sales volume	(kt)	2,188	2,223	2,387	2,306	2,325	2,546	2,730	2,820
Core EBITDA/t	(US\$/t)	100	107	122	111	140	153	150	113
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	117	97	125	117	148	156	175	85
Average selling price	(US\$/t)	933	940	911	926	1,038	1,028	1,070	989
FX	(Bt/US\$)	35.11	34.29	33.37	32.95	31.54	31.95	32.98	32.82

Figure 1: IVL – Transformation of product portfolio



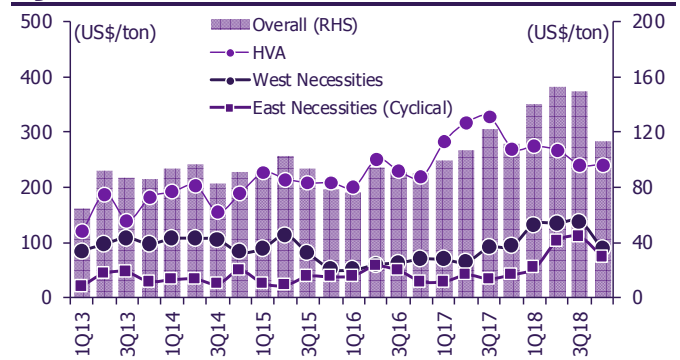
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 2: Sales volume



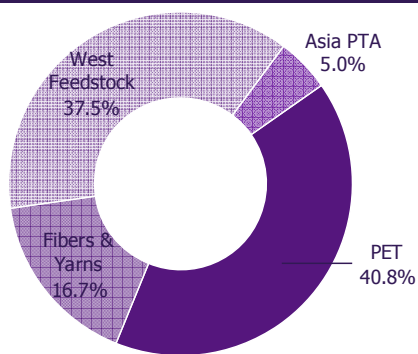
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 3: Core EBITDA/t



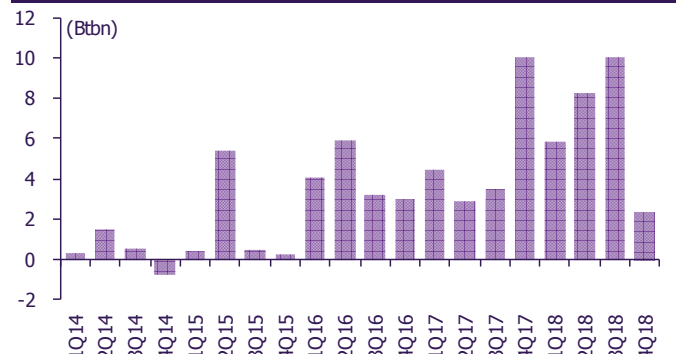
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 4: Core EBITDA breakdown (2018)



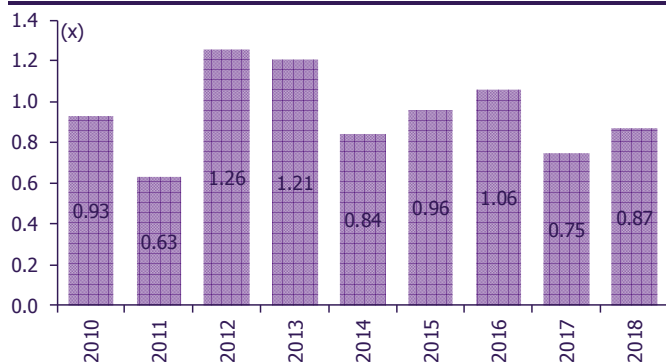
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly net profit



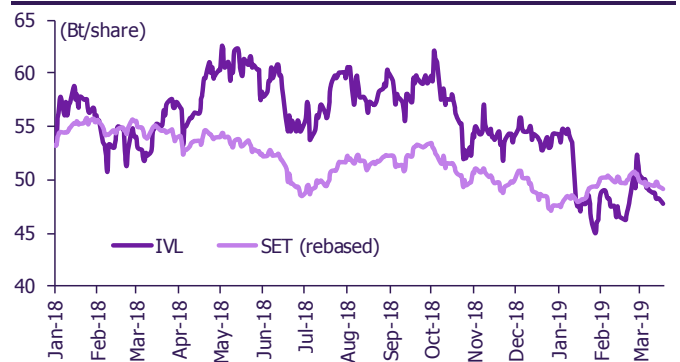
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: Net debt to equity



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 7: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม PTTEP

บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม
จำกัด (มหาชน)

Bloomberg
Reuters

PTTEP.TB
PTTEP.BK

เน้นลงทุนในไทยและประเทศเพื่อนบ้านเพื่อลดความเสี่ยง

การลงทุนของ PTTEP มีเป้าหมายเพื่อสร้างรากฐานที่แข็งแกร่งและสนับสนุนให้ความสามารถในการทำกำไรเติบโตในระยะยาว โดยมุ่งเน้นการลงทุนในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านซึ่งเป็นพื้นที่ที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญ ซึ่งจะทำให้ความเสี่ยงลดลงเมื่อเทียบกับหลายปีที่ผ่านมาที่บริษัทเข้าไปลงทุนในพื้นที่ใหม่ที่อยู่ห่างไกลออกไป การเน้นลงทุนในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้านจะช่วยให้การลงทุนคลายความกังวลและหันมาสนใจ PTTEP มากขึ้น เมื่อรวมกับมุมมองเชิงบวกที่เราได้ต่อแนวโน้มราคาน้ำมันอย่างน้อยไปจนกระทั่งมาตรการควบคุมการผลิตของ OPEC สิ้นสุดลงในกลางปี 2562 ทำให้เราเลือก PTTEP เป็น top pick ใน 2Q62 เราแนะนำ "ซื้อ" PTTEP ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 150 บาท/หุ้น โดยใช้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบระยะยาวที่ US\$72/bbl

ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ความสามารถในการทำกำไรใน 1H62 ของ PTTEP มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันดิบดูไบที่สูงขึ้น โดยปรับขึ้น 27% YTD ทั้งนี้ นอกเหนือจากการลดการผลิตโดย OPEC และประเทศพันธมิตรซึ่งอาจจะขยายระยะเวลาลงไปจนถึงสิ้นปี 2562 แล้ว อุปทานน้ำมันดิบชนิดหนักที่ลดลงจากอิหร่านและเวเนซุเอลาก็ช่วยสนับสนุนการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดิบดูไบซึ่งใช้อ้างอิงราคาผลิตภัณฑ์เหลวของ PTTEP เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยใน 1Q62 จะลดลงเล็กน้อย 2% QoQ สู่ US\$46.8/BOE แต่จะเพิ่มขึ้น 6% YoY และ EBITDA margin จะอยู่ที่ระดับสูงกว่า 70% นอกจากนี้เราก็คาดว่าราคาก๊าซจะลดลงเพียง 1% ในการปรับราคารอบหน้าใน 2Q

กลยุทธ์เน้นการลงทุนในภูมิภาคที่คุ้นเคยแต่มีศักยภาพเติบโตสูง กลยุทธ์ของ PTTEP ที่ต้องการสร้างรากฐานที่แข็งแกร่งพร้อมกับความสามารถในการทำกำไรเติบโตในระยะยาว ยืนยันว่าบริษัทจะเน้นขยายการลงทุนและดำเนินโครงการใหม่ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และตะวันออกกลาง เพราะเป็นพื้นที่ที่มีศักยภาพปิโตรเลียมสูงและเป็นพื้นที่ที่มีความเชี่ยวชาญ ทั้งนี้ นอกเหนือจากสัญญาแบ่งปันผลผลิต (PSC) ฉบับใหม่สำหรับแหล่งเอราวัณและแหล่งบงกช (ซึ่งลงนามไปแล้วในเดือนก.พ. 2562) แล้ว บริษัทยังมีแนวโน้มที่จะลงทุนเพิ่มในประเทศไทย เมียนมาร์ มาเลเซีย เวียดนาม และอินโดนีเซีย นอกจากนี้บริษัทก็กลับเข้าไปลงทุนในตะวันออกกลางร่วมกับพันธมิตรเชิงกลยุทธ์รายใหม่ โดยเริ่มต้นด้วยแปลงสำรวจใหม่ในสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ภายใต้ความร่วมมือกับบริษัทน้ำมันรายใหญ่ของอิตาลีที่มีประสบการณ์สูงอย่าง ENI

โครงการโมซัมบิก LNG จะเป็นการลงทุนถัดไป หลังจากรอดอมนาน เราเชื่อว่าการตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้ายสำหรับโครงการโมซัมบิก LNG จะเกิดขึ้นใน 1H62 ตามแผนที่วางไว้ หลังจากเซ็นสัญญาซื้อขาย (SPA) อีก 2 สัญญาในเดือนก.พ. 2562 ซึ่งส่งผลทำให้ SPA ระยะยาวทั้งหมดปรับเพิ่มขึ้นสู่ 9.5 ล้านตัน/ปี ซึ่งหมายความว่าผลผลิตก๊าซในระยะแรก 74% จาก 12.88 ล้านตัน/ปี จะได้รับความคุ้มครองจาก SPA ระยะยาว ปริมาณสำรองและทรัพยากรที่สามารถผลิตได้มากถึง 75tcf น่าจะทำให้โครงการนี้สามารถเพิ่มอายุปริมาณสำรองปิโตรเลียมของ PTTEP ได้อีก 1 ปี จาก 5 ปี ณ สิ้นปี 2561

ลงทุนต่อยอดจากก๊าซไปสู่การผลิตไฟฟ้าในเมียนมาร์ PTTEP วางแผนต่อยอดธุรกิจจากธุรกิจก๊าซไปสู่ธุรกิจโรงไฟฟ้าผ่านการเป็นพันธมิตรกับ IPP ภายในหรือภายนอกกลุ่ม PTT โดยมีเป้าหมายเพื่อเพิ่มมูลค่าของสินทรัพย์เดิมในเมียนมาร์ คือ โครงการชอติกา และ M3 โดยอาศัยความคุ้นเคยที่บริษัทมีกับเมียนมาร์ โครงการ M3 ยังคงไม่คุ้มค่าที่จะผลิต แต่ PTTEP หวังว่าธุรกิจใหม่นี้จะช่วยให้การพัฒนาคโครงการให้ผลตอบแทนที่ดีขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	147,725	171,809	179,584	182,705	184,347
EBITDA	(Btmn)	107,702	127,315	129,895	131,971	131,842
Core profit	(Btmn)	38,384	36,291	40,891	41,507	40,188
Reported profit	(Btmn)	20,579	36,206	40,891	41,507	40,188
Core EPS	(Bt)	9.67	9.14	10.30	10.46	10.12
DPS	(Bt)	4.25	5.00	5.00	5.00	5.00
P/E, core	(x)	12.8	13.6	12.0	11.9	12.2
EPS growth, core	(%)	114.8	(5.5)	12.7	1.5	(3.2)
P/BV, core	(x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1
ROE	(%)	9.8	9.5	10.2	9.8	9.1
Dividend yield	(%)	3.4	4.0	4.0	4.0	4.0
FCF yield	(x)	(0.2)	22.2	5.9	6.8	7.0
EV/EBIT	(x)	8.3	6.1	5.9	5.7	5.7
EBIT growth, core	(%)	44.1	30.5	0.7	(0.4)	(3.3)
EV/CE	(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
ROCE	(%)	8.8	7.9	8.3	8.5	8.2
EV/EBITDA	(x)	4.0	3.2	3.1	3.0	2.8
EBITDA growth	(%)	(1.4)	18.2	2.0	1.6	(0.1)

Source: SCBS Investment Research

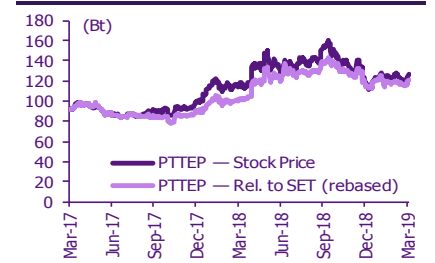
ซื้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	124.00
12-m target price (Bt)	150.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.97
Mkt cap (Btbn)	492.28
Mkt cap (US\$mn)	15,593

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	2.93
Sector % SET	22.17
Shares issued (mn)	3,970
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	160 / 110.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	57.52
Foreign limit / actual (%)	40 / 12
Free float (%)	34.7
Dividend policy (%)	≤ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(2.7)	6.4	5.5
Relative to SET	(0.0)	4.2	16.9

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	150.00
12-month dividend	(Bt)	5.00
Capital gain	(%)	20.97
Dividend yield	(%)	4.03
Total return	(%)	25.00

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	242,071	184,411	150,217	147,725	171,809	179,584	182,705	184,347
Cost of goods sold	(Btmn)	141,580	136,518	108,964	91,374	97,350	104,250	106,860	110,120
Gross profit	(Btmn)	100,491	47,893	41,253	56,351	74,459	75,334	75,845	74,227
SG&A	(Btmn)	12,247	9,584	7,895	8,459	9,405	9,731	9,720	9,933
Other income	(Btmn)	5,831	2,641	2,528	3,827	4,338	2,376	1,605	1,208
Interest expense	(Btmn)	8,430	8,582	8,274	7,676	7,707	5,339	4,155	3,970
Pre-tax profit	(Btmn)	84,307	32,368	27,612	44,042	59,799	62,640	63,574	61,531
Corporate tax	(Btmn)	35,535	17,085	10,040	5,987	23,764	22,018	22,350	21,640
Equity a/c profits	(Btmn)	719	311	301	329	256	269	283	297
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	49,491	15,593	17,873	38,384	36,291	40,891	41,507	40,188
Extra-ordinary items	(Btmn)	(28,000)	(47,184)	(5,014)	(17,804)	(85)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	21,490	(31,590)	12,860	20,579	36,206	40,891	41,507	40,188
EBITDA	(Btmn)	175,914	133,771	109,254	107,702	127,315	129,895	131,971	131,842
Core EPS	(Bt)	12.47	3.93	4.50	9.67	9.14	10.30	10.46	10.12
Net EPS	(Bt)	5.41	(7.96)	3.24	5.18	9.12	10.30	10.46	10.12
DPS	(Bt)	4.50	3.00	3.25	4.25	5.00	5.00	5.00	5.00

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	183,410	169,642	185,973	188,400	186,783	164,332	178,922	188,922
Total fixed assets	(Btmn)	583,663	539,222	490,917	439,721	448,304	465,515	459,516	461,125
Total assets	(Btmn)	767,073	708,864	676,890	628,121	635,087	629,847	638,438	650,047
Total loans	(Btmn)	139,391	108,455	101,459	81,946	49,932	17,932	17,932	12,932
Total current liabilities	(Btmn)	94,292	50,804	39,443	52,330	80,663	81,670	86,855	82,049
Total long-term liabilities	(Btmn)	259,162	249,248	229,463	199,416	164,361	119,152	100,892	96,969
Total liabilities	(Btmn)	353,453	300,053	268,906	251,747	245,024	200,822	187,747	179,018
Paid-up capital	(Btmn)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Total equity	(Btmn)	413,620	408,811	407,984	376,375	390,063	411,104	432,771	453,109
BVPS	(Bt)	104.19	102.98	102.77	94.81	98.25	103.55	109.01	114.13

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	49,491	15,593	17,873	38,384	36,291	40,891	41,507	40,188
Depreciation and amortization	(Btmn)	83,177	92,822	73,368	55,983	59,809	61,916	64,241	66,340
Operating cash flow	(Btmn)	141,429	108,393	80,188	85,357	105,704	90,232	91,899	102,217
Investing cash flow	(Btmn)	(97,505)	(73,029)	(96,000)	(86,474)	3,755	(61,207)	(58,242)	(67,949)
Financing cash flow	(Btmn)	8,290	(56,821)	(19,211)	(22,540)	(55,685)	(51,850)	(19,840)	(24,850)
Net cash flow	(Btmn)	52,214	(21,457)	(35,023)	(23,657)	53,774	(22,825)	13,817	9,418

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	41.5	26.0	27.5	38.1	43.3	41.9	41.5	40.3
Operating margin	(%)	36.5	20.8	22.2	32.4	37.9	36.5	36.2	34.9
EBITDA margin	(%)	72.7	72.5	72.7	72.9	74.1	72.3	72.2	71.5
EBIT margin	(%)	38.3	22.2	23.9	35.0	39.3	37.9	37.1	35.5
Net profit margin	(%)	8.9	(17.1)	8.6	13.9	21.1	22.8	22.7	21.8
ROE	(%)	12.4	3.8	4.4	9.8	9.5	10.2	9.8	9.1
ROA	(%)	6.7	2.1	2.6	5.9	5.7	6.5	6.5	6.2
Net D/E	(x)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage	(x)	20.9	15.6	13.2	14.0	16.5	24.3	31.8	33.2
Debt service coverage	(x)	5.3	15.6	13.2	14.0	16.5	24.3	14.4	33.2
Payout Ratio	(%)	83.1	(37.7)	100.3	82.0	54.8	48.5	47.8	49.4

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Sales volume	(kBOED)	313	322	320	299	306	315	322	326
- Liquid product	(% of total)	33.2	30.4	30.7	30.1	28.1	27.0	26.0	25.0
- Gas product	(% of total)	66.8	69.6	69.3	69.9	71.9	73.0	74.0	75.0
Dubai crude oil price	(US\$/bbl)	96.6	51.2	41.3	53.1	69.2	72.0	72.0	72.0
Avg selling price	(US\$/BOE)	63.7	45.3	35.9	39.2	46.7	48.1	47.9	47.7
CAPEX	(US\$mn)	2,052	1,740	998	1,331	1,081	1,906	1,813	2,116

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	(Btmn)	36,999	34,063	36,337	40,325	37,343	42,115	45,088	47,263
Cost of goods sold	(Btmn)	22,985	21,883	22,499	24,007	20,681	24,082	26,469	26,119
Gross profit	(Btmn)	14,014	12,180	13,839	16,318	16,663	18,033	18,619	21,144
SG&A	(Btmn)	1,484	1,771	1,714	3,489	1,814	1,862	2,297	3,431
Other income	(Btmn)	1,033	984	739	1,071	967	917	1,003	1,451
Interest expense	(Btmn)	1,997	1,903	1,889	1,888	1,799	1,822	1,893	2,193
Pre-tax profit	(Btmn)	11,566	9,490	10,975	12,012	14,018	15,265	15,432	15,084
Corporate tax	(Btmn)	(298)	2,314	1,889	2,082	112	10,534	3,483	9,636
Equity a/c profits	(Btmn)	76	91	77	85	66	60	75	56
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Core profit	(Btmn)	11,939	7,267	9,163	10,015	13,971	4,792	12,024	5,504
Extra-ordinary items	(Btmn)	345	268	(17,844)	(573)	(591)	(1,202)	(1,623)	3,330
Net Profit	(Btmn)	12,284	7,536	(8,682)	9,441	13,381	3,590	10,401	8,834
EBITDA	(Btmn)	28,309	24,476	26,669	28,247	28,683	31,763	33,691	33,179
Core EPS	(Bt)	3.01	1.83	2.31	2.52	3.52	1.21	3.03	1.39
Net EPS	(Bt)	3.09	1.90	(2.19)	2.38	3.37	0.90	2.62	2.23

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total current assets	(Btmn)	193,181	179,223	177,198	188,400	194,738	158,971	164,567	186,783
Total fixed assets	(Btmn)	470,026	462,091	444,006	439,721	421,924	484,575	457,957	448,304
Total assets	(Btmn)	663,207	641,314	621,204	628,121	616,662	643,546	622,525	635,087
Total loans	(Btmn)	96,116	95,165	83,133	81,946	79,421	50,768	49,880	49,932
Total current liabilities	(Btmn)	52,082	31,498	48,277	52,330	52,139	75,527	72,412	80,663
Total long-term liabilities	(Btmn)	216,627	213,598	198,222	199,416	191,952	180,661	168,457	164,361
Total liabilities	(Btmn)	268,710	245,096	246,499	251,747	244,091	256,188	240,869	245,024
Paid-up capital	(Btmn)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Total equity	(Btmn)	394,497	396,218	374,705	376,375	372,571	387,358	381,656	390,063
BVPS	(Bt)	99.37	99.80	94.38	94.81	93.85	97.57	96.14	98.25

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Core Profit	(Btmn)	11,939	7,267	9,163	10,015	13,971	4,792	12,024	5,504
Depreciation and amortization	(Btmn)	14,747	13,083	13,806	14,348	12,866	14,675	16,366	15,901
Operating cash flow	(Btmn)	21,719	14,593	(18,961)	18,109	30,181	11,228	31,286	33,009
Investing cash flow	(Btmn)	(44,066)	34,183	(5,926)	(70,666)	30,376	(6,226)	(123)	(20,272)
Financing cash flow	(Btmn)	(465)	(12,746)	(7,097)	(2,232)	(3,474)	(31,554)	(18,200)	(2,458)
Net cash flow	(Btmn)	(22,812)	36,031	(31,984)	(54,788)	57,083	(26,553)	12,964	10,280

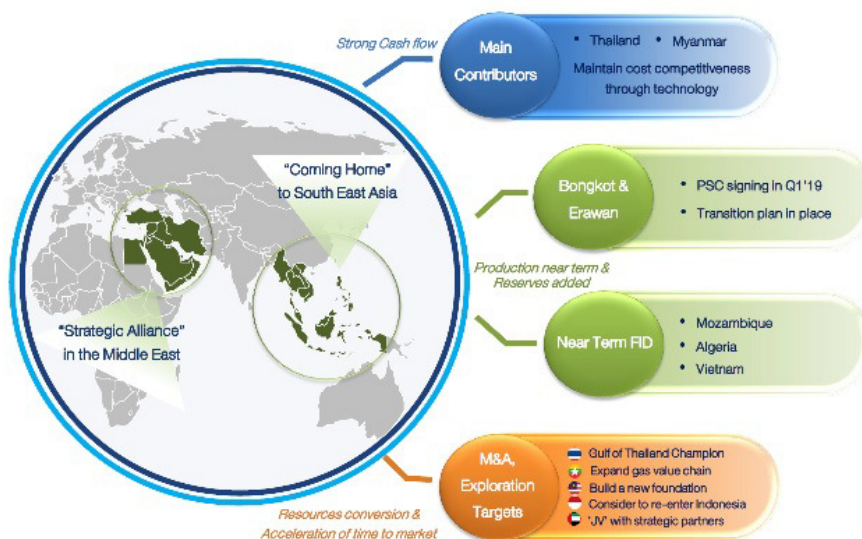
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Gross margin	(%)	37.9	35.8	38.1	40.5	44.6	42.8	41.3	44.7
Operating margin	(%)	33.9	30.6	33.4	31.8	39.8	38.4	36.2	37.5
EBITDA margin	(%)	76.5	71.9	73.4	70.0	76.8	75.4	74.7	70.2
EBIT margin	(%)	37.1	34.0	36.2	35.1	43.2	41.4	39.3	37.3
Net profit margin	(%)	33.2	22.1	(23.9)	23.4	35.8	8.5	23.1	18.7
ROE	(%)	11.9	7.4	9.5	10.7	14.9	5.0	12.5	5.7
ROA	(%)	7.1	4.5	5.8	6.4	9.0	3.0	7.6	3.5
Net D/E	(x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage	(x)	14.2	12.9	14.1	15.0	15.9	17.4	17.8	15.1
Debt service coverage	(x)	14.2	12.9	14.1	15.0	15.9	17.4	17.8	15.1

Main Assumptions

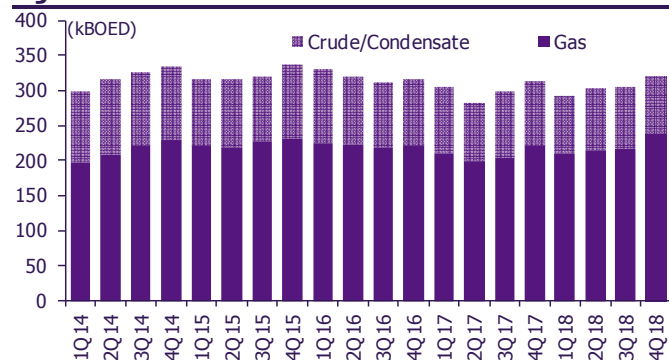
FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Sales volume	(kBOED)	304	281	298	313	293	303	305	321
- Liquid product	(% of total)	30.7	28.9	31.5	29.3	28.4	29.5	28.8	25.9
- Gas product	(% of total)	69.3	71.1	68.5	70.7	71.6	70.5	71.2	74.1
Dubai crude oil price	(US\$/bbl)	53.0	49.7	50.4	59.3	64.0	72.1	74.2	68.3
Avg selling price	(US\$/BOE)	38.0	38.1	38.8	41.7	44.0	46.9	47.7	47.8

Figure 1: PTTEP – strategy for long-term profitable growth



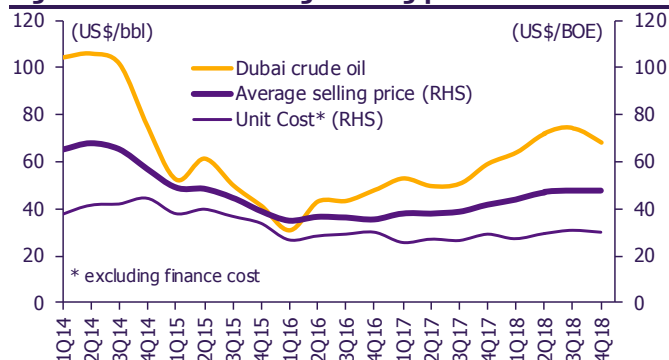
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 2: PTTEP – sales volume



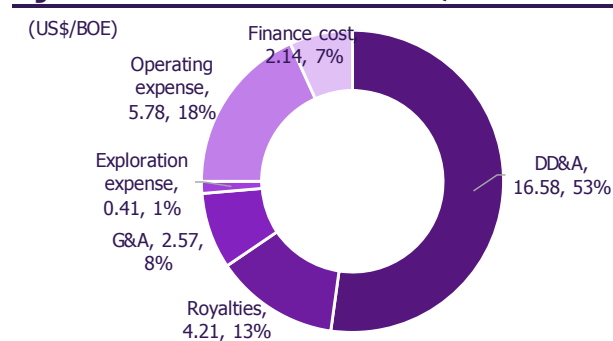
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 3: PTTEP – average selling price vs. unit cost



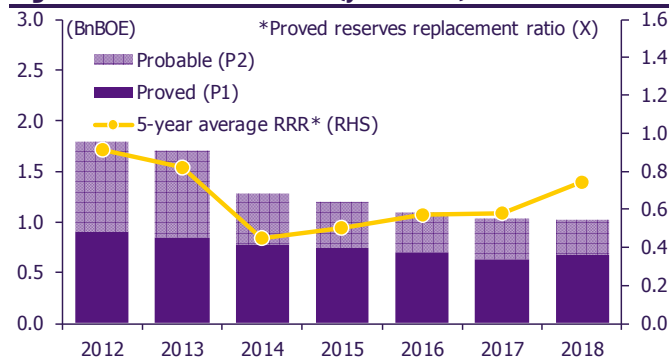
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 4: PTTEP – cost breakdown (last 12 months)



Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 5: PTTEP's reserves (year-end)



Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 6: Sensitivity of oil price to profit and TP

Brent oil price (US\$/bbl)	55	60	65	70	75
2019 Net profit (Btmn)	24,554	28,638	32,722	36,806	40,891
% change from the current forecast	-40%	-30%	-20%	-10%	0%
Target price (Bt/sh)	115	124	133	141	150
% change from the current TP	-23%	-17%	-11%	-6%	0%

Source: SCBS Investment Research

กำไรจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q62 เป็นต้นไป

ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน เราพบพัฒนาการเชิงบวกในอุตสาหกรรมไก่: ราคาผลิตภัณฑ์ในประเทศสูงขึ้น ปริมาณการขายส่งออกแข็งแกร่ง และต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง ซึ่งรวมกันแล้วจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของธุรกิจไก่ปรับตัวดีขึ้น ตลาดไก่ที่ดีขึ้นและส่วนแบ่งกำไรที่ฟื้นตัวดีขึ้น (จากฐานต่ำทั้งจาก McKey และ GFN) ทำให้เราคาดว่า GFPT จะเริ่มรายงานกำไรเติบโต YoY ใน 1Q62 เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ 3Q60 และจะเติบโตมากขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ GFPT ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 12 เท่า (เท่ากับ PEเฉลี่ย 10 ปีของบริษัท) ยังไม่ได้สะท้อนวัฏจักรกำไรขาขึ้น แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 19 บาท

ตลาดในประเทศปรับตัวดีขึ้น ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน ราคาไก่ปรับตัวดีขึ้น YoY เป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปลายปี 2560 สู่ 34 บาท/กก. (+5% YoY และ +2% QoQ) ด้วยเหตุผลดังต่อไปนี้ ประการแรก มีการปรับอุปทานเกิดขึ้น หลังจากราคาไก่ในประเทศอยู่ในระดับต่ำมานาน (ตั้งแต่ 4Q60) ประการที่สอง ราคาหมูในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในระยะหลังนี้ สู่ระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี จะช่วยสนับสนุนราคาไก่ เนื่องจากไก่กับหมูสามารถทดแทนกันได้ ในปี 2557-2561 ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับราคาไก่ในประเทศมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 28 บาท/กก. โดยมีส่วนต่างสูงสุดที่ 40 บาท/กก. และต่ำสุดอยู่ที่ 14 บาท/กก. ราคาใน 1Q62 ถึงปัจจุบันแสดงให้เห็นว่าส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับราคาไก่ในประเทศอยู่ที่ 40 บาท/กก. เท่ากับส่วนต่างสูงสุดในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

ตลาดส่งออกดีขึ้น หลักๆ เกิดจากจีน ข้อมูลจากศศก. แสดงให้เห็นว่าปริมาณการขายส่งออกไก่ไทยเติบโต 11% YoY ในปี 2561 และ 10% ใน 2M62 ในขณะที่ราคาส่งออกในสกุล US\$ อยู่ในระดับทรงตัว YoY ในปี 2561 และ 2M62 ทั้งนี้เมื่อวันที่ 6 มี.ค. 2561 จีนได้ประกาศรับรองมาตรฐานโรงงานไก่ไทย 7 แห่ง: GFPT, CPF (2 โรงงาน), TFG, สหฟาร์ม (2 โรงงาน) และ F&F Food ให้ส่งออกไก่ไปยังประเทศจีนได้ ศศก. รายงานว่าจีนกลายเป็นตลาดส่งออกใหม่สำหรับประเทศไทยในเดือนมี.ค. 2561 และปริมาณการขายส่งออกไก่ไทยสู่จีนคิดเป็นสัดส่วน 2% ของการส่งออกไก่ทั้งหมด (2 พันลบ.) ในปี 2561 เมื่อดูเป็นรายไตรมาส พบว่าประเทศไทยส่งออกไก่ไปจีน 0.1% (13 ลบ.) ของการส่งออกไก่ไทยทั้งหมดใน 1Q61, 1% (262 ลบ.) ใน 2Q61, 2% (468 ลบ.) ใน 3Q61, 5% (1.3 พันลบ.) ใน 4Q61 และ 6% (1 พันลบ.) ใน 2M62 จีนจะกลายเป็นหนึ่งในตลาดหลักๆ ที่จะช่วยสนับสนุนให้การส่งออกไก่ไทยเติบโตในปี 2562 จากการค่อยๆ เข้าไปเจาะตลาดใหม่นี้ ทั้งนี้ปริมาณการขายส่งออก 8% ของ GFPT เป็นการส่งออกไปจีนในปี 2561

อัตรากำไรของธุรกิจไก่จะเพิ่มขึ้น แนวโน้มตลาดที่ดีขึ้นและต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงจะช่วยให้อัตรากำไรของธุรกิจไก่เพิ่มขึ้น ทั้งนี้ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลงเล็กน้อย และเป็นการปรับตัวลดลงครั้งแรกนับตั้งแต่ปลายปี 2560 โดยราคาข้าวโพดลดลงสู่ 9.7 บาท/กก. (-2% YoY และ QoQ) และราคาถั่วเหลืองลดลงสู่ 14.6 บาท/กก. (-9% YoY และ -6% QoQ)

ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมจะดีขึ้น ในปี 2562 เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรของ GFPT จะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสู่ 257 ลบ. (+289% YoY) จากฐานต่ำในปี 2561 ทั้งจาก McKey และ GFN โดยในปี 2562 ส่วนแบ่งกำไรจาก McKey มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 196 ลบ. (+38% YoY) จากการเพิ่มอัตราการผลิตที่โรงงานใหม่ของ McKey จาก 60% ในปี 2561 สู่ 70-80% ในปี 2562 ในขณะเดียวกัน ส่วนแบ่งกำไรจาก GFN ก็มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นสู่ 61 ลบ. (ฟื้นตัวจาก -76 ลบ. ในปี 2561) ตามอุตสาหกรรมไก่ที่ปรับตัวดีขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	16,928	16,647	16,686	17,316	17,958
EBITDA	(Btmn)	3,004	2,694	2,816	2,927	3,006
Core profit	(Btmn)	1,748	1,144	1,426	1,640	1,779
Reported profit	(Btmn)	1,662	1,038	1,426	1,640	1,779
Core EPS	(Bt)	1.39	0.91	1.14	1.31	1.42
DPS	(Bt)	0.30	0.25	0.30	0.30	0.30
P/E, core	(x)	9.7	14.8	11.9	10.3	9.5
EPS growth, core	(%)	9.7	(34.6)	24.7	15.0	8.5
P/BV, core	(x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	15.2	9.2	10.7	11.3	11.2
Dividend yield	(%)	2.2	1.8	2.2	2.2	2.2
FCF yield	(x)	6.5	6.5	6.8	6.8	7.6
EV/EBIT	(x)	11.1	13.5	12.1	10.9	10.0
EBIT growth, core	(%)	15.6	(20.5)	6.2	6.1	3.7
EV/CE	(x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5
ROCE	(%)	12.3	8.8	9.3	9.6	9.7
EV/EBITDA	(x)	6.6	7.1	6.5	6.0	5.5
EBITDA growth	(%)	12.3	(10.4)	4.5	4.0	2.7

Source: SCBS Investment Research

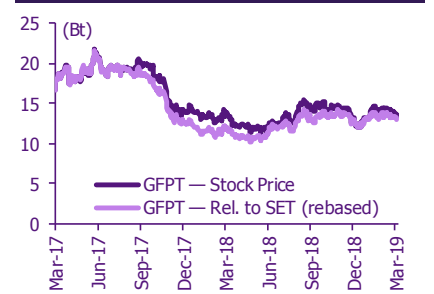
ซื้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	13.50
12-m target price (Bt)	19.00
Upside (Downside) to TP (%)	40.74
Mkt cap (Btbn)	16.93
Mkt cap (US\$mn)	536

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.10
Sector % SET	0.37
Shares issued (mn)	1,254
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	15.6 / 11.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.21
Foreign limit / actual (%)	49 / 16
Free float (%)	50.2
Dividend policy (%)	≤ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(6.3)	6.3	0.0
Relative to SET	(3.6)	4.0	10.8

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	19.00
12-month dividend	(Bt)	0.30
Capital gain	(%)	40.74
Dividend yield	(%)	2.19
Total return	(%)	42.93

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสราร, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	17,829	16,467	16,693	16,928	16,647	16,686	17,316	17,958
Cost of goods sold	(Btmn)	(15,334)	(14,463)	(14,191)	(14,151)	(14,186)	(14,150)	(14,684)	(15,228)
Gross profit	(Btmn)	2,495	2,003	2,502	2,778	2,461	2,536	2,632	2,730
SG&A	(Btmn)	(1,165)	(1,170)	(1,243)	(1,316)	(1,340)	(1,335)	(1,351)	(1,401)
Other income	(Btmn)	224	229	280	318	293	300	312	323
Interest expense	(Btmn)	(145)	(123)	(98)	(74)	(79)	(63)	(40)	(39)
Pre-tax profit	(Btmn)	1,407	938	1,441	1,705	1,335	1,439	1,553	1,613
Corporate tax	(Btmn)	42	20	(206)	(219)	(252)	(259)	(280)	(290)
Equity a/c profits	(Btmn)	326	249	371	272	71	257	377	468
Minority interests	(Btmn)	(19)	(18)	(13)	(10)	(10)	(10)	(11)	(11)
Core profit	(Btmn)	1,756	1,189	1,594	1,748	1,144	1,426	1,640	1,779
Extra-ordinary items	(Btmn)	23	6	50	(86)	(106)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,780	1,195	1,644	1,662	1,038	1,426	1,640	1,779
EBITDA	(Btmn)	2,558	2,132	2,676	3,004	2,694	2,816	2,927	3,006
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.40	0.95	1.27	1.39	0.91	1.14	1.31	1.42
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.42	0.95	1.31	1.33	0.83	1.14	1.31	1.42
DPS (Bt)	(Bt)	0.40	0.25	0.30	0.30	0.25	0.30	0.30	0.30

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	4,469	4,809	4,915	5,372	5,770	6,017	6,111	7,145
Total fixed assets	(Btmn)	9,269	10,167	11,245	11,994	12,360	12,640	13,039	13,439
Total assets	(Btmn)	13,737	14,976	16,160	17,366	18,130	18,657	19,150	20,584
Total loans	(Btmn)	3,574	4,145	3,806	3,577	3,440	2,760	1,910	1,860
Total current liabilities	(Btmn)	2,339	2,953	3,198	2,975	2,988	2,106	1,355	1,405
Total long-term liabilities	(Btmn)	2,665	2,581	2,183	2,229	2,415	2,617	2,592	2,567
Total liabilities	(Btmn)	5,004	5,533	5,381	5,205	5,403	4,722	3,947	3,972
Paid-up capital	(Btmn)	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	(Btmn)	8,733	9,443	10,779	12,161	12,726	13,844	15,113	16,521
BVPS (Bt)	(Bt)	6.97	7.53	8.60	9.70	10.15	11.04	12.05	13.18

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	1,756	1,189	1,594	1,748	1,144	1,426	1,640	1,779
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,005	1,070	1,137	1,225	1,279	1,314	1,334	1,354
Operating cash flow	(Btmn)	2,513	1,764	2,089	2,456	2,478	2,746	2,878	3,034
Investing cash flow	(Btmn)	(1,340)	(1,386)	(1,613)	(1,350)	(1,375)	(1,595)	(1,733)	(1,754)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,214)	(55)	(757)	(680)	(599)	(989)	(1,221)	(421)
Net cash flow	(Btmn)	(41)	323	(282)	425	504	163	(76)	860

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	14.0	12.2	15.0	16.4	14.8	15.2	15.2	15.2
Operating margin	(%)	7.5	5.1	7.5	8.6	6.7	7.2	7.4	7.4
EBITDA margin	(%)	14.3	12.9	16.0	17.7	16.2	16.9	16.9	16.7
EBIT margin	(%)	8.7	6.4	9.2	10.5	8.5	9.0	9.2	9.2
Net profit margin	(%)	10.0	7.3	9.8	9.8	6.2	8.5	9.5	9.9
ROE	(%)	21.8	13.1	15.8	15.2	9.2	10.7	11.3	11.2
ROA	(%)	13.1	8.3	10.2	10.4	6.4	7.8	8.7	9.0
Net D/E	(x)	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.0	(0.0)
Interest coverage	(x)	17.6	17.3	27.3	40.4	34.2	44.6	73.7	77.7
Debt service coverage	(x)	1.6	1.0	1.2	1.5	1.5	3.3	73.7	77.7
Payout Ratio	(%)	28.2	26.2	22.9	22.6	27.0	26.0	22.6	20.8

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Sales growth	(%)	6.8	(7.6)	1.4	1.4	(1.7)	0.2	3.8	3.7
Feed revenue	(Bt mn)	4,887	4,458	3,908	3,380	3,129	3,119	3,164	3,209
Farm revenue	(Bt mn)	4,840	4,507	4,680	5,168	5,264	4,904	5,101	5,307
Food revenue	(Bt mn)	8,101	7,501	8,106	8,381	8,254	8,664	9,051	9,441
Chicken meat volume	(000 tons)	102.8	104.9	106.9	112.3	117.1	121.1	124.5	128.1
FX	(Bt/US\$1)	32.5	34.2	35.3	33.9	32.3	32.0	32.0	32.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	(Btmn)	4,119	4,165	4,399	4,245	3,958	3,982	4,517	4,190
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,490)	(3,486)	(3,604)	(3,571)	(3,408)	(3,395)	(3,811)	(3,572)
Gross profit	(Btmn)	629	680	795	673	550	588	706	618
SG&A	(Btmn)	(336)	(320)	(348)	(312)	(341)	(340)	(334)	(324)
Other income	(Btmn)	64	73	96	85	80	72	64	77
Interest expense	(Btmn)	(20)	(19)	(17)	(18)	(18)	(20)	(20)	(20)
Pre-tax profit	(Btmn)	337	413	526	429	270	299	415	352
Corporate tax	(Btmn)	(19)	(40)	(68)	(93)	(46)	(77)	(64)	(65)
Equity a/c profits	(Btmn)	82	108	65	17	(45)	(22)	78	60
Minority interests	(Btmn)	(1)	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)	(3)	(2)
Core profit	(Btmn)	399	479	521	350	177	197	426	345
Extra-ordinary items	(Btmn)	25	15	(15)	(111)	(31)	14	11	(100)
Net Profit	(Btmn)	424	494	506	239	146	212	437	245
EBITDA	(Btmn)	659	747	846	753	599	639	762	695
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.32	0.38	0.42	0.28	0.14	0.16	0.34	0.28
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.34	0.39	0.40	0.19	0.12	0.17	0.35	0.20

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total current assets	(Btmn)	5,160	5,343	4,984	5,372	6,414	5,482	5,773	5,770
Total fixed assets	(Btmn)	11,455	11,569	11,830	11,994	10,995	11,979	12,132	12,360
Total assets	(Btmn)	16,615	16,912	16,814	17,366	17,408	17,460	17,904	18,130
Total loans	(Btmn)	3,719	3,493	3,260	3,577	3,303	3,654	3,643	3,440
Total current liabilities	(Btmn)	3,462	3,365	2,754	2,975	3,056	3,264	3,103	2,988
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,949	2,223	2,228	2,229	2,129	2,135	2,300	2,415
Total liabilities	(Btmn)	5,411	5,588	4,981	5,205	5,185	5,399	5,403	5,403
Paid-up capital	(Btmn)	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	(Btmn)	11,204	11,324	11,833	12,161	12,223	12,061	12,501	12,726
BVPS (Bt)	(Bt)	8.93	9.03	9.44	9.70	9.75	9.62	9.97	10.15

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Core Profit	(Btmn)	424	494	506	239	146	212	437	245
Depreciation and amortization	(Btmn)	302	314	303	306	310	320	326	323
Operating cash flow	(Btmn)	495	1,126	732	103	579	921	545	432
Investing cash flow	(Btmn)	(354)	(258)	(379)	(359)	(305)	(301)	(317)	(451)
Financing cash flow	(Btmn)	(108)	(621)	(251)	299	(292)	(45)	(32)	(230)
Net cash flow	(Btmn)	33	247	103	44	(18)	574	196	(249)

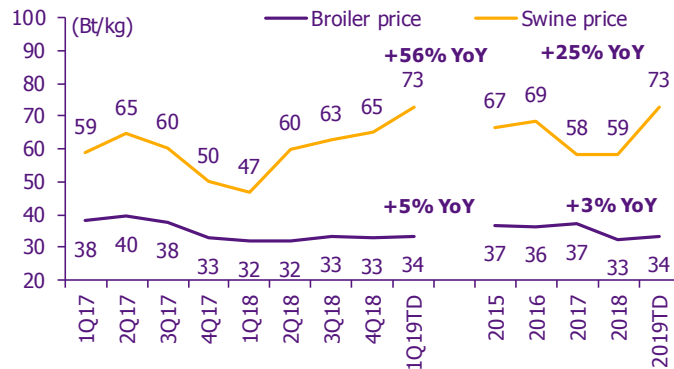
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Gross margin	(%)	15.3	16.3	18.1	15.9	13.9	14.8	15.6	14.7
Operating margin	(%)	7.1	8.6	10.2	8.5	5.3	6.2	8.2	7.0
EBITDA margin	(%)	16.0	17.9	19.2	17.7	15.1	16.0	16.9	16.6
EBIT margin	(%)	8.7	10.4	12.4	10.5	7.3	8.0	9.6	8.8
Net profit margin	(%)	10.3	11.9	11.5	5.6	3.7	5.3	9.7	5.8
ROE	(%)	14.5	17.0	18.0	11.7	5.8	6.5	13.9	10.9
ROA	(%)	9.7	11.4	12.4	8.2	4.1	4.5	9.6	7.7
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(x)	32.3	38.6	49.5	43.0	32.5	31.8	37.3	35.1
Debt service coverage	(x)	1.1	1.6	2.1	1.5	1.3	1.2	1.6	1.6

Key statistics

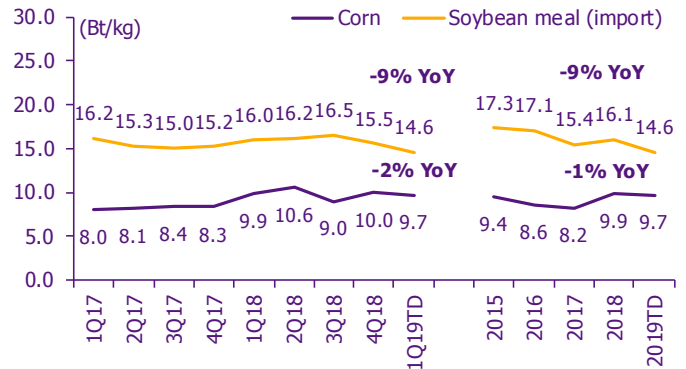
FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Sales growth	(%)	5.6	6.7	(0.3)	(5.2)	(3.9)	(4.4)	2.7	(1.3)
Feed revenue	(Bt mn)	858	823	898	801	706	759	866	798
Farm revenue	(Bt mn)	1,215	1,251	1,318	1,383	1,449	1,301	1,400	1,114
Food revenue	(Bt mn)	2,046	2,091	2,183	2,061	1,803	1,922	2,252	2,277
Chicken meat volume	(000 tons)	27.3	28.1	28.7	28.4	27.2	27.1	31.5	31.9
FX	(Bt/US\$1)	35.1	34.3	33.4	33.0	31.5	31.9	32.9	32.8

Figure 1: In 1Q19TD, broiler price rose 5% YoY, from supply adjustment and better swine price



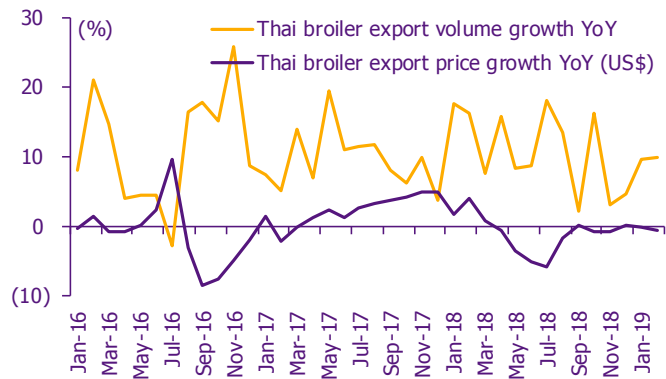
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 1Q19TD, corn costs dropped 2% YoY, while soybean meal cost declined 9% YoY



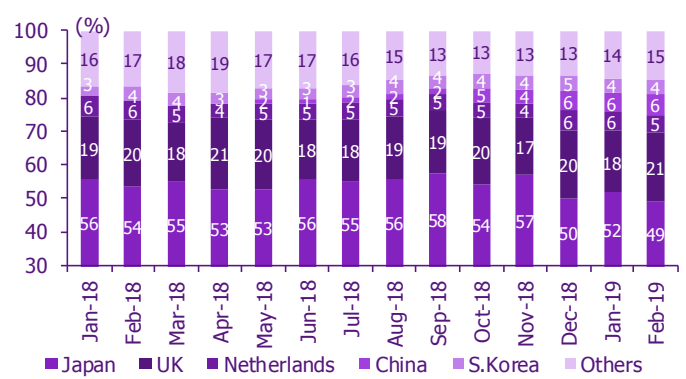
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2M19, Thai broiler export sales volume grew 10% YoY, while US\$ export price was stable YoY



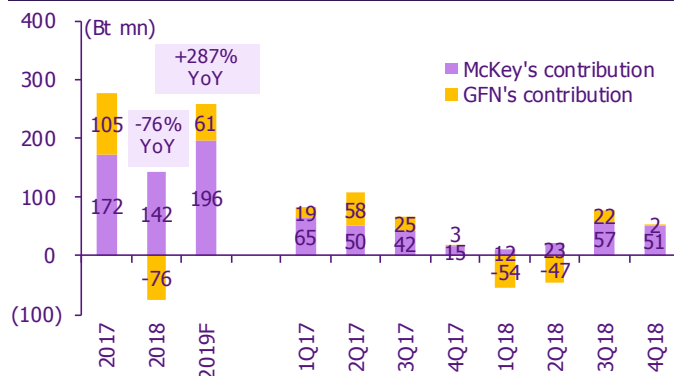
Source: OAE, MOC and SCBS Investment Research

Figure 4: The portion of Thai broiler export volume to China continued to rise



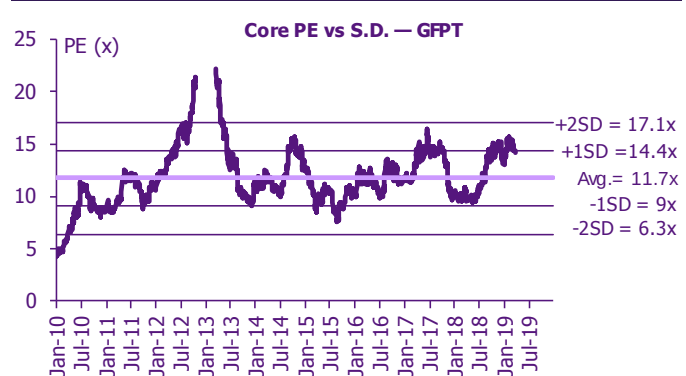
Source: OAE, MOC and SCBS Investment Research

Figure 5: GFPT's equity income set to rise in 2019F



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: GFPT's historical PE band



Source: SCBS Investment Research



กำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น

ราคาหุ้น TU ปรับตัว outperform SET อยู่ 11% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากธุรกิจหลักที่ฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H61 เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้น YoY อย่างต่อเนื่องในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนวัตถุดิบที่ถูกลง (ปรับตัวตามหลังราคาหน้า spot price ระดับต่ำในปัจจุบันไม่เกิน 6 เดือน) และการปรับราคาผลิตภัณฑ์ ราคาหุ้น TU ไม่เปลี่ยนแปลง ทั้งๆ ที่ราคาหน้าลดลงตั้งแต่เดือนค.ค. 2560 ตรงข้ามกับเมื่อครั้งที่ราคาหน้าลดลงก่อนหน้านี้ ซึ่งส่งผลทำให้ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 23 บาท

ธุรกิจที่น่าฟื้นตัว ราคาปลาหน้าห้องแถบลดลงสู่ US\$1,530/ตัน (-18% YoY) ในปี 2561 และลดลงอีกสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีที่ US\$1,380/ตัน (-13% YoY และ -2% QoQ) ใน 2M62 เนื่องจาก TU เก็บสต็อกปลาหน้าห้องถึง 6 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่แท้จริงของบริษัทจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2562 ในด้านราคา TU เปรียบเทียบราคาผลิตภัณฑ์ปลาหน้าห้องในฝั่งเศรษฐกิจระยะยาว 1 ปีเสร็จแล้วในเดือนก.พ. โดยราคาใหม่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 2Q62 เป็นต้นไป เราคาดว่าราคาผลิตภัณฑ์ปลาหน้าห้องในระยะยาวจะอยู่ในระดับทรงตัว หรือดีกว่าปีที่ผ่านมา เนื่องจากบริษัทจะเพิ่มปริมาณการขายผลิตภัณฑ์มูลค่าสูงให้มากขึ้น ทั้งๆ ที่ต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ ต้นทุนวัตถุดิบระดับต่ำและราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีจะช่วยสนับสนุนอัตรากำไรและกำไรในธุรกิจของ TU

ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอื่นๆ จะอยู่ในระดับปานกลาง หลังจากปิดโรงงานแหลมมอ (ESCO) ในเดือนธ.ค. 2561 TU ก็บันทึกค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นครั้งเดียวเกี่ยวกับการปิดโรงงานดังกล่าวจำนวนประมาณ 500 ลบ. ใน 2H61 โรงงานแห่งนี้สร้างส่วนแบ่งขาดทุน 5 ล้านดอลลาร์สหรัฐ/ปี เราคาดว่าโรงงานแห่งนี้จะช่วยทำให้กำไรปกติของ TU เติบโตเพิ่มขึ้นได้อีก 4% ในปี 2562 ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าราคาวัตถุดิบในธุรกิจอื่นๆ จะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ ทั้งนี้ตั้งแต่ 1Q62 ราคาแหลมมออยู่ที่ NOK59/กก. (-5% YoY แต่ +3% QoQ) ในขณะที่ราคากุ้งในประเทศอยู่ที่ 158 บาท/กก. (-10% YoY แต่ +15% QoQ)

ผลการดำเนินงานของ Red Lobster จะปรับตัวดีขึ้น ส่วนแบ่งกำไรที่ TU ได้รับจาก Red Lobster ประกอบด้วยส่วนแบ่งกำไร เครดิตภาษี ค่าธรรมเนียมการบริหาร รายได้ดอกเบี้ย ซึ่งมีจำนวนมากกว่าดอกเบี้ยจ่าย ในปี 2561 TU รายงานส่วนแบ่งกำไรจาก Red Lobster (ไม่รวมรายการพิเศษ) จำนวน 397 ลบ. (8% ของกำไรปกติของ TU) -24% YoY หลักๆ เกิดจากเครดิตภาษีที่ลดลง ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไรเพียงอย่างเดียวอยู่ที่ -186 ลบ. ในปี 2561 (เทียบกับ -196 ลบ. ในปี 2560) สำหรับปี 2562 TU ตั้งเป้าผลการดำเนินงานของ Red Lobster ปรับตัวดีขึ้นสูงกว่าจุดคุ้มทุน ผ่านการเสนอเมนูที่น่าสนใจมากขึ้น และ "happy hours" เพื่อดึงดูดลูกค้าเข้ามามากขึ้น รวมถึงควบคุมค่าใช้จ่ายการตลาดอย่างเข้มงวดมากขึ้น

ราคาหุ้น TU ยังไม่ได้สะท้อนต้นทุนที่ต่ำ ในอดีตที่ผ่านมาเมื่อครั้งที่ราคาปลาหน้าห้องแถบปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดที่ US\$1,945/ตัน ในเดือนมี.ย. 2551 สู่ US\$850/ตัน (-56%) ในเดือนธ.ค. 2551 และพ.ย. 2552 ราคาหุ้น TU ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% และ 57% ตามลำดับ ถัดจากนั้นเมื่อราคาปลาหน้าห้องแถบปรับตัวลดลงอีกครั้งจาก US\$2,325/ตัน ในเดือนมี.ค. 2556 สู่ 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 ราคาปลาหน้าห้องแถบปรับตัวลดลงจาก US\$2,300/ตัน ในเดือนค.ค. 2560 สู่ US\$1,480/ตัน (-36%) ในเดือนก.พ. 2562 แต่ราคาหุ้น TU ยังไม่เปลี่ยนแปลง

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	134,937	133,285	138,879	144,599	148,966
EBITDA	(Btmn)	9,972	9,380	10,567	11,603	12,297
Core profit	(Btmn)	4,755	4,051	5,014	5,858	6,462
Reported profit	(Btmn)	5,989	3,256	5,014	5,858	6,462
Core EPS	(Bt)	1.00	0.85	1.05	1.23	1.35
DPS	(Bt)	0.66	0.40	0.53	0.61	0.68
P/E, core	(x)	18.9	22.1	17.9	15.3	13.9
EPS growth, core	(%)	(8.0)	(14.8)	23.8	16.8	10.3
P/BV, core	(x)	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6
ROE	(%)	10.0	8.6	10.4	11.4	11.8
Dividend yield	(%)	3.5	2.1	2.8	3.3	3.6
FCF yield	(x)	4.9	10.5	4.3	5.1	6.3
EV/EBIT	(x)	21.6	23.9	20.2	17.7	16.1
EBIT growth, core	(%)	(11.8)	(11.4)	16.8	12.6	7.9
EV/CE	(x)	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4
ROCE	(%)	4.8	4.5	5.1	5.7	6.1
EV/EBITDA	(x)	15.6	16.3	14.2	12.8	11.9
EBITDA growth	(%)	(10.6)	(5.9)	12.7	9.8	6.0

Source: SCBS Investment Research

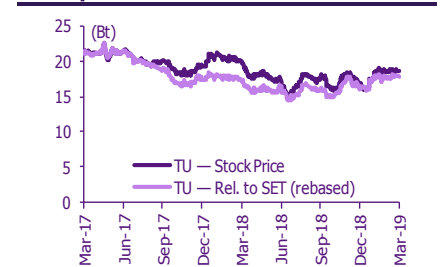
ข้อ

Stock data

Last close (Mar 25) (Bt)	18.80
12-m target price (Bt)	23.00
Upside (Downside) to TP (%)	22.34
Mkt cap (Btbn)	89.71
Mkt cap (US\$mn)	2,842

Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.53
Sector % SET	0.37
Shares issued (mn)	4,772
Par value (Bt)	0.25
12-m high / low (Bt)	19.5 / 14.7
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.47
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	1.1	14.6	(0.5)
Relative to SET	3.9	12.2	10.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	23.00
12-month dividend	(Bt)	0.53
Capital gain	(%)	22.34
Dividend yield	(%)	2.79
Total return	(%)	25.13

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	121,402	124,904	134,375	134,937	133,285	138,879	144,599	148,966
Cost of goods sold	(Btmn)	(102,382)	(104,937)	(114,272)	(115,628)	(114,393)	(118,894)	(123,637)	(127,261)
Gross profit	(Btmn)	19,020	19,967	20,103	19,310	18,892	19,984	20,962	21,705
SG&A	(Btmn)	(11,232)	(11,749)	(13,138)	(14,078)	(14,222)	(14,485)	(14,605)	(14,748)
Other income	(Btmn)	1,045	702	1,206	1,980	1,889	1,965	2,046	2,108
Interest expense	(Btmn)	(1,673)	(1,356)	(1,572)	(2,136)	(2,025)	(1,955)	(1,907)	(1,831)
Pre-tax profit	(Btmn)	7,160	7,564	6,600	5,075	4,365	5,509	6,496	7,234
Corporate tax	(Btmn)	(1,040)	(1,290)	(1,019)	(305)	(208)	(441)	(585)	(723)
Equity a/c profits	(Btmn)	162	336	194	456	292	307	322	338
Minority interests	(Btmn)	(676)	(616)	(606)	(471)	(398)	(361)	(376)	(387)
Core profit	(Btmn)	5,607	5,993	5,170	4,755	4,051	5,014	5,858	6,462
Extra-ordinary items	(Btmn)	(515)	(621)	84	1,234	(795)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	5,092	5,373	5,254	5,989	3,256	5,014	5,858	6,462
EBITDA	(Btmn)	11,351	11,646	11,155	9,972	9,380	10,567	11,603	12,297
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.21	1.26	1.08	1.00	0.85	1.05	1.23	1.35
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.10	1.13	1.10	1.26	0.68	1.05	1.23	1.35
DPS (Bt)	(Bt)	0.55	0.63	0.63	0.66	0.40	0.53	0.61	0.68

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	60,864	57,097	60,079	62,571	59,021	60,915	63,393	65,412
Total fixed assets	(Btmn)	54,052	53,814	82,287	83,521	82,895	82,996	83,175	83,135
Total assets	(Btmn)	114,916	110,911	142,365	146,092	141,916	143,911	146,567	148,547
Total loans	(Btmn)	46,672	39,118	65,918	67,142	64,346	61,984	59,984	57,434
Total current liabilities	(Btmn)	40,354	38,674	59,242	36,657	43,527	38,459	41,871	38,480
Total long-term liabilities	(Btmn)	27,095	24,267	35,688	61,383	51,895	55,853	51,746	53,584
Total liabilities	(Btmn)	67,449	62,941	94,930	98,040	95,422	94,312	93,617	92,064
Paid-up capital	(Btmn)	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193	1,193
Total equity	(Btmn)	47,467	47,970	47,436	48,051	46,494	49,599	52,950	56,483
BVPS (Bt)	(Bt)	10.25	10.05	9.94	10.07	9.74	10.39	11.10	11.84

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	5,607	5,993	5,170	4,755	4,051	5,014	5,858	6,462
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,518	2,726	2,983	2,761	2,989	3,102	3,199	3,232
Operating cash flow	(Btmn)	9,276	15,727	7,770	6,818	12,866	7,059	7,953	8,850
Investing cash flow	(Btmn)	(8,691)	742	(29,400)	(2,424)	(3,403)	(3,204)	(3,378)	(3,192)
Financing cash flow	(Btmn)	1,022	(15,701)	19,801	(4,552)	(8,704)	(4,271)	(4,507)	(5,479)
Net cash flow	(Btmn)	1,607	767	(1,829)	(158)	759	(416)	69	179

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	15.7	16.0	15.0	14.3	14.2	14.4	14.5	14.6
Operating margin	(%)	6.4	6.6	5.2	3.9	3.5	4.0	4.4	4.7
EBITDA margin	(%)	9.4	9.3	8.3	7.4	7.0	7.6	8.0	8.3
EBIT margin	(%)	7.3	7.1	6.1	5.3	4.9	5.4	5.8	6.1
Net profit margin	(%)	4.2	4.3	3.9	4.4	2.4	3.6	4.1	4.3
ROE	(%)	12.3	12.6	10.8	10.0	8.6	10.4	11.4	11.8
ROA	(%)	5.0	5.3	4.1	3.3	2.8	3.5	4.0	4.4
Net D/E	(x)	0.9	0.8	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Interest coverage	(x)	6.8	8.6	7.1	4.7	4.6	5.4	6.1	6.7
Debt service coverage	(x)	0.4	0.5	0.3	0.5	0.4	0.6	0.5	0.7
Payout Ratio	(%)	50.0	56.0	57.2	52.6	58.6	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Sales growth in THB	(%)	7.6	2.9	7.6	0.4	(0.2)	3.1	4.1	3.0
Sales value	(mn US\$)	3,867	3,656	3,807	4,023	4,169	4,340	4,519	4,655
Sales volume	('000 tons)	706	706	755	764	768	776	784	792
Sales volume growth	(%)	(3.0)	0.0	6.9	1.2	0.6	1.0	1.0	1.0
GPM (%)	(US\$/ton)	15.7	16.0	15.0	14.3	14.2	14.4	14.5	14.6
FX	(Bt/US\$1)	32.4	34.2	35.3	33.9	32.3	32.0	32.0	32.0

Financial statement

Profit and Loss

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	(Btmn)	31,427	34,818	34,852	33,840	29,703	34,137	34,174	35,272
Cost of goods sold	(Btmn)	(26,876)	(29,863)	(29,896)	(28,992)	(26,343)	(29,428)	(28,795)	(29,827)
Gross profit	(Btmn)	4,551	4,954	4,956	4,849	3,360	4,709	5,378	5,445
SG&A	(Btmn)	(3,631)	(3,335)	(3,445)	(3,667)	(3,335)	(3,567)	(3,545)	(3,776)
Other income	(Btmn)	484	418	453	624	403	485	450	550
Interest expense	(Btmn)	(498)	(563)	(547)	(528)	(505)	(500)	(504)	(516)
Pre-tax profit	(Btmn)	906	1,463	1,413	1,294	(77)	1,112	1,704	1,627
Corporate tax	(Btmn)	(179)	(124)	(59)	57	(26)	(43)	(146)	8
Equity a/c profits	(Btmn)	266	123	132	(65)	301	44	84	(137)
Minority interests	(Btmn)	(91)	(120)	(124)	(137)	(98)	(110)	(66)	(124)
Core profit	(Btmn)	902	1,342	1,362	1,149	100	1,002	1,576	1,374
Extra-ordinary items	(Btmn)	530	79	361	264	769	(992)	(265)	(307)
Net Profit	(Btmn)	1,432	1,421	1,723	1,413	869	10	1,310	1,067
EBITDA	(Btmn)	2,082	2,703	2,641	2,546	1,138	2,340	2,951	2,951
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.19	0.28	0.29	0.24	0.02	0.21	0.33	0.29
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.30	0.30	0.36	0.30	0.18	0.00	0.27	0.22

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total current assets	(Btmn)	59,079	61,274	63,379	62,747	57,824	58,357	59,061	59,021
Total fixed assets	(Btmn)	81,535	83,612	84,064	83,521	84,228	85,033	83,360	82,895
Total assets	(Btmn)	140,613	144,886	147,443	146,268	142,052	143,390	142,421	141,916
Total loans	(Btmn)	64,854	65,477	67,449	67,297	36,138	65,923	64,830	64,346
Total current liabilities	(Btmn)	31,983	35,250	38,002	36,657	35,724	38,930	44,646	43,527
Total long-term liabilities	(Btmn)	60,730	61,037	60,874	61,383	58,060	58,346	52,168	51,895
Total liabilities	(Btmn)	92,713	96,286	98,876	98,040	93,783	97,276	96,814	95,422
Paid-up capital	(Btmn)	28,146	28,088	28,298	29,370	30,063	28,450	28,568	29,697
Total equity	(Btmn)	47,900	48,600	48,566	48,227	48,269	46,114	45,607	46,494
BVPS (Bt)	(Bt)	10.04	10.18	10.18	10.11	10.12	9.66	9.56	9.74

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Core Profit	(Btmn)	1,432	1,421	1,723	1,413	869	10	1,310	1,067
Depreciation and amortization	(Btmn)	679	677	682	723	709	728	743	808
Operating cash flow	(Btmn)	1,695	2,581	1,217	1,325	2,532	4,997	3,122	2,215
Investing cash flow	(Btmn)	(892)	(948)	(726)	141	(1,052)	(1,072)	(673)	(606)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,531)	(1,171)	(113)	(1,736)	(1,857)	(3,451)	(2,578)	(818)
Net cash flow	(Btmn)	(728)	461	379	(270)	(377)	474	(129)	791

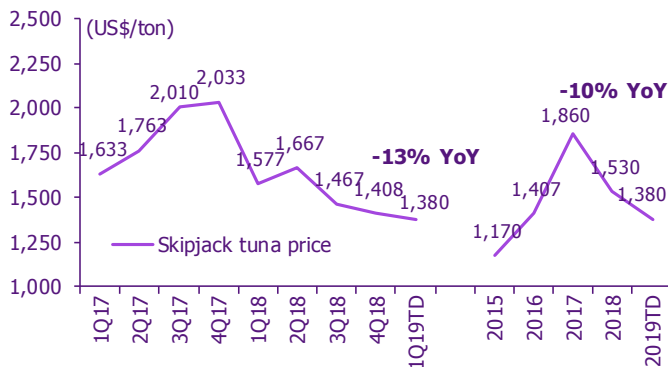
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Gross margin	(%)	14.5	14.2	14.2	14.3	11.3	13.8	15.7	15.4
Operating margin	(%)	2.9	4.7	4.3	3.5	0.1	3.3	5.4	4.7
EBITDA margin	(%)	6.6	7.8	7.6	7.5	3.8	6.9	8.6	8.4
EBIT margin	(%)	4.5	5.9	5.6	5.3	1.4	4.8	6.7	6.3
Net profit margin	(%)	4.6	4.1	4.9	4.2	2.9	0.0	3.8	3.0
ROE	(%)	7.6	11.1	11.2	9.5	0.8	8.5	13.7	11.9
ROA	(%)	2.6	3.8	3.7	3.1	0.3	2.8	4.4	3.9
Net D/E	(x)	1.3	1.3	1.4	1.4	0.7	1.4	1.4	1.3
Interest coverage	(x)	4.2	4.8	4.8	4.8	2.3	4.7	5.9	5.7
Debt service coverage	(x)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.2	0.5	0.5	0.5

Key statistics

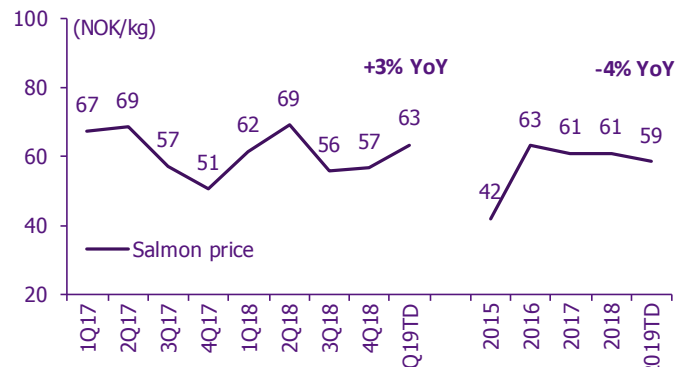
FY December 31	Unit	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Sales growth in THB	(%)	0.7	1.2	(0.6)	0.4	(5.5)	(2.0)	(1.9)	4.2
Sales value	(mn US\$)	895	1,015	1,044	1,027	942	1,069	1,037	1,075
Sales volume	('000 tons)	177	194	198	192	174	194	196	0
Sales volume growth	(%)	0.2	(0.2)	2.4	1.3	(1.5)	(0.2)	(0.9)	(100.0)
GPM (%)	(US\$/ton)	14.5	14.2	14.2	14.3	11.3	13.8	15.7	15.4
FX	(Bt/US\$1)	35.1	34.3	33.4	33.0	31.5	31.9	33.0	32.8

Figure 1: In 2M19, skipjack tuna price has fallen YoY from better tuna catches



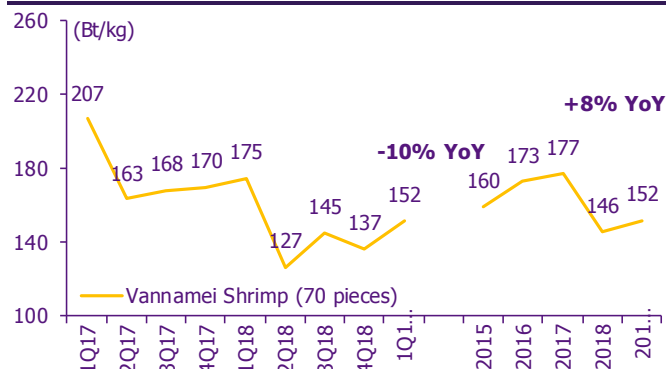
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2M19, salmon price was relatively stable YoY



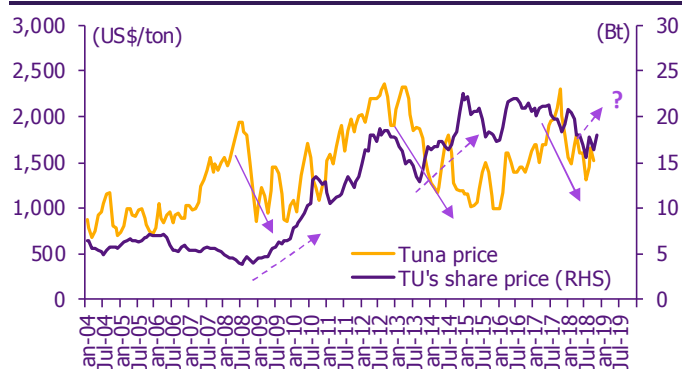
Source: Fishpool and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2M19, local shrimp price was low, down YoY from more global supply



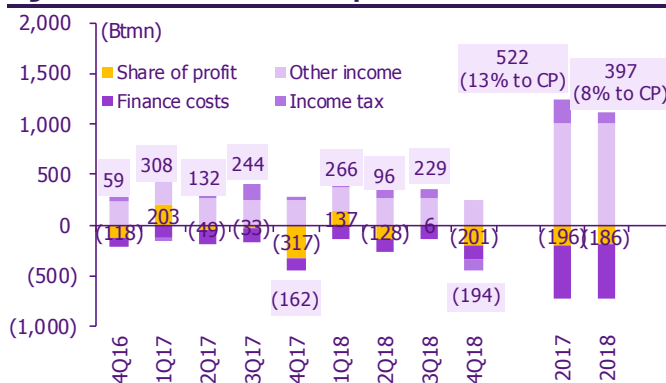
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

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



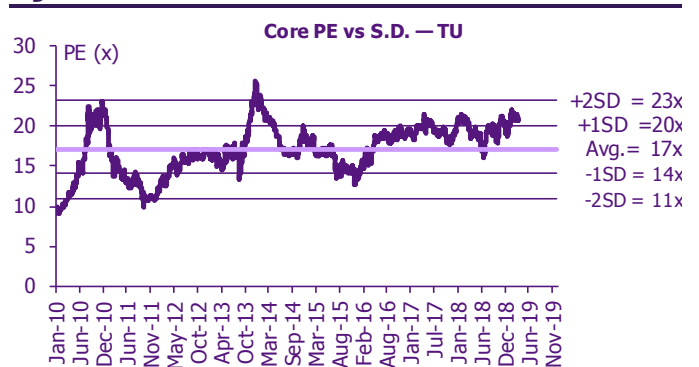
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: Red Lobster's core profit contribution to TU



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: TU's historical core PE band



Source: SCBS Investment Research

Valuation ระดับต่ำและเงินปันผลสูง

เราคาดว่ายอดขายการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น 2% YoY สู่ 2.21 ล้านคันในปี 2562 ทั้งนี้แม้การเติบโตของอุตสาหกรรมจะชะลอตัว แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มยานยนต์จะเติบโต 11% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าไรซ์ขึ้นต้นที่เพิ่มขึ้นจากประสิทธิภาพที่ดีขึ้น ความเสี่ยงสำคัญ คือ ผลกระทบของสงครามการค้าที่มีต่อความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ อย่างไรก็ดี เรามองว่า valuation ที่อยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงจะช่วยจำกัดการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ top picks ของเรา คือ SAT และ STANLY

ยอดขายการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นในเดือนม.ค.-ก.พ., 2Q62 จะลดลงเพราะปัจจัยฤดูกาล ยอดการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยในเดือนม.ค.-ก.พ. อยู่ที่ 363,000 คัน เพิ่มขึ้น 5% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายรถยนต์ในประเทศที่แข็งแกร่งที่ 160,000 คัน เพิ่มขึ้น 13% YoY ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์อยู่ในระดับต่ำที่ 182,000 คัน ลดลง 1% YoY เราเชื่อว่ายอดขายการผลิตรถยนต์ใน 1Q62 จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากเศรษฐกิจและความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงงาน Motor Show ประจำปีในระหว่างวันที่ 27 มี.ค. ถึง 7 เม.ย. ยอดส่งออกรถยนต์น่าจะยังอยู่ในระดับต่ำ เพราะจะถูกจุดรั้งโดยเศรษฐกิจที่ชะลอตัวในตลาดส่งออกหลักๆ เช่น ออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ (31% ของจำนวนรถยนต์ส่งออก) และยุโรป (13%) ยอดการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะลดลง QoQ ใน 2Q62 เพราะปัจจัยฤดูกาลจากวันหยุดยาวในเทศกาลสงกรานต์เดือนเม.ย.

คาดยอดขายการผลิตรถยนต์เติบโต 2% ในปี 2562 หลังจากเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 9% YoY ในปี 2561 เราคาดว่ายอดขายการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยในปี 2562 จะกลับมาเติบโตตามปกติที่ 2% YoY สู่ 2.2 ล้านคัน โดยแบ่งเป็นยอดขายรถยนต์ในประเทศ 1.08 ล้านคัน (+4% YoY) และยอดส่งออกรถยนต์ 1.14 ล้านคัน (ทรงตัว YoY) ทั้งนี้แม้การเติบโตของอุตสาหกรรมจะชะลอตัว แต่เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มยานยนต์จะเติบโต 11% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าไรซ์ขึ้นต้นที่เพิ่มขึ้นจากประสิทธิภาพที่ดีขึ้น

Top picks คือ SAT และ STANLY: valuation อยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง ตั้งแต่ 1Q62 ราคาหุ้น SAT ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 17% และราคาหุ้น STANLY ปรับขึ้นมาแล้ว 6% แต่เรามองว่าเป็นแค่การรี바ઉตจากจุดต่ำสุดของปี 2561 ซึ่งได้รับผลกระทบจากความกังวลของตลาดเกี่ยวกับสงครามการค้า ซึ่งจะมีผลกระทบต่อกิจกรรมการค้าระหว่างประเทศ และความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ อย่างไรก็ดี เรามองว่า valuation ที่อยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงจะช่วยจำกัดการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ โดย SAT ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 7.9 เท่า ต่ำกว่าระดับวิกฤตในปี 2559 (-1SD) เมื่อความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศทำจุดต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2553 และกำไรของ SAT ลดลงสู่จุดต่ำสุดในรอบ 5 ปี ในขณะที่หุ้น STANLY ซื้อขายที่ PE ปี FY2563 ระดับ 7.7 เท่า ต่ำกว่าระดับ -2SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต SAT และ STANLY ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 6% และ 4% ตามลำดับ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AH	Buy	18.9	38.0	109.3	5.3	4.3	0.6	0.5
PCSGH	Neutral	6.8	7.2	11.4	14.8	11.8	2.0	1.9
SAT	Buy	17.9	28.0	62.1	7.9	7.2	1.0	1.0
STANLY	Buy	226.0	320.0	45.4	7.7	7.1	1.0	0.9
Average					10.0	8.1	1.3	1.2

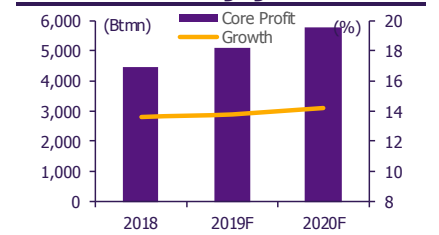
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	(22.5)	(6.0)	(44.4)	(20.4)	(8.0)	(38.4)
PCSGH	(2.2)	(2.9)	(3.6)	0.6	(4.9)	6.8
SAT	(11.8)	11.2	(13.5)	(9.3)	8.8	(4.2)
STANLY	(1.7)	5.1	(4.2)	1.0	2.9	6.1

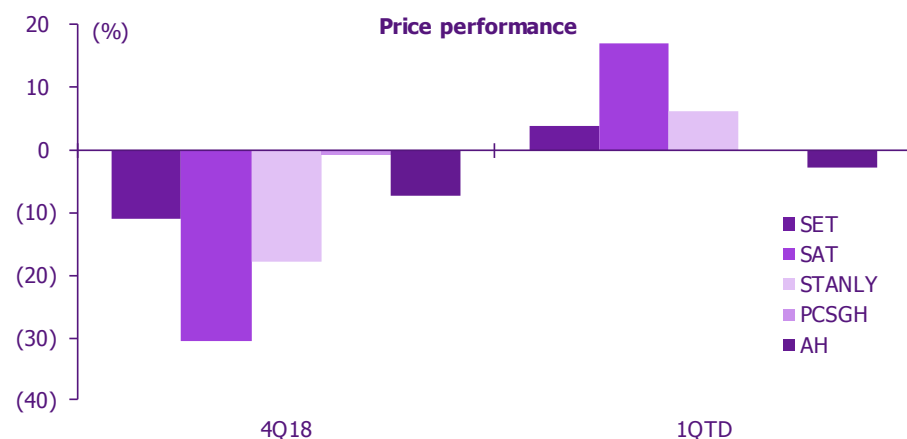
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาหุ้นเป็นแค่การรีบาวด์หลังจากราคาหุ้นลดลงมากเกินไปใน 4Q61



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

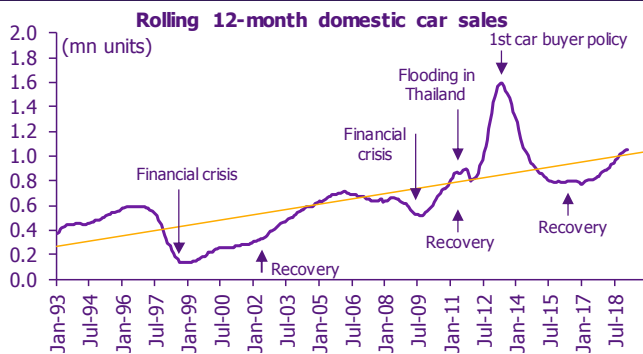
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

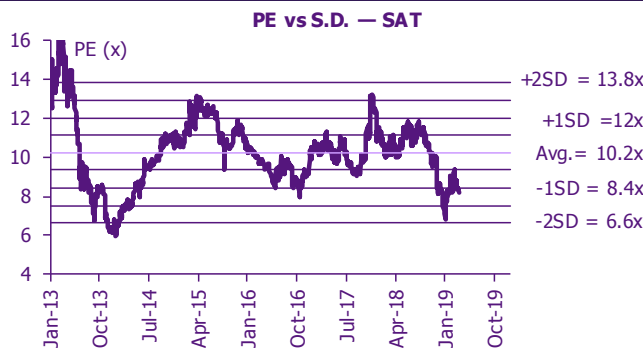
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

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



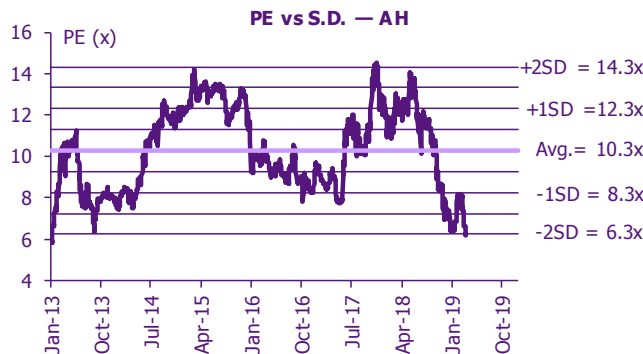
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: SAT: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: AH: PE band



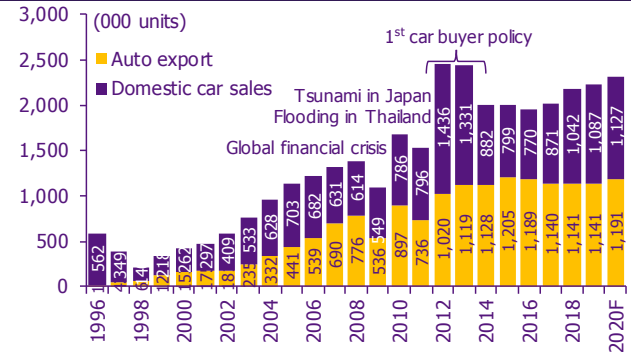
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AH	Buy	18.90	38.0	109.3	6.5	5.3	4.3	3	25	21	0.8	0.6	0.5	12	13	13	6.9	8.2	8.0	7.3	6.1	5.2
PCSGH	Neutral	6.75	7.2	11.4	16.6	14.8	11.8	(2)	12	26	2.0	2.0	1.9	12	14	16	4.0	4.7	5.9	8.6	7.9	6.4
SAT	Buy	17.90	28.0	62.1	8.3	7.9	7.2	27	6	9	1.1	1.0	1.0	14	13	14	7.5	5.7	6.2	4.0	2.6	2.1
STANLY	Buy	226.00	320.0	45.4	8.7	7.7	7.1	20	13	9	1.1	1.0	0.9	13	14	13	3.5	3.8	4.2	3.5	2.9	2.3
Average					10.1	8.9	7.6	12	14	16	1.3	1.2	1.1	13	13	14	5.5	5.6	6.1	5.9	4.9	4.0

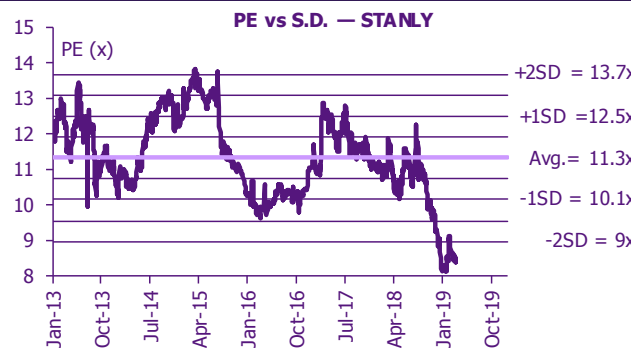
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Thai auto production to grow 2% in 2019



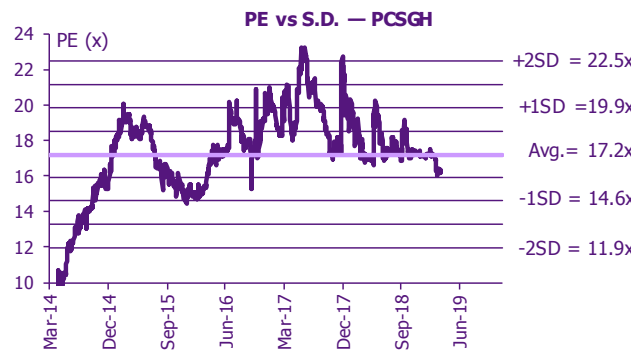
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: STANLY: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: PCSGH: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

หลังจากผลการดำเนินงานอ่อนตัวลงใน 4Q61 เราคาดว่าปัจจัยบวกระยะสั้น ซึ่งประกอบด้วยอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง และค่าเงินบาทในระดับทรงตัว จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินใน 1Q62 อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นที่ล้าหลังเมื่อเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยวชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น **top pick** ของเรา คือ **AAV**

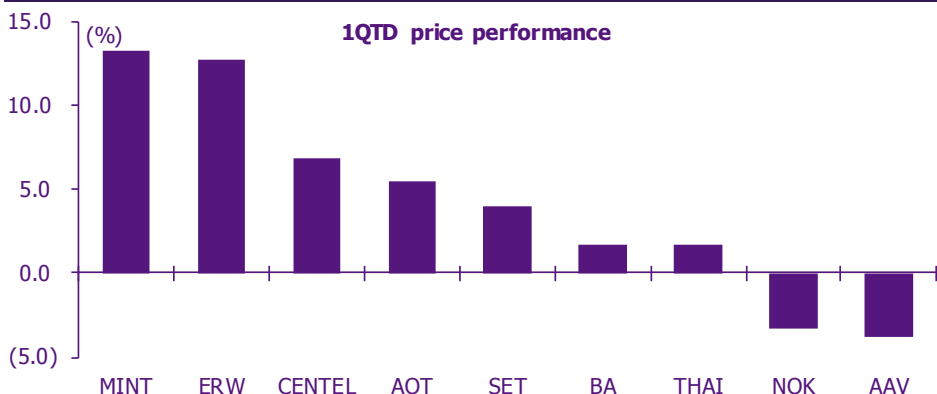
ราคาหุ้นกลุ่มสายการบินยังล้าหลังเมื่อเทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว AAV และ THAI รายงานขาดทุนสุทธิใน 4Q61 เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเพิ่งเริ่มฟื้นตัวในเดือนธ.ค. (หลังจากรัฐบาลออกมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ตอนกลางเดือนพ.ย.) ดังนั้นจึงไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่สูงขึ้นได้ (ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินโดยเฉลี่ยอยู่ที่ US\$83.4/bbl เพิ่มขึ้น 18% YoY แต่ลดลง 3% QoQ) ผลการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงจุดรั้งให้ราคาหุ้นกลุ่มสายการบินปรับตัวลดลงใน 1Q62TD: AAV -7%, THAI -2% ซึ่ง underperform หุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว: MINT +13%, ERW +13%, CENTEL +7% และ AOT +5%

ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นใน 1Q62 มีปัจจัยบวกระยะสั้น 3 อย่างที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของกลุ่มสายการบินใน 1Q62 (จะพลิกกลับมาทำกำไร แต่มีแนวโน้มที่จะยังคงลดลง YoY จากฐานสูงใน 1Q61) ได้แก่: 1) อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 3% YoY ในเดือนม.ค.-ก.พ. 2) ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย QTD อยู่ที่ US\$74.3/bbl ลดลง 5% YoY และ 11% QoQ และ 3) การแข็งค่าของเงินบาท 4% QoQ (ทรงตัว YoY) สู่ระดับเฉลี่ย 31.6 บาท/US\$

AAV เป็น top pick ของเรา เรายังคงมุมมองเชิงบวกว่าผลการดำเนินงานของ AAV จะฟื้นตัวจากขาดทุนปกติ 68 ลบ. ในปี 2561 กลับมาทำกำไร 968 ลบ. ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยที่สูงขึ้นเพราะอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยปรับตัวดีขึ้น เราชอบ AAV เพราะมีแนวโน้มที่สดใสในระยะยาว โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดอินเดีย และ CLMV ที่มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต และสัดส่วนรายได้ที่จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับใกล้เคียงกับตลาดจีน ทั้งนี้ในระยะ 5 ปีข้างหน้า AAV ตั้งเป้ารายได้จากตลาดอินเดีย และ CLMV เพิ่มขึ้นสู่ 10% (จากปัจจุบันที่ 5%) และ 15% (จาก 10%) ของรายได้ทั้งหมด ตามลำดับ AAV ซื้อขายที่ P/B ปี 2562 ระดับ 0.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัทที่ -1SD

คงมุมมองที่เป็นกลางต่อ AOT AOT จะชะลอการประมูลสัญญาประกอบกิจการสัมปทานพื้นที่จำหน่ายสินค้าปลอดอากรและพื้นที่ค่าปลีก เพื่อชี้แจงประเด็นกังวลในตลาด ซึ่งหลักๆ เกี่ยวกับการประเมินที่ถูกลงว่าเป็นการผูกขาด โดยไม่ได้กำหนดว่าจะชะลอการประมูลออกไปนานเท่าใด แต่บริษัทคาดว่าจะใช้เวลาประมาณ 2 สัปดาห์ ก่อนหน้านั้น AOT วางแผนเชิญผู้สนใจเข้าประมูล และจะขายเอกสารการประมูลในระหว่างวันที่ 19 มีนาคม - 1 เมษายน 2562 ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการประมูลสร้าง sentiment เชิงลบ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น AOT ปรับตัวลดลงมาแล้ว 2% หลังจากมีข่าวดังกล่าวออกมาเมื่อวันที่ 15 มี.ค. ชี้ให้เห็นว่าปัจจัยลบดังกล่าวสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะปรากฏให้เห็นเมื่อ AOT กลับมาเดินหน้าการประมูลอีกครั้ง เรายังคงประมาณการว่ากำไรปกติของ AOT จะเติบโต 14% ในปี FY2562 (ตุลาคม 2561 – กันยายน 2562) และแนะนำ "Neutral" สำหรับ AOT ด้วยราคาเป้าหมาย 70 บาท/หุ้น

ราคาหุ้นสายการบินปรับตัวล้าหลังหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มท่องเที่ยว



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AAV	Buy	4.0	5.8	46.0	20.2	16.3	0.9	0.9
AOT	Neutral	67.8	70.0	4.9	38.7	33.9	6.7	6.2
THAI	Sell	12.3	14.0	13.8	n.m.	41.5	1.3	0.8
Average					29.5	30.5	3.0	2.6

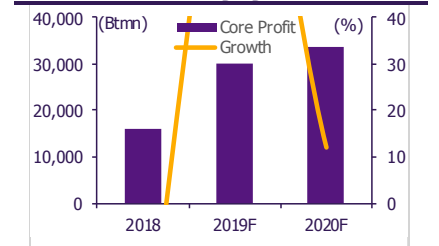
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	(12.6)	(4.3)	(22.3)	(10.1)	(6.3)	(13.9)
AOT	(1.8)	4.2	0.0	1.0	2.0	10.8
THAI	(8.9)	(3.1)	(23.1)	(6.3)	(5.2)	(14.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



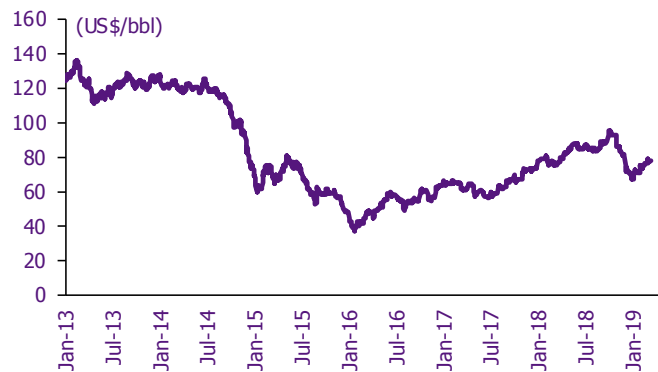
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

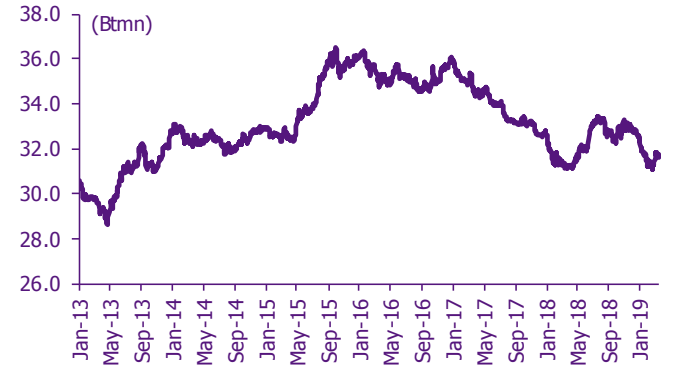
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Jet fuel price trend



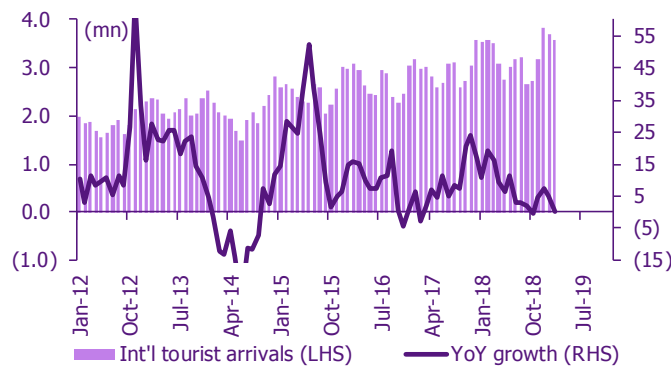
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: Baht trend



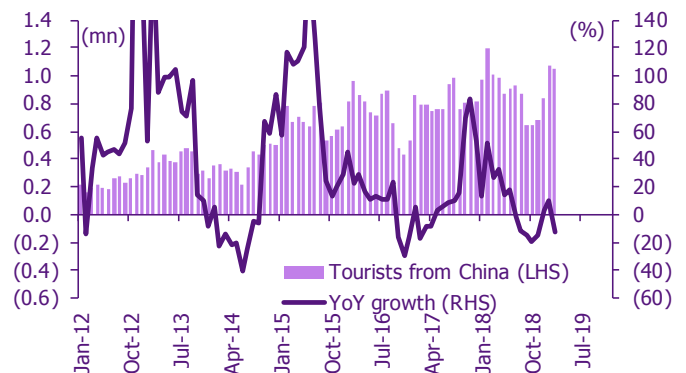
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism trend



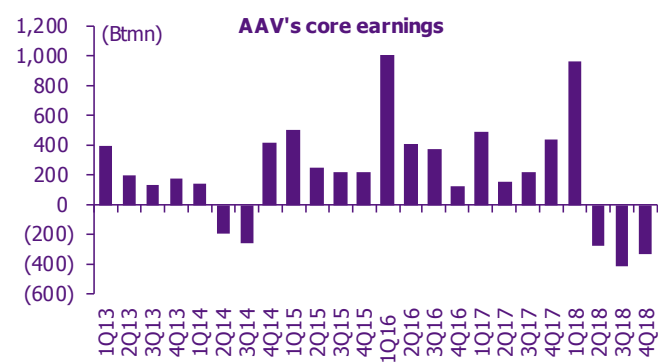
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 4: Tourists from China



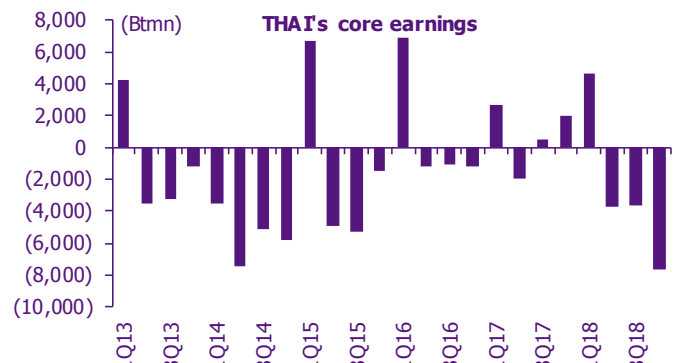
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 5: AAV's quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: THAI's quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)		(%)	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F
AAV	Buy	4.04	5.8	46.0	n.m.	20.2	16.3	n.m.	n.m.	24	1.0	0.9	0.9	(0)	5	6	8.3	2.5	3.1	22.8	11.2	9.9
AOT	Neutral	67.75	70.0	4.9	44.4	38.7	33.9	14	15	14	7.3	6.7	6.2	17	18	19	1.3	1.5	1.5	27.0	24.2	21.7
THAI	Sell	12.30	14.0	13.8	8.7	n.m.	41.5	(9)	n.m.	n.m.	0.8	1.3	0.8	9 (35)	2	0.0	0.0	0.0	7.1	10.9	7.3	
Average					26.5	29.5	30.5	3	15	19	3.0	3.0	2.6	9 (4)	9	3.2	1.3	1.5	19.0	15.5	13.0	

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มฟื้นตัวเล็กน้อย

เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ NIM และ credit cost ที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย ในขณะที่ non-NII ยังอ่อนแอต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q62 ของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร

พริวิพลประกอบการ 1Q62: กำไรลดลงเล็กน้อย YoY แต่จะเพิ่มขึ้น QoQ ตามฤดูกาล เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q62 ของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY เนื่องจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัล จะถูกชดเชยด้วยการตั้งสำรองลดลง ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q62 ของกลุ่มธนาคารจะเพิ่มขึ้นประมาณ 20% โดยเกิดจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลงตามฤดูกาล และการตั้งสำรองลดลงซึ่งจะช่วยชดเชยอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ชะลอตัวตามฤดูกาล NIM ที่แคบลงจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 25bps และรายได้ค่าธรรมเนียมที่ชะลอตัวลง

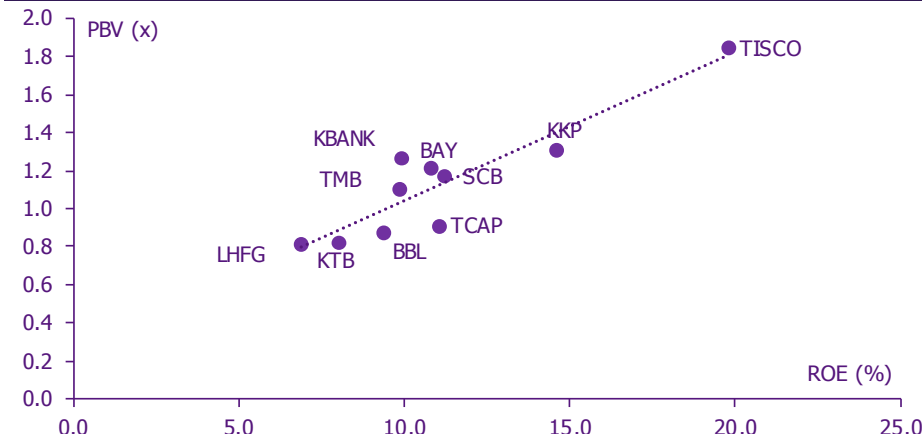
NIM จะแคบลงใน 1H62 และ NIM ปี 2562 มี downside เราคาดว่า NIM จะลดลงใน 1H62 โดยมีสาเหตุมาจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 25 bps ภายหลังจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบาย 25 bps ในเดือนธ.ค.ปีที่ผ่านมา ในขณะที่มีความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะไม่มีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยอีกในปีนี้ เนื่องจาก: 1) อัตราเงินเฟ้อทั่วไปปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง สู่ 0.27% ในเดือนม.ค. (ต่ำที่สุดในรอบ 18 เดือน และต่ำกว่ากรอบเป้าหมายของรพท.ที่ 1-4% อย่างมาก) และ 2) ธนาคารกลางสหรัฐ ส่งสัญญาณยุติการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย ถ้าไม่มีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเกิดขึ้นอีกในปีนี้อาจจะขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จะลดน้อยลง เรารวมเอาการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีก 25 bps ในปีนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเราที่คาดว่า NIM ปี 2562 ของกลุ่มธนาคารจะปรับตัวดีขึ้น 5 bps เรียบร้อยแล้ว NIM ของธนาคารที่ไม่ได้เน้นปล่อยสินเชื่อเข้าซื้อ มี downside และ NIM ของธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเข้าซื้อ (TCAP TISCO และ KKP) มี upside

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะค่อยๆ ฟื้นตัว แม้เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวใน 1Q62 ซึ่งเป็นไฮซีซั่นสำหรับการชำระคืนหนี้ แต่เรายังคงคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารจะค่อยๆ ฟื้นตัวจาก 5.4% ในปี 2561 สู่ 6.3% ในปี 2562 หลักๆ เกิดจากการลงทุนภายในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตลอดปี 2562 เพราะการลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากโครงการขนาดใหญ่ของรัฐบาล และการโปรโมท EEC เป้าหมายทางการเงินปี 2562 ของธนาคารต่างๆ บ่งชี้ว่าสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่จะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้น ธนาคารจะเน้นปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกันเพิ่มมากขึ้นผ่านช่องทางดิจิทัล และกลับมาปล่อยสินเชื่อ SME อย่างระมัดระวัง

กำไรจะเติบโตเล็กน้อยในปี 2562 เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารจะเติบโต 5% ในปี 2562 เทียบกับ 9% ในปี 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ NIM และ credit cost ที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย ในขณะที่ non-NII ยังคงอ่อนแอ

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

Valuation map แสดงให้เห็นว่า BBL และ KTB เป็นหุ้น laggard



Source: Banks and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
BAY	Buy	37.0	43.0	19.2	10.1	9.1
BBL	Buy	207.0	250.0	24.3	10.0	9.0
KBANK	Neutral	190.5	196.0	5.5	11.0	9.8
KKP	Neutral	69.3	70.0	7.7	9.8	9.8
KTB	Buy	18.9	23.0	25.8	9.0	8.7
LHF	Neutral	1.5	1.5	5.1	9.9	9.3
TCAP	Buy	54.8	64.0	21.3	8.1	7.8
TISCO	Buy	89.0	97.0	15.9	9.7	9.6
TMB	Buy	2.1	2.5	22.2	9.5	8.1
Average					9.8	9.1

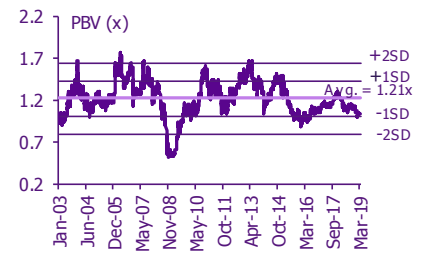
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	(3.9)	(6.3)	(11.4)	(1.2)	(8.3)	(1.8)
BBL	(2.4)	0.5	3.5	0.4	(1.7)	14.7
KBANK	(3.8)	2.7	(14.2)	(1.1)	0.5	(4.9)
KKP	(2.5)	4.1	(7.7)	0.3	1.9	2.3
KTB	(3.1)	(5.0)	(4.5)	(0.3)	(7.0)	5.7
LHF	(2.0)	5.8	5.8	0.8	3.5	17.2
TCAP	2.8	3.3	1.9	5.7	1.1	12.8
TISCO	2.9	14.5	(1.4)	5.8	12.0	9.2
TMB	(7.9)	(6.3)	(25.0)	(5.3)	(8.2)	(16.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

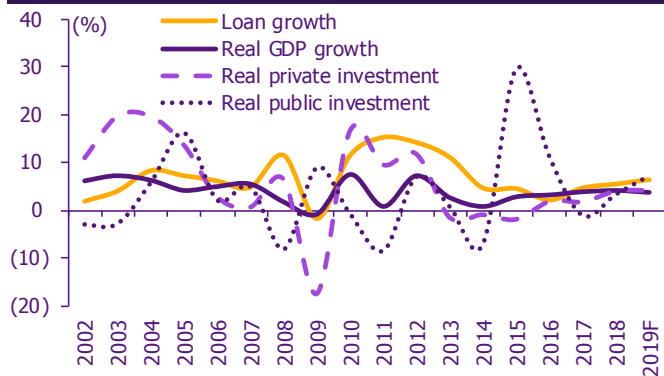
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

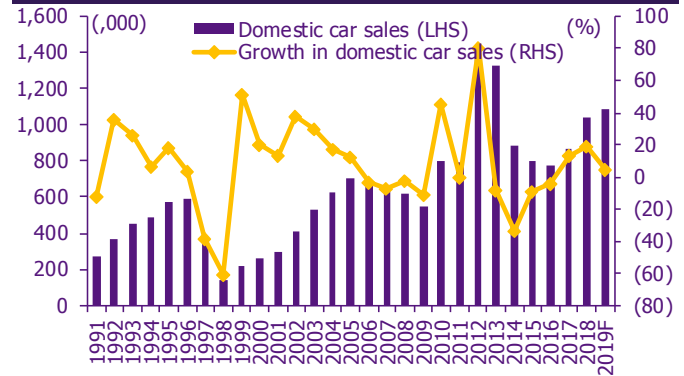
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



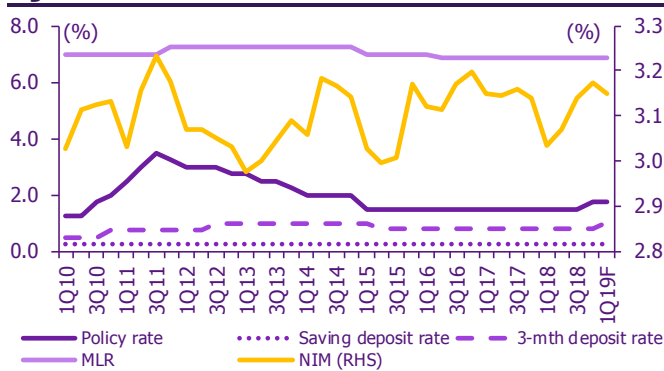
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



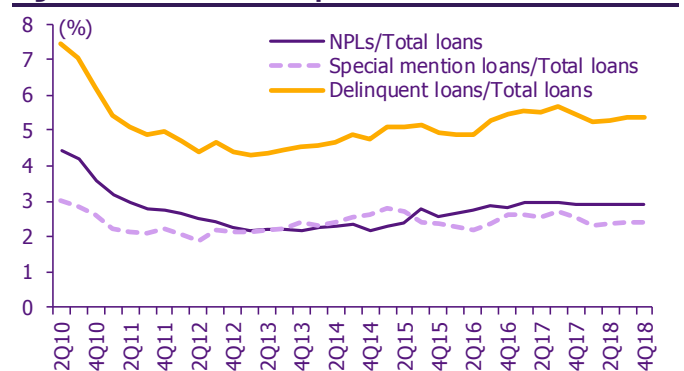
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



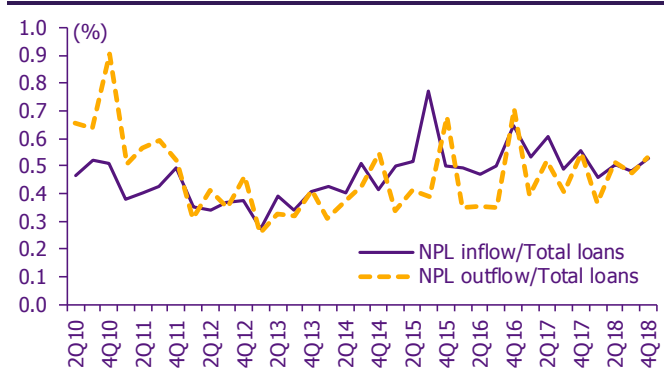
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



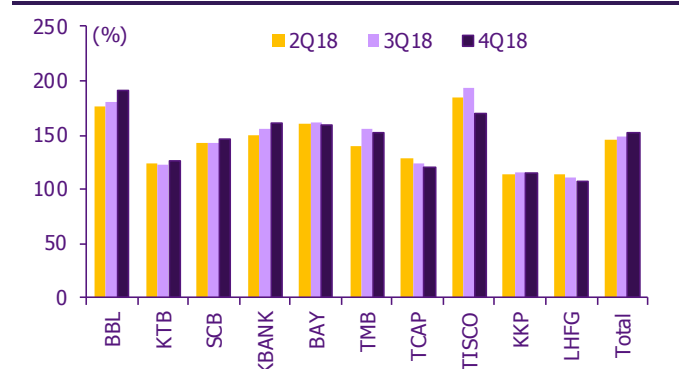
Source: BoT and SCBS Investment Research

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 (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BAY	Buy	37.00	43.0	19.2	11.0	10.1	9.1	7	8	11	1.1	1.0	1.0	11	11	11	2.7	3.0	3.3
BBL	Buy	207.00	250.0	24.3	11.2	10.0	9.0	7	12	11	1.0	0.9	0.8	9	9	10	3.1	3.5	3.9
KBANK	Neutral	190.50	196.0	5.5	11.9	11.0	9.8	12	8	12	1.2	1.1	1.0	11	11	11	2.4	2.6	3.1
KKP	Neutral	69.25	70.0	7.7	9.7	9.8	9.8	5	(1)	1	1.4	1.3	1.3	14	14	13	7.2	6.6	6.1
KTB	Buy	18.90	23.0	25.8	9.3	9.0	8.7	27	4	2	0.9	0.8	0.8	10	9	9	3.8	4.1	4.2
LHFG	Neutral	1.47	1.50	5.1	10.0	9.9	9.3	19	2	6	0.8	0.7	0.7	8	8	8	3.0	3.0	3.2
TCAP	Buy	54.75	64.0	21.3	8.1	8.1	7.8	16	1	4	1.0	0.9	0.8	12	12	11	4.2	4.4	4.9
TISCO	Buy	89.00	97.0	15.9	10.2	9.7	9.6	15	4	2	1.9	1.8	1.7	19	19	18	6.7	6.9	6.9
TMB	Buy	2.10	2.50	22.2	7.9	9.5	8.1	34	(16)	18	0.9	0.9	0.8	12	10	10	3.8	3.2	3.7
Average					10.1	9.8	9.1	(2)	7	6	1.1	1.1	1.0	12	11	11	4.0	4.1	4.3

Source: SCBS Investment Research

ปีแห่งการเติบโตจากภายใน

แม้จะเปรียบเทียบกับฐานปกติในปี 2561 แต่เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาณิชย์จะเติบโต 2.6% YoY ใน 1Q62TD และ 2.5% YoY ในปี 2562 (เทียบกับ 2.7% YoY ในปี 2561) โดยได้รับการสนับสนุนจากความเชื่อมั่นและรายได้เกษตรกรที่ดีขึ้น ผลกระทบจากราคาอาหารตกต่ำที่เบาบางลง จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เติบโตตามปกติ และการใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเพราะได้อานิสงส์จากการเลือกตั้งทั่วไป (24 มี.ค.) และพระราชพิธีบรมราชาภิเษก (4-6 พ.ค.) มาตรการกระตุ้นจากรัฐบาลใหม่จะทำให้การเติบโตจากภายนอกเข้ามาเพิ่มใน 2H62 SSS ที่มีอัตราเติบโตเป็นบวก รวมกับการขยายสาขาและอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น จะส่งผลทำให้กำไรปกติของกลุ่มพาณิชย์เติบโต 13% YoY ในปี 2562 (เทียบกับ 10% YoY ในปี 2561) top picks คือ CPALL BJC และ GLOBAL

ความเชื่อมั่นและกำลังซื้อค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นเดือนที่สองติดต่อกันจาก 80.7 จุดในเดือนม.ค. สู่ 82.0 จุดในเดือนก.พ. รายได้เกษตรกรเติบโต 5% YoY ในเดือนม.ค. และ 4% ในเดือนก.พ. โดยได้รับการสนับสนุนจากผลผลิตสินค้าเกษตรที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ราคาสินค้าเกษตรทรงตัว

อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารพื้นตัว ตั้งแต่ปี 2562 อัตราเงินเฟ้อหมวดอาหารพื้นตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาเนื้อสัตว์ จากฐานต่ำใน 1H61 และการปรับอุปสงค์และอุปทานได้ดีขึ้น เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก สศก. พบว่าราคาหมูปรับตัวเพิ่มขึ้น 40% YoY ใน 1Q62TD (เทียบกับ -21% YoY ใน 1Q61 และ -5% YoY ในปี 2561) ในขณะที่ราคาไก่พลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY ใน 1Q62TD (เทียบกับทรงตัว YoY ใน 1Q61 และ -7% YoY ในปี 2561) ซึ่งจะเป็นปัจจัยกระตุ้นอีกอย่างหนึ่ง ผลผลิตข้าวเนื้อสัตว์คิดเป็น 15% ของยอดขายของ MAKRO และ 3% ของยอดขายของ BJC

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติกลับมาเติบโตตามปกติ หลังจากรัฐบาลยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ ซึ่งรวมถึงจีนด้วย ตั้งแต่เดือนธ.ค. 2561 ถึงเดือนเม.ย. 2562 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยก็เติบโตดีขึ้นเล็กน้อยที่ 5% YoY ใน 4Q61 และ 3% YoY ใน 2M62 โดยได้รับการสนับสนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นจากอาเซียน และอินเดีย SCBS คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเติบโต 7% YoY ในปี 2562 (เทียบกับ 8% YoY ในปี 2561) ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบเชิงบวกจากกลางต่อการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในตลาดภายในประเทศ (22% เกิดจากการใช้จ่ายของนักท่องเที่ยว)

ผลกระทบของเหตุการณ์/นโยบายรัฐบาล ความเชื่อมั่นผู้บริโภคและอัตราการเติบโตของ SSS จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเหตุการณ์พิเศษใน 1H62: การเลือกตั้งทั่วไป วันที่ 24 มี.ค. และพระราชพิธีบรมราชาภิเษก วันที่ 4-6 พ.ค. โดยรัฐบาลประกาศให้วันที่ 6 พ.ค. เป็นวันหยุดพิเศษ ภายใต้หลังการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ตลาดคาดหวังว่าจะมีการออกมาตรการกระตุ้นใหม่ๆ เพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชน ซึ่งหากมีมาตรการดังกล่าวออกมา ก็จะเป็นปัจจัยบวกสำหรับช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้

Top picks: CPALL BJC และ GLOBAL เราชอบ CPALL ซึ่งกำลังทำจุดต่ำสุดไปแล้ว และคาดว่าจะไต่ระดับได้อย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2562 นอกจากนี้เรายังชอบ BJC เพราะยอดขายและอัตรากำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น บวกกับอัตราภาษีจะลดลงใน 1H62 หลังจากปรับโครงสร้างภาษีของกลุ่มบริษัทเสรี และชอบ GLOBAL เนื่องจากกำไรปี 2562 ของบริษัทจะเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มพาณิชย์

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BJC	Buy	49.8	65.0	32.1	27.0	24.0	1.7	1.7
CPALL	Buy	74.0	90.0	23.2	32.9	28.5	6.7	5.9
GLOBAL	Buy	17.2	21.9	28.5	36.1	30.8	4.9	4.4
HMPRO	Buy	15.0	17.5	19.3	30.6	27.1	9.1	8.3
MAKRO	Neutral	35.5	40.0	15.4	28.7	27.7	8.8	8.2
ROBINS	Buy	57.0	75.0	34.2	18.9	16.6	3.1	2.8
Average					29.0	25.8	5.7	5.2

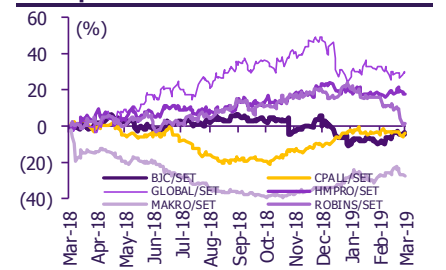
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	1.5	(5.7)	(15.0)	4.4	(7.7)	(5.8)
CPALL	(7.8)	6.5	(16.4)	(5.2)	4.2	(7.4)
GLOBAL	(4.9)	(10.6)	17.3	(2.3)	(12.5)	29.9
HMPRO	(2.0)	(2.0)	6.4	0.8	(4.0)	17.8
MAKRO	(6.0)	10.1	(33.0)	(3.3)	7.7	(25.8)
ROBINS	(12.6)	(14.3)	(12.3)	(10.2)	(16.1)	(2.9)

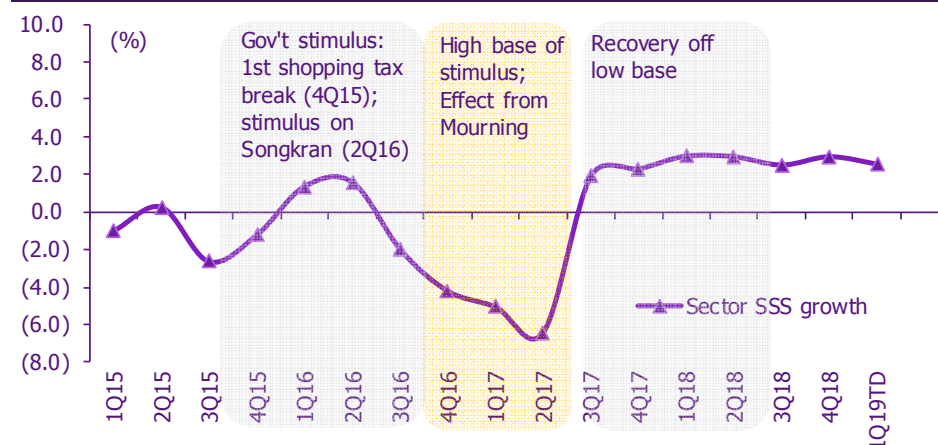
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

SSS ของกลุ่มพาณิชย์มีแนวโน้มเติบโต 2.6% YoY ใน 1Q62TD



Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสราร, CFA

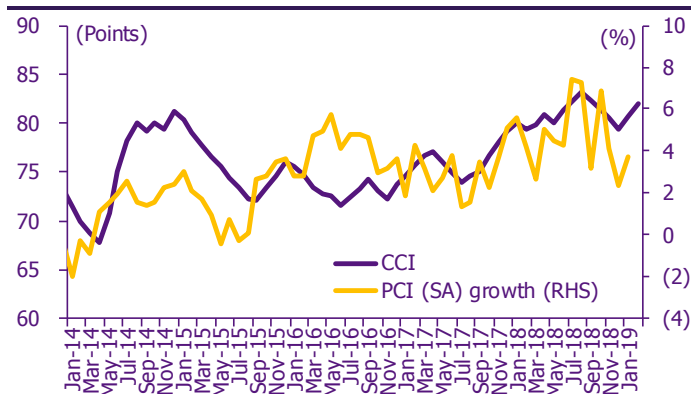
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

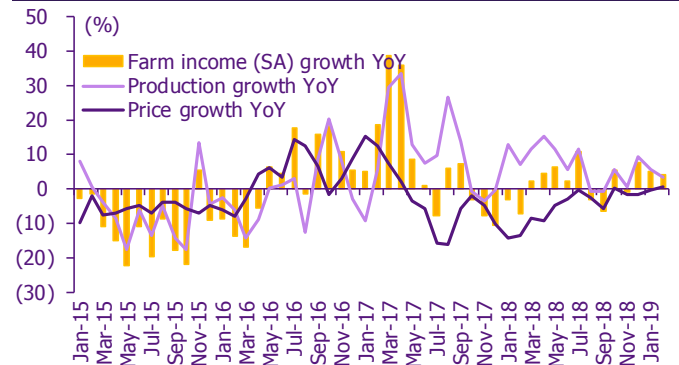
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: CCI rose for the second month in February



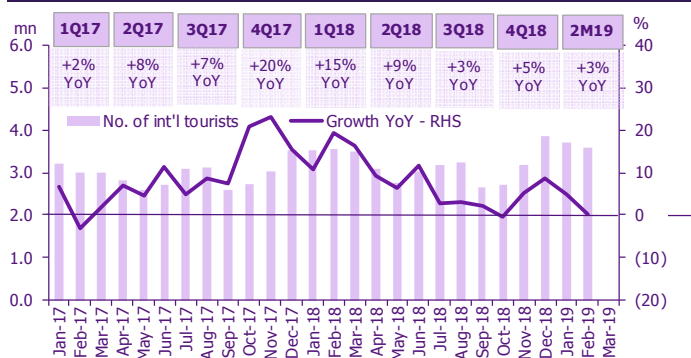
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income grew 5% YoY in January and 4% in February



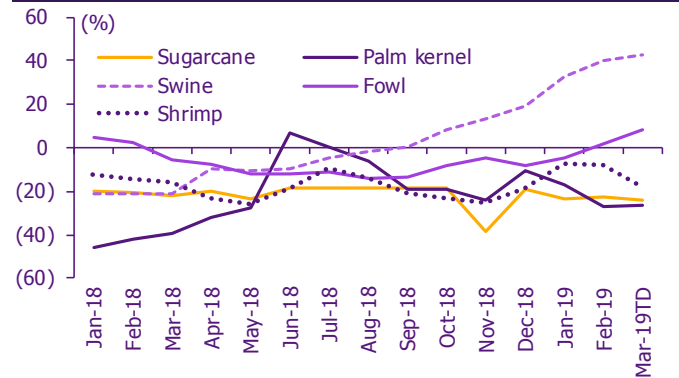
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: Tourist arrivals improved slightly in 4Q18 and 2M19



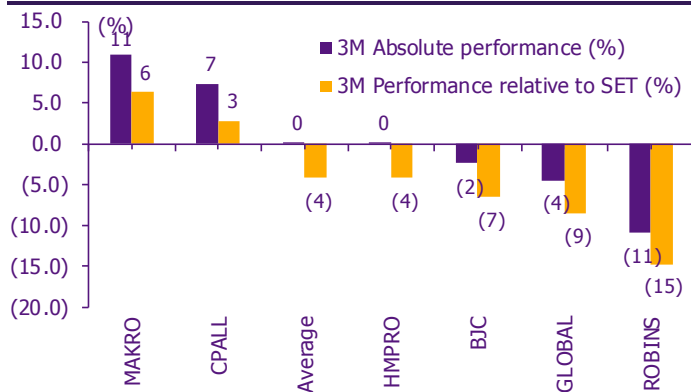
Source: Immigration Bureau and SCBS Investment Research

Figure 4: Food inflation has returned in meat prices YTD



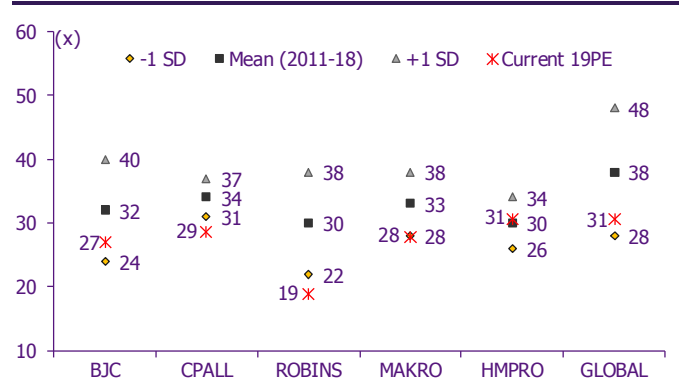
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 5: Sector price performance over three months



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Current 2019PE vs 8-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)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BJC	Buy	49.75	65.0	32.1	30.9	27.0	24.0	26	14	13	1.7	1.7	1.7	6	6	7	1.5	1.5	1.7	16.8	15.5	14.5
CPALL	Buy	74.00	90.0	23.2	34.6	32.9	28.5	16	5	15	8.3	6.7	5.9	28	24	23	1.5	1.6	1.8	19.5	18.2	16.3
GLOBAL	Buy	17.20	21.9	28.5	44.9	36.1	30.8	(4)	25	17	5.4	4.9	4.4	13	14	15	1.0	1.2	1.0	28.9	23.9	21.0
HMPRO	Buy	15.00	17.5	19.3	34.8	30.6	27.1	16	14	13	9.9	9.1	8.3	29	31	32	2.3	2.6	3.0	20.0	18.1	16.4
MAKRO	Neutral	35.50	40.0	15.4	27.6	28.7	27.7	14	(4)	3	9.5	8.8	8.2	37	32	31	2.7	2.7	2.7	16.8	17.0	16.6
ROBINS	Buy	57.00	75.0	34.2	21.2	18.9	16.6	7	11	12	3.4	3.1	2.8	16	17	18	2.4	2.7	3.0	11.7	10.9	9.7
Average					32.3	29.0	25.8	13	11	12	6.4	5.7	5.2	22	21	21	1.9	2.0	2.2	18.9	17.3	15.8

Source: SCBS Investment Research

ความต้องการวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2562

หลังจากปรับตัวลดลงในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ความต้องการวัสดุก่อสร้างในประเทศก็กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 3Q61 และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และการลงทุนภาคเอกชนที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ความต้องการที่ฟื้นตัวขึ้นช่วยสนับสนุนให้ราคาผลิตภัณฑ์ทยอยปรับขึ้น YTD ในขณะเดียวกัน ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวลดลง YTD จะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนในปีนี้ Top picks คือ SCC และ SCCC

ความต้องการวัสดุก่อสร้างฟื้นตัว เมื่ออิงข้อมูลจาก สศอ. พบว่าหลังจากหดตัวลงในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา ความต้องการปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศก็เริ่มกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY และ 5% YoY ในปี 2561 เราคาดว่าความต้องการปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่แข็งแกร่งมากขึ้น SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 3.3% ในปี 2561 สู่ 7.2% ในปี 2562 และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 3.9% ในปี 2561 สู่ 4.1% ในปี 2562

โครงการภาคเอกชน: พอสัญญานบวกเพิ่ม มูลค่าโครงการที่ขอรับการส่งเสริมการลงทุนเพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 43% YoY ในปี 2561 หลักๆ เกิดจากมูลค่าโครงการที่ขอรับการส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก (+137% YoY) โครงการใหม่บางส่วนอาจจะเริ่มการลงทุนในปี 2562 ในขณะเดียวกัน พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดความต้องการวัสดุก่อสร้างในประเทศ ก็กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนส.ค. 2561 เหตุการณ์เหล่านี้เป็นสัญญาณบวกสำหรับความต้องการใช้ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในปีนี้

โครงการภาครัฐ: เบิกจ่ายมากขึ้น ภายหลังการปรับตัวให้เข้ากับพระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้างและการบริหารพัสดุภาครัฐ ฉบับใหม่ พ.ศ. 2560 อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลก็ปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่กลางปี 2561 งบประมาณด้านการลงทุนของภาครัฐในปีงบประมาณ 2562 (ค.ค. 2561 - ก.ย. 2562) เพิ่มขึ้น 20% YoY สู่ 6.48 แสนลบ. การจัดสรรงบประมาณลงทุนเพิ่มมากขึ้น และอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่สูงขึ้น สะท้อนถึงการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีนี้ การเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการขนาดใหญ่ก็มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปี 2562-63 การอนุมัติและการเริ่มก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้จะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุน ในปี 2561 (ในรูปเงินบาท) ราคาถ่านหิน (spot price) ปรับขึ้น 15% YoY และราคาน้ำมันเพิ่มขึ้น 25% YoY อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ต้นปี 2562 เป็นต้นมา (ในรูปเงินบาท) ทั้งราคาถ่านหิน (spot price) และราคาน้ำมันปรับตัวลดลง 6% YoY ในเดือนม.ค.-ก.พ. 2562 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น 1% YoY และดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 3% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะถือราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้จะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนที่มีต่อผู้ประกอบการวัสดุก่อสร้างในปีนี้

Top picks เราชอบ SCC เนื่องจากกำไรปกติมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q62 เพราะบริษัทมีแนวโน้มที่จะมีกำไรจากสินค้าคงเหลือ ได้ประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ และธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง SCCC จะลดต้นทุนลงได้ หลังจากแผนปรับโครงสร้างธุรกิจ (เริ่มตอนกลางปี 2561) ประสบความสำเร็จ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					19F	20F
DCC	Neutral	2.2	2.6	26.0	13.3	12.2
SCC	Buy	482.0	550.0	17.8	12.9	12.2
SCCC	Buy	222.0	270.0	25.2	21.5	18.1
Average					15.9	14.2

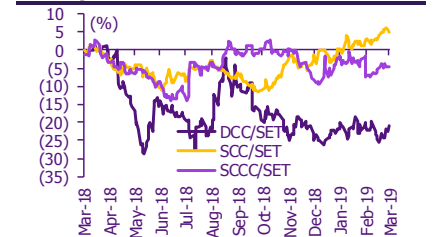
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	(0.9)	5.9	(28.0)	1.9	3.6	(20.2)
SCC	1.3	13.1	(3.2)	4.1	10.7	7.2
SCCC	(1.3)	5.7	(14.0)	1.4	3.5	(4.7)

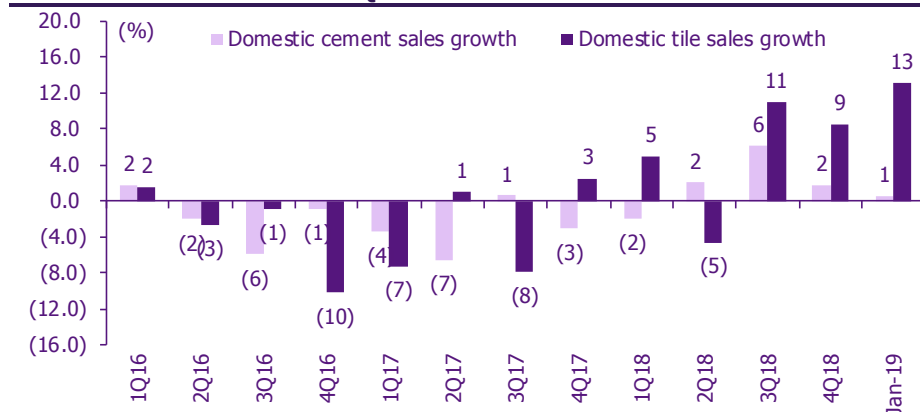
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ปริมาณขายในประเทศเริ่มเติบโตใน 3Q61

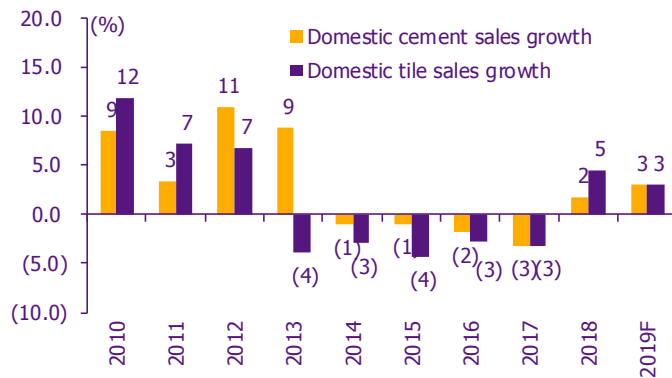


Source: OIE and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

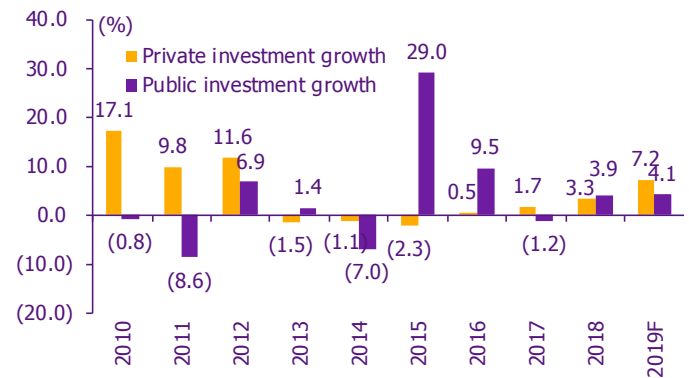
ศิริมา ดิสราร, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Local sales volume growth in 2019F



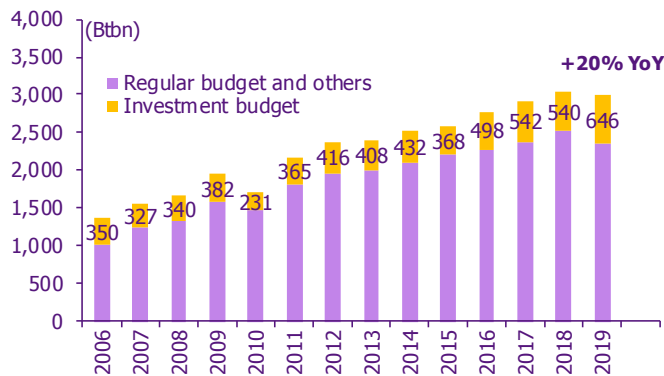
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 2: Public and private investment growth



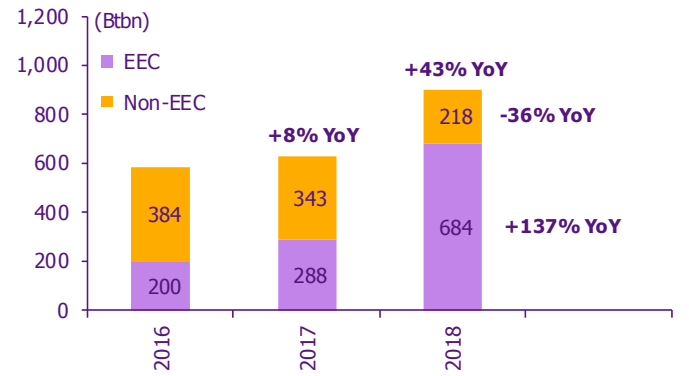
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Government investment budget raised to Bt646bn (+20% YoY) in FY2019 (Oct 2018-Sep 2019)



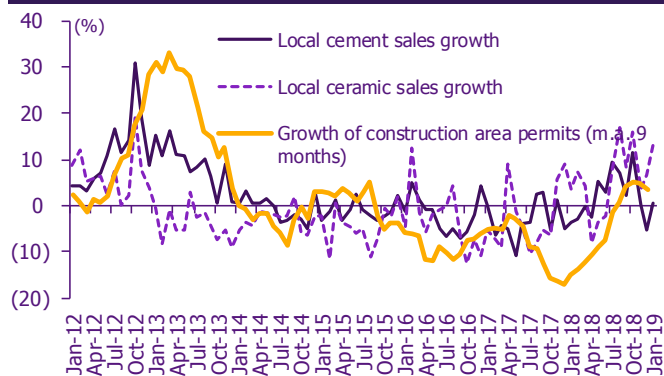
Source: FPO, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: The value of BOI applications on the rise (+43% YoY) in 2018, notably on EEC (+137% YoY)



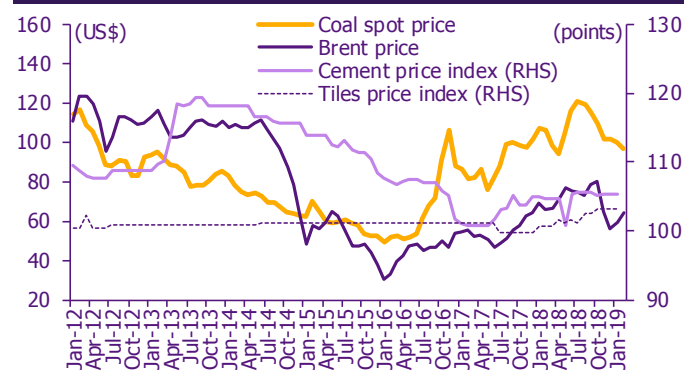
Source: BOI and SCBS Investment Research

Figure 5: Construction area permits (9-month moving average) began to head up



Source: BOT, OIE and SCBS Investment Research

Figure 6: In 2019TD, product prices picked up slightly, amid the recent drop in fuel 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)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
DCC	Neutral	2.16	2.6	26.0	14.4	13.3	12.2	(12)	9	9	3.3	3.0	2.8	24	24	24	5.4	5.7	6.1	8.6	8.0	7.4
SCC	Buy	482.00	550.0	17.8	11.1	12.9	12.2	(4)	(14)	5	1.9	1.8	1.7	18	14	14	3.9	3.7	3.7	8.8	9.7	8.9
SCCC	Buy	222.00	270.0	25.2	23.4	21.5	18.1	(39)	9	18	1.7	1.9	1.9	9	9	10	4.5	3.6	3.6	11.4	11.3	10.4
Average					16.3	15.9	14.2	(19)	1	11	2.3	2.2	2.1	17	16	16	4.6	4.3	4.5	9.6	9.7	8.9

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 25/03/2019 24,397.35 -406.18 / -1.64% Bt10,523mn
Bloomberg ticker: SETENERG

อุปสงค์/อุปทานที่สมดุลมากขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

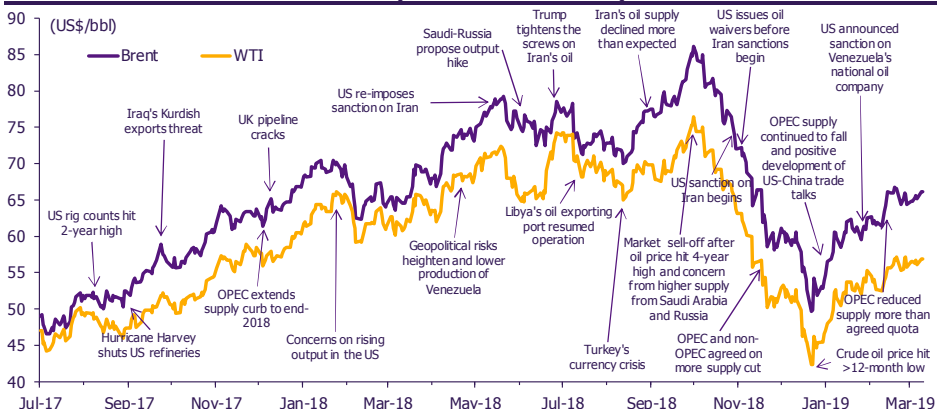
เรามองว่าการฟื้นตัวของราคาน้ำมันจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกลุ่มน้ำมันและก๊าซ ใน 2Q62 เนื่องจากสภาวะอุปสงค์/อุปทานน้ำมันในตลาดโลกมีความสมดุลมากขึ้นจากการจำกัดการผลิตของ OPEC+ อุปสงค์น่าจะแข็งแกร่ง เนื่องจากการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนคืบหน้า ซึ่งจะช่วยกระตุ้น sentiment ในทั้งสองตลาดให้ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ตั้งแต่ต้นปีนี้ ราคาน้ำมันและก๊าซ (+4% YTD) ยังคงปรับขึ้นน้อยกว่าราคาน้ำมัน (เบรนท์ +28% YTD) อย่างมาก เราคาดว่าช่องว่างนี้จะแคบลงใน 2Q62 เพราะปัจจัยบวกข้างต้น top picks ของเราสำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซคือ PTTEP สำหรับธุรกิจต้นน้ำ และ IRPC สำหรับธุรกิจปิโตรเคมีและการกลั่นครบวงจร

กำไรปี 2561 ได้รับผลกระทบจากขาดทุนสินค้าคงคลัง แต่คาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้น การมีขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมากใน 4Q61 ส่งผลกระทบบ้างทำให้กำไรปี 2561 ของบริษัทในกลุ่มน้ำมันและก๊าซปรับตัวลดลง 16% YoY ทั้งๆ ที่ราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยสูงขึ้น 31% YoY ตัวจุดรั้งกำไร คือ ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งกำไรลดลงถึง 57% YoY โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมากใน 4Q61 รวมถึงค่าการกลั่นที่ลดลง 40% YoY ใน 4Q61 เนื่องจาก crack spread ของแก๊สโซลีนต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์อุปทานในตลาดโลกสันตลาต เราคาดว่ากำไรของกลุ่มน้ำมันและก๊าซจะฟื้นตัว QoQ ใน 1Q62 เพราะไม่มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากเกิดขึ้นอีกและราคาน้ำมันฟื้นตัว

ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจากการควบคุมอุปทาน ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 1Q62 หลังจากทำจุดต่ำสุดในรอบ >12 เดือนในเดือนธ.ค. 2561 ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ในเดือนมี.ค. 2562 เพิ่มขึ้นถึง 32% จากระดับต่ำสุดในปลายเดือนธ.ค. 2561 และ 24% YTD สู่ US\$65-66/bbl ซึ่งเป็นระดับเดียวกับเดือนมี.ค. 2561 โดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการควบคุมการผลิตของโอเปกและประเทศพันธมิตร (หลักๆ คือ ซาอุดีอาระเบีย) สูงกว่าโควตาที่ตกลงร่วมกันที่ 1.2mbpd เพื่อสนับสนุนราคาน้ำมัน บวกกับอุปทานที่ลดลงจากเวเนซุเอลาจากมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ อุปทานน้ำมันจากโอเปกปรับลดลงสู่ 30.68mbpd ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2558 พัฒนาการเชิงบวกในด้านอุปทานอีกอย่างหนึ่ง คือ sentiment ตลาดที่ปรับตัวดีขึ้น สืบเนื่องมาจากความคืบหน้าของการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ซึ่งจะเป็ปัจจัยสนับสนุนด้านอุปสงค์อีกอย่างหนึ่ง หลังจากแนวโน้มเศรษฐกิจโลกมีความเสี่ยงที่จะชะลอตัวลง ถ้ายังพิพาทางการค้าระหว่างมหาอำนาจทางเศรษฐกิจสองประเทศนี้เป็นไปในทางที่เลวร้ายลงอย่างต่อเนื่อง เราเชื่อว่าปัจจัยบวกเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2Q62 ในขณะที่ความเสี่ยงที่สำคัญเกี่ยวกับอุปทานจากสหรัฐฯ น่าจะเข้ามาครอบงำตลาดเป็นครั้งคราว

ค่าการกลั่นฟื้นตัวกลับขึ้นมามีอยู่ในรอบ 5 ปี Singapore GRM ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นสู่ระดับ >US\$5/bbl ในปลาย 1Q62 หรือกลับคืนสู่กรอบ 5 ปี หลังจากปรับตัวลดลงในระหว่างปลาย 4Q61-ต้น 1Q62 โดยมีสาเหตุมาจาก crack spread ระดับต่ำของของแก๊สโซลีน การหยุดเดินเครื่องโรงกลั่นทั่วโลกเพิ่มขึ้นสู่ >6mbpd ในเดือนมี.ค. 2562 เทียบกับ <2mbpd ตอนต้นปี 2562 โดยหลักๆ เป็นการหยุดซ่อมบำรุงประจำปีของโรงกลั่นในสหรัฐฯ และเอเชียเหนือ หลังจากฤดูหนาวผ่านพ้นไป ในด้านอุปสงค์ อุปสงค์แก๊สโซลีนที่เพิ่มขึ้นก็เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ GRM ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า market GRM จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2Q62 เนื่องจากโดยปกติแล้วการหยุดเดินเครื่องโรงกลั่นทั่วโลกมักจะเกิดขึ้นมากจนถึงปลาย 2Q ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันสำเร็จรูปน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจาก sentiment ที่เป็นบวกมากขึ้นต่อเศรษฐกิจโลก เนื่องจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนที่ยืดเยื้อมานานน่าจะคลี่คลายลงในระยะกลาง ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันน่าจะได้รับประโยชน์จากความต้องการน้ำมันเรือเดินสมุทร (น้ำมันดีเซล) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนน้ำมันเตาที่มีกำมะถันสูง เพื่อปฏิบัติตามมาตรการควบคุมกำมะถันขององค์การทางทะเลระหว่างประเทศ (IMO) ที่จำกัดปริมาณกำมะถันในน้ำมันเตาของเรือเดินสมุทรไม่เกิน 0.5%

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ก.ค. 2560-มี.ค. 2562)



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	
					19F	20F	19F
BCP	Buy	32.5	47.0	50.8	7.4	8.0	1.0
ESSO	Neutral	11.0	12.4	20.0	7.1	6.1	1.2
IRPC	Buy	5.7	8.6	57.0	8.0	7.3	1.2
PTT	Buy	47.8	61.0	32.6	9.6	8.9	1.4
PTTEP	Buy	124.0	150.0	25.0	12.0	11.9	1.2
SPRC	Buy	10.9	13.0	22.9	16.3	7.6	1.2
TOP	Buy	70.5	97.0	42.4	8.5	6.9	1.0
Average				35.8	9.9	8.1	1.2

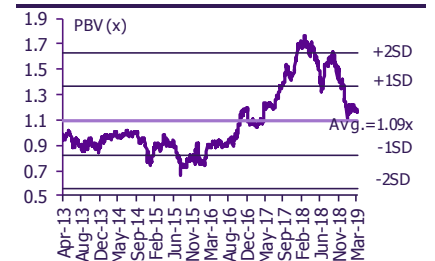
Source: SCBS Investment Research

Price performance

		Absolute		Relative to SET	
(%)		1M	3M	1M	3M
BCP	(1.5)	1.6	(15.0)	1.3	(0.6)
ESSO	3.8	2.8	(38.9)	6.7	0.6
IRPC	(7.3)	(0.9)	(23.5)	(4.7)	(3.0)
PTT	(4.0)	0.5	(14.7)	(1.3)	(1.6)
PTTEP	(2.7)	6.4	5.5	(0.0)	4.2
SPRC	7.9	9.5	(35.1)	11.0	7.2
TOP	(4.7)	5.6	(26.4)	(2.0)	3.4

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band - SETENERG



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

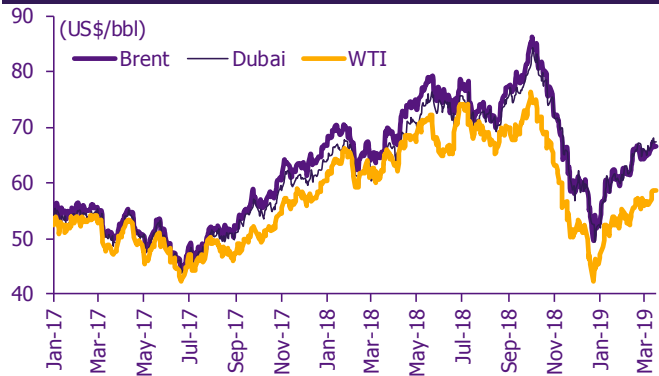
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

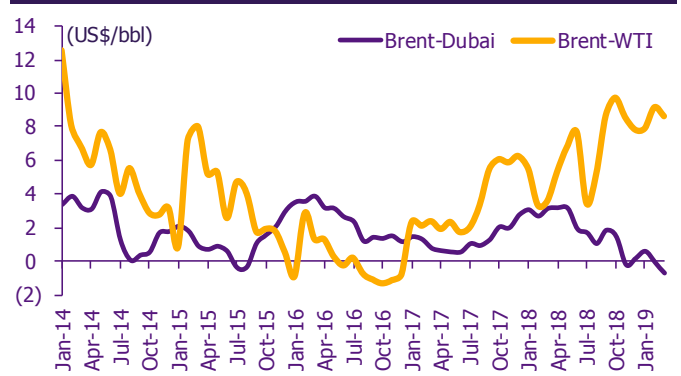
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark crude oil price



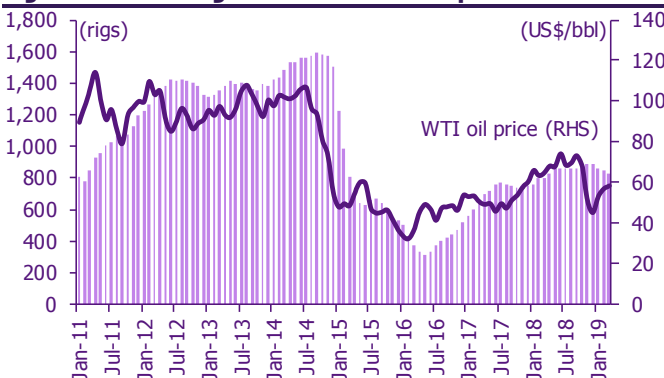
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differentials



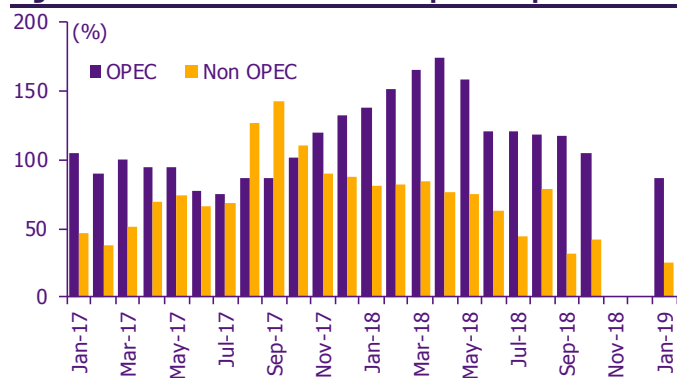
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



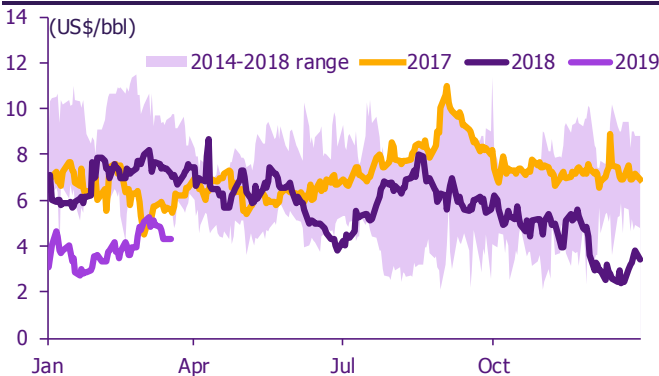
Source: Baker Hughes, SCBS Investment Research

Figure 4: OPEC 12 & Non-OPEC output compliance



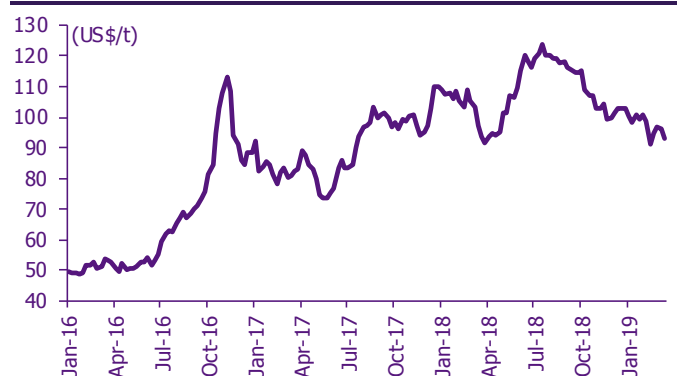
Source: IEA, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Gross refining margin – Singapore



Source: Bisnews, Bloomberg Finance LP, 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)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BCP	Buy	32.50	47.0	50.8	16.2	7.4	8.0	(55)	119	(7)	1.0	1.0	0.9	6	14	12	4.2	6.2	6.2	8.2	6.5	6.5
ESSO	Neutral	11.00	12.4	20.0	17.1	7.1	6.1	(69)	140	16	1.5	1.2	1.1	8	19	19	1.8	7.3	8.2	13.8	6.4	5.2
IRPC	Buy	5.70	8.6	57.0	16.8	8.0	7.3	(36)	109	11	1.3	1.2	1.1	8	16	16	3.3	6.1	6.8	9.7	6.0	5.7
PTT	Buy	47.75	61.0	32.6	12.0	9.6	8.9	(23)	26	7	1.6	1.4	1.3	9	10	10	4.2	4.8	5.2	4.1	3.4	2.9
PTTEP	Buy	124.00	150.0	25.0	13.6	12.0	11.9	(5)	13	2	1.3	1.2	1.1	9	10	10	4.0	4.0	4.0	3.2	3.1	3.0
SPRC	Buy	10.90	13.0	22.9	32.2	16.3	7.6	(80)	97	115	1.2	1.2	1.1	4	7	15	5.4	3.7	6.6	9.8	6.3	3.4
TOP	Buy	70.50	97.0	42.4	13.9	8.5	6.9	(53)	64	24	1.1	1.0	0.9	8	13	14	3.8	4.8	6.0	6.4	5.7	5.8
Average					17.4	9.9	8.1	(37)	44	10	1.3	1.2	1.1	8	13	14	3.8	5.3	6.1	7.9	5.3	4.6

Source: SCBS Investment Research

เปิดประตูสู่ธุรกิจใหม่ แต่ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น

การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ช่วยเพิ่มโอกาสทางธุรกิจให้แก่ KTC และ AEONTS ทั้งสองบริษัทน่าจะขยายสินเชื่อได้มากขึ้น แต่จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปี 2562 เราคาดว่าทั้งสองบริษัทนี้จะรายงานกำไรเติบโต YoY และ QoQ ในฤดูประกาศผลประกอบการที่กำลังจะมาถึง เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation น่าสนใจกว่า

การเปลี่ยนแปลงหลักเกณฑ์ช่วยเพิ่มโอกาสทางธุรกิจ ธปท. ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลเพื่อขยายขอบเขตของธุรกิจให้ครอบคลุมถึงสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ เพิ่มเติมจากสินเชื่อไม่มีหลักประกัน โดยกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยที่ 28% มีผลบังคับใช้ในเดือนก.พ.ปีนี้นี้ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะสร้างโอกาสทางธุรกิจให้แก่ KTC และ AEONTS โดย KTC กำลังดำเนินการจัดตั้งบริษัทย่อยที่บริษัทถือหุ้น 75% (อีก 25% ถือโดย KTB) เพื่อให้บริการสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันภายใต้โครงการสินเชื่อเช่ารถยนต์และไฟโไฟแนนซ์ (คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดไม่เกิน 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล) และสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ เราคาดว่า AEONTS จะขยายธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถในไม่ช้า การขยายธุรกิจจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับอัตราการขยายของสินเชื่อที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับ KTC (8% สำหรับปี 2562) และ AEONTS (10% สำหรับปี FY2562)

การแข่งขันจากธนาคารพาณิชย์สูงขึ้น ธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่หลายแห่งตั้งเป้ามุ่งเน้นปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกันเพิ่มมากขึ้น เพื่อเพิ่มผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อในปีนี้ หลักๆ เป็นการทำ cross selling จากลูกค้าดิจิทัลแบงก์กิ้ง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการนอนแบงก์ สินเชื่อส่วนบุคคลปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา แต่ส่วนใหญ่เกิดขึ้นที่ธนาคารพาณิชย์ ไม่ใช่ผู้ประกอบการนอนแบงก์

ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น KTC คาดว่าจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปีเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจสินเชื่อเช่ารถยนต์และไฟโไฟแนนซ์ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าแต่มีความเสี่ยงสูงกว่าสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล LLR coverage ระดับสูงที่ 616% ของ KTC น่าจะช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองที่เกิดจากการขยายธุรกิจสู่กลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เราคาดว่า KTC จะมี credit cost ในระดับทรงตัวที่ 7.5% และจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้น 8% ในปี 2562 สำหรับ AEONTS เราคาดว่า credit cost จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 6.6% ในปี FY2561 สู่ 6.7% ในปี FY2562 และ 6.8% ในปี FY2563 โดยมีสาเหตุมาจากการบังคับใช้มาตรฐานบัญชี IFRS9 ในเดือนม.ค. 2563

พริวิพลประกอบภาระ: กำไรเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ สำหรับ AEONTS เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น 1% YoY และ 4% QoQ สู่ 935 ลบ. ใน 4QFY61 (ธ.ค.-ก.พ.) โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่ขยายตัวอย่างต่อเนื่อง NIM ที่ปรับตัวดีขึ้น หนี้สูญได้รับคืนจำนวนมาก กำไรตามฤดูกาลจากการขาย NPL และการตั้งสำรองในระดับทรงตัว สำหรับ KTC เราคาดการณ์กำไร 1Q62 ที่ 1.32 พันลบ. เพิ่มขึ้น 9% YoY โดยเกิดจากรายได้ที่สูงขึ้น (ทั้งรายได้ดอกเบี้ยสุทธิและรายได้ที่มีค่าใช้จ่าย) และเพิ่มขึ้น 7% QoQ โดยเกิดจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลงตามฤดูกาล (ส่วนหนึ่งถูกหักล้างโดยรายได้ดอกเบี้ยสุทธิและรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงตามฤดูกาล) และหนี้สูญได้รับคืนจำนวนมาก

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เนื่องจาก valuation น่าสนใจกว่า หุ่น AEONTS ซื้อขายที่ PER 10.8 เท่า และ PBV 2.1 เท่า ในปี FY2562 ในขณะที่หุ้น KTC ซื้อขายที่ valuation ค่อนข้างสูงที่ PER 15 เท่า และ PBV 4.4 เท่า ในปี 2562 เราแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ AEONTS และ "Neutral" สำหรับ KTC

Valuation summary

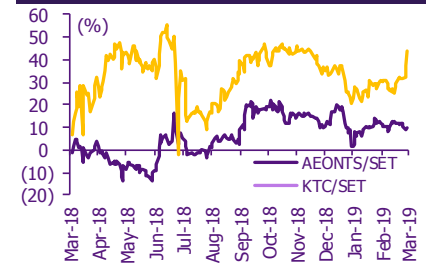
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					19F	20F
AEONTS	Buy	180.0	220.0	25.5	10.8	9.3
KTC	Neutral	34.3	30.0	(9.7)	15.0	13.6
Average					12.9	11.5

Source: SCBS Investment Research

Price performance

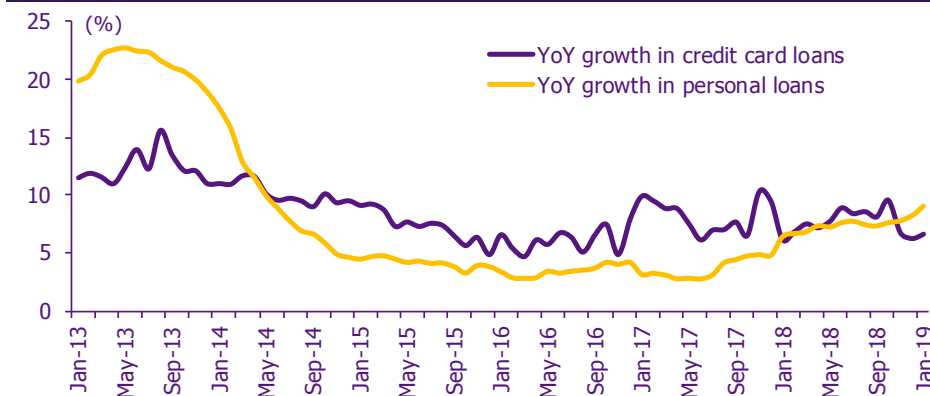
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(2.2)	0.8	(1.1)	0.6	(1.3)	9.6
KTC	7.9	8.7	16.9	10.9	6.4	29.5

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การเติบโตเพิ่มขึ้นของสินเชื่อส่วนบุคคลเกิดจากธนาคารพาณิชย์



Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

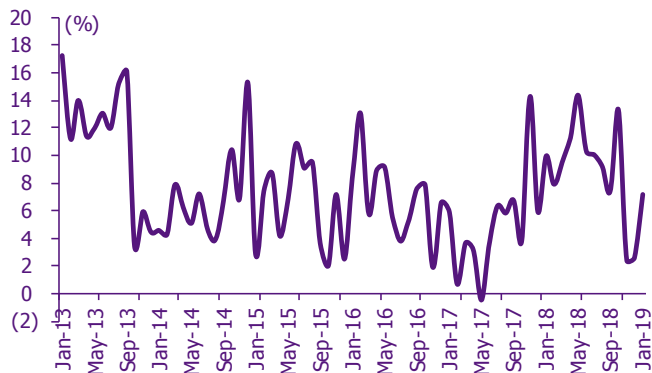
กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

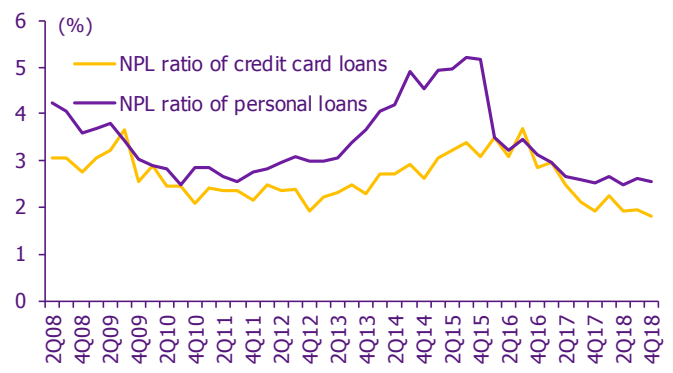
ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

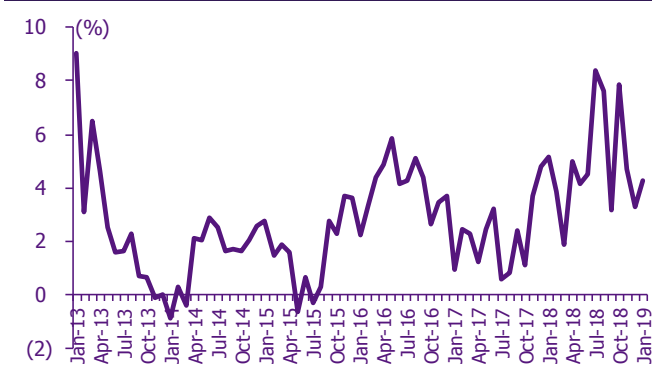
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: YoY growth in credit card spending

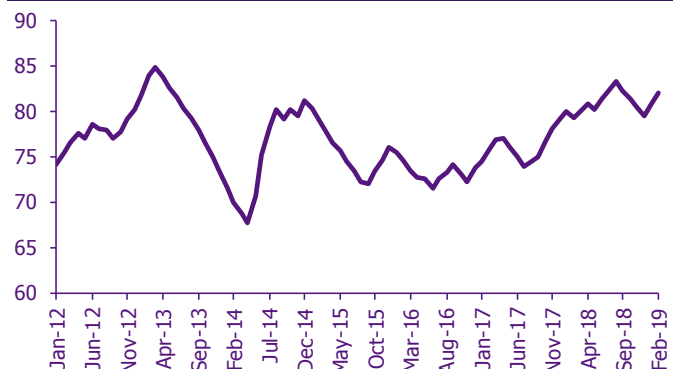
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Credit card and personal loan NPLs

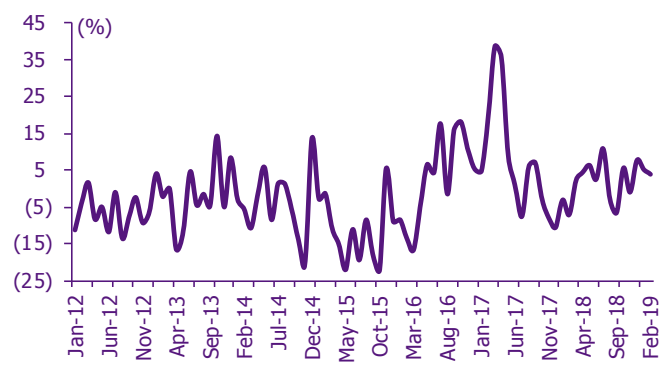
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index

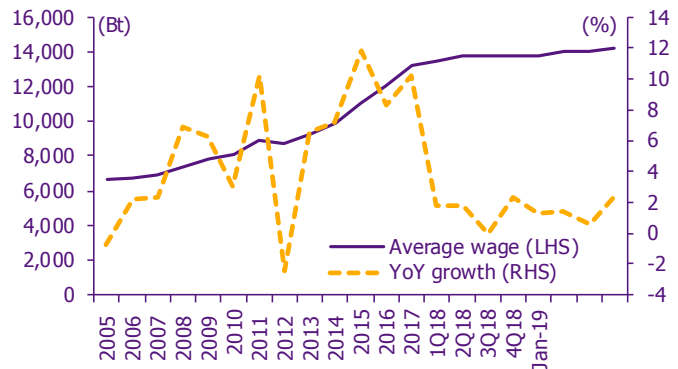
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index

Source: 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 (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AEONTS	Buy	180.00	220.0	25.5	12.4	10.8	9.3	22	15	15	2.5	2.1	1.8	21	21	21	2.8	3.3	3.7
KTC	Neutral	34.25	30.0	(9.7)	17.2	15.0	13.6	56	14	11	5.4	4.4	3.6	36	32	29	2.3	2.7	2.9
Average					14.8	12.9	11.5	39	15	13	3.9	3.3	2.7	28	27	25	2.6	3.0	3.3

Source: SCBS Investment Research

พบพัฒนาการเชิงบวกจากธุรกิจสัตว์บกตั้งแต่ 1Q62

ตั้งแต่ 1Q62 เราพบพัฒนาการเชิงบวกจากธุรกิจสัตว์บกในประเทศ จากราคาหมูที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก และราคาไก่ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY ท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลง ส่งผลให้อัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น ราคาหมูระดับสูงในเวียดนาม และราคาปลาหน้า (spot price) ระดับต่ำตั้งแต่ 1Q62 ก็เป็นปัจจัยบวกด้วยเช่นกัน เราแนะนำ "ซื้อ" หุ้นทุกตัวในกลุ่มนี้ เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นจากอัตราค่าไถ่ที่กว้างขึ้นในปี 2562 top picks ของเรา คือ GFPT และ TU

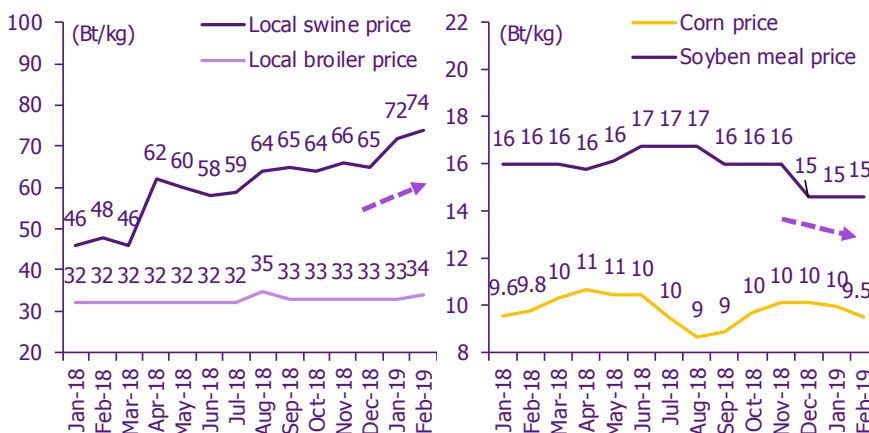
สรุปผลประกอบการ 4Q61 กำไรปกติใน 4Q61 ของกลุ่มอาหาร ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY (+412% YoY) 2 ไตรมาสติดต่อกัน นำโดย CPF (พลิกจากขาดทุนมาทำกำไร) โดยเกิดจากราคาหมูที่ฟื้นตัวขึ้นในเวียดนาม และ TU (+20% YoY) โดยเกิดจากต้นทุนวัตถุดิบทุนาระดับต่ำ ในขณะที่ GFPT รายงานกำไรระดับทรงตัว YoY เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรที่ดีขึ้นไปหักล้างกับอัตราค่าไถ่ระดับต่ำในธุรกิจไก่เพราะราคาผลิตภัณฑ์ต่ำ ในขณะที่ต้นทุนอาหารสัตว์สูง

1Q62TD: ราคาเนื้อสัตว์ดีขึ้น และต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง หมูในประเทศไทย ราคาหมูปรับตัวเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดสู่ 74 บาท/กก. (+54% YoY และ +3% MoM) ในเดือนก.พ. และ 73 บาท/กก. (+56% YoY และ +12% QoQ) ใน 1Q62TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 58-60 บาท/กก.อย่างมาก หลักๆ เกิดจากการปรับอุปทาน ต้นทุนอาหารสัตว์กลับปรับตัวลดลงเล็กน้อย โดยราคาข้าวโพดลดลงสู่ 9.5 บาท/กก. (-3% YoY และ -5% MoM) ในเดือนก.พ. และ 9.7 บาท/กก. (-2% YoY และ QoQ) ใน 1Q62TD และราคาไก่เหลืองลดลงสู่ 14.6 บาท/กก. (-9% YoY แต่ทรงตัว MoM) ในเดือนก.พ. และ 14.6 บาท/กก. (-9% YoY และ -6% QoQ) ใน 1Q62TD ราคาที่ขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้นถึง 200% YoY ใน 1Q62TD ไก่ในประเทศไทย ราคาไก่ปรับตัวดีขึ้น YoY เป็นครั้งแรกในรอบ 6 เดือน สู่ 34 บาท/กก. (+6% YoY และ +3% MoM) ในเดือนก.พ. และ 34 บาท/กก. (+5% YoY และ +2% QoQ) ใน 1Q62TD ใกล้กับจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการ ราคาที่ขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 24% YoY ใน 1Q62TD หมูในเวียดนาม ราคาหมูยังอยู่ในระดับสูงที่ VND46,000/กก. (+42% YoY แต่ -4% MoM) ในเดือนก.พ. และ VND47,000/กก. (+51% YoY แต่ -5% QoQ) ใน 1Q62TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ VND35,000/กก. อย่างมาก

1Q62TD: ต้นทุนวัตถุดิบธุรกิจสัตว์น้ำอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ ปลาย ราคาปลาหน้าทองแถบปรับขึ้นเป็นครั้งแรกในรอบ 5 เดือน สู่ US\$1,480/ตัน (ทรงตัว YoY แต่ +16% MoM) ในเดือนก.พ. แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำที่ US\$1,380/ตัน (-13% YoY และ -2% QoQ) ใน 1Q62TD เนื่องจากราคาปลาหน้า (spot price) ปรับตัวลดลง และ TU เก็บสต็อกวัตถุดิบไว้นานถึง 6 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่แท้จริงจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2562 แซลมอน ราคาแซลมอนลดลงสู่ NOK56/กก. (-4% YoY และ -7% MoM) ในเดือนก.พ. และ NOK59/กก. (-5% YoY แต่ +3% QoQ) ใน 1Q62TD กุ้ง ราคากุ้งในประเทศลดลงสู่ 155 บาท/กก. (-18% YoY และ -14% MoM) ในเดือนก.พ. และ 158 บาท/กก. (-10% YoY แต่ +15% QoQ) ใน 1Q62TD

Top picks: GFPT และ TU เราแนะนำ "ซื้อ" หุ้นทุกตัวในกลุ่มอาหาร เนื่องจากกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้น (เฉลี่ย +25% YoY) ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าไถ่ที่กว้างขึ้น เพราะราคาเนื้อสัตว์สูง และต้นทุนวัตถุดิบธุรกิจสัตว์น้ำต่ำ เราชอบ GFPT กับ TU มากกว่า CPF เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรคไข้หวัดหมูแอฟริกัน (ASF) ที่พบในสุกรมีชีวิตในจีนและเวียดนาม หากยึดถืออาจจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ CPF เราจะติดตามสถานการณ์ต่อไป

พบราคาเนื้อสัตว์ในประเทศสูงขึ้นและต้นทุนอาหารสัตว์ลดลงเป็นครั้งแรกตั้งแต่ 1Q62



Source: Industry sources and SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CPF	Buy	25.75	32.0	26.8	24.9	20.3	1.0	0.9
GFPT	Buy	13.50	19.0	42.9	11.9	10.3	1.2	1.1
TU	Buy	18.80	23.0	25.1	17.9	15.3	1.8	1.7
Average					18.2	15.3	1.3	1.2

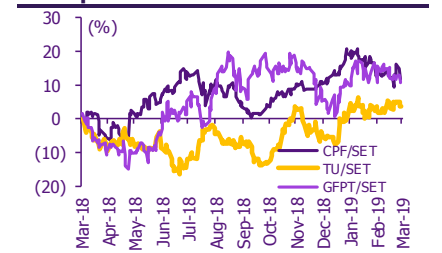
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	(2.8)	4.3	3.0	(0.1)	2.0	14.1
GFPT	(6.3)	6.3	0.0	(3.6)	4.0	10.8
TU	1.1	14.6	(0.5)	3.9	12.2	10.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

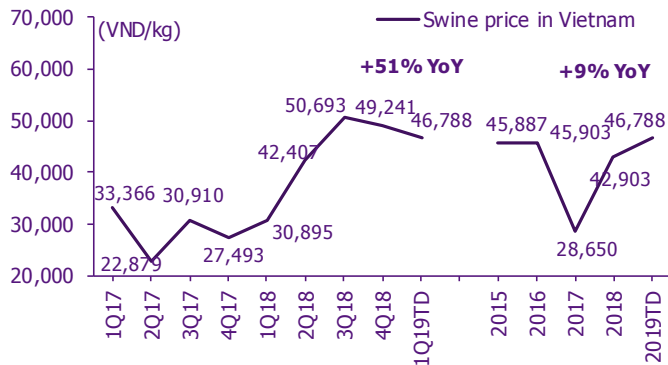
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

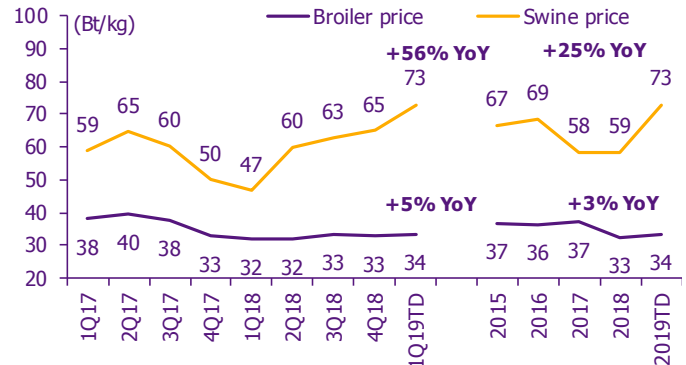
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: In 2019TD, swine price in Vietnam jumped 51% YoY as supply continued to adjust



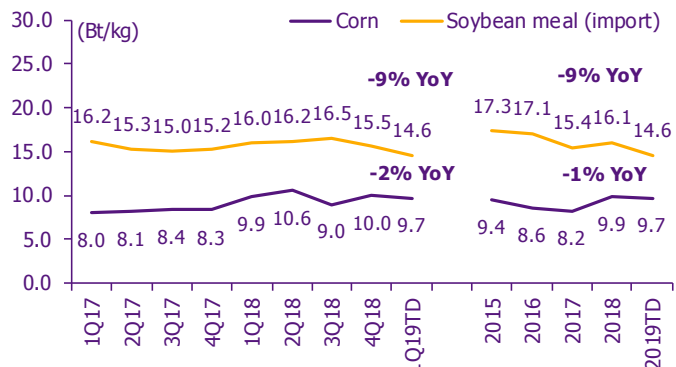
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 1Q19TD, local swine price surged 56% YoY and broiler price rose 5% YoY



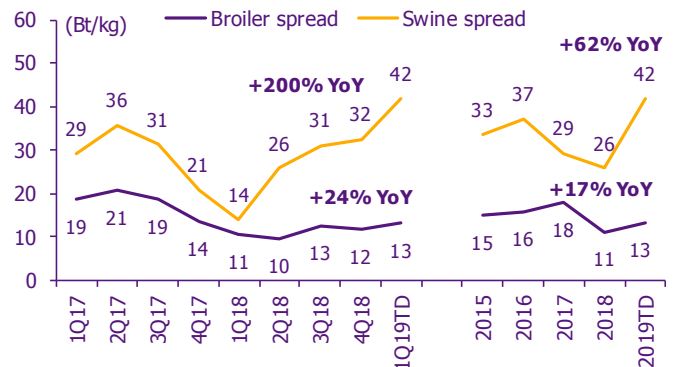
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 1Q19TD, corn costs dropped 2% YoY, while soybean meal cost declined 9% YoY



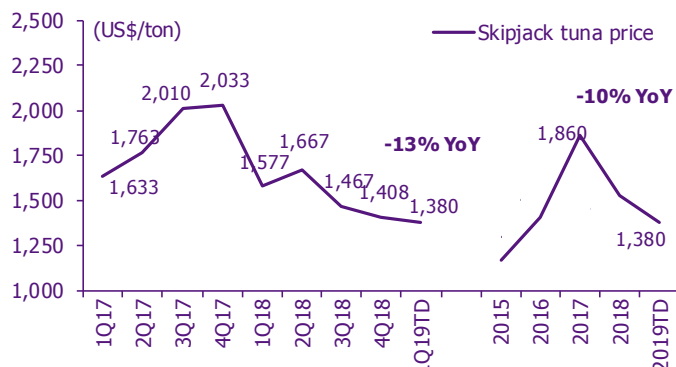
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 1Q19TD, local swine and broiler spreads (price minus feed costs) rose YoY



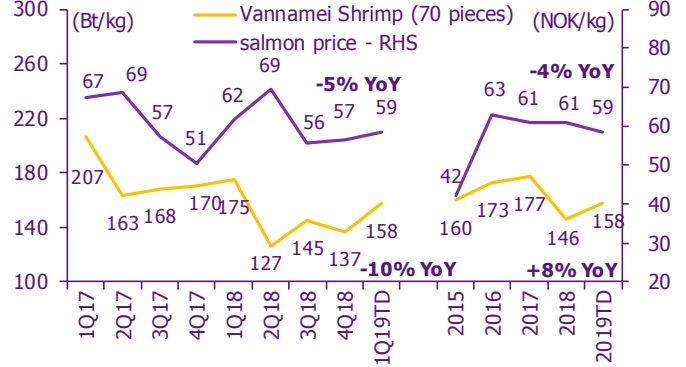
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 1Q19TD, skipjack tuna price dropped YoY



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 1Q19TD, salmon and shrimp price dropped



Source: Industry sources, Fishpool 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)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
CPF	Buy	25.75	32.0	26.8	31.4	24.9	20.3	4	26	22	1.0	1.0	0.9	3	4	5	2.5	2.5	2.5	14.1	13.0	12.5
GFPT	Buy	13.50	19.0	42.9	14.8	11.9	10.3	(35)	25	15	1.3	1.2	1.1	9	11	11	1.8	2.2	2.2	7.1	6.5	6.0
TU	Buy	18.80	23.0	25.1	22.1	17.9	15.3	(15)	24	17	1.9	1.8	1.7	9	10	11	2.1	2.8	3.3	16.3	14.2	12.8
Average					22.8	18.2	15.3	(15)	25	18	1.4	1.3	1.2	7	8	9	2.2	2.5	2.7	12.5	11.2	10.4

Source: SCBS Investment Research

น่าสนใจหลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป

ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา กลุ่มการแพทย์เป็นกลุ่มที่ปรับตัวลดลงมากที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ โดยปรับตัวลดลง 5% เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 4% เพราะถูกกดดันโดยความกังวลของตลาดเกี่ยวกับมาตรการควบคุมราคาเวชภัณฑ์และบริการทางการแพทย์ของรัฐบาล และผลประกอบการ 4Q61 ที่อ่อนแอ เราเชื่อว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป ซึ่งจะช่วยป้องกัน downside สำหรับนักลงทุนระยะยาว เราขอ **BCH** และ **BDMS** เนื่องจากแนวโน้มกำไรดีต่อเนื่อง

กลุ่มการแพทย์เป็นกลุ่มที่ปรับตัวลดลงมากที่สุดตั้งแต่ 1Q62 ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา กลุ่มการแพทย์เป็นกลุ่มที่ปรับตัวลดลงมากที่สุดเมื่อเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ในตลาดหลักทรัพย์ โดยปรับตัวลดลง 5% เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 4% สำหรับหุ้นกลุ่มการแพทย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา BH ปรับตัวลดลงมากที่สุดที่ 8% ตามมาด้วย BDMS ที่ลดลง 8%, BCH ลดลง 7% และ CHG ลดลง 1% เพราะถูกกดดันโดยความกังวลของตลาดเกี่ยวกับมาตรการควบคุมราคาเวชภัณฑ์และบริการทางการแพทย์ของรัฐบาล และผลประกอบการ 4Q61 ที่อ่อนแอ เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มการแพทย์ ซึ่งจะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และเชื่อว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป ซึ่งจะช่วยป้องกัน downside สำหรับนักลงทุนระยะยาว

การควบคุมราคาบริการทางการแพทย์ยังคงต้องใช้เวลาในการพิจารณา เมื่อวันที่ 22 มกราคม ค่าเวชภัณฑ์และบริการทางการแพทย์ถูกนำเข้ามาอยู่ในบัญชีสินค้าและบริการที่ต้องควบคุมราคา (ยาอยู่ในบัญชีสินค้าควบคุมอยู่แล้ว) หลังจากมีประชาชนร้องเรียนมาว่าโรงพยาบาลเอกชนคิดค่ารักษาพยาบาลสูง รัฐบาลระบุว่าแนวทางการปฏิบัติจะไม่ใช้การกำหนดราคาเพดานสำหรับบริการทางการแพทย์ แต่จะจัดตั้งคณะกรรมการขึ้นมาเพื่อศึกษาและกำหนดราคาบริการทางการแพทย์ที่เป็นธรรมแก่ทุกฝ่าย ซึ่งรวมถึงผู้บริโภค และโรงพยาบาลเอกชน โดยยังไม่ได้กำหนดกรอบเวลาในการประกาศราคาที่เหมาะสม เรามองว่าการกำหนดราคาที่เหมาะสมน่าจะทำให้ยากในทางปฏิบัติและการกำหนดราคาที่เหมาะสมนั้นจะต้องใช้เวลาในการพิจารณา เนื่องจาก การให้บริการและโครงสร้างต้นทุนที่แตกต่างกันของทั้งโรงพยาบาลเอกชนและโรงพยาบาลรัฐ ถึงแม้ว่าจะเป็นการรักษาโรคเดียวกันก็ตาม

กำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 9% ในปี 2562 เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มการแพทย์จะเติบโต 9% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ที่สูงขึ้นจากภาพรวมเศรษฐกิจที่ดีขึ้น และการให้บริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนมากขึ้น ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ปริมาณผู้ป่วยและรายได้จากกลุ่มโรคร้ายแรงปรับตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้กำไรปกติจะเติบโต YoY เพิ่มขึ้นใน 2H62 เนื่องจากฐานกำไรสูงใน 1H61

ชอบ BCH และ BDMS เนื่องจากแนวโน้มกำไรดีต่อเนื่อง เราเลือก BCH เป็น top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรปกติจะเติบโตแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มที่ 18% YoY ในปี 2562 มากกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มการแพทย์ที่ 9% เท่าตัว โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวที่ WMC จากการขยายความสามารถในการรองรับผู้ป่วยและการให้บริการเพิ่มมากขึ้นบวกกับจำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น และการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นที่โรงพยาบาลที่มีการอัตรากำไรในปี 2561 เราคาดว่ากำไรปกติของ BDMS จะเติบโต 11% ในปี 2562 กำไรของ BDMS จะแข็งแกร่งมากขึ้นใน 1Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้น และกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนใน RAM จำนวน 6.1 พันลบ.

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BCH	Buy	16.7	23.0	39.3	32.3	28.8	6.6	5.9
BDMS	Buy	24.2	30.0	26.5	34.4	29.4	4.8	4.5
BH	Neutral	175.5	185.0	7.1	28.9	27.1	6.3	5.6
CHG	Buy	1.9	2.7	42.8	32.1	26.7	5.8	5.3
Average					31.9	28.0	5.9	5.3

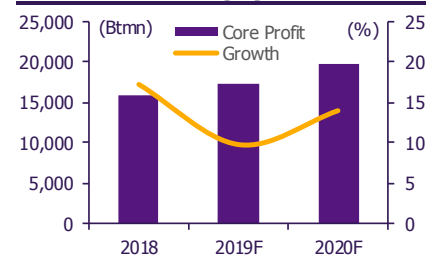
Source: SCBS Investment Research

Price performance

	Absolute (%)			Relative to SET (%)		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	(0.6)	(9.7)	0.0	2.2	(11.7)	10.8
BDMS	(0.4)	(8.7)	6.1	2.4	(10.6)	17.6
BH	(5.4)	(10.2)	(16.8)	(2.7)	(12.1)	(7.9)
CHG	0.0	(6.8)	1.1	2.8	(8.8)	11.9

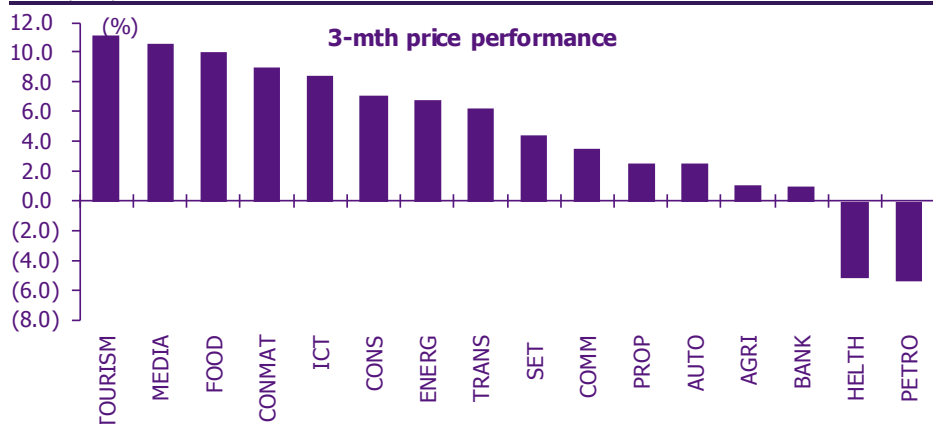
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวลดลงมากเกินไป

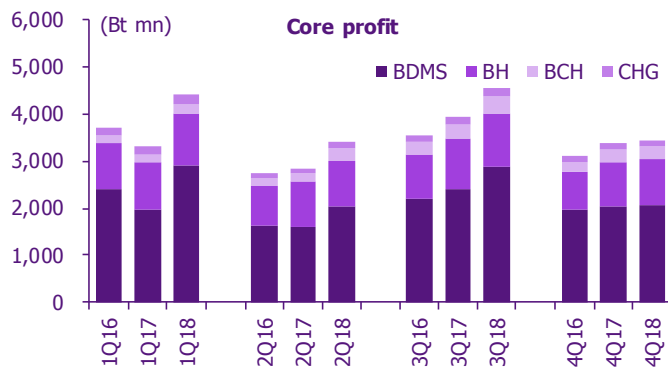


Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

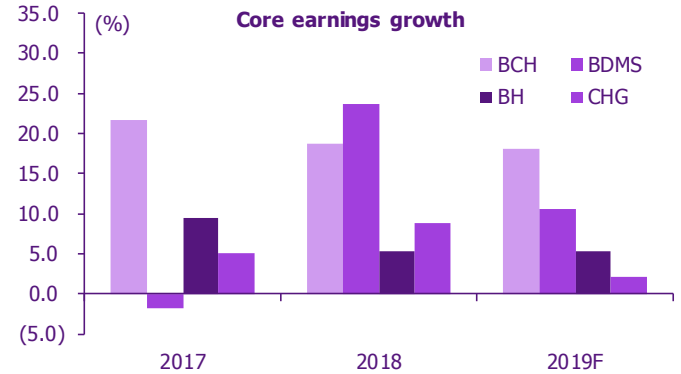
ระวีษฐ ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: High earnings base in 1H18



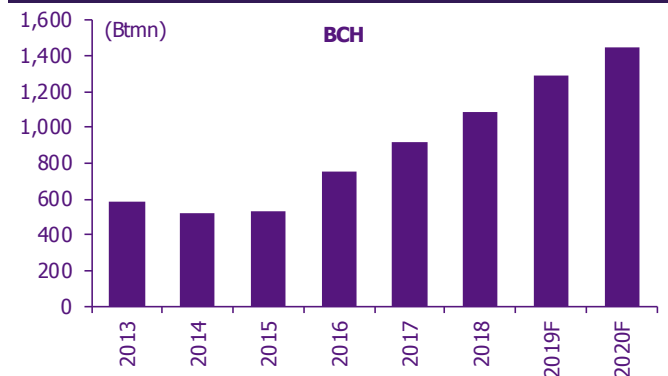
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH and BDMS are earnings plays



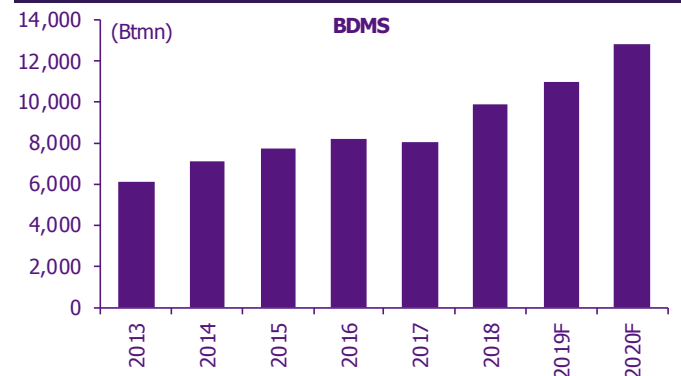
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH earnings forecast



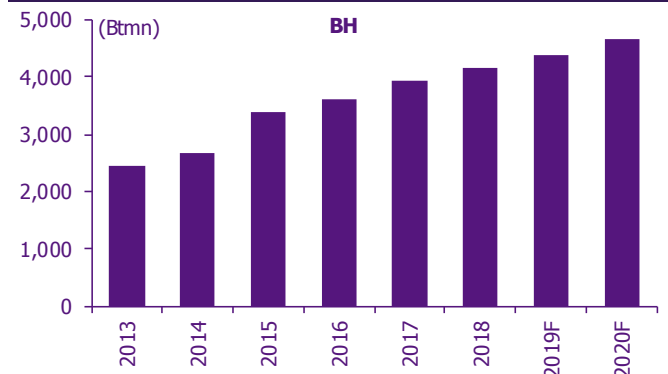
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS earnings forecast



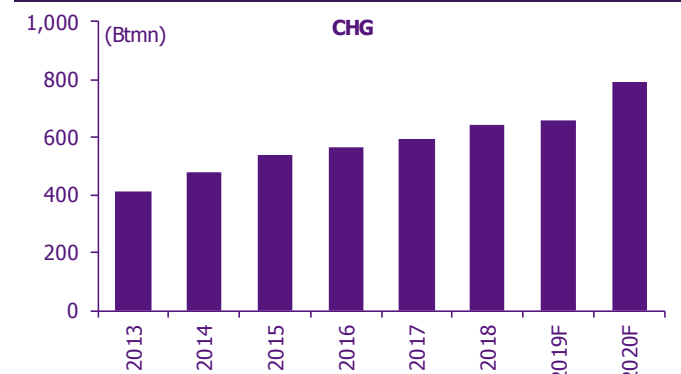
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 5: BH earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: CHG earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BCH	Buy	16.70	23.0	39.3	38.2	32.3	28.8	18.8	18.2	12.2	7.3	6.6	5.9	18	19	19	1.3	1.5	1.7	20.5	17.0	15.3
BDMS	Buy	24.20	30.0	26.5	38.1	34.4	29.4	22.7	10.7	16.8	5.4	4.8	4.5	14	14	15	1.3	2.5	1.9	23.9	20.7	18.1
BH	Neutral	175.50	185.0	7.1	30.8	28.9	27.1	5.3	6.5	6.7	6.9	6.3	5.6	23	22	22	1.7	1.7	1.8	23.5	17.8	16.4
CHG	Buy	1.92	2.7	42.8	32.8	32.1	26.7	8.8	2.1	20.0	5.9	5.8	5.3	18	17	20	2.6	2.2	2.6	20.8	19.9	16.5
Average					35.0	31.9	28.0	13.9	9.4	13.9	6.4	5.9	5.3	18	18	19	1.7	2.0	2.0	22.2	18.8	16.6

Source: SCBS Investment Research

ธุรกิจดำเนินไปอย่างราบรื่น

แนวโน้มของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมอุตสาหกรรมพัฒนา EEC อย่างต่อเนื่องจะส่งผลให้ FDI และความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น เราคาดว่ายอดขายที่ดินและกำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ดีขึ้นจากปีที่ผ่านมา โดยยอดขายที่ดินและยอดโอนกรรมสิทธิ์จะเพิ่มขึ้นอย่างละ 33% ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโต 37% ยอดขายรถรับส่งเสริมการขนส่งที่เพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 137% จะช่วยสนับสนุนยอดขายที่ดิน และยอดขายรถรับส่งรายได้จำนวนมากขึ้นจะสนับสนุนรายได้ ราคาที่ดินที่ปรับขึ้นอย่างรวดเร็วจะกระตุ้นให้มีการเข้าซื้อที่ดินอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นบวกในมุมมองของเรา AMATA ROJNA และ WHA เป็นหุ้นที่เราชอบ

สรุปผลการดำเนินงานปี 2561 ยอดขายที่ดินและกำไรออกมาต่ำกว่าคาดในปี 2561 แต่ยอดขายที่ดินของ AMATA ROJNA และ WHA ยังคงเพิ่มขึ้น 18% สู่ 2,124 ไร่ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยอดขายที่ดินส่วนใหญ่เกิดขึ้นในช่วงสิ้นปี ดังนั้นจึงไม่สามารถโอนกรรมสิทธิ์ได้ทัน ส่งผลให้ยอดขายรถรับส่งรายได้มีจำนวนมากถึง 2,100 ไร่ +59% ธุรกิจโลจิสติกส์มีผลการดำเนินงานที่ดี โดยสัญญาใหม่เพิ่มขึ้น 61% สู่ 259,853 ตร.ม. สำหรับ WHA โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากผู้ประกอบการ e-commerce รายใหญ่

EEC พัฒนาต่อเนื่อง เลขาธิการ EEC คาดว่าการคัดเลือกเอกชนลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน (รถไฟความเร็วสูง, ศูนย์ซ่อมเครื่องบินอู่เตา, สนามบินอู่เตา, ท่าเรือแหลมฉบังเฟส 3 และท่าเรือมาบตาพุดเฟส 3) จะทราบผลและเสนอกรม.อนุมัติภายในเมษายน การร่วมทุนระหว่าง THAI และ Airbus จะเซ็นสัญญาภายในมีนาคม การพัฒนา EEC อย่างต่อเนื่องจะดึงดูด FDI และความต้องการอสังหาริมทรัพย์

คาดมีความต้องการที่ดินจำนวนมากในปี 2562 เราคาดว่ายอดขายที่ดินของ AMATA ROJNA และ WHA จะเพิ่มขึ้น 33% สู่ 2,828 ไร่ จาก EEC ยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนใน EEC ปรับตัวเพิ่มขึ้น 137% สู่ 2.31 แสนลบ. ในปี 2561 ส่งสัญญาณที่ดีถึงความต้องการอสังหาริมทรัพย์ ในอนาคต การย้ายฐานการผลิตของจีนจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากต้นทุนการผลิตที่สูง เราเชื่อว่า EEC จะดึงดูด FDI จากจีน และ FDI ที่เดิมพุ่งเป้าไปจีนจะโยกมาประเทศไทยแทน

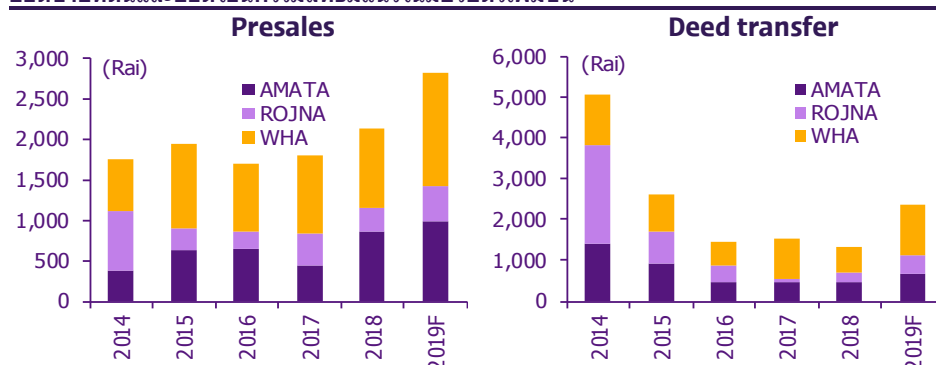
ราคาอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้น ราคาขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในพื้นที่ EEC (ชลบุรี ระยอง ฉะเชิงเทรา) และปราจีนบุรี AMATA ปรับราคาขายเพิ่มขึ้น 29% สู่ 11 ลบ./ไร่ สำหรับชลบุรี และ 18% สู่ 4.5 ลบ./ไร่ สำหรับระยอง และเรคาดว่าผู้ประกอบการรายอื่นจะปรับราคาขายขึ้นตามมา

ซื้อที่ดินเพิ่ม AMATA และ ROJNA เข้าซื้อที่ดินในพื้นที่ EEC อย่างต่อเนื่อง บริษัทสองแห่งนี้ใช้งบลงทุนสำหรับซื้อที่ดินเพิ่มขึ้น 77% สู่ 1.36 หมื่นลบ. ในปีที่ผ่านมา และจะซื้อที่ดินเพิ่มอย่างต่อเนื่องในปี WHA ซื้อที่ดินเพิ่มผ่านทางบริษัทร่วมทุน เราเรื่องนี้เป็นปัจจัยบวกเนื่องจากวัฏจักรการลงทุนยังอยู่ในระยะเริ่มต้น และราคาขายที่ดินปรับขึ้นอย่างรวดเร็ว อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.6 เท่าสำหรับ AMATA 1.2 เท่าสำหรับ ROJNA และ 1.0 เท่าสำหรับ WHA ซึ่งยังต่ำกว่าข้อกำหนดทางการเงินมาก

กำไรจะเพิ่มขึ้นกว่ากระโดด เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 37% ในปีนี้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินเพิ่มขึ้น 33% สู่ 2,534 ไร่ ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากยอดขายรถรับส่งรายได้จำนวนมากถึง 2,100 ไร่ ที่จะสร้างรายได้ในปี 2562-63 กำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าจะเติบโต โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานเต็มปีของ SPP ที่เพิ่งเริ่มดำเนินงานปีที่แล้ว และการต่อสัญญาของ SPP ที่หมดอายุในปี 2559-2568 AMATA และ ROJNA จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการต่อสัญญา SPP โดยกำไรและ valuation จะมี upside

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

ยอดขายที่ดินและยอดโอนกรรมสิทธิ์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: Company, SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AMATA	Buy	21.1	32.0	54.9	12.4	10.1	1.6
AMATAV	Neutral	5.3	5.8	11.3	14.5	12.5	1.6
ROJNA	Buy	5.0	8.5	76.8	14.6	10.5	0.8
WHA	Buy	4.2	6.0	46.0	16.8	15.0	1.9
Average					14.6	12.0	1.5

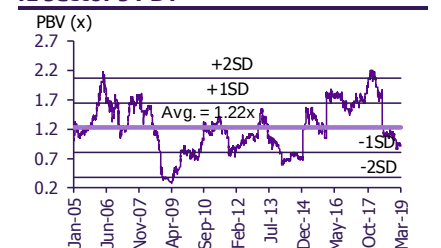
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	(5.4)	0.5	(1.9)	(2.7)	(1.7)	8.7
AMATAV	4.0	7.6	(30.0)	6.9	5.3	(22.5)
ROJNA	(2.9)	(1.0)	(25.9)	(0.2)	(3.1)	(17.9)
WHA	(2.3)	(2.3)	5.6	0.4	(4.4)	16.9

Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์

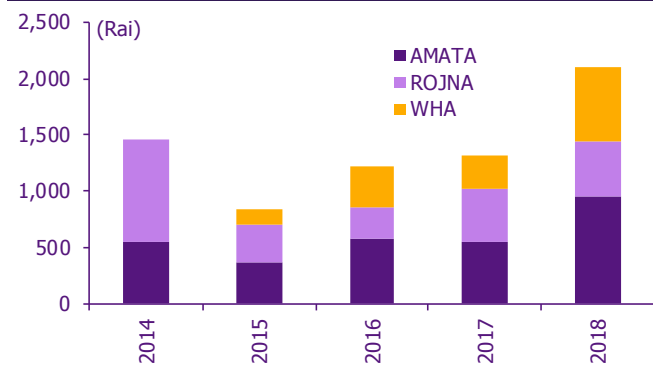
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

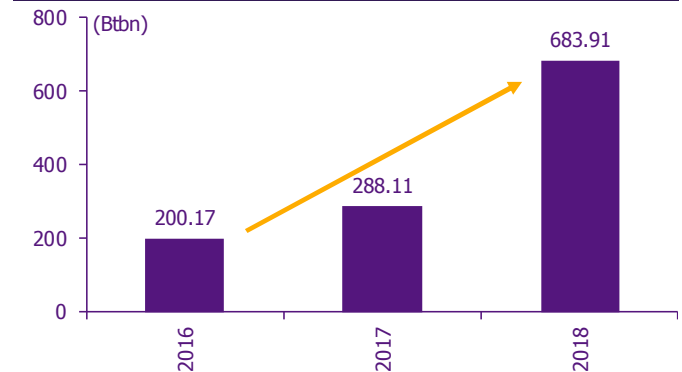
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Backlog jumped in 2018, providing income for 2019-2020



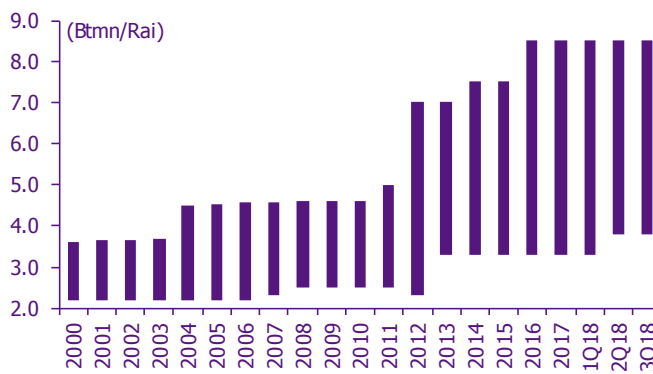
Source: Company

Figure 2: Bol applications in EEC surged 137% in 2018, a positive sign for industrial property demand



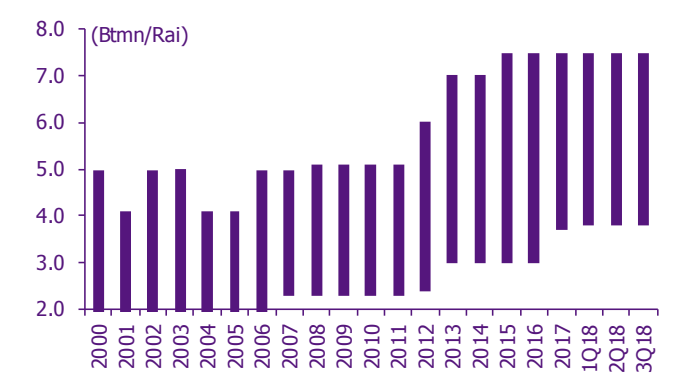
Source: Bol

Figure 3: List price for IE in Chonburi



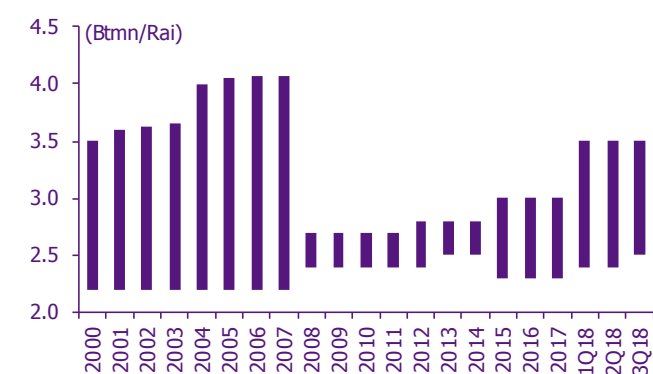
Source: CBRE

Figure 4: List price for IE in Rayong



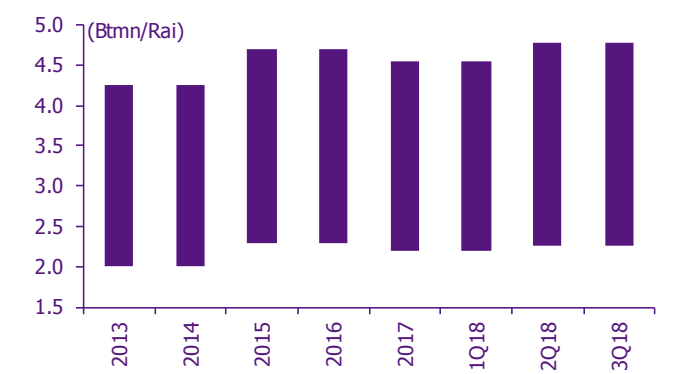
Source: CBRE

Figure 5: List price for IE in Chachoengsao



Source: CBRE

Figure 6: List price for IE in Prachinburi



Source: CBRE

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)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AMATA	Buy	21.10	32.0	54.9	18.0	12.4	10.1	(19)	45	23	1.7	1.6	1.4	8	11	13	1.9	3.2	4.0	18.3	20.7	16.9
AMATAV	Neutral	5.25	5.8	11.3	12.4	14.5	12.5	(21)	(15)	16	1.8	1.6	1.4	13	11	11	0.8	0.8	0.8	10.5	13.4	12.0
ROJNA	Buy	5.00	8.5	76.8	32.0	14.6	10.5	14	119	39	0.8	0.8	0.8	2	4	5	12.0	6.8	9.5	10.3	9.3	7.8
WHA	Buy	4.18	6.0	46.0	20.6	16.8	15.0	5	22	12	2.2	1.9	1.8	10	11	11	2.0	2.4	2.7	27.7	22.9	19.9
Average					20.8	14.6	12.0	(5)	43	23	1.6	1.5	1.4	8	9	10	4.2	3.3	4.3	16.7	16.6	14.1

Source: SCBS Investment Research

ปี 2562 จะเป็นปีที่ยากลำบากอีกปี

เราคาดว่าปี 2562 จะเป็นปีที่ยากลำบากอีกปีสำหรับบริษัทประกันภายใต้การวิเคราะห์ของเรา BLA จะเผชิญความเสี่ยงที่เบี้ยประกันรับรายใหม่จะปรับตัวลดลง และ THREL จะมี combined ratio ที่แย่ลง ในขณะที่คาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวดีขึ้น เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้นอีก แต่ความสามารถในการทำกำไรยังคงอ่อนแอ เราชอบ BLA มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มประกัน เพราะ valuation น่าสนใจ

BLA: เบี้ยประกันรับมีแนวโน้มลดลง เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 6% โดยเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 15% ในปี 2562 (เทียบกับ -8% YoY ในปี 2561) โดยมีสาเหตุมาจาก 2 ปัจจัย: 1) ผลกระทบตลอดทั้งปีจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance ของ AIA กับ BBL และ 2) จำนวนเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม BLA วางแผนเพิ่มเบี้ยประกันรับปีแรก >10% ในปี 2562 ทั้งนี้ภายใต้ช่องทางตัวแทน บริษัทจะเปิดตัวแพลตฟอร์มสำนักงานตัวแทน (แทนสาขา) โดยจะเน้นสัญญาเพิ่มเติมการประกันสุขภาพมากขึ้น และออกผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตควบการลงทุน (unit-linked) สำหรับช่องทาง bancassurance บริษัทจะเน้นผลิตภัณฑ์คุ้มครองสินเชื่อมากขึ้น และจะเจาะกลุ่มสินเชื่อภาคธุรกิจและพาณิชย์มากขึ้น เราคาดว่า BLA จะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่จะสามารถดำเนินการตามแผนธุรกิจได้สำเร็จ และคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะกลับมาเติบโต

THREL: Combined ratio จะแย่ลงชั่วคราว combined ratio ของ THREL มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าปกติชั่วคราวในระหว่างปี 2561-2563 และจะปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นไป ด้วยเหตุผล 2 ประการ ประการแรก สัดส่วนผลิตภัณฑ์ระยะสั้น (ประกันสุขภาพ ประกันชีวิตกลุ่ม และประกันอุบัติเหตุส่วนบุคคล) ซึ่งมี combined ratio สูง จะปรับตัวเพิ่มขึ้น สัดส่วนผลิตภัณฑ์ระยะสั้นของบริษัทเพิ่มขึ้นจาก 48% ในปี 2560 สู่ 52% ในปี 2562 สอดคล้องกับแนวโน้มอุตสาหกรรมเพื่อตอบสนองความต้องการของสังคมผู้สูงอายุ โดยปกติแล้วผลิตภัณฑ์ระยะสั้นมักจะมี combined ratio สูงที่ประมาณ 90% เทียบกับผลิตภัณฑ์ระยะยาวที่ 70-80% ประการที่สอง บริษัทจะกันเงินสำรองกรรมธรรม์ประกันชีวิตสำหรับผลิตภัณฑ์ระยะยาว (ประกันชีวิตส่วนบุคคลและประกันชีวิตคุ้มครองสินเชื่อ) เพิ่มขึ้นใน 4Q60-ปี 2564 (หลักๆ ในปี 2561-2562) โดยมีสาเหตุมาจากการเรียกกลับส่วนของการประกันภัยต่อ (recapture) เพื่อลดสัญญาระยะยาวบางส่วน (ซึ่งจะเป็นสาเหตุทำให้มูลค่าเงินสดของเงินสำรองปรับตัวเพิ่มขึ้น) เพื่อลดภาระการตั้งสำรองระยะยาวเพิ่มความสามารถในการจัดหาเงินทุนสำหรับโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ และลดผลกระทบจากมาตรฐานบัญชี IFRS17 (กำหนดไว้อย่างคร่าวๆ ว่าจะมีผลบังคับใช้ในปี 2566)

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่มีความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวในปี 2562 เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้นอีก (หลักๆ เป็นขาดทุนจากเงินลงทุนที่เกิดจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนใน THREL และรายการด้อยค่าของสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี) เบี้ยประกันรับเติบโตมากขึ้นจาก 2% ในปี 2561 สู่ 9-10% ในปี 2562 และ combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น แต่ผลการดำเนินงานจะยังคงอ่อนแอ โดยคาดว่า ROE จะอยู่ที่ระดับเพียง 4% เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นจาก 113% ในปี 2561 สู่ 105% ในปี 2562 และ 96% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากการลดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครุฑที่มีอยู่เดิม ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ

BLA เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ BLA เนื่องจาก valuation น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว โดยซื้อขายต่ำกว่า embedded value อย่างมาก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BLA	Buy	27.0	41.0	54.7	8.9	9.0	1.1
THRE	Sell	0.8	0.8	8.6	20.3	9.2	0.8
THREL	Neutral	5.7	6.7	24.5	10.1	8.2	2.1
Average					13.1	8.8	1.4

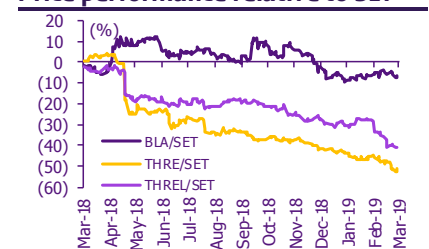
Source: SCBS Investment Research

Price performance

		Absolute			Relative to SET		
(%)		1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	(6.9)	(3.6)	(16.3)	(4.3)	(5.6)	(7.3)	(7.3)
THRE	(12.8)	(15.7)	(56.9)	(10.3)	(17.5)	(52.3)	(52.3)
THREL	(11.6)	(13.6)	(44.1)	(9.1)	(15.5)	(38.1)	(38.1)

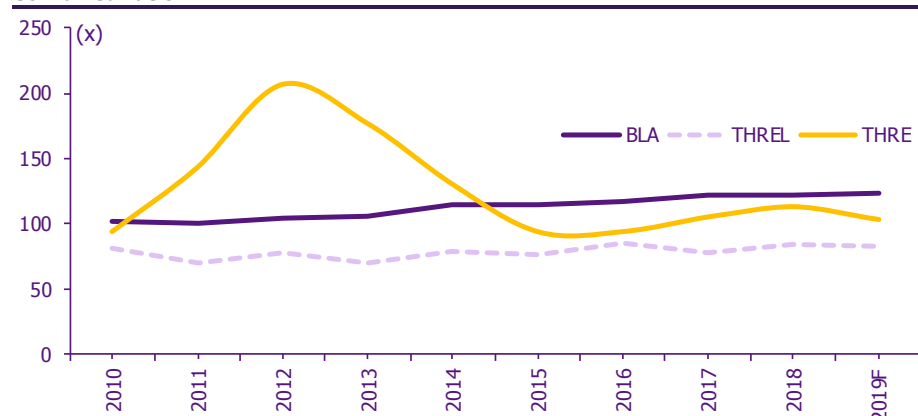
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

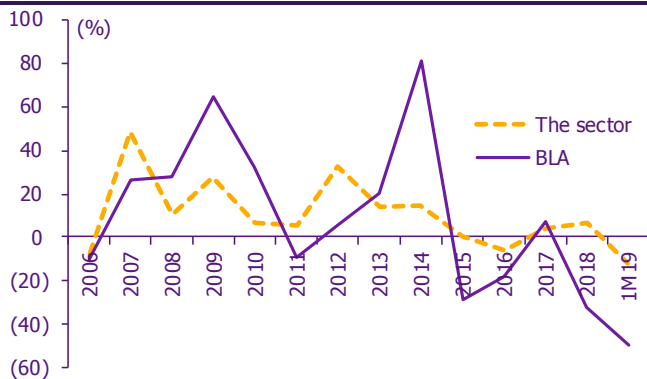
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

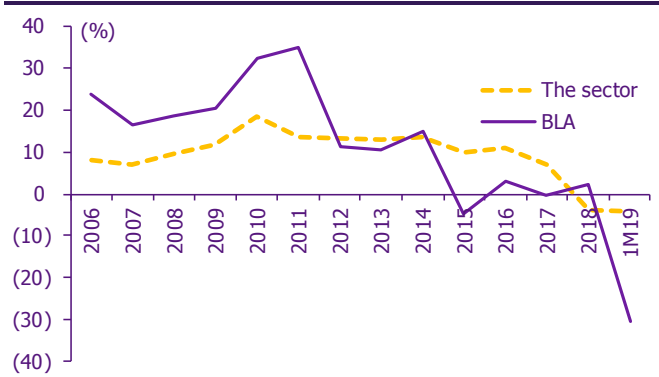
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



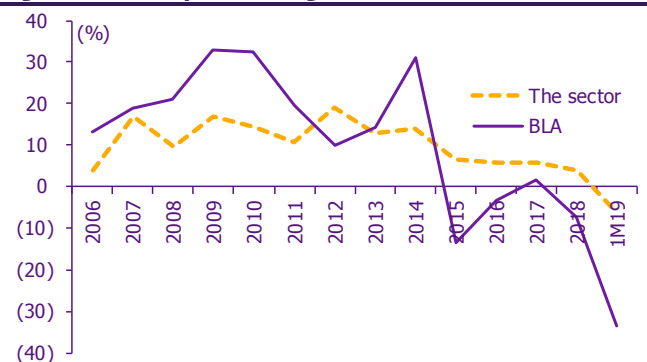
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



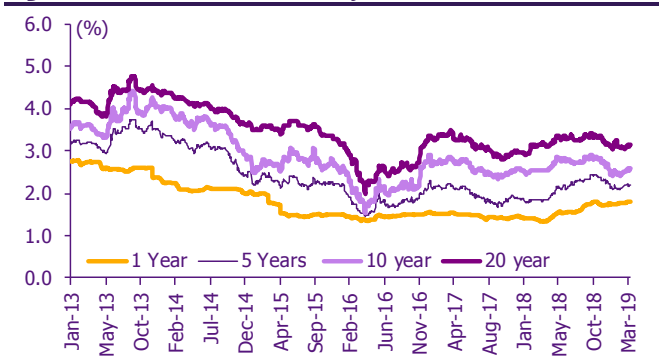
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



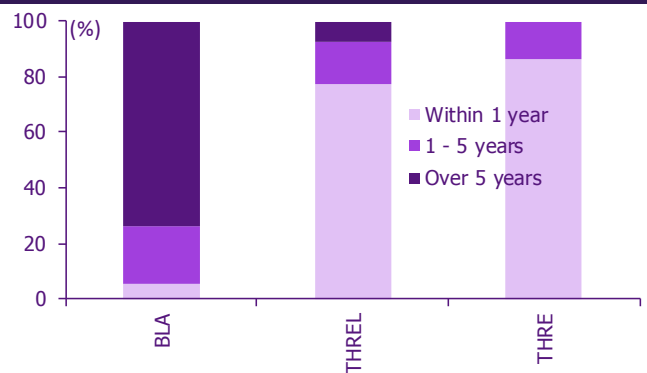
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



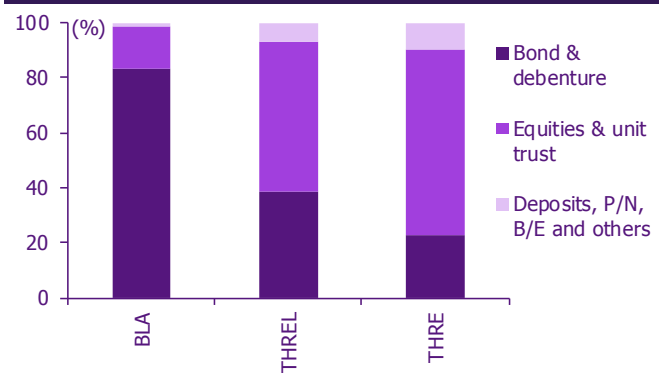
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THRE and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THRE 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 (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BLA	Buy	27.00	41.0	54.7	9.3	8.9	9.0	37	4	(0)	1.2	1.1	1.0	13	13	12	2.7	2.8	2.8
THRE	Sell	0.75	0.8	8.6	n.m.	20.3	9.2	(810)	n.m.	120	0.9	0.8	0.8	(24)	4	9	0.0	2.0	4.3
THREL	Neutral	5.70	6.7	24.5	13.5	10.1	8.2	(42)	33	23	2.4	2.1	1.9	17	22	25	5.2	6.9	8.5
Average					11.4	13.1	8.8	(272)	19	47	1.5	1.4	1.2	2	13	15	2.6	3.9	5.2

Source: SCBS Investment Research

คาด sentiment ดีขึ้นใน 2Q62

Sentiment ที่นักลงทุนในตลาดมีต่อกลุ่มปิโตรเคมียังคงถูกครอบงำโดยข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ใน 1Q62 ดัชนีได้จากดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีที่ปรับตัวลดลง 6% YTD เทียบกับ SET ที่ +4% สะท้อนถึงส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ใน 1Q62 ที่ลดลงอีกจาก 4Q61 โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์สายโพลีเอทิลีน โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับอุปทานใหม่ในตลาดภูมิภาค ในขณะที่ PX spread ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะอุปทานดั้งเดิมเราคาดว่าความตึงเครียดในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน และแนวโน้มเชิงบวกของราคาน้ำมันจะช่วยกระตุ้นให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจหุ้นกลุ่มปิโตรเคมีมากขึ้นใน 2Q62 และจะทำให้ช่องว่างระหว่างราคาหุ้นกลุ่มปิโตรเคมีกับตลาดโดยรวมแคบลง top pick ของเราสำหรับกลุ่มปิโตรเคมียังคงเป็น IVL เพราะ valuation ไม่แพง และกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก core EBITDA/t ที่สูงขึ้น และปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากการซื้อสินทรัพย์ใหม่

กำไรสุทธิปี 2561 เพิ่มขึ้น 8% YoY ทั้งๆ ที่กำไร 4Q อ่อนแอ ทั้งๆ ที่มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังจำนวนมากใน 4Q61 และขาดทุนพิเศษที่ GGC แต่กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS เติบโต 8% YoY ในปี 2561 หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก IVL ซึ่งกำไรสุทธิได้รับการสนับสนุนจาก integrated PET spread ที่แข็งแกร่งมากขึ้นใน 9M61 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดชะงักของอุปทาน และอุปสงค์จำนวนมาก กำไรของ PTTGC ก็ได้รับการสนับสนุนจาก PX spread ที่ดี และ EBITDA margin ที่แข็งแกร่งของกลุ่มโพลีเอทิลีน แต่ได้รับผลกระทบจากขาดทุนพิเศษที่ธุรกิจเคมีภัณฑ์เพื่อสิ่งแวดล้อม (GGC) เราคาดว่ากำไรปกติของกลุ่มปิโตรเคมีจะฟื้นตัว QoQ ใน 1Q62 จากราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ปรับตัวดีขึ้น

PE spread ยังคงอ่อนแอ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ HDPE ยังคงอ่อนแอใน 1Q62 โดยลดลง 26% YoY และ 10% QoQ สู่ <US\$600/ตัน เนื่องจากความเชื่อมั่นในการซื้อได้รับผลกระทบทางอ้อมจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ HDPE เริ่มปรับตัวลดลงตามส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PP-เนฟทา ซึ่งได้รับผลกระทบไปก่อนหน้าจากสภาวะอุปสงค์-อุปทานที่ไม่สมดุลตั้งแต่ปี 2558-59 เราเชื่อว่าแนวโน้มส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PP จะเริ่มปรับตัวดีกว่า PE ในปี 2562 โดยเกิดจากอุปทานที่ตึงตัวมากขึ้น และอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง Platts คาดการณ์ว่าตลาดเอเซียจะมีสถานะขาดแคลนอุปทาน PP สุทธิ 2 ล้านตันในปี 2562

เฝ้าระวังแนวโน้ม PX spread ส่วนต่างระหว่างราคา PX กับคอนเดนเสท และ ULG95 ยังคงแข็งแกร่งใน 1Q62 แม้อลดลง 8% QoQ สู่ US\$522/ตัน และ US\$492/ตัน ตามลำดับ เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$416/ตัน และ US\$319/ตัน แม้อุปสงค์ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นในตลาดภูมิภาคยังไม่สามารถไล่ตามได้ทัน โดยมีสาเหตุมาจากการเริ่มเดินเครื่องลำช้า อย่างไรก็ตาม กำลังการผลิต PX ใหม่ 10.7 ล้านตัน/ปีในตลาดเอเซีย (หลักๆ ในจีน) จะเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อ PX spread ในปี 2562 แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับนโยบายพึ่งพาตนเองของจีนในการผลิต PX ให้เพียงพอเพื่อส่งให้กับโรงงาน PTA และ PET ของจีน ผลกระทบจะมีให้เห็นหลังฤดูหยุดซ่อมบำรุงใน 1Q-2Q

Integrated PET spread ลดลงเล็กน้อย QoQ integrated PET spread ใน 1Q62 ที่ระดับเกือบ US\$400/ตัน ในตลาดเอเซีย ลดลง 4% QoQ แต่ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$316/ตัน spread ค่อยๆ ฟื้นตัวตอนปลาย 1Q62 สะท้อนถึง sentiment ตลาดที่ดีขึ้นหลังเทศกาลตรุษจีน ผู้ผลิต PET/PTA จะค่อยๆ รู้สึกถึงผลกระทบของราคา PX ที่ลดลงตลอดปีนี้ เมื่ออุปทาน PX ใหม่เข้าสู่ตลาด เราเชื่อว่า spread จะกลับคืนสู่ระดับปกติในปี 2562 เนื่องจากกำลังการผลิตที่หยุดผลิตไปบางส่วนอาจจะกลับมาเริ่มเดินเครื่องหลังจากขายสินทรัพย์เสร็จ ในขณะที่อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F 20F	P/BV (x) 19F 20F
GGC	Neutral	10.3	11.0	10.7	8.9 8.4	1.0 0.9
IVL	Buy	48.3	82.0	73.5	8.8 8.4	1.6 1.4
PTTGC	Buy	67.5	110.0	70.0	7.1 6.8	1.0 0.9
Average					8.3 7.8	1.2 1.1

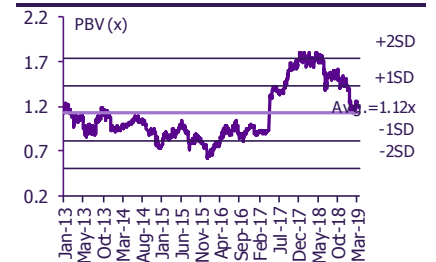
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	(2.8)	4.0	(28.5)	(0.1)	1.8	(20.8)
IVL	(4.5)	(10.6)	(16.1)	(1.8)	(12.6)	(7.0)
PTTGC	(9.1)	(7.5)	(31.8)	(6.5)	(9.5)	(24.5)

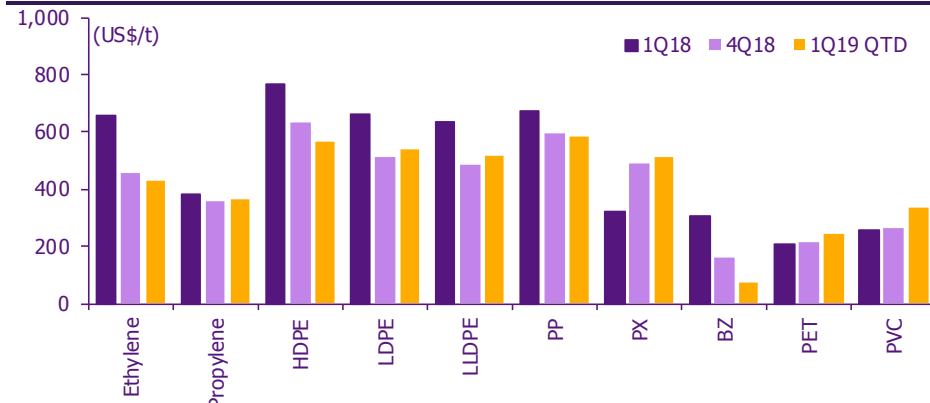
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

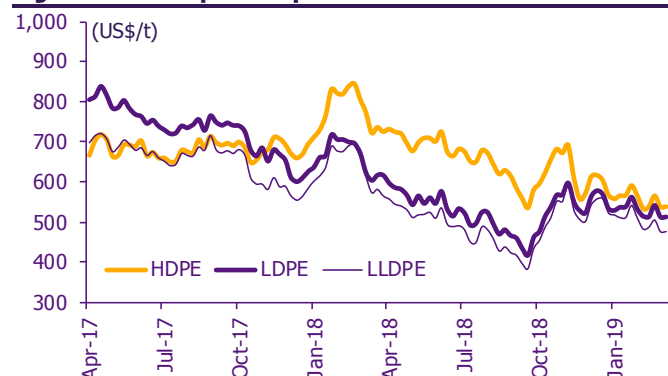
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

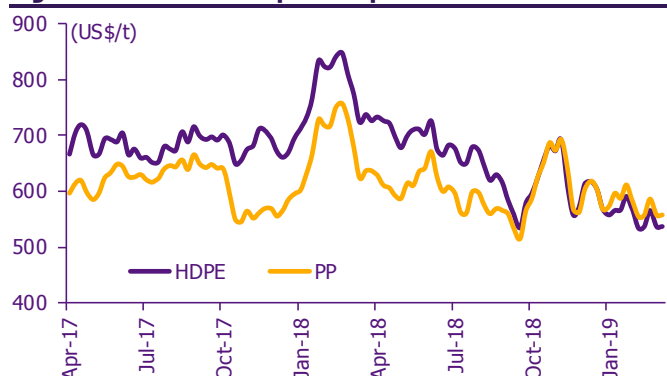
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



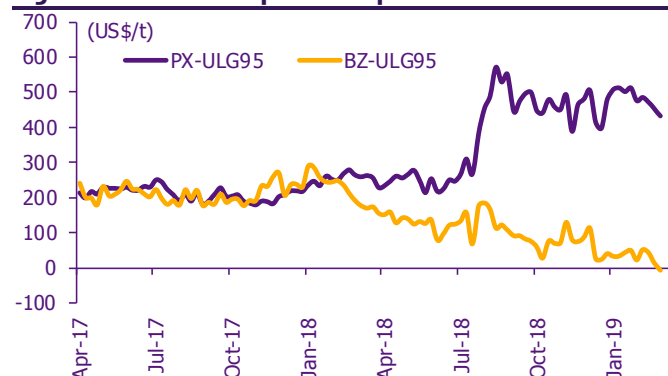
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE/PP-naphtha spread



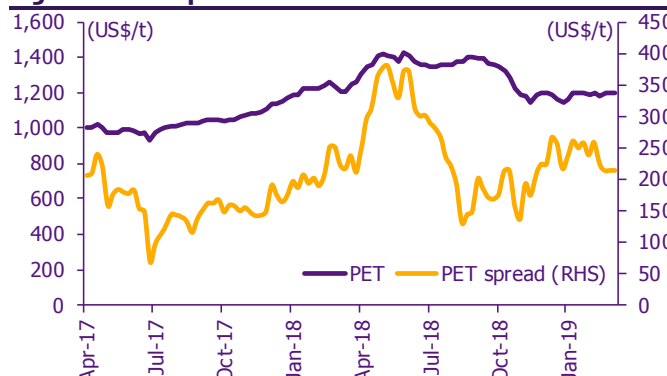
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread vs. ULG95



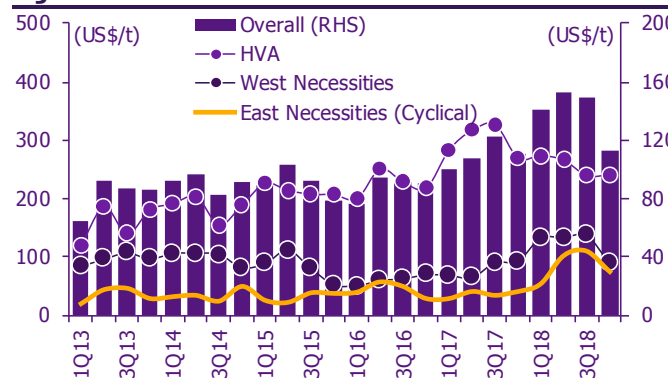
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: PET spread



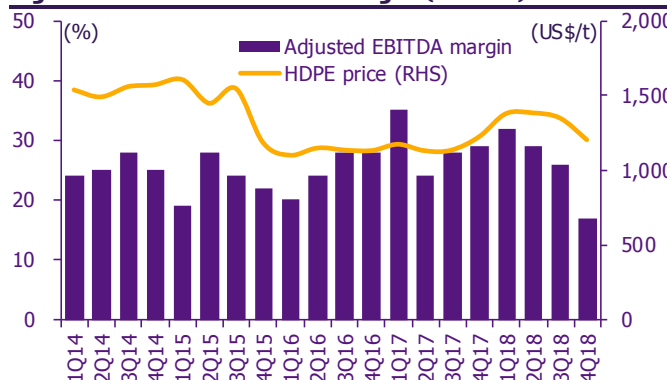
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: IVL – core EBITDA/t



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: PTTGC – EBITDA margin (olefins)



Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
GGC	Neutral	10.30	11.0	10.7	18.7	8.9	8.4	(6)	110	7	1.1	1.0	0.9	5	11	11	0.0	3.9	4.1	9.1	5.8	4.9
IVL	Buy	48.25	82.0	73.5	11.3	8.8	8.4	12	28	5	1.9	1.6	1.4	18	20	18	2.9	3.5	3.7	8.8	6.5	5.8
PTTGC	Buy	67.50	110.0	70.0	7.5	7.1	6.8	(0)	6	5	1.0	1.0	0.9	14	14	13	6.3	7.0	7.4	5.8	5.2	4.8
Average					12.5	8.3	7.8	2	48	6	1.3	1.2	1.1	13	15	14	3.1	4.8	5.1	7.9	5.8	5.2

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 25/03/2019 282.92 -2.20 / -0.77% Bt1,955mn
Bloomberg ticker: SETPROP

ยังไม่ใช้เวลาที่ควรเข้าซื้อ

ผลการสำรวจของ AREA ชี้ว่ามีโครงการเปิดใหม่หลายโครงการ และอัตราการขายดีใน 2M62 แต่เกิดจากคอนโดขนาดใหญ่เพียง 1 โครงการ แม้มีความเสี่ยงน้อยลงที่จะเห็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ย แต่เรคาดว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจะลดลง 5%; เกณฑ์ LTV ใหม่ที่เข้มงวดมากขึ้น และอัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงเป็นปัจจัยที่สร้างความกังวล ผลการดำเนินงาน 1Q62 มีแนวโน้มที่จะออกมาดีโดยได้รับการสนับสนุนจากการขายสินค้าคงคลัง และการเร่งโอนกรรมสิทธิ์ ตอนนี้ยังไม่ใช้เวลาที่เหมาะสมที่จะเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย เนื่องจากความไม่แน่นอนยังรออยู่ข้างหน้า และกำไร 2Q62 จะลดลง เรชอบ LH และ QH เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง และความเสี่ยงต่ำ

เปิดโครงการใหม่เพิ่มขึ้น และยอดขายสูงใน 2M62 AREA รายงานว่าโครงการเปิดใหม่เพิ่มขึ้นกว่าร้อยละ 65% สู่ 16,380 ยูนิต ใน 2M62 และจำนวนยูนิตที่ขายได้เพิ่มขึ้น 42% YoY สู่ 7,362 ยูนิต คิดเป็นอัตราการขาย 45% อย่างไรก็ตาม ยอดขายที่ดีเกิดจากคอนโดระดับล่างเพียง 1 โครงการ คือ Regent Home @ บางซวน 2 ซึ่งมีอัตราการขายสูงที่ 82% เพราะไม่มีที่อยู่อาศัยราคาต่ำกว่า 1 ลบ.ในพื้นที่ดังกล่าว หากไม่รวมคอนโด <1 ลบ./ยูนิต โครงการเปิดใหม่จะลดลง 14% YoY (จำนวนยูนิต) และ 24% YoY (มูลค่า) และจำนวนยูนิตที่ขายได้จะลดลง 57% YoY

กำไรจะเพิ่มขึ้นใน 1Q62, ลดลงใน 2Q62 ก่อนที่เกณฑ์ LTV ใหม่จะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 เม.ย. เรคาดว่ายอดขายสินค้าคงคลังจะเพิ่มขึ้น และการโอนกรรมสิทธิ์จะเร่งตัวขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากกิจกรรมการตลาดเชิงรุก ซึ่งหมายความว่ากำไรจะดีขึ้น YoY ใน 1Q62 บริษัทที่น่าจะรายงานกำไรดี คือบริษัทที่มียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมาก ได้แก่ AP PSH SIRI และ SPALI กำไรจะลดลงใน 2Q62 จากนั้นจะเพิ่มขึ้นใน 3Q62 และ 4Q62

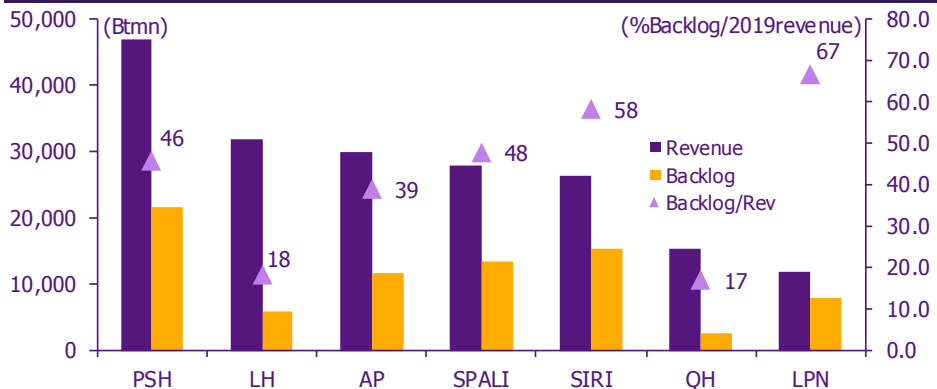
มีแนวโน้มน้อยลงที่จะเห็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ย มีแนวโน้มน้อยลงที่ ธปท.จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่า 1 ครั้ง (25bps) ในปีนี้ จากเดิมที่คาดว่าจะขึ้นอัตราดอกเบี้ย 1-2 ครั้ง

ปี 2562: เปิดตัวโครงการใหม่หลายโครงการ ยอดขายลดลง บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเราวางแผนเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้น 15% สู่ 2.73 แสนลบ. (บ้านแนวราบ +36% สู่ 1.68 แสนลบ. แต่คอนโด -8% สู่ 1.06 แสนลบ.) แต่คาดว่าจะยอดขายจะลดลง 2% สู่ 2.27 แสนลบ. โดยเกิดจากยอดขายคอนโดที่ลดลง 8% บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยนำกลยุทธ์ระยะยาวมาใช้ เนื่องจากความต้องการซื้อไม่แน่นอนหลังจากเกณฑ์ LTV ใหม่มีผลบังคับใช้ บวกกับคาดว่าจะการซื้อจากลูกค้าต่างชาติจะลดลง สัดส่วนยอดขายจาก JV จะลดลงอย่างต่อเนื่อง เนื่องจาก JV ของ SIRI จะเปิดตัวโครงการใหม่ลดลง 68% เหลือเพียง 5.6 พันลบ.

แนวโน้มปี 2562 เรายังคงมุมมองของเราว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยโดยรวมจะลดลง 5% ในปีนี้ โดยมีสาเหตุมาจากปัจจัยกดดันหลายอย่าง และอัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูงเป็นประเด็นที่สร้างความกังวล การขอสินเชื่อโครงการบ้านล้านหลัง (ราคาบ้านไม่เกิน 1 ล้านบาท) ถูกปฏิเสธสินเชื่อสูงถึง 80% เรคาดว่ารายได้จะเติบโต 5% สู่ 1.82 แสนลบ. แต่กำไรปกติจะอยู่ในระดับทรงตัว เนื่องจากเรคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลง 90bps สู่ 33.6% เพราะบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยจะลดราคาเพื่อระบายสินค้าคงคลัง โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 1Q62 ก่อนที่เกณฑ์ LTV ใหม่จะมีผลบังคับใช้ เรคาดว่า SPALI และ LPN จะรายงานกำไรปกติเติบโตดีที่สุดที่ 12% และ 19% ตามลำดับ ยอดขายรอรับรู้รายได้ 1.96 แสนลบ. (รวมสัดส่วนการถือหุ้นใน JV) รองรับการรับรู้รายได้ 41% ที่เรคาดการณ์ไว้ในปี 2562

Top picks: LH และ QH LH และ QH มีการกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจให้เขาที่สร้างรายได้ต่อเนื่อง และเน้นพัฒนาโครงการบ้านแนวราบระดับกลางถึงบนที่มีความต้องการซื้อจริง ซึ่งเราเชื่อว่าความเสี่ยงต่ำ และผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 6.7% และ 8.0% นอกจากนี้ LH ยังจะมีกำไรและโอกาสจ่ายเงินปันผลเพิ่มอีก 1.5 พันลบ. (17% ของประมาณการกำไรปกติปี 2562) จากการขาย Grande Centre Point สุขุมวิท 55 QH เป็นหุ้นที่ถูก โดยซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าเงินลงทุนอยู่ 35%

ยอดขายรอรับรู้รายได้ (รวมหุ้นใน JV) รองรับการรายได้ 41% ที่คาดการณ์ไว้ในปี 2562



Source: SCBS Investment Research



Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)	19F	20F	19F	20F
AP	Buy	6.7	8.0	24.8	6.5	6.3	0.8	0.7		
LH	Buy	10.6	13.0	29.4	14.1	13.3	2.6	2.5		
LPN	Neutral	6.7	6.8	12.1	6.1	5.6	0.7	0.7		
PSH	Neutral	17.8	19.5	18.5	6.3	6.2	0.9	0.8		
QH	Buy	2.9	3.8	38.1	7.5	6.9	1.1	1.0		
SIRI	Neutral	1.3	1.4	12.8	9.9	7.5	0.6	0.6		
SPALI	Buy	18.3	24.0	37.2	6.1	5.6	1.1	0.9		
Average					8.1	7.3	1.1	1.1		

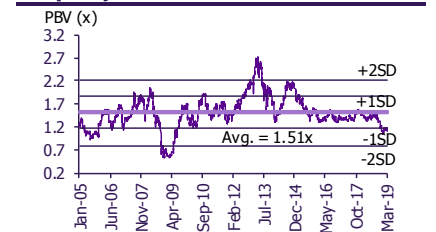
Source: SCBS Investment Research

Price performance

		Absolute			Relative to SET		
(%)		1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	(11.3)	9.8	(19.8)	(8.8)	7.5	(11.1)	
LH	(0.9)	7.6	0.0	1.9	5.3	10.8	
LPN	(11.8)	3.9	(34.3)	(9.4)	1.7	(27.2)	
PSH	(7.3)	(0.0)	(17.6)	(4.7)	(2.1)	(8.7)	
QH	(5.2)	10.6	(1.4)	(2.5)	8.3	9.3	
SIRI	(7.1)	2.4	(24.0)	(4.5)	0.2	(15.8)	
SPALI	(7.6)	(0.0)	(17.2)	(5.0)	(2.1)	(8.3)	

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกรณ กฤษณิพัทธ์

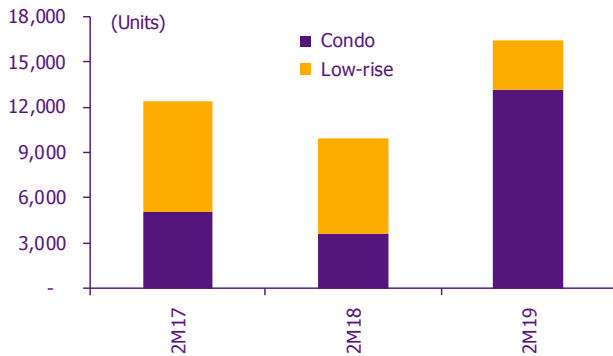
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

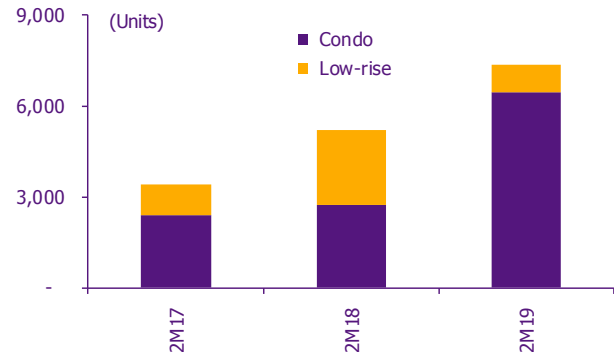
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Growing new launches in 2M19...



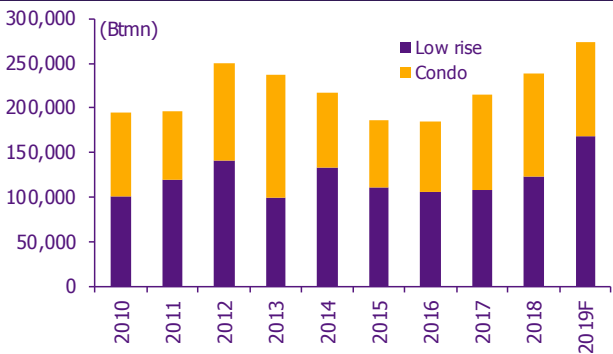
Source: AREA

Figure 2: ... and presales



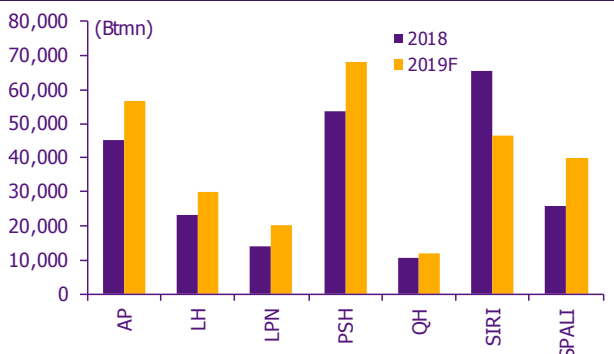
Source: AREA

Figure 3: New launches rose 11% in 2018 (low-rise +15% and condo +7%) and will rise 15% in 2019 (low-rise +36%, condo -8%)



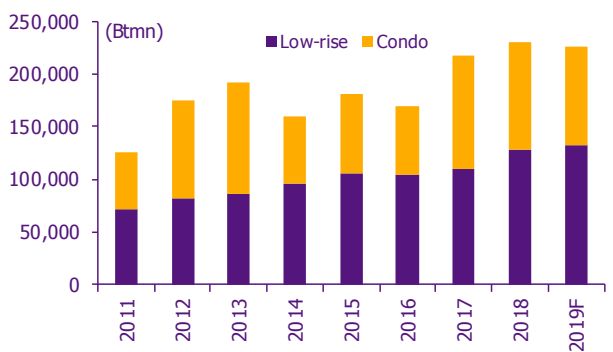
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: Total new launches by developer



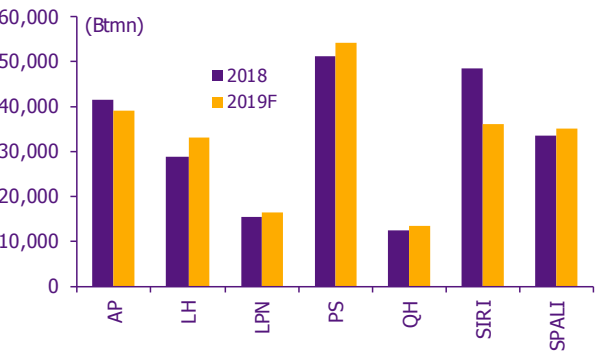
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: Presales grew only 6% in 2018 (low-rise +17%, condo -6%), but are expected to drop 2% in 2019 (low-rise +3%, condo -8%)



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

Figure 6: Total presales by developer



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

Figure 15: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AP	Buy	6.70	8.0	24.8	5.5	6.5	6.3	25	(15)	2	0.9	0.8	0.7	17	13	12	11.2	5.4	5.5	8.2	10.4	11.0
LH	Buy	10.60	13.0	29.4	13.5	14.1	13.3	5	(4)	6	2.6	2.6	2.5	19	18	19	7.1	6.7	7.1	12.7	14.5	13.9
LPN	Neutral	6.70	6.8	12.1	7.3	6.1	5.6	28	18	9	0.8	0.7	0.7	11	12	13	9.0	10.6	11.6	8.1	7.9	8.0
PSH	Neutral	17.80	19.5	18.5	6.5	6.3	6.2	10	2	2	1.0	0.9	0.8	15	14	14	8.7	8.9	9.1	7.8	7.8	7.7
QH	Buy	2.92	3.8	38.1	8.1	7.5	6.9	17	8	10	1.2	1.1	1.0	15	15	16	7.3	8.0	8.7	10.3	9.8	9.2
SIRI	Neutral	1.30	1.4	12.8	9.2	9.9	7.5	(29)	(7)	31	0.6	0.6	0.6	7	6	8	6.2	5.1	6.6	17.8	17.7	14.6
SPALI	Buy	18.30	24.0	37.2	6.8	6.1	5.6	(15)	11	10	1.2	1.1	0.9	19	18	18	5.5	6.1	6.7	6.9	6.1	5.5
Average					8.1	8.1	7.3	6	2	10	1.2	1.1	1.1	15	14	14	7.8	7.3	7.9	10.3	10.6	10.0

Source: SCBS Investment Research

ต่อสู่ดิ้นรนท่ามกลางมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลง

เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันของเราลดลงจาก 4.7 หมื่นลบ. สู่ 4.5 หมื่นลบ. เพื่อสะท้อนตัวเลข YTD เราคาดว่า ASP และ MBKET จะรายงานกำไร 1Q62 ลดลงมาก YoY เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง เราแนะนำ "Neutral" ทั้ง ASP และ MBKET เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลในระดับปานกลาง

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ลดลงสู่ 4.03 หมื่นลบ. ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 21 มี.ค.) ต่ำกว่า 5.06 หมื่นลบ. ในปี 2561 อยู่ 20% มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่ 4.03 หมื่นลบ. ใน 1Q62 ลดลง 35% YoY แต่ขยับขึ้น 1% QoQ เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 ลดลงจาก 4.7 หมื่นลบ. สู่ 4.5 หมื่นลบ. เพื่อสะท้อนการคาดการณ์ถึงสภาพคล่องที่ลดลง

ส่วนแบ่งการตลาดใน 1Q62 เพิ่มขึ้นสำหรับ MBKET แต่ลดลงสำหรับ ASP ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET อยู่ที่ 6.3% ใน 1Q62 (ณ วันที่ 21 มี.ค.) สูงกว่า 6.14% ในปี 2561 อยู่เล็กน้อย ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP อยู่ที่ 1.97% ใน 1Q62 ต่ำกว่า 2.29% ในปี 2561 อยู่เล็กน้อย เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET ไว้ที่ 6.1% และ ASP ไว้ที่ 2.1%

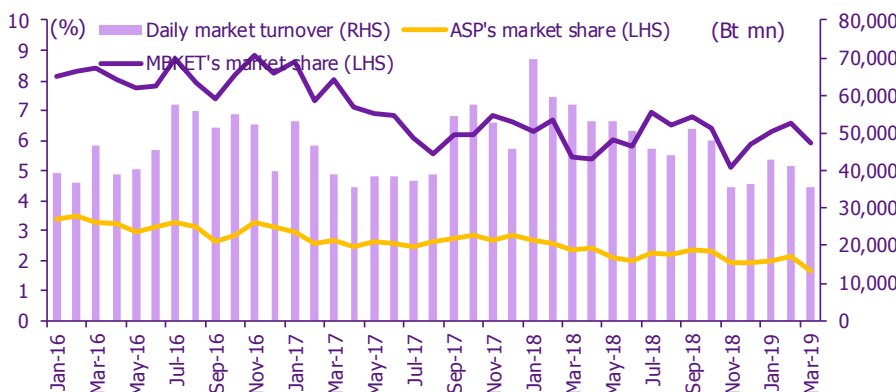
พริวิผลประกอบการ 1Q62 ของ MBKET: กำไรลดลง YoY ทรงตัว QoQ เราคาดการณ์กำไร 1Q62 ของ MBKET ในเบื้องต้นที่ 75 ลบ. เมื่อเทียบ YoY กำไร 1Q62 ของบริษัทจะลดลง 50% YoY หลักๆ เกิดจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง 35% YoY และกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ กำไร 1Q62 จะอยู่ในระดับทรงตัว เนื่องจากคาดว่ารายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น 8% (ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นจาก 5.85% ใน 4Q61 สู่ 6.31% ใน 1Q62) จะไปชดเชยกับค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้น

พริวิผลประกอบการ 1Q62 ของ ASP: กำไรลดลง YoY เพิ่มขึ้น QoQ เราคาดการณ์กำไร 1Q62 ของ ASP ในเบื้องต้นที่ 58 ลบ. เมื่อเทียบ YoY กำไร 1Q62 ของบริษัทจะลดลง 75% YoY โดยมีสาเหตุมาจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง 35% YoY ส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลงจาก 2.55% ใน 1Q61 สู่ 1.97% ใน 1Q62 ถึงปัจจุบัน รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลง และกำไรจากเงินลงทุนที่ลดลง ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ กำไร 1Q62 จะเพิ่มขึ้น 121% หลักๆ เกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายพนักงานที่ลดลง ซึ่งมากพอที่จะชดเชยผลกระทบจากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่คาดว่าจะลดลง 12% เพราะส่วนแบ่งการตลาดลดลงจาก 2.09% ใน 4Q61 สู่ 1.97% ใน 1Q62

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

คำแนะนำ "Neutral" เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP และ MBKET เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2562 ในระดับปานกลางที่ประมาณ 5.8% สำหรับ MBKET และ 5.9% สำหรับ ASP เราปรับราคาเป้าหมายลดลงเล็กน้อยจาก 3.2 บาท สู่ 3.0 บาท สำหรับ ASP และจาก 10 บาท สู่ 9.8 บาท สำหรับ MBKET เพื่อสะท้อนการปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงจาก 4.7 หมื่นลบ. สู่ 4.5 หมื่นลบ.

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง



Source: Banks and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					19F	20F
ASP	Neutral	3.1	3.0	5.0	12.2	12.2
MBKET	Neutral	10.1	9.8	3.3	16.0	20.3
Average					14.1	16.3

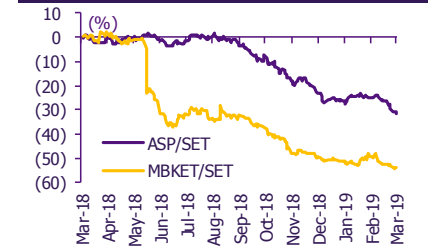
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	(8.9)	(4.4)	(20.3)	(6.4)	(6.4)	(11.7)
MBKET	(9.8)	(1.9)	(46.6)	(7.3)	(4.0)	(40.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

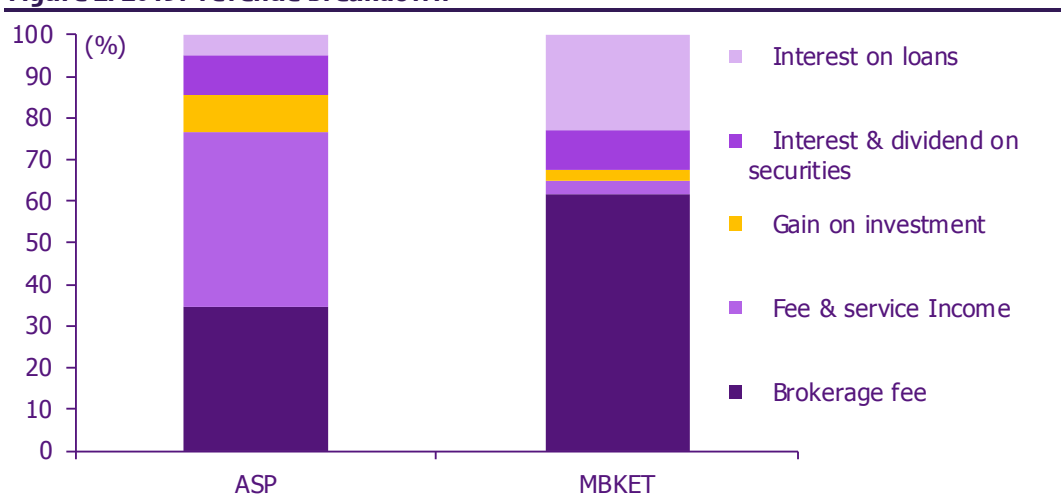
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2019F various daily mkt. turnover		
Bt42bn	2.8	7.6
Bt45bn — base case	3.0	9.8
Bt48bn	3.2	12.1
2019F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt42bn	0.19	0.45
Bt45bn — base case	0.20	0.59
Bt48bn	0.21	0.72
2019F DPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt42bn	0.17	0.45
Bt45bn — base case	0.18	0.59
Bt48bn	0.19	0.72
Dividend payout	90%	100%
Target PE (x)	15.0	16.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2019F 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 (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
ASP	Neutral	3.06	3.0	5.0	14.8	12.2	12.2	(41)	22	(0)	1.4	1.3	1.3	9	11	11	5.9	7.0	7.0
MBKET	Neutral	10.10	9.8	3.3	14.7	16.0	20.3	(39)	(8)	(21)	1.3	1.3	1.3	8	8	6	6.8	6.3	4.9
Average					14.8	14.1	16.3	(40)	7	(11)	1.3	1.3	1.3	9	10	9	6.4	6.6	5.9

Source: SCBS Investment Research

คาด 2Q62 คอนข้างเจียบหลังจากราคาหุ้นพุ่งขึ้นแรง

ราคาหุ้นโรงแรมที่พุ่งขึ้นแรงตั้งแต่ 1Q62 ชี้ให้เห็นว่าการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว เมื่อรวมกับการสิ้นสุดมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม VOA ในเดือนเม.ย. เราคาดว่า 2Q62 จะเป็นช่วงเวลาที่คอนข้างเจียบเหงาสำหรับการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นโรงแรม อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย และชอบ ERW กับ MINT เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

ราคาหุ้นที่พุ่งขึ้นแรงตั้งแต่ 1Q62 ชี้ให้เห็นว่าการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว ตั้งแต่ 1Q62 หุ้นโรงแรมปรับตัวขึ้นได้ดี: +13% สำหรับ MINT, +13% สำหรับ ERW และ +7% สำหรับ CENTEL ดีกว่า SET ที่ปรับขึ้น 4% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวจากจีน ซึ่งเป็นตลาดสำคัญของการท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 28% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2561 ทั้งนี้หลังจากรัฐบาลออกมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ตอนกลางเดือนพ.ย. 2561 จำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนก็กลับมามีอัตราการเติบโตเป็นบวกในเดือนธ.ค. 2561 และเติบโต 10% YoY ในเดือนม.ค. 2562 หลังจากปรับตัวลดลงตั้งแต่เกิดอุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือนก.ค. 2561 ข้อมูลล่าสุดในเดือนก.พ. แสดงให้เห็นว่านักท่องเที่ยวจากจีนลดลง 12% YoY อย่างไรก็ตาม การปรับตัวลดลงเป็นเพราะจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนทำสถิติสูงสุดที่ 1.2 ล้านคนในเดือนก.พ. 2561 เรามองว่าราคาหุ้นโรงแรมที่พุ่งขึ้นแรงสะท้อนการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยไปแล้ว ซึ่งหมายความว่าเม็ดเงินที่ราคาหุ้นจะอ่อนตัวลงใน 2Q62 เพราะขาดปัจจัยกระตุ้น เนื่องจากมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม VOA จะสิ้นสุดในวันที่ 30 เม.ย.

นักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% ในปี 2562 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนม.ค.-ก.พ. รวม 7.3 ล้านคน เพิ่มขึ้น 3% YoY เราคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 7% สู่ 40.8 ล้านคนในปี 2562 เรายังคงมองว่าจีนเป็นตลาดที่สำคัญสำหรับการท่องเที่ยวไทย โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวจากจีนเข้ามาจำนวน 11 ล้านคนในปี 2562 เพิ่มขึ้น 6% YoY และคิดเป็นสัดส่วน 27% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะกลับมาเติบโต YoY มากขึ้นใน 2Q62 หลังจากผ่านฐานสูงใน 1Q61 ซึ่งเป็นไปได้ตามสถิติอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยทำสถิติสูงสุด เนื่องจากมีนักท่องเที่ยวจากจีน รัสเซีย และอินเดีย เข้ามาจำนวนมา

คาดการณ์ 1Q62 ชะลอตัว; กำไรปี 2562 ยังคงมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังจากพูดคุยกับผู้ประกอบการโรงแรม เราพบว่าตั้งแต่ 1Q62 ผลการดำเนินงานชะลอตัว เพราะรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโตต่ำกว่าฐานสูงใน 1Q61 และมีการเลื่อนอีเวนต์ในช่วงที่มีการเลือกตั้งในประเทศไทย ด้วยเหตุนี้ กำไร 1Q62 ของผู้ประกอบการโรงแรมจึงมีแนวโน้มที่จะอ่อนตัว YoY (แต่เติบโต QoQ) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเร่งตัวขึ้นใน 2Q62-4Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น

ชอบ ERW และ MINT ERW เป็น top pick อันดับหนึ่งของเรา เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ดังนั้นบริษัทจึงน่าจะได้รับประโยชน์โดยตรงจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น ทั้งนี้แม้กำไร 1Q62 มีแนวโน้มอ่อนตัว แต่กำไรของ ERW จะเติบโตเร่งตัวขึ้นในช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรเติบโต 16% YoY ในปี 2562 การปรับปรุงห้องพักที่ JW Marriott ซึ่งเป็นโรงแรมหลักของบริษัท จะแล้วเสร็จในปีนี้ และห้องพักที่ปรับปรุงใหม่จะมีอัตราค่าห้องพักที่สูงขึ้นซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต สำหรับ MINT เราคาดว่ากำไรปีนี้จะเติบโต 20% ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานตลอดทั้งปีของ NH Hotel Group และเราคาดการณ์ถึงแนวโน้มเติบโตในระยะยาวผ่านการผนึกพลังร่วมระหว่างพอร์ตโรงแรมขนาดใหญ่ของ NH Hotel Group กับโรงแรมของ MINT

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CENTEL	Neutral	42.8	46.0	9.2	25.8	22.5	3.9	3.5
ERW	Buy	7.1	9.0	28.0	27.2	24.5	2.9	2.7
MINT	Buy	38.5	47.0	23.5	24.6	21.2	2.0	1.9
Average					25.9	22.7	2.9	2.7

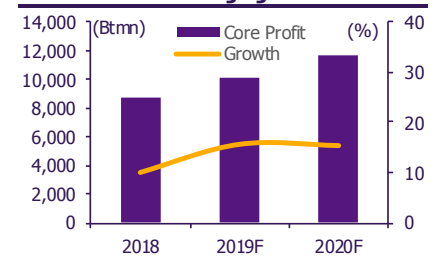
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	(4.5)	2.4	(10.0)	(1.8)	0.2	(0.3)
ERW	(5.3)	10.1	(5.3)	(2.7)	7.7	4.9
MINT	2.7	10.8	3.4	5.6	8.4	14.5

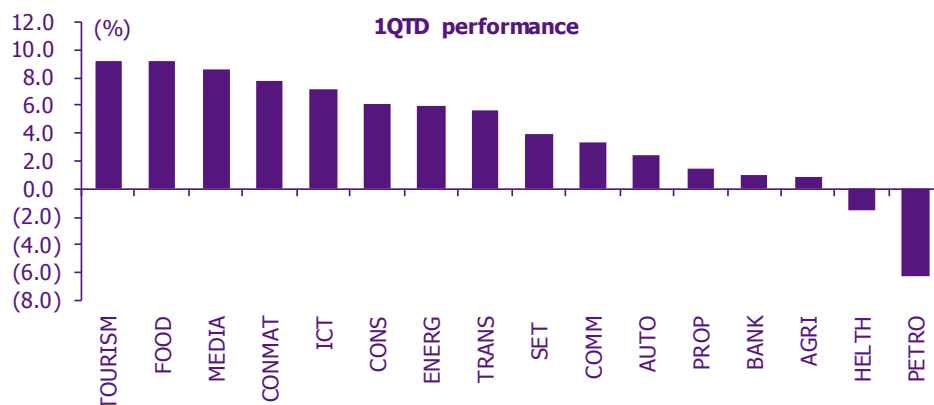
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

กลุ่มท่องเที่ยวปรับตัวขึ้นได้ดีกว่ากลุ่มอุตสาหกรรมอื่นๆ ตั้งแต่ 1Q62



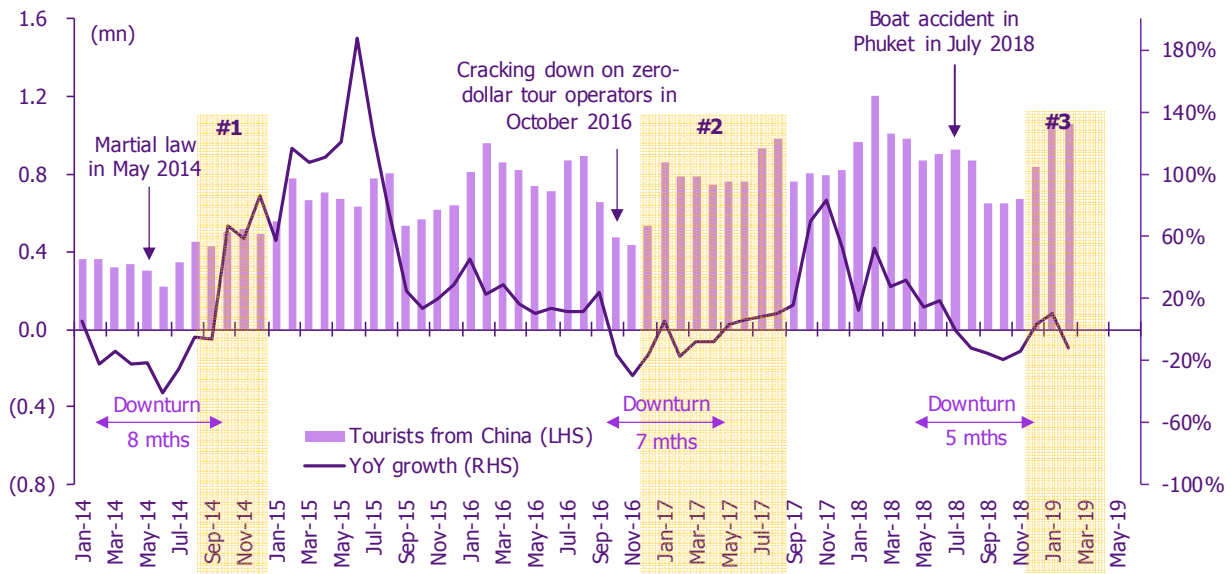
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

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

Figure 1: Government measures are effective to boost up China market



	ปี	เหตุการณ์	มาตรการ	ระยะเวลา
#1	2557	สถานการณ์ตึงเครียดทางการเมือง: ประกาศกฎอัยการศึกในเดือนพ.ค.	ยกเว้นค่าธรรมเนียมวีซ่าให้กับนักท่องเที่ยวจีนและไต้หวันเป็นเวลา 3 เดือน ตั้งแต่วันที่ 8 ส.ค.-8 พ.ย. 2557	3 เดือน
#2	2559	รัฐบาลออกมาตรการปราบปรามผู้ประกอบการทัวร์ศูนย์เหรียญในเดือนค.ค.	รัฐบาลยกเลิกค่าธรรมเนียมวีซ่าที่สถานทูตหรือสถานกงสุลไทย (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 ส.ค. 2559 ถึง 31 ส.ค. 2560 (ขยายระยะเวลาจากเดิมที่สิ้นสุดวันที่ 28 ก.พ. 2560)	9 เดือน
#3	2561	อุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ตในเดือนก.ค. 2561	ยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (2,000 บาท) สำหรับนักท่องเที่ยวจาก 21 ประเทศ รวมถึงจีน ตั้งแต่มิถุนายนพ.ย. 2561 ถึงวันที่ 30 เม.ย. 2562 (เดิมสิ้นสุดวันที่ 13 ม.ค. 2561)	5.5 เดือน

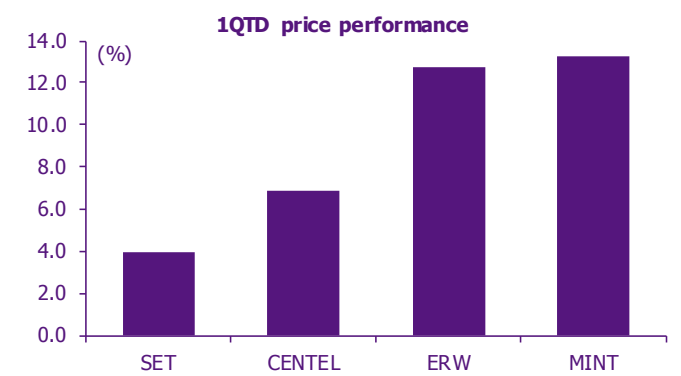
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: High base for Thai tourism in 1Q18



Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
CENTEL	Neutral	42.75	46.0	9.2	26.5	25.8	22.5	8.0	2.7	14.4	4.3	3.9	3.5	17.1	15.9	16.5	1.5	1.6	1.8	12.7	13.0	12.1
ERW	Buy	7.10	9.0	28.0	31.7	27.2	24.5	9.8	16.4	11.2	3.1	2.9	2.7	10.0	10.9	11.3	1.3	1.3	1.4	13.6	13.0	11.7
MINT	Buy	38.50	47.0	23.5	29.6	24.6	21.2	6.6	20.3	15.9	2.1	2.0	1.9	9.0	8.5	9.3	1.0	1.4	1.6	18.5	12.1	11.1
Average					29.2	25.9	22.7	8.1	13.1	13.9	3.2	2.9	2.7	12.0	11.8	12.4	1.3	1.4	1.6	15.0	12.7	11.6

Source: SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
Agribusiness						1,144	1,426	1,640							14.8	11.9	10.3	18A	19F	20F	1.33	1.22	1.12	9	11	11
GFPT	Buy	13.50	19.00	40.7	16.4	1,144	1,426	1,640	0.91	1.14	1.31	(35)	25	15	14.8	11.9	10.3	10.1	11.0	12.1	1.33	1.22	1.12	9	11	11
Automotive						4,452	5,065	5,784							10.1	8.9	7.6				1.26	1.15	1.07	13	13	14
AH	Buy	18.90	38.00	101.1	28.7	931	1,161	1,411	2.89	3.60	4.37	3	25	21	6.5	5.3	4.3	23.8	30.5	35.2	0.79	0.62	0.54	12	13	13
PCSGH	Neutral	6.75	7.20	6.7	7.1	629	705	885	0.41	0.46	0.57	(2)	12	26	16.6	14.8	11.8	3.3	3.4	3.6	2.04	1.96	1.87	12	14	16
SAT	Buy	17.90	28.00	56.4	25.4	912	964	1,053	2.15	2.27	2.48	27	6	9	8.3	7.9	7.2	16.2	17.4	18.8	1.11	1.03	0.95	14	13	14
STANLY	Buy	226.00	320.00	41.6	297.3	1,980	2,235	2,436	25.84	29.17	31.79	20	13	9	8.7	7.7	7.1	205.5	225.9	248.2	1.10	1.00	0.91	13	14	13
Banking						20.7									10.1	9.8	9.1				1.13	1.06	0.99	11	10	10
Large Banks																										
BBL	Buy	207.00	250.00	20.8	229.8	35,330	39,445	43,734	18.51	20.66	22.91	7	12	11	11.2	10.0	9.0	216.3	230.5	246.1	0.96	0.90	0.84	9	9	10
KBANK	Neutral	190.50	196.00	2.9	221.2	38,459	41,593	46,481	16.07	17.38	19.42	12	8	12	11.9	11.0	9.8	157.2	170.1	184.5	1.21	1.12	1.03	11	11	11
KTB	Buy	18.90	23.00	21.7	20.8	28,491	29,512	30,202	2.04	2.11	2.16	27	4	2	9.3	9.0	8.7	21.9	23.3	24.6	0.86	0.81	0.77	10	9	9
Mid/small banks																										
BAY	Buy	37.00	43.00	16.2	41.0	24,813	26,897	29,885	3.37	3.66	4.06	7	8	11	11.0	10.1	9.1	33.0	35.6	38.6	1.12	1.04	0.96	11	11	11
KKP	Neutral	69.25	70.00	1.1	75.8	6,042	5,963	6,002	7.14	7.04	7.09	5	(1)	1	9.7	9.8	9.8	49.8	51.9	54.4	1.39	1.34	1.27	14	14	13
LHFG	Neutral	1.47	1.50	2.0	1.6	3,108	3,159	3,336	0.15	0.15	0.16	19	2	6	10.0	9.9	9.3	1.9	2.0	2.1	0.78	0.74	0.70	8	8	8
TCAP	Buy	54.75	64.00	16.9	58.0	7,839	7,905	8,209	6.73	6.78	7.05	16	1	4	8.1	8.1	7.8	56.4	60.9	65.5	0.97	0.90	0.84	12	12	11
TISCO	Buy	89.00	97.00	9.0	91.8	7,016	7,319	7,435	8.76	9.14	9.29	15	4	2	10.2	9.7	9.6	47.1	50.6	53.8	1.89	1.76	1.66	19	19	18
TMB	Buy	2.10	2.50	19.0	2.4	11,601	9,706	11,440	0.26	0.22	0.26	34	(16)	18	7.9	9.5	8.1	2.3	2.4	2.6	0.93	0.88	0.81	12	10	10
Commerce						21.9									30.8	27.3	24.2				5.89	5.40	4.90	20	20	21
BJC	Buy	49.75	65.00	30.7	59.7	6,444	7,373	8,300	1.61	1.84	2.08	26	14	13	30.9	27.0	24.0	28.8	29.2	29.5	1.73	1.71	1.68	6	6	7
CPALL	Buy	74.00	90.00	21.6	84.7	21,203	24,301	27,635	2.25	2.59	2.96	5	15	14	32.9	28.5	25.0	11.1	12.5	14.3	6.66	5.91	5.19	24	23	23
GLOBAL	Buy	17.20	21.90	27.3	20.4	2,003	2,346	2,749	0.48	0.56	0.65	25	17	17	36.1	30.8	26.3	3.5	3.9	4.4	4.85	4.40	3.92	14	15	16
HMPRO	Buy	15.00	17.50	16.7	16.6	5,663	6,442	7,292	0.43	0.49	0.55	16	14	13	34.8	30.6	27.1	1.5	1.7	1.8	9.91	9.07	8.26	29	31	32
MAKRO	Neutral	35.50	40.00	12.7	36.7	5,942	6,142	6,474	1.24	1.28	1.35	(4)	3	5	28.7	27.7	26.3	4.0	4.3	4.7	8.85	8.24	7.55	32	31	30
ROBINS	Buy	57.00	75.00	31.6	72.6	2,989	3,356	3,821	2.69	3.02	3.44	11	12	14	21.2	18.9	16.6	16.9	18.6	20.5	3.36	3.07	2.78	16	17	18
Construction Materials						16.0									16.5	14.5	13.2				2.18	2.05	1.91	14	15	15
Cement																										
SCC	Buy	482.00	550.00	14.1	501.5	44,858	47,310	51,218	37.38	39.42	42.65	(14)	5	8	12.9	12.2	11.3	264.9	284.6	309.1	1.82	1.69	1.56	14	14	14
SCCC	Buy	222.00	270.00	21.6	263.5	3,083	3,648	3,916	10.35	12.24	13.14	9	18	7	21.5	18.1	16.9	115.9	119.3	124.5	1.92	1.86	1.78	9	10	11
Others																										
DCC	Neutral	2.16	2.60	20.4	2.7	979	1,062	1,153	0.15	0.16	0.18	(12)	9	9	14.4	13.3	12.2	0.7	0.7	0.8	3.26	3.01	2.76	24	24	24
EPG	Buy	6.50	10.00	53.8	9.1	1,050	1,284	1,459	0.38	0.46	0.52	(2)	22	14	17.3	14.2	12.5	3.7	3.9	4.2	1.74	1.65	1.53	10	12	13
Electronic Components						32.1									14.0	10.9	9.8				1.81	1.63	1.47	14	16	16
DELTA	Neutral	70.50	73.00	3.5	68.7	5,322	6,178	6,781	4.27	4.95	5.44	(8)	16	10	16.5	14.2	13.0	28.1	30.4	32.8	2.51	2.32	2.15	16	17	17
HANA	Buy	31.00	45.00	45.2	34.1	2,164	2,511	2,724	2.69	3.12	3.38	(8)	16	8	11.5	9.9	9.2	26.4	27.5	28.9	1.17	1.13	1.07	10	12	12
KCE	Buy	24.20	50.00	106.6	30.9	2,320	3,372	3,840	1.98	2.88	3.27	(1)	45	14	12.2	8.4	7.4	11.1	13.4	16.0	2.18	1.80	1.51	19	23	22
SVI	Buy	4.78	6.60	38.1	6.3	696	977	1,103	0.31	0.43	0.49	55	40	13	15.6	11.1	9.8	3.4	3.8	4.2	1.40	1.27	1.15	9	12	12
Energy & Utilities						23.9									20.0	14.5	11.5				1.73	1.62	1.51	11	13	14
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	47.75	61.00	27.7	54.9	113,330	142,484	152,402	3.97	4.99	5.34	(23)	26	7	12.0	9.6	8.9	30.6	33.5	36.5	1.56	1.43	1.31	9	10	10
PTTEP	Buy	124.00	150.00	21.0	144.7	36,291	40,891	41,507	9.14	10.30	10.46	(5)	13	2	13.6	12.0	11.9	98.3	103.6	109.0	1.26	1.20	1.14	9	10	10
Refineries																										
BCP	Buy	32.50	47.00	44.6	36.6	2,769	6,069	5,616	2.01	4.41	4.08	(55)	119	(7)	16.2	7.4	8.0	31.0	33.9	35.9	1.05	0.96	0.90	6	14	12
ESSO	Neutral	11.00	12.40	12.7	13.5	2,225	5,336	6,199	0.64	1.54	1.79	(69)	140	16	17.1	7.1	6.1	7.5	8.8	9.8	1.47	1.25	1.12	8	19	19
IRPC	Buy	5.70	8.60	50.9	6.7	6,940	14,481	16,022	0.34	0.71	0.78	(36)	109	11	16.8	8.0	7.3	4.3	4.7	5.1	1.33	1.21	1.11	8	16	16
SPRC	Buy	10.90	13.00	19.3	11.6	1,470	2,894	6,211	0.34	0.67	1.43	(80)	97	115	32.2	16.3	7.6	8.9	9.0	9.9	1.23	1.21	1.10	4	7	15
TOP	Buy	70.50	97.00	37.6	82.3	10,343	16,970	20,987	5.07	8.32	10.29	(53)	64	24	13.9	8.5	6.9	62.0	68.4	75.2	1.14	1.03	0.94	8	13	14
Utilities																										
BCPG	Neutral	16.30																								

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)			
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	
Finance & Securities						9,598	10,946	12,142							14.8	13.5	13.9				2.63	2.28	2.02	19	18	17	
Credit card																											
AEONTS	Buy	180.00	220.00	22.2	219.1	3,633	4,185	4,820	14.53	16.74	19.28	22	15	15	12.4	10.8	9.3	72.9	84.5	98.0	2.47	2.13	1.84	21	21	21	
KTC	Neutral	34.25	30.00	(12.4)	36.8	5,140	5,871	6,509	1.99	2.28	2.52	56	14	11	17.2	15.0	13.6	6.3	7.8	9.4	5.40	4.38	3.63	36	32	29	
Securities																											
ASP	Neutral	3.06	3.00	(2.0)	3.7	434	530	529	0.21	0.25	0.25	(41)	22	(0)	14.8	12.2	12.2	2.2	2.3	2.3	1.39	1.35	1.33	9	11	11	
MBKET	Neutral	10.10	9.80	(3.0)	10.2	391	361	284	0.69	0.63	0.50	(39)	(8)	(21)	14.7	16.0	20.3	8.0	7.9	7.8	1.26	1.27	1.29	8	8	6	
Food & Beverage						23.1	21,404	25,312							27.7	22.5	19.0				1.68	1.60	1.51	7	8	9	
CPF	Buy	25.75	32.00	24.3	30.9	7,321	9,166	11,078	0.82	1.04	1.27	4	26	22	31.4	24.9	20.3	26.7	26.9	27.6	0.96	0.96	0.93	3	4	5	
MINT	Buy	38.50	47.00	22.1	45.0	6,005	7,224	8,376	1.30	1.56	1.81	7	20	16	29.6	24.6	21.2	18.0	19.0	20.2	2.14	2.03	1.91	9	8	9	
TU	Buy	18.80	23.00	22.3	20.3	4,051	5,014	5,858	0.85	1.05	1.23	(15)	24	17	22.1	17.9	15.3	9.7	10.4	11.1	1.93	1.81	1.69	9	10	11	
Health Care Services						21.4	15,804	17,346	19,778							35.0	31.9	28.0				6.38	5.86	5.33	18	18	19
BDMS	Buy	24.20	30.00	24.0	28.6	9,918	10,980	12,829	0.64	0.70	0.82	23	11	17	38.1	34.4	29.4	4.5	5.0	5.4	5.37	4.84	4.51	14	14	15	
BH	Neutral	175.50	185.00	5.4	197.6	4,152	4,420	4,715	5.70	6.07	6.47	5	6	7	30.8	28.9	27.1	25.3	28.0	31.3	6.93	6.28	5.62	23	22	22	
BCH	Buy	16.70	23.00	37.7	21.3	1,089	1,288	1,444	0.44	0.52	0.58	19	18	12	38.2	32.3	28.8	2.3	2.5	2.8	7.30	6.56	5.89	18	19	19	
CHG	Buy	1.92	2.70	40.6	2.4	645	658	790	0.06	0.06	0.07	9	2	20	32.8	32.1	26.7	0.3	0.3	0.4	5.93	5.77	5.29	18	17	20	
Information & Communication Technology						10.7	38,594	52,933	55,745							26.8	22.2	22.7				4.12	4.12	3.91	18	22	22
Mobile																											
ADVANC	Buy	181.50	200.00	10.2	208.1	29,697	31,174	32,640	9.99	10.49	10.98	(1)	5	5	18.2	17.3	16.5	19.3	20.2	22.8	9.38	9.00	7.95	55	53	51	
DTAC	Sell	50.50	37.00	(26.7)	49.7	2,191	4,395	4,734	0.93	1.86	2.00	10	101	8	54.6	27.2	25.3	9.3	8.8	8.4	5.45	5.71	6.01	9	21	23	
TRUE	Buy	4.78	6.00	25.5	5.8	-5,205	3,846	4,550	-0.21	0.16	0.19	(49)	n.m.	18	n.m.	30.5	25.8	5.4	4.5	4.7	0.88	1.06	1.02	(4)	3	4	
Internet																											
THCOM	Neutral	7.15	9.50	32.9	8.2	420	353	241	0.38	0.32	0.22	144	(16)	(32)	18.7	22.2	32.5	14.3	13.1	13.1	0.50	0.55	0.54	3	2	2	
Other																											
INTUCH	Buy	57.00	70.00	22.8	62.6	11,491	13,166	13,580	3.58	4.11	4.24	(7)	15	3	15.9	13.9	13.5	12.9	13.3	14.1	4.41	4.30	4.03	29	31	31	
Insurance						46.9	4,212	5,658	5,898							11.4	13.1	8.8				1.48	1.35	1.23	2	13	15
BLA	Buy	27.00	41.00	51.9	35.1	4,970	5,163	5,141	2.91	3.02	3.01	37	4	(0)	9.3	8.9	9.0	22.5	24.9	27.1	1.20	1.09	1.00	13	13	12	
THRE	Sell	0.75	0.80	6.7	0.8	-1,011	156	343	-0.24	0.04	0.08	(810)	n.m.	120	n.m.	20.3	9.2	0.9	0.9	1.0	0.87	0.84	0.78	(24)	4	9	
THREL	Neutral	5.70	6.70	17.5	6.7	253	338	415	0.42	0.56	0.69	(42)	33	23	13.5	10.1	8.2	2.4	2.7	3.0	2.38	2.14	1.92	17	22	25	
Media & Publishing						16.4	3,355	1,686	2,772							102.2	82.5	54.1				4.63	4.26	3.77	8	1	5
TV broadcasting																											
BEC	Neutral	6.50	7.70	18.5	6.2	-13	37	63	-0.01	0.02	0.03	n.m.	n.m.	1	n.m.	350.5	206.5	2.9	2.9	2.9	2.25	2.24	2.23	(0)	1	1	
GRAMMY	Sell	8.05	6.50	(19.3)	7.1	15	-295	-23	0.02	-0.36	-0.03	n.m.	n.m.	92	427.6	n.m.	n.m.	1.0	1.2	1.8	7.67	6.61	4.37	2	(32)	(2)	
MCOT	Sell	10.00	6.00	(40.0)	8.5	-376	-2,831	-3,164	-0.55	-4.12	-4.60	85	(653)	(12)	n.m.	n.m.	n.m.	8.9	8.5	8.1	1.12	1.17	1.24	(6)	(47)	(56)	
RS	Neutral	17.80	16.50	(7.3)	21.7	401	506	606	0.40	0.50	0.60	40	26	20	44.8	35.5	29.6	2.0	2.2	2.4	9.12	8.26	7.43	21	24	26	
WORK	Buy	23.10	27.00	16.9	24.6	345	407	482	0.78	0.93	1.09	(62)	18	18	29.5	25.0	21.1	11.2	12.4	13.7	2.07	1.87	1.68	7	8	8	
Cinema																											
MAJOR	Buy	28.00	30.00	7.1	29.0	1,032	1,186	1,283	1.15	1.33	1.44	30	15	8	24.3	21.1	19.5	7.4	7.7	7.9	3.77	3.66	3.56	16	18	18	
Other																											
PLANB	Buy	6.50	9.00	38.5	7.7	643	911	1,192	0.18	0.26	0.34	40	42	31	35.7	25.2	19.2	1.1	1.2	1.4	6.04	5.39	4.73	17	23	26	
VGI	Buy	7.85	10.00	27.4	8.6	1,307	1,764	2,333	0.15	0.21	0.27	29	35	32	51.4	38.1	28.8	1.6	1.6	1.6	4.98	4.88	4.88	10	13	17	
Petrochemicals & Chemicals						65.2	65,201	74,823	78,593							12.5	8.3	7.8				1.33	1.18	1.07	0	0	0
GGC	Neutral	10.30	11.00	6.8	12.8	565	1,184	1,262	0.55	1.16	1.23	(6)	110	7	18.7	8.9	8.4	9.5	10.6	11.5	1.09	0.97	0.90	5%	11%	11%	
IVL	Buy	48.25	82.00	69.9	67.9	24,053	30,801	32,434	4.28	5.49	5.78	12	28	5	11.3	8.8	8.4	25.8	29.7	33.8	1.87	1.62	1.43	18%	20%	18%	
PTTGC	Buy	67.50	110.00	63.0	83.9	40,583	42,837	44,897	9.00	9.50	9.96	(0)	6	5	7.5	7.1	6.8	65.7	70.7	75.8	1.03	0.95	0.89	14%	14%	13%	
Property Development						27.4	37,010	39,255	42,968							12.7	10.4	9.1				1.33	1.25	1.17	12	12	13
Industrial Estate																											
AMATA	Buy	21.10	32.00	51.7	26.5	1,250	1,808	2,223	1.17	1.69	2.08	(19)	45	23	18.0	12.4	10.1	12.2	13.5	14.9	1.74	1.57	1.42	8	11	13	
AMATAV	Neutral	5.25	5.80	10.5	7.2	176	338	392	0.42	0.36	0.42	(21)	(15)	16	12.4	14.5	12.5	3.0	3.3	3.7	1.77	1.59	1.43	13	11	11	
ROJNA	Buy	5.00	8.50	70.0	7.7	315	691	963	0.16	0.34	0.48	14	119	39	32.0	14.6	10.5	6.2	5.9	6.1	0.81	0.84	0.82	2	4	5	
WHA	Buy	4.18	6.00	43.5	4.8	2,907	3,844	4,301	0.20	0.25	0.28	5	22	12	20.6	16.8	15.0	1.9	2.2	2.3	2.20	1.94	1.80	10	11	11	
Residential																											
AP	Buy	6.70	8.00	19.4	8.4	3,860	3,264	3,344	1.23	1.04	1.06	25	(15)	2	5.5	6.5	6.3	7.8	8.3	9.0	0.86	0.81	0.75	17	13	12	
LH	Buy	10.60	13.00	22.6	12.0	9,389	8,980	9,499	0.79	0.75	0.79	5	(4)	6	13.5	14.1	13.3	4.1	4.1	4.2	2.57	2.57	2.52	19	18	19	
LPN	Neutral	6.70	6.80	1.5	8.0	1,358	1,609	1,756	0.92	1.09	1.19	28	18	9	7.3	6.1	5.6	8.7	9.2	9.7	0.77						

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
Tourism & Leisure																										
CENTEL	Neutral	42.75	46.00	7.6	46.8	2,182	2,241	2,564	1.62	1.66	1.90	8	3	14	26.5	25.8	22.5	9.9	10.9	12.1	4.30	3.91	3.54	17	16	17
ERW	Buy	7.10	9.00	26.8	8.6	555	646	719	0.22	0.26	0.29	10	16	11	31.7	27.2	24.5	2.3	2.5	2.7	3.08	2.88	2.67	10	11	11
Transportation & Logistics																										
Aviation																										
AAV	Buy	4.04	5.80	43.6	4.9	-68	968	1,205	-0.01	0.20	0.25	n.m.	n.m.	24	n.m.	20.2	16.3	4.2	4.3	4.4	0.96	0.94	0.91	(0)	5	6
AOT	Neutral	67.75	70.00	3.3	72.1	25,036	28,540	29,404	1.75	2.00	2.06	15	14	3	38.7	33.9	32.9	10.1	11.0	12.0	6.71	6.17	5.62	18	19	18
THAI	Sell	12.30	14.00	13.8	13.4	-9,077	648	3,162	-4.16	0.30	1.45	n.m.	n.m.	388	n.m.	41.5	8.5	9.4	14.8	16.2	1.31	0.83	0.76	(35)	2	9
Mass Transit																										
BEM	Neutral	10.20	11.00	7.8	11.3	5,317	4,774	5,894	0.35	0.31	0.39	70	(10)	23	29.3	32.7	26.5	2.1	2.3	2.5	4.76	4.46	4.16	17	14	16
BTS	Buy	10.90	11.00	0.9	11.4	2,606	3,763	4,547	0.22	0.32	0.38	46	44	21	49.5	34.3	28.4	3.7	3.8	4.0	2.95	2.84	2.75	6	8	10
SCBS Coverage																										
		1625.91		21.3		747,268	877,378	958,133	94.51	110.97	121.18	(5)	17	9	17.2	14.7	13.4				1.71	1.60	1.48	11	12	12

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 25 มี.ค. 62



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
				40.7		18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F			
Agribusiness					40.7				1.82	2.19	2.19	7.10	6.46	5.95	-10	5	4	2,200	1,267	493		16,927	0.10
GFPT	Buy	13.50	19.00	40.7	16.4	0.25	0.30	0.30	1.82	2.19	2.19	7.10	6.46	5.95	-10	5	4	2,200	1,267	493	1,254	16,927	0.10
Automotive					44.4				5.47	5.63	6.09	5.87	4.88	4.01	14	2	6	-2,117	-8,027	-12,544		41,319	0.25
AH	Buy	18.90	38.00	101.1	28.7	1.30	1.56	1.51	6.88	8.24	7.99	7.31	6.12	5.24	35	-2	-2	5,884	3,787	2,193	323	6,097	0.04
PCSGH	Neutral	6.75	7.20	6.7	7.1	0.27	0.32	0.40	4.00	4.73	5.94	8.63	7.87	6.41	3	6	17	(498)	(808)	(1,284)	1,525	10,294	0.06
SAT	Buy	17.90	28.00	56.4	25.4	1.35	1.02	1.11	7.54	5.70	6.23	4.04	2.63	2.12	4	-5	1	(1,053)	(3,563)	(4,304)	425	7,611	0.05
STANLY	Buy	226.00	320.00	41.6	297.3	7.80	8.70	9.50	3.45	3.85	4.20	3.49	2.91	2.26	12	9	6	(6,450)	(7,442)	(9,149)	77	17,317	0.10
Banking					20.7				4.05	4.10	4.35											2,155,874	12.97
Large Banks																							
BBL	Buy	207.00	250.00	20.8	229.8	6.48	7.23	8.02	3.13	3.49	3.87							-	-	-	1,909	395,130	2.38
KBANK	Neutral	190.50	196.00	2.9	221.2	4.50	5.00	6.00	2.36	2.62	3.15							-	-	-	2,393	455,916	2.74
KTB	Buy	18.90	23.00	21.7	20.8	0.72	0.78	0.80	3.80	4.13	4.23							-	-	-	13,976	264,148	1.59
Mid/small banks																							
BAY	Buy	37.00	43.00	16.2	41.0	1.01	1.10	1.22	2.74	2.96	3.29							-	-	-	7,356	272,163	1.64
KKP	Neutral	69.25	70.00	1.1	75.8	5.00	4.58	4.25	7.22	6.61	6.14							-	-	-	847	58,638	0.35
LHFG	Neutral	1.47	1.50	2.0	1.6	0.04	0.04	0.05	2.99	3.04	3.21										21,184	31,140	0.19
TCAP	Buy	54.75	64.00	16.9	58.0	2.30	2.40	2.68	4.20	4.38	4.89							-	-	-	1,165	63,790	0.38
TISCO	Buy	89.00	97.00	9.0	91.8	5.96	6.12	6.13	6.69	6.88	6.89							-	-	-	801	71,257	0.43
TMB	Buy	2.10	2.50	19.0	2.4	0.08	0.07	0.08	3.78	3.16	3.73							-	-	-	43,852	92,089	0.55
Commerce					21.9				1.96	2.04	2.26	17.95	16.41	14.92	8	8	9	301,514	281,361	258,252		1,363,698	8.21
BJC	Buy	49.75	65.00	30.7	59.7	0.73	0.74	0.83	1.47	1.48	1.67	16.84	15.53	14.51	5	8	6	155,208	152,669	149,973	4,003	199,147	1.20
CPALL	Buy	74.00	90.00	21.6	84.7	1.20	1.35	1.54	1.62	1.83	2.08	18.24	16.30	14.74	5	10	8	118,667	103,491	86,917	8,983	664,749	4.00
GLOBAL	Buy	17.20	21.90	27.3	20.4	0.21	0.17	0.20	1.20	0.97	1.14	23.94	21.00	18.35	21	13	13	11,761	11,131	9,920	4,001	68,825	0.41
HMPRO	Buy	15.00	17.50	16.7	16.6	0.35	0.39	0.44	2.33	2.61	2.96	19.96	18.08	16.41	10	10	9	11,020	9,723	7,694	13,151	197,268	1.19
MAKRO	Neutral	35.50	40.00	12.7	36.7	0.96	0.96	0.96	2.70	2.70	2.70	17.03	16.59	15.80	0	3	5	6,081	6,053	6,543	4,800	170,400	1.03
ROBINS	Buy	57.00	75.00	31.6	72.6	1.37	1.51	1.72	2.41	2.65	3.02	11.70	10.95	9.72	5	6	11	-1,223	-1,704	-2,795	1,111	63,308	0.38
Construction Materials					16.0				4.14	4.13	4.37	10.21	9.38	8.60	3	8	7	185,724	187,663	185,664		676,856	4.07
Cement																							
SCC	Buy	482.00	550.00	14.1	501.5	18.00	18.00	18.00	3.73	3.73	3.73	9.70	8.86	8.39	-9	10	6	154,615	158,391	159,129	1,200	578,400	3.48
SCCC	Buy	222.00	270.00	21.6	263.5	8.00	8.00	8.00	3.60	3.60	3.60	11.32	10.44	9.95	4	7	3	28,277	27,075	25,351	298	66,156	0.40
Others																							
DCC	Neutral	2.16	2.60	20.4	2.7	0.12	0.12	0.13	5.37	5.65	6.13	8.62	8.02	7.37	7	8	8	2,280	2,301	2,230	6,528	14,100	0.08
EPG	Buy	6.50	10.00	53.8	9.1	0.25	0.23	0.26	3.85	3.53	4.01	11.21	10.21	8.70	9	6	11	552	-103	-1,047	2,800	18,200	0.11
Electronic Components					32.1				4.14	4.35	4.56	7.48	5.97	5.09	10	23	12	-31,632	-33,389	-39,806		152,104	0.92
DELTA	Neutral	70.50	73.00	3.5	68.7	2.30	3.00	3.00	3.26	4.26	4.26	10.06	8.74	7.49	-5	15	10	-20,166	-19,883	-23,864	1,247	87,940	0.53
HANA	Buy	31.00	45.00	45.2	34.1	2.00	2.00	2.00	6.45	6.45	6.45	4.15	3.87	3.04	-3	13	7	-10,605	-9,878	-12,226	805	24,951	0.15
KCE	Buy	24.20	50.00	106.6	30.9	1.10	1.20	1.40	4.55	4.96	5.79	8.76	6.07	5.39	1	32	13	1,851	-769	-775	1,173	28,382	0.17
SVI	Buy	4.78	6.60	38.1	6.3	0.11	0.08	0.08	2.30	1.74	1.74	6.97	5.22	4.44	46	31	16	-2,713	-2,859	-2,942	2,266	10,830	0.07
Energy & Utilities					23.9				3.46	4.36	4.80	15.11	12.55	11.42	-6	21	7	296,646	169,570	-9,864		2,904,984	17.48
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	47.75	61.00	27.7	54.9	2.00	2.30	2.50	4.19	4.82	5.24	4.14	3.36	2.94	-2	14	2	109,030	-4,152	-153,369	28,563	1,363,883	8.21
PTTEP	Buy	124.00	150.00	21.0	144.7	5.00	5.00	5.00	4.03	4.03	4.03	3.24	3.10	2.95	18	2	2	-79,887	-89,062	-102,879	3,970	492,278	2.96
Refineries																							
BCP	Buy	32.50	47.00	44.6	36.6	1.35	2.00	2.00	4.15	6.15	6.15	8.15	6.49	6.45	-20	34	-4	38,652	44,466	40,001	1,377	44,750	0.27
ESSO	Neutral	11.00	12.40	12.7	13.5	0.20	0.80	0.90	1.82	7.27	8.18	13.81	6.43	5.18	-59	92	12	24,458	17,760	12,321	3,461	38,069	0.23
IRPC	Buy	5.70	8.60	50.9	6.7	0.19	0.35	0.39	3.33	6.14	6.84	9.72	6.03	5.68	-19	51	3	55,028	43,935	39,161	20,434	116,476	0.70
SPRC	Buy	10.90	13.00	19.3	11.6	0.59	0.40	0.72	5.44	3.67	6.61	9.84	6.31	3.41	-61	45	62	-74	-3,489	-8,965	4,336	47,261	0.28
TOP	Buy	70.50	97.00	37.6	82.3	2.65	3.40	4.20	3.76	4.82	5.96	6.36	5.71	5.80	-40	39	17	-202	36,008	69,995	2,040	143,822	0.87
Utilities																							
BCPG	Neutral	16.30	19.00	16.6	19.1	0.64	0.68	0.72	3.93	4.17	4.42	20.01	16.80	14.60	2	15	10	17,734	16,054	13,992	1,997	32,551	0.20
BPP	Buy	22.30	29.00	30.0	26.6	0.60	0.65	0.70	2.69	2.91	3.14	48.19	38.81	31.29	-5	23	19	6,333	5,439	2,737	3,051	68,038	0.41
CKP	Neutral	4.86	4.00	(17.7)	5.0	0.03	0.03	0.06	0.58	0.62	1.23	15.58	15.50	14.75	21	2	0	23,286	23,988	21,267	7,370	35,818	0.22
EGCO	Buy	286.00	273.00	(4.5)	293.8	9.50	7.50	7.7															

Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
				(0.9)		18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F		145,516	0.88
Finance & Securities																							
Credit card																							
AEONTS	Buy	180.00	220.00	22.2	219.1	5.09	5.86	6.75	2.83	3.25	3.75										250	45,000	0.27
KTC	Neutral	34.25	30.00	(12.4)	36.8	0.80	0.91	1.01	2.33	2.66	2.95										2,578	88,308	0.53
Securities																							
ASP	Neutral	3.06	3.00	(2.0)	3.7	0.18	0.21	0.21	5.93	6.99	6.98										2,106	6,443	0.04
MBKET	Neutral	10.10	9.80	(3.0)	10.2	0.69	0.63	0.50	6.79	6.26	4.92										571	5,765	0.03
Food & Beverage			23.1																				
CPF	Buy	25.75	32.00	24.3	30.9	0.65	0.65	0.65	2.52	2.52	2.52	14.09	13.00	12.47	16	7	5	297,260	289,712	291,122	8,611	221,739	1.33
MINT	Buy	38.50	47.00	22.1	45.0	0.40	0.55	0.63	1.04	1.42	1.65	18.53	12.08	11.07	40	48	8	114,098	104,736	101,448	4,619	177,828	1.07
TU	Buy	18.80	23.00	22.3	20.3	0.40	0.53	0.61	2.13	2.79	3.26	16.26	14.24	12.79	-6	13	10	62,760	60,814	58,745	4,772	89,710	0.54
Health Care Services			21.4																				
BDMS	Buy	24.20	30.00	24.0	28.6	0.32	0.60	0.45	1.32	2.49	1.87	23.87	20.69	18.06	11	12	13	33,999	23,050	18,991	15,669	379,189	2.28
BH	Neutral	175.50	185.00	5.4	197.6	2.90	3.03	3.24	1.65	1.73	1.84	23.54	17.83	16.42	-15	32	7	(5,414)	(5,599)	(7,263)	729	127,912	0.77
BCH	Buy	16.70	23.00	37.7	21.3	0.22	0.26	0.29	1.31	1.55	1.73	20.47	16.95	15.30	8	20	10	4,044	3,753	3,611	2,494	41,646	0.25
CHG	Buy	1.92	2.70	40.6	2.4	0.05	0.04	0.05	2.60	2.18	2.62	20.77	19.89	16.48	6	5	19	718	914	661	11,000	21,120	0.13
Information & Communication Technology			10.7																				
Mobile																							
ADVANC	Buy	181.50	200.00	10.2	208.1	7.12	7.34	7.69	3.92	4.04	4.23	8.71	8.63	8.42	3	3	4	92,742	103,139	110,001	2,973	539,617	3.25
DTAC	Sell	50.50	37.00	(26.7)	49.7	1.01	0.93	1.00	2.00	1.84	1.98	6.99	6.77	8.21	-7	10	-17	78,976	91,708	92,500	2,368	119,574	0.72
TRUE	Buy	4.78	6.00	25.5	5.8	0.09	0.08	0.09	1.88	1.64	1.94	7.98	7.80	7.85	-5	20	2	160,463	208,343	217,884	33,368	159,500	0.96
Internet																							
THCOM	Neutral	7.15	9.50	32.9	8.2	1.36	0.14	0.10	19.02	1.98	1.35	3.00	5.29	3.49	15	-7	-5	2,852	9,724	3,149	1,096	7,837	0.05
Other																							
INTUCH	Buy	57.00	70.00	22.8	62.6	2.71	4.11	4.24	4.75	7.20	7.43	14.83	14.11	13.56	4	5	4	4,449	4,349	4,249	3,206	182,766	1.10
Insurance			46.9																				
BLA	Buy	27.00	41.00	51.9	35.1	0.73	0.76	0.75	2.69	2.80	2.79										1,708	46,104	0.28
THRE	Sell	0.75	0.80	6.7	0.8	0.00	0.01	0.03	0.00	1.98	4.34										4,215	3,161	0.02
THREL	Neutral	5.70	6.70	17.5	6.7	0.30	0.39	0.48	5.19	6.92	8.49										600	3,420	0.02
Media & Publishing			16.4																				
TV broadcasting																							
BEC	Neutral	6.50	7.70	18.5	6.2	0.00	0.02	0.03	0.00	0.26	0.44	2.76	2.20	1.46	10	10	12	-788	-2,236	-4,996	2,000	13,000	0.08
GRAMMY	Sell	8.05	6.50	(19.3)	7.1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.45	14.30	6.35	56	21	21	5,453	6,853	633	820	6,601	0.04
MCOT	Sell	10.00	6.00	(40.0)	8.5	0.00	1.00	2.00	0.00	10.00	20.00	-4.42	-3.78	-3.30	n.m.	n.m.	n.m.	5,309	5,022	4,934	687	6,871	0.04
RS	Neutral	17.80	16.50	(7.3)	21.7	0.45	0.30	0.36	2.53	1.69	2.02	12.95	12.07	11.09	-12	7	9	-475	-476	-476	1,010	17,981	0.11
WORK	Buy	23.10	27.00	16.9	24.6	0.45	0.47	0.55	1.95	2.02	2.39	8.56	8.03	7.29	-35	7	10	-520	-520	-520	442	10,200	0.06
Cinema																							
MAJOR	Buy	28.00	30.00	7.1	29.0	1.35	1.29	1.39	4.82	4.60	4.97	11.11	10.64	9.90	21	3	6	3,265	2,978	2,496	895	25,051	0.15
Other																							
PLANB	Buy	6.50	9.00	38.5	7.7	0.09	0.13	0.17	1.40	1.98	2.60	16.91	13.02	10.11	39	26	24	-952	-1,590	-2,376	3,530	22,942	0.14
VGI	Buy	7.85	10.00	27.4	8.6	0.16	0.18	0.23	2.06	2.23	2.95	32.04	29.20	27.12	23	10	8	15	-48	-134	8,557	67,170	0.40
Petrochemicals & Chemicals			65.2																				
GGC	Neutral	10.30	11.00	6.8	12.8	0.00	0.40	0.42	0.00	3.91	4.11	9.10	5.75	4.93	-17	63	6	-1,710	-1,467	-2,310	1,024	10,544	0.06
IVL	Buy	48.25	82.00	69.9	67.9	1.40	1.70	1.80	2.90	3.52	3.73	8.79	6.54	5.76	30	22	3	130,554	91,955	59,110	5,615	270,902	1.63
PTTGC	Buy	67.50	110.00	63.0	83.9	4.25	4.75	5.00	6.30	7.04	7.41	5.82	5.19	4.77	-9	9	1	42,093	31,748	9,057	4,509	304,347	1.83
Property Development			27.4																				
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	21.10	32.00	51.7	26.5	0.40	0.68	0.84	1.90	3.24	3.99	18.26	20.72	16.88	-14	34	25	9,397	25,866	26,728	1,067	22,514	0.14
AMATAV	Neutral	5.25	5.80	10.5	7.2	0.04	0.04	0.04	0.75	0.78	0.80	10.54	13.42	11.97	-13	-18	14	2,065	2,417	2,530	935	4,909	0.03
ROJNA	Buy	5.00	8.50	70.0	7.7	0.60	0.34	0.48	12.00	6.84	9.53	10.27	9.29	7.81	1	10	10	21,701	21,416	19,174	2,020	10,102	0.06
WHA	Buy	4.18	6.00	43.5	4.8	0.08	0.10	0.11	1.99	2.44	2.73	27.66	22.94	19.90	-21	29	17	32,402	33,932	35,448	14,391	60,156	0.36
Residential																							
AP	Buy	6.70	8.00	19.4	8.4	0.75	0.36	0.37	11.19	5.40	5.53	8.21	10.39	10.97	22	-14	2	19,323	22,650	25,950	3,146	21,078	0.13
LH	Buy	10.60	13.00	22.6	12.0	0.75	0.71	0.76	7.08	6.74	7.12	12.74	14.47	13.88	-2	-10	5	42,832	46,347	47,630	11,950	126,667	0.76
LPN	Neutral	6.70	6.80	1.5	8.0	0.60	0.71	0.78	8.96	10.61	11.58	8.14	7.87	7.96	27	16	9	4,813	6,605	8,314	1,476	9,887	0.06
PSH	Neutral	17.80	19.50	9.6	19.7	1.55	1.59	1.62	8.71	8.91	9.12	7.76	7.74	7.65	6	3	3	25,655	27,424	28,634	2,189	38,955	0.23
QH	Buy	2.92	3.80	30.1	3.5	0.21	0.23	0.26	7.29	7.99	8.75	10.26	9.79	9.17	15	7	9	19,613	20,705	21,689	10,714	31,286	0.19
SIRI	Neutral	1.30	1.40	7.7	1.4	0.08	0.07	0.09	6.15	5.07	6.65	17.84	17.69	14.59	-21	-6	22	41,878	37,525	37,793	14,863	19,322	0.12
SPALI	Buy	18.30	24.00	31.1	23.1	1.00	1.11	1.22	5.46	6.09	6.68	6.89	6.08	5.51	4	11	10	13,712	12,489	12,387	2,143	39,218	0.24

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 25 มี.ค. 62



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
Tourism & Leisure						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F			
				12.1					1.39	1.42	1.60	13.16	12.96	11.93	5	6	10	13,396	17,580	19,172		75,548	0.45
CENTEL	Neutral	42.75	46.00	7.6	46.8	0.65	0.66	0.76	1.52	1.55	1.78	12.70	12.97	12.13	5	3	10	4,843	8,026	9,748	1,350	57,713	0.35
ERW	Buy	7.10	9.00	26.8	8.6	0.09	0.09	0.10	1.27	1.29	1.43	13.63	12.96	11.73	4	9	10	8,552	9,554	9,424	2,512	17,836	0.11
Transportation & Logistics				4.4					2.62	1.68	2.01	21.17	18.35	16.23	-9	38	12	170,387	203,250	192,982		1,299,320	7.82
Aviation																							
AAV	Buy	4.04	5.80	43.6	4.9	0.34	0.10	0.12	8.29	2.47	3.07	17.47	8.64	7.64	-53	104	14	16,680	16,987	17,315	4,850	19,594	0.12
AOT	Neutral	67.75	70.00	3.3	72.1	1.05	1.00	1.03	1.55	1.47	1.52	24.25	21.74	20.33	10	11	7	-54,899	-55,592	-58,815	14,286	967,856	5.82
THAI	Sell	12.30	14.00	13.8	13.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.95	7.32	6.00	-38	41	11	137,585	128,272	114,404	2,183	26,848	0.16
Mass Transit																							
BEM	Neutral	10.20	11.00	7.8	11.3	0.17	0.22	0.27	1.64	2.14	2.65	20.86	17.89	18.10	9	9	3	47,683	35,046	43,741	15,285	155,907	0.94
BTS	Buy	10.90	11.00	0.9	11.4	0.18	0.25	0.31	1.62	2.33	2.82	32.34	36.14	29.09	27	22	23	23,338	78,536	76,336	11,845	129,115	0.78
SCBS Coverage			1625.91	21.3					3.15	3.49	3.74	11.04	9.76	9.18	-1	12	4	2,198,700	2,103,514	1,821,141		12,092,972	72.77

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, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPN, DTAC, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, ORI, PSL, PTG, PTT, PTPEP, PTTCG, SAWAD, SCC, SGP, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCOC, THANI, TISCO, TMB, TOA, TOP, TVO, 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, JSB, 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, PTPEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPC, SSCP, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOC, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER



25, 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, BJCHI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HT, PNTA, HYDRO, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SE, SGP, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPIPP, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA



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, CTW, CWT, D, DCON, DIGI, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FOCUS, FSS, FTE, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, IFS, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITTEL, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWC, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATI, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MILL, MJD, MM, MODERN, MPG, NCL, NDR, NETBAY, NNCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPMO, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SE, SGP, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPIPP, 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 base on inside information.

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

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการดำเนินคดีอาญา เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, APCS, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CIG, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, EPCO, FE, FNS, FPT, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, IFS, INET, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NNCL, 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, PTPEP, PTTCG, 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, SMIT, SMK, SPMC, SMT, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASCOC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIJK

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, ABICO, AIE, AJ, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, APCO, ARROW, ASIAN, B, BJC, BLAND, BLISS, BM, BPP, BR, BUI, CEN, CGH, CHG, CHO, CHOTI, CI, CIMBT, CITY, COL, CPR, DDD, EFORL, EKH, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FPI, FTE, GPI, GYT, ICHI, ILINK, INSURE, IRC, ITTEL, JAS, JTS, KWG, LDC, LEE, LIT, LRH, MATCH, MATI, META, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NWR, ORI, PAP, PK, PLANB, POST, PRM, PRO, PSL, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAPPE, SCI, SHANG, SPALI, SST, STANLY, SUPER, SWC, SYMC, SYNEX, TAKUNI, THE, THIP, TKN, TMC, TNR, TOPP, TPP, TRITN, TTI, TVO, UEC, UKEM, UPA, UREKA, UV, UWC, VIH, XO, YUASA

N/A

25, 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, CAZ, CBG, CCET, CGP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHOW, CHUO, CK, CKP, CMAN, CMC, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSC, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCCORP, DELTA, DIGI, DOD, DTCI, 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, GSC, GTB, GULF, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, 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, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDO, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPG, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NPK, NOBLE, NOK, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, PPM, PRG, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAAM, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SF, SFP, SGL, SIAM, SIMAT, SISB, SKE, SKN, SKR, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPPT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, T, TACC, TAPAC, TPBS, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TT, TTML, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VNG, VPO, WAVE, WG, WHAUP, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YNP, ZEN, 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 November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

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

กรุงเทพฯ – สาขารัษฎาภิเษก

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

กรุงเทพฯ – สาขาสินธร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า

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

เชียงใหม่ – สาขาอินครพิงค์ 1

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

เชียงใหม่ – สาขาอินครพิงค์ 2

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

หาดใหญ่ – สาขากบวราภรณ์ยืนดี (หาดใหญ่)

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