

หวังแสงเบื้องหน้า เตรียมท่าแม่ฝน

AMATA
ROJNA
KTB
CHG
IVL



TRADE
WAR

SCBS Market Strategy Reports

2562



2561



2560



2559



ดูข้อมูลลงวนสิทธิ์และปฏิสรความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

สุกิจ อุดมศิริกุล

suakit.udomsirikul@scb.co.th, (662) 949-1035

เลขานุการ

กนิยารัตน์ กาวี:

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อตั้งโดย ขนส่ง ยานยนต์

ธวัชบุรุษ ปิยศรีวงไกร

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 ดิสสร,

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์

chaiapat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

สิริการย์ กฤษฏีนิพัทธ์

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

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อมวลชน ขนส่ง กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และ REITs

กิตติสร พุทธิภัทร

kittisorn.pruitipat@scb.co.th, (662) 949-1007

วิจัยการลงทุน

เศรษฐกิจมหภาค

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์

piyasak.manason@scb.co.th, (662) 949-1037

นักวิเคราะห์การลงทุน

สิริชัย ดวงรัตนฉายา

siriichai.duangrattanachaya@scb.co.th, (662) 949-1031

นักวิเคราะห์หุ้นขนาดกลางและเล็ก

ณัฐฐวรินทร์ ไตรภพสกุล

natwarin.tripobsakul@scb.co.th, (662) 949-1019

กองทุนรวม ตราสารหนี้

ธัญญา โลหะนิมาชัย

tanya.lohanantachai@scb.co.th, (662) 949-1568

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตจิ เจริญเชื้อ

rewat.charoenshued@scb.co.th, (662) 949-1016

กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรพิชาต

ekpawin.suntarpichat@scb.co.th, (662) 949-1029

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บันกนที คงจักษ์นทร์

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

กลยุทธ์การลงทุน

พชชัย ภัทราวิบูลย์

pobchai.phatrawit@scb.co.th, 0-2949-1014

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จรัสศักดิ์ วรกิจบำรุง

jaradsak.woragidbunrung@scb.co.th, (662) 949-1018

Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร อดิชนองสุข

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

ฐานข้อมูล

สุภาตรา ไชเรือ

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เผ่าเจริญ

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

จัดพิมพ์

สรานจิตร์ อ่อนอารีย์

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

สารบัญ

หวังแสงเบื้องหน้า เตรียมกำแบบพพ	1
---------------------------------------	---

Top Picks

บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA)	19
บมจ. สอนอุตสาหกรรมโรจนะ (ROJNA)	23
บมจ. โรงพยาบาลจุฬารัตน์ (CHG)	27
บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)	31
บมจ. ธนาคารกรุงไทย (KTB)	35

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	39
การบิน	41
ธนาคาร	43
พาณิชย์	45
วัสดุก่อสร้าง	47
พลังงาน – น้ำมันและก๊าซ	49
พลังงาน – โรงกลั่น	51
เงินทุน	53
อาหาร	55
การแพทย์	57
นิคมอุตสาหกรรม	59
ประกัน	61
ปิโตรเคมี	63
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	65
หลักทรัพย์	67
สื่อสาร	69
ท่องเที่ยว.....	71
SCBS Stock Universe	73

This page is left blank intentionally

SET index	Close: 14/6/2019	1,672.33	-1.81 / -0.11%	Bt42,432mn
SET50 index	Close: 14/6/2019	1,107.36	-1.87 / -0.17%	Bt26,214mn



หวังแสงเบื้องหน้า เตรียมทำเมฆฝน

ใน 2Q62 สถานการณ์การค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่กลับมาตึงเครียดอย่างไม่คาดคิดในเดือนพฤษภาคมส่งผลทำให้ดัชนีหุ้นวัฏจักรปรับลดลงต่ำกว่าดัชนีหุ้นตั้งรับหรือหุ้นปลอดภัยท่ามกลางเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัวลง ซึ่งเรามองว่าเหตุการณ์สำคัญที่ต้องจับตาใน 3Q62 คือ พัฒนาการด้านสงครามการค้า และการลดอัตราดอกเบี้ยของเฟด เราไม่คิดว่าสหรัฐฯ จะขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ขณะเดียวกันเราก็ไม่คิดว่าเฟดจะลดดอกเบี้ยแต่ในกรณีเลวร้ายที่สงครามการค้ายกระดับความรุนแรงมากขึ้น เราประเมินว่าตลาดหุ้นไทยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลง 7% หดตัวน้อยกว่าตลาดโลก ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนใน 3Q62 ของเรานำไปที่หุ้นที่อิงกับปัจจัยในประเทศ (domestic play) ที่มีประเด็นการเติบโตและโมเมนตัมกำไรที่ดีสนับสนุน และโดยเราชอบหุ้นปีโตรเคมีเพราะ valuation ไม่แพงและกำไรเติบโต top picks ใน 3Q62 ของเรา คือ AMATA CHG IVL KTB และ ROJNA

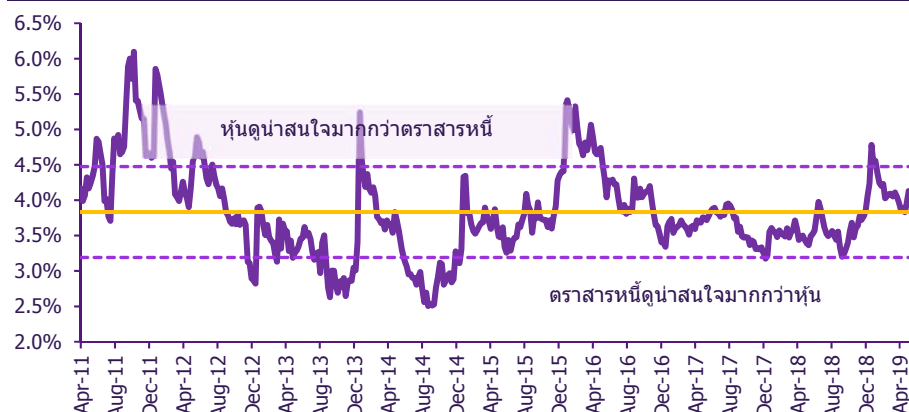
- มุมมองที่เรามีต่อสงครามการค้า เราเชื่อว่ามีโอกาสสูงมากที่สหรัฐฯ จะยังคงภาษีสินค้านำเข้าจากจีนมูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ไว้ที่ระดับ 25% หลังการประชุม G-20 ที่จะมีขึ้นตอนปลายเดือนมิถุนายน อย่างไรก็ตาม เนื่องจากสงครามการค้าอาจจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจทั่วโลกเข้าสู่ภาวะชะลอตัวแรง เราจึงเชื่อว่าสหรัฐฯ กับจีนจะสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้าบางอย่างร่วมกันได้ โดยทั้งสองฝ่ายน่าจะลดภาษีนำเข้าลงไปอีก 3-6 เดือนข้างหน้า และสหรัฐฯ อาจจะมีการชะลอการคว่ำบาตรหัวเว่ยเป็นการชั่วคราว แต่ถ้าสหรัฐฯ เพิ่มสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เข้ามาในรายการสินค้านำเข้าตลาดหุ้นในสหรัฐฯ และจีน มีโอกาสที่จะปรับตัวลดลงอีก 17-20% ในขณะที่ตลาดหุ้นไทยจะแข็งแกร่งกว่า โดยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลง 7% จากระดับปัจจุบัน
- การตัดสินใจเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยของเฟด กรณีพื้นฐานของเรา คือ เฟดไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยใน 2H62 แต่ถ้าสหรัฐฯ ตัดสินใจขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เป็น 25% (กรณีเลวร้าย) เราคาดว่าเศรษฐกิจและตลาดหุ้นสหรัฐฯ จะปรับตัวลดลงอย่างมาก ซึ่งจะส่งผลให้เฟดจำเป็นต้องลดอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate ลงอีก 50 bps

ความเสี่ยงขาต่อเศรษฐกิจไทย เราเชื่อว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์จะหดตัวลงมากขึ้น และจะเป็นตัวจุดรั้งอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโดยรวมให้ปรับตัวลดลง ส่งผลทำให้ SCB EIC ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2562 ของไทยลดลงจาก 3.6% สู่ 3.3% (เทียบกับประมาณการของตลาดที่ 3.6%)

กลยุทธ์การลงทุนใน 3Q62 เราเชื่อว่าความตึงเครียดการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะดำเนินต่อไปใน 2H62 และจะเป็นตัวจุดรั้ง sentiment ตลาดในระยะสั้น เนื่องจากความเสี่ยงจากภายนอกจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องท่ามกลางแรงกดดันทางเศรษฐกิจในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น (late cycle) เราจึงแนะนำให้โฟกัสหุ้นที่อิงกับปัจจัยในประเทศ (domestic play) ที่มีประเด็นการเติบโตและโมเมนตัมกำไรที่ดีสนับสนุน รวมถึงหุ้นปลอดภัยที่คาดว่าราคาจะติดตัวขึ้นในกลุ่มปีโตรเคมี

Top pick ใน 3Q62 ของเรา AMATA (กำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น และได้ประโยชน์จาก EEC), **ROJNA** (รายได้ประจำช่วยป้องกันความเสี่ยง และได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่), **CHG** (เชื่อมั่นในผลประโยชน์ที่แข็งแกร่ง) **KTB** (กำไรพิเศษ ได้ประโยชน์จากการใช้จ่ายภาครัฐและสินเชื่อฟื้นฟู) และ **IVL** (valuation ไม่แพง และกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น) นอกจากนี้เรายังแนะนำให้จับตาดูหุ้นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์เพราะใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว

Earnings yield gap - ตลาดหุ้นไทยยังมีโอกาสปรับตัวขึ้นต่อ



Source: SCBS Investment Research

Top picks 3Q62

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
AMATA	Buy	23.50	32.0	39.1
CHG	Buy	2.28	2.7	20.3
IVL	Buy	47.25	74.0	59.8
KTB	Buy	19.50	22.0	16.7
ROJNA	Buy	5.65	8.5	56.5

	PE (x)		EPS growth (%)	
	19F	20F	19F	20F
AMATA	13.9	11.3	45	23
CHG	38.1	31.7	2	20
IVL	9.9	8.7	12	14
KTB	9.5	9.1	1	4
ROJNA	16.5	11.9	119	39
Average	17.6	14.6	35.8	19.8

	PBV (x)		ROE (%)	
	19F	20F	19F	20F
AMATA	1.7	1.6	11	13
CHG	6.8	6.3	17	20
IVL	1.6	1.4	17	18
KTB	0.8	0.8	9	9
ROJNA	1.0	0.9	4	5
Average	2.4	2.2	12	13

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	19F	20F	19F	20F
AMATA	2.9	3.6	21.8	17.8
CHG	1.8	2.2	23.5	19.5
IVL	3.2	3.6	7.0	5.9
KTB	3.9	4.0	-	-
ROJNA	6.1	8.4	9.4	8.2
Average	3.6	4.4	12.3	10.3

นักวิเคราะห์

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

กลยุทธ์การลงทุน: 3Q62

"หวังแสงเมืองหน้า เตรียมท่าเมฆฝน"

ใน 2Q62 เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องจาก 1Q62 หลังจากฟื้นตัวช่วงสั้นๆ ในเดือนเมษายน นำโดยเศรษฐกิจขนาดใหญ่อันดับสองของโลกอย่างจีน อย่างไรก็ตาม ในหลายๆ ประเทศ องค์ประกอบทางเศรษฐกิจ (โดยเฉพาะภาคการผลิต) เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนเมษายน โดยส่วนหนึ่งเกิดจากเศรษฐกิจจีนที่ฟื้นตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการเบิกจ่ายงบประมาณกระตุ้นเศรษฐกิจ 6.2 ล้านล้านหยวนของรัฐบาลจีน

อย่างไรก็ตาม ในเดือนพฤษภาคม ตัวชี้วัดภาคการผลิตทั่วโลกกลับมาชะลอตัวลงในหลายๆ ประเทศ เนื่องจากสงครามการค้ากลับมาทวีความรุนแรงอีกครั้ง ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงแรง ในขณะที่ราคาสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น พันธบัตรรัฐบาล และทองคำ ปรับตัวเพิ่มขึ้น สะท้อนภาวะเสี่ยงความเสี่ยง (risk-off) ความผันผวนในตลาดการเงินและแนวโน้มเศรษฐกิจที่แย่งนำมาซึ่งผลลัพธ์ทางเศรษฐกิจที่สำคัญบางอย่าง เช่น ความเป็นไปได้สูงขึ้นที่เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ย โดยในช่วงต้นเดือนมิถุนายน นายพาวเวลล์ ประธานเฟด ส่งสัญญาณว่าเฟดอาจจะผ่อนคลายนโยบายการเงิน ถ้าสงครามการค้ายกระดับความความรุนแรงมากขึ้น และเริ่มทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ตกอยู่ในความเสี่ยง สำหรับประเทศไทย ความเสี่ยงขาลงที่เกิดจากสงครามการค้าส่งผลทำให้เศรษฐกิจไทยชะลอตัวลง และกระตุ้นให้สำนักวิจัยเศรษฐกิจของภาครัฐและภาคเอกชนปรับคาดการณ์ทางเศรษฐกิจปี 2562 ลดลง

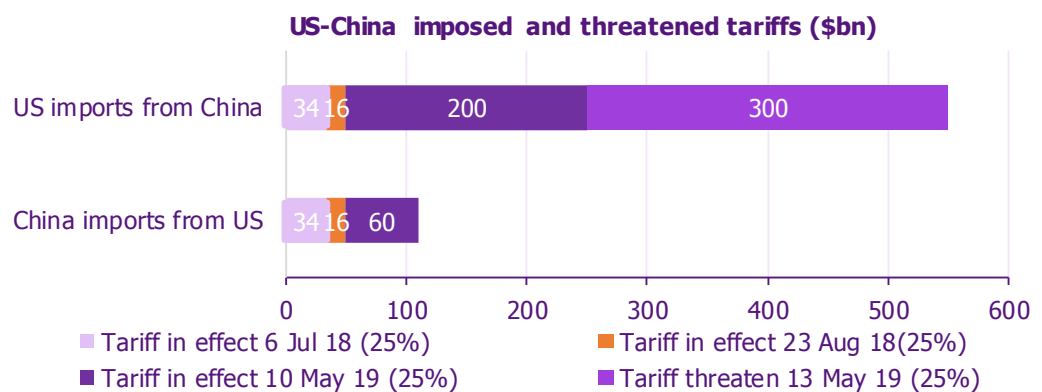
ใน 3Q62 เพื่อให้ได้มุมมองที่ถูกต้องทิศทางตลาดการเงินในอนาคต เราจำเป็นต้องตอบคำถาม 3 ข้อ: 1) สงครามการค้าระลอกปัจจุบันจะจบลงอย่างไร? 2) เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้อย่างไร? และ 3) ความเสี่ยงขาลงต่อเศรษฐกิจไทยในช่วงที่เกิดสงครามการค้าและเศรษฐกิจโลกชะลอตัวคืออะไร?

สงครามการค้าระลอกปัจจุบันจะจบลงอย่างไร?

การตอบคำถามข้อนี้จำเป็นต้องวิเคราะห์สถานการณ์ปัจจุบันของข้อพิพาททางการค้าระหว่างสองประเทศมหาอำนาจอย่างละเอียด เมื่อวันที่ 10 พฤษภาคม สหรัฐฯ ได้ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% สู่ 25% ให้เหตุผลว่าจีนกลับลำข้อตกลงบางประการที่ไดตกลงกันไว้ก่อนหน้านี้ ซึ่งเป็นประเด็นที่เป็นข้อพิพาทหลักๆ กับสหรัฐฯ เช่น การขโมยทรัพย์สินทางปัญญา ความล้มเหลวทางการค้า การบังคับถ่ายโอนเทคโนโลยี นโยบายการแข่งขัน และการเข้าถึงบริการทางการเงิน และในสัปดาห์ถัดมา ทางการเงินก็ตอบโต้ด้วยการขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ มูลค่า 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% สู่ 25% เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. และในวันเดียวกัน สหรัฐฯ ก็ประกาศแผนขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนที่เหลืออีก 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ

สงครามการค้ายกระดับความรุนแรงขึ้นอีกขั้นเมื่อประธานาธิบดีทรัมป์ ออกคำสั่งห้ามบริษัทสหรัฐฯ ใช้อุปกรณ์สื่อสารโทรคมนาคมที่ผลิตโดยองค์กรที่สร้างความเสี่ยงด้านความมั่นคงต่อสหรัฐฯ ในขณะเดียวกัน กระทรวงพาณิชย์ของสหรัฐฯ ก็เพิ่มหัวเว่ยเข้ามาในบัญชีรายชื่อบริษัทที่บริษัทอเมริกันไม่สามารถทำธุรกิจได้หากไม่ได้รับอนุญาต โดยครั้งนี้เป็นครั้งที่สองที่รัฐบาลสหรัฐฯ สั่งคว่ำบาตรบริษัทด้านเทคโนโลยีของจีน โดยในปี 2561 "ZTE" ซึ่งเป็นบริษัทเทคโนโลยีอีกบริษัทหนึ่งของจีน ถูกคว่ำบาตร ส่งผลทำให้บริษัทแห่งนี้เสี่ยงต่อการล้มละลาย แต่รอดมาได้เพราะทรัมป์เข้าแทรกแซง หลังจากสนทนากับประธานาธิบดีสีจิ้นผิงของจีน

Figure 1: ภาษีนำเข้าอัตราใหม่ที่เรียกเก็บแล้วและขู่ว่าจะเรียกเก็บระหว่างสหรัฐฯ-จีน



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ในวันที่ 20 พฤษภาคม บริษัทเทคโนโลยีรายใหญ่ของสหรัฐฯ เช่น Google, Intel, Qualcomm และ Micron ได้เริ่มยุติการสนับสนุนด้านซอฟต์แวร์ และการส่งชิ้นส่วนอุปกรณ์เทคโนโลยีให้กับหัวเว่ย ขณะที่ประธานาธิบดีสีจิ้นผิงก็ส่งสัญญาณตอบโต้ด้วยการเดินทางไปเยี่ยมชมโรงงานแร่ธาตุหายาก (Rare earth) ซึ่งมีนัยว่ารัฐบาลจีนอาจจะออกคำสั่งห้ามส่งออกแร่ "Rare earth" ซึ่งเป็นส่วนประกอบสำคัญในการผลิตชิปคอมพิวเตอร์และอุปกรณ์ไฮเทคต่างๆ วันต่อมากระทรวงพาณิชย์ของสหรัฐฯ ก็ออกมาประกาศผ่อนปรนคำสั่งคว่ำบาตร โดยระบุว่าบริษัทเทคโนโลยีของสหรัฐฯ สามารถจัดส่งผลิตภัณฑ์ที่มีอยู่เดิม เช่น software update ให้กับหัวเว่ยได้ เป็นเวลา 90 วัน อย่างไรก็ตาม คำสั่งคว่ำบาตรยังคงมีผลบังคับใช้กับการขายผลิตภัณฑ์และบริการใหม่

Figure 2: Timeline ของสงครามเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐและจีน

วันที่	เหตุการณ์	นัยสำคัญ
15 พ.ค.	- กระทรวงพาณิชย์สหรัฐฯ ประกาศว่าเพิ่ม ทั่วเว่ย เข้ามาในบัญชีรายชื่อบริษัทที่บริษัทอเมริกันไม่สามารถทำธุรกิจได้หากไม่ได้รับอนุญาต	- ในปี 2561 ZTE ถูกคว่ำบาตร เพราะละเมิดมาตรการคว่ำบาตรของสหรัฐที่มีต่อประเทศอิหร่าน ส่งผลทำให้บริษัทแห่งนี้เสี่ยงต่อการล้มละลาย แต่รอดมาได้เพราะทรัมป์เข้าแทรกแซง
20 พ.ค.	- บริษัทเทคโนโลยีรายใหญ่ของสหรัฐฯ ได้เริ่มยุติสนับสนุนซอฟต์แวร์ และชิ้นส่วนอุปกรณ์เทคโนโลยีให้กับทั่วเว่ย - ประธานาธิบดีสีจิ้นผิงเดินทางไปเยี่ยมชมโรงงานแร่ธาตุหายาก (Rare earth)	- แม้ทั่วเว่ยเก็บสต็อกชิ้นส่วนอุปกรณ์ที่สำคัญไว้มากพอสำหรับใช้ได้นานหลายเดือน แต่ยังคงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากการคว่ำบาตร
21 พ.ค.	- กระทรวงพาณิชย์ของสหรัฐฯ ฟอนปรนคำสั่งคว่ำบาตร โดยระบุว่าบริษัทเทคโนโลยีของสหรัฐฯ สามารถจัดส่งผลิตภัณฑ์ที่มีอยู่เดิม เช่น software update ให้กับทั่วเว่ยได้ เป็นเวลา 90 วัน	- หากไม่ได้รับการสนับสนุนจาก Google โทรศัพท์รุ่นใหม่ของทั่วเว่ยจะขาด Android เวอร์ชันล่าสุด และไม่มี apps ของ Google เช่น G-Mail หรือ Maps

Source: SCBS Investment Research

เราเชื่อว่ารัฐบาลจีนจะพยายามใช้กลยุทธ์ เช่น การขู่ว่าจะห้ามส่งออกแร่ "Rare earth" รวมถึงปลุกกระแสชาตินิยม เป็นมาตรการตอบโต้สหรัฐฯ ซึ่งจะส่งผลทำให้นักลงทุนขาดความเชื่อมั่น และเทขายสินทรัพย์ทางการเงินในสหรัฐฯ โดยเฉพาะหุ้น เนื่องจากเป็นที่ทราบกันดีว่าทรัมป์ใช้ผลตอบแทนของตลาดหุ้นเป็นมาตรวัดคะแนนนิยมของตนเอง ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าจีนกำลังคาดหวังว่าการปรับตัวลดลงของดัชนีหุ้นสหรัฐฯ จะส่งผลทำให้ประธานาธิบดีของสหรัฐฯ เปลี่ยนใจ และผ่อนคลายท่าทีลง

เรามองว่าวันที่ 28-29 มิถุนายน ซึ่งคาดว่าทรัมป์ และสี จิ้นผิง จะพบกันนอกรอบการประชุม G-20 เป็นวันสำคัญที่ต้องจับตา เราเชื่อว่าการที่สงครามการค้าแปรเปลี่ยนมาเป็นสงครามด้านเทคโนโลยี ในขณะที่จีนก็หันมาปลุกกระแสชาตินิยม ทำให้มีโอกาสสูงมากที่สหรัฐฯ จะยังคงเก็บภาษีนำเข้าสินค้ามูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จากจีนไว้ที่ระดับ 25% หลังการประชุม G-20 ที่จะมีขึ้นตอนปลายเดือนมิถุนายน ทั้งนี้เป็นเพราะทั้งสองฝ่ายมีจุดยืนที่แตกต่างกันมาก อย่างไรก็ตาม เรายังคงเชื่อว่าทั้งสองฝ่ายจะลดภาษีนำเข้าลงไปอีก 3-6 เดือนข้างหน้า และสหรัฐฯ อาจจะระงับการคว่ำบาตรทั่วเว่ยเป็นการชั่วคราวเหมือนกับที่เคยทำกับกรณี ZTE ในปีที่ผ่านมา

Figure 3: การวิเคราะห์สงครามการค้าและสงครามเทคโนโลยีระหว่างสหรัฐและจีนในสถานการณ์ต่าง ๆ

สถานการณ์	หลังการประชุม G-20 (28-29 มิ.ย.)	เหตุการณ์สำคัญ	ผลกระทบต่อเศรษฐกิจและนโยบาย	ความน่าจะเป็น
กรณีที่ดีที่สุด	ลดภาษีนำเข้า 25% → 10% (สินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) สหรัฐฯ ยกเลิกคว่ำบาตรทั่วเว่ย	จีนแก้ไขกฎหมาย (สิทธิในทรัพย์สินทางปัญญา การบังคับขายไอโฟนเทคโนโลยี และเปิดเสรีบริการทางการเงิน ฯลฯ)	ไม่กระทบ GDP: จีน: 6.2%; สหรัฐฯ: 2.3%	20%
กรณีพื้นฐาน (S1)	เก็บภาษีนำเข้า 25% สินค้ามูลค่า 2.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ 0% สินค้ามูลค่า 3.25 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สหรัฐฯ คงการคว่ำบาตรทั่วเว่ย	สถานการณ์ไม่เปลี่ยนแปลง	GDP: จีน: 6.0%; สหรัฐฯ: 2.2% นโยบาย: เร่งเบิกจ่ายงบประมาณ	50%
กรณีรุนแรง (S2)	เก็บภาษีนำเข้า 25% สินค้ามูลค่า 2.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ 25% สินค้ามูลค่า 3.25 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ	จีนออกมาตรการตอบโต้ในส่วนของสินค้ามูลค่า 2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ	GDP: จีน: 5.9%; สหรัฐฯ: 2.0% นโยบาย: ออกมาตรการกระตุ้นรอบใหม่, Fed และ PBOC ลดดอกเบี้ย	30%

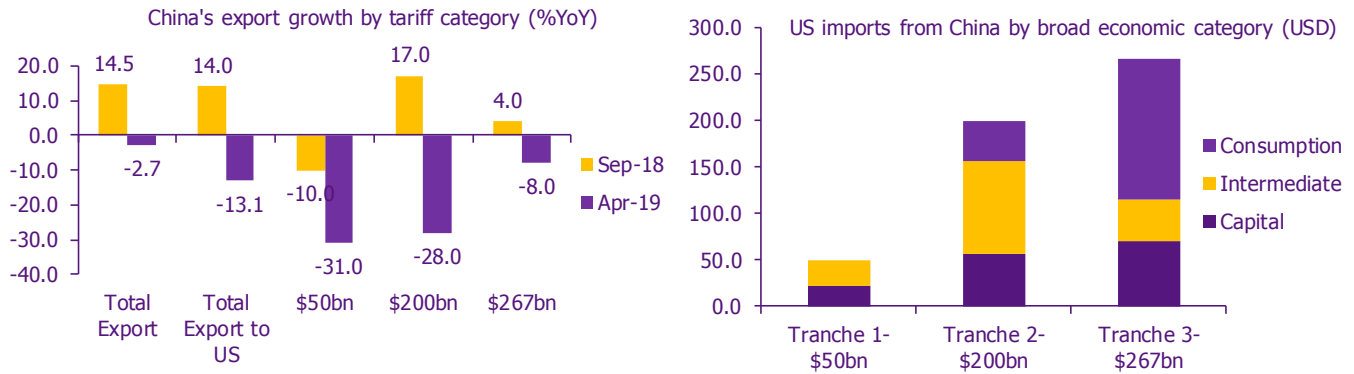
Source: SCBS Investment Research

ทั้งนี้เป็นเพราะเราเชื่อว่าในท้ายที่สุดแล้ว ทั้งสองฝ่ายจะใช้เหตุผลด้านเศรษฐกิจเป็นหลักในการตัดสินใจ โดยทั้งสองประเทศไม่น่าที่จะยกระดับสงครามการค้าขึ้นอีก โดยเฉพาะการเรียกเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากจีนกลุ่มสุดท้าย มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ที่ระดับ 25% ตามคำขูของทรัมป์ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อผู้บริโภคในสหรัฐฯ มากกว่าการเก็บภาษีสินค้านำเข้า 2 กลุ่มแรก ทั้งนี้เป็นเพราะสินค้ากลุ่มแรก มูลค่า 5.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งถูกเรียกเก็บภาษีนำเข้า 25% ตั้งแต่เดือนส.ค. 2561 ส่วนใหญ่เป็นสินค้าขั้นกลางและสินค้าทุน และไม่มีสินค้าอุปโภคบริโภค สินค้ากลุ่มที่สอง มูลค่า 2.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งสหรัฐฯ เริ่มเรียกเก็บภาษีนำเข้า 25% ในเดือนพฤษภาคม เป็นสินค้าอุปโภคบริโภคประมาณ 25% เช่น โคมไฟและเราเตอร์ เครื่องปรับอากาศ และตู้เย็น ส่วนที่เหลือเป็นสินค้าอุปโภคบริโภคประมาณ 50% ที่จะส่งผลกระทบต่อภาษีสินค้านำเข้าที่ใช้ในกิจกรรมประจำวันอย่างเสื้อผ้า รองเท้า โทรศัพท์มือถือ และของเล่น โดยผู้ผลิตมีแนวโน้มที่จะส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้บริโภค

ในฝั่งของจีน การหดตัวของมูลค่าการส่งออกสินค้าของจีนไปยังสหรัฐฯ (ประมาณ 13% YoY) เมื่อไม่นานนี้ สาเหตุหลักมาจากการหดตัวของมูลค่าการส่งออกสินค้ากลุ่มแรก มูลค่า 5.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ของจีนไปยังสหรัฐฯ (ที่ถูกเรียกเก็บภาษีนำเข้า 25%) ที่ปรับตัวลดลง 31% YoY ในขณะที่มูลค่าการส่งออกสินค้าอีก 2 กลุ่ม ซึ่งคิดเป็น 90% ของมูลค่าการส่งออกทั้งหมด ลดลงในอัตราที่น้อยกว่าสินค้ากลุ่มแรกอย่างมาก การขึ้น

ภาษีนำเข้าจะส่งผลทำให้การส่งออกโดยรวมหดตัวลงมากขึ้น และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจจีนอย่างมาก แม้ว่ารัฐบาลจีนจะเร่งเบิกจ่ายงบประมาณเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงินสูงถึง 6.3 ล้านล้านหยวน

Figure 4: อัตราเติบโตของการส่งออกจีน (% YoY) และการนำเข้าสินค้าจีนของสหรัฐฯ (USD)



Source: Bloomberg, The Economist, SCBS Investment Research

เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้อหรือไม่?

ในกรณีพื้นฐานของเราซึ่งคาดว่าสหรัฐฯ จะไม่ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ สู่ 25% ในเดือนกรกฎาคม เราคาดว่าเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯ จะขยายตัวในระดับปัจจุบันต่อไป ทำให้ไม่มีความจำเป็นต้องลดอัตราดอกเบี้ย อย่างไรก็ตาม ถ้าสหรัฐฯ ตัดสินใจขึ้นภาษีสินค้านำเข้าดังกล่าว เราคาดว่าภาวะเศรษฐกิจและตลาดจะชะลอตัวลงอย่างมาก ซึ่งจะส่งผลทำให้เฟดจำเป็นต้องลดอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate ลง 50 bps อย่างไรก็ตาม ตลาดมองสถานการณ์แตกต่างออกไป ข้อมูลจาก Bloomberg เมื่อวันที่ 12 มิถุนายน ระบุว่ามีความน่าจะเป็น 97.8% ที่เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate ลงอย่างน้อย 25 bps ก่อนสิ้นปีนี้ และมีความน่าจะเป็น 78.3% ที่เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนกรกฎาคม

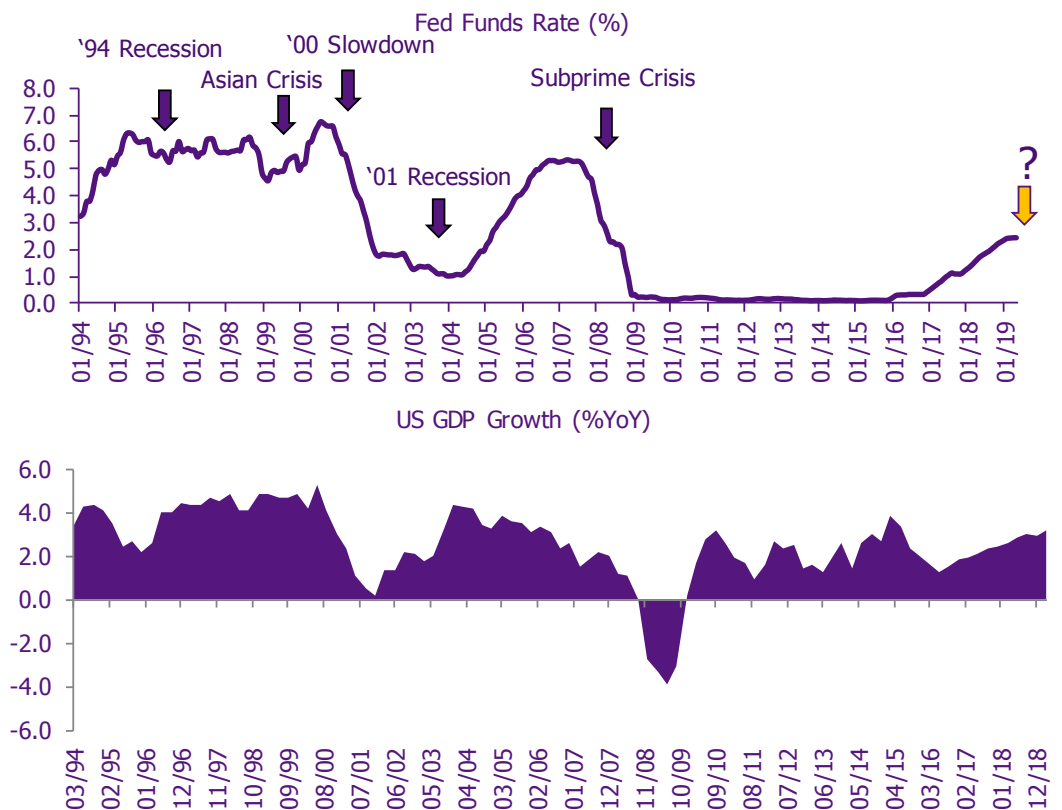
เหตุผลที่ทำให้เรามองแตกต่างจากตลาดเป็นเพราะเราเชื่อว่าเฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยก็ต่อเมื่อสงครามการค้าทวีความรุนแรงมากขึ้น ในขณะที่ตลาดโฟกัสแค่การลดอัตราดอกเบี้ย ทั้งนี้ในการวิเคราะห์เหตุผลในการลดอัตราดอกเบี้ยโดยคำนึงถึงความสมเหตุสมผลทางเศรษฐศาสตร์ เราจึงทำการศึกษาดัชนีวัดเศรษฐกิจที่สำคัญของสหรัฐฯ ก่อนการลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก ในช่วง 25 ปีที่ผ่านมา

Figure 5: ภาพรวมการลดดอกเบี้ย Fed funds rate (FFR) ครั้งแรก, FFR และอัตราเติบโตของ GDP สหรัฐฯ

Dashboard for the first FFR cut						
Indicators	3M95	9M98	11M00	11M02	8M07	Current
FFR Peak	6.50	6.00	6.50	1.75	5.25	2.50
FFR Trough	5.00	4.00	1.00	1.00	0.25	N/A
Core PCE	2.7	1.3	1.9	1.7	2.0	1.6
CPI	2.8	1.6	3.4	1.1	2.3	1.9
Non-farm payroll*	211	213	205	-11	-23	75
Unemployment Rate	5.4	4.6	3.9	5.9	6.1	3.6
Retail Sale	4.5	3.6	2.2	-1.7	3.0	3.1
Core K goods	13.4	-0.8	0.1	-4.8	3.9	2.4
GDP	3.6	4.1	3.0	2.2	1.8	3.1

Unit: %YoY (except NFP: ,000)

Note: Green = Strong (No need to cut)



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

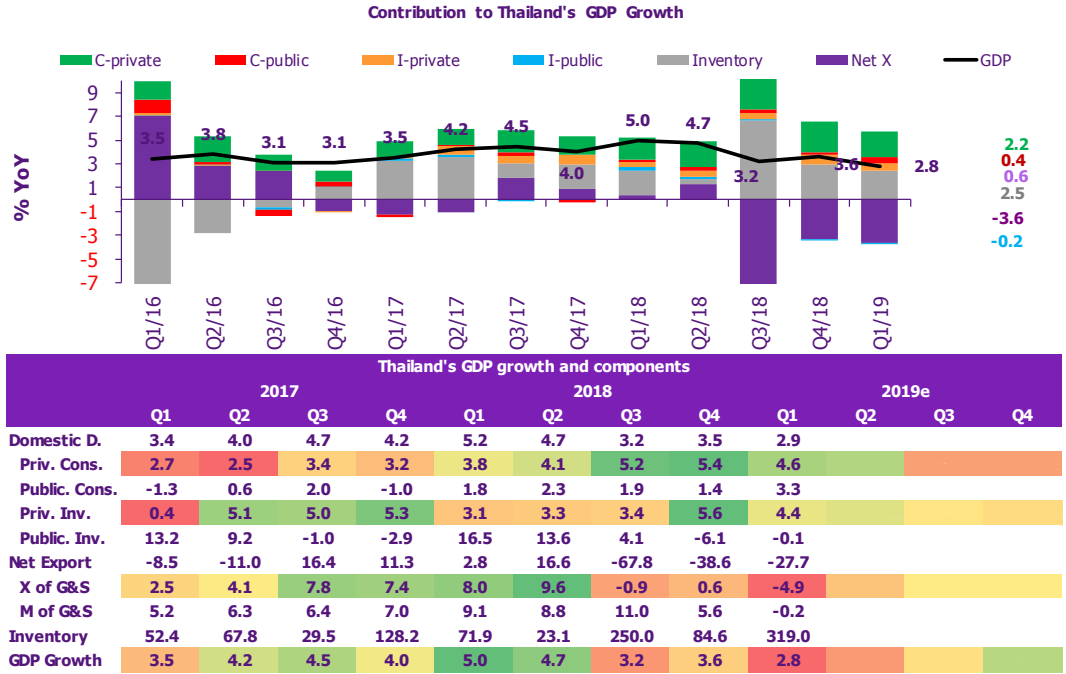
เราพบว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปัจจุบันค่อนข้างดีเมื่อเทียบกับ 5 ครั้งก่อนที่เฟดเริ่มลดอัตราดอกเบี้ยลง แม้ตัวชี้วัดเงินเฟ้อ (Core PCE และดัชนีราคาผู้บริโภค หรือ CPI) และตลาดแรงงาน (การจ้างงานนอกภาคการเกษตร หรือ Non-farm payroll) ค่อนข้างอ่อนแอในปัจจุบัน แต่ตัวชี้วัดการเติบโตทางเศรษฐกิจ (ยอดค้าปลีก ยอดสั่งซื้อสินค้าทุนพื้นฐาน และอัตราการขยายตัวของ GDP) ค่อนข้างแข็งแกร่ง นอกจากนี้ ด้วยอัตราการว่างงานที่ 3.6% ต่ำที่สุดในรอบเกือบครึ่งศตวรรษ ทำให้เป็นเรื่องยากที่จะหาเหตุผลมาสนับสนุนการลดอัตราดอกเบี้ย

แม้ภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในปัจจุบันไม่ได้สนับสนุนให้มีการลดอัตราดอกเบี้ย แต่เราก็เชื่อว่าหากเฟดจะลดดอกเบี้ย ก็ยังมีเหตุผลอื่นที่เฟดจะนำมาใช้ได้ โดยเราเชื่อว่าในเดือนพฤศจิกายน ปี ค.ศ. 2000 (พ.ศ. 2543) ซึ่งเศรษฐกิจยังอยู่ในสภาวะที่ดี เฟดได้เริ่มลดอัตราดอกเบี้ยไว้ก่อนล่วงหน้า (Preemptive cut) เมื่อรู้สึกได้ถึงความเสี่ยงในตลาดทุน ซึ่งช่วยให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ สามารถหลีกเลี่ยงภาวะการชะลอตัวอย่างรุนแรง (hard landing) ในปี ค.ศ. 2001 ครั้งนี้ก็เช่นเดียวกัน แม้ไม่มีเหตุผลทางเศรษฐกิจที่จะลดอัตราดอกเบี้ยในภาวะปัจจุบัน แต่เฟดอาจจะตัดสินใจลดอัตราดอกเบี้ยโดยยึดหลักการป้องกันล่วงหน้า อย่างไรก็ตาม เรายังคงเชื่อว่าเหตุการณ์ดังกล่าวจะไม่เกิดขึ้น เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันค่อนข้างแข็งแกร่ง

ความเสี่ยงขาลงต่อเศรษฐกิจไทยคืออะไร?

ในการประเมินความเสี่ยงขาลง เราวิเคราะห์ภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันเป็นอย่างแรก เศรษฐกิจชะลอตัวอย่างชัดเจนในไตรมาสแรก โดยเฉพาะในภาคต่างประเทศ ซึ่งการส่งออกสินค้าและบริการที่แท้จริงหดตัวลง 4.9% YoY และมีส่วนสำคัญที่ทำให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจ (GDP growth contributor) ตดลบนค่อนข้างมาก (-3.6 percentage point) ซึ่งเป็นตัวจุดรั้ง GDP ใน 1Q62 ที่ขยายตัว 2.8%

Figure 6: องค์ประกอบของ GDP และผลต่ออัตราการขยายตัวของ GDP (contribution to growth) ของไทย

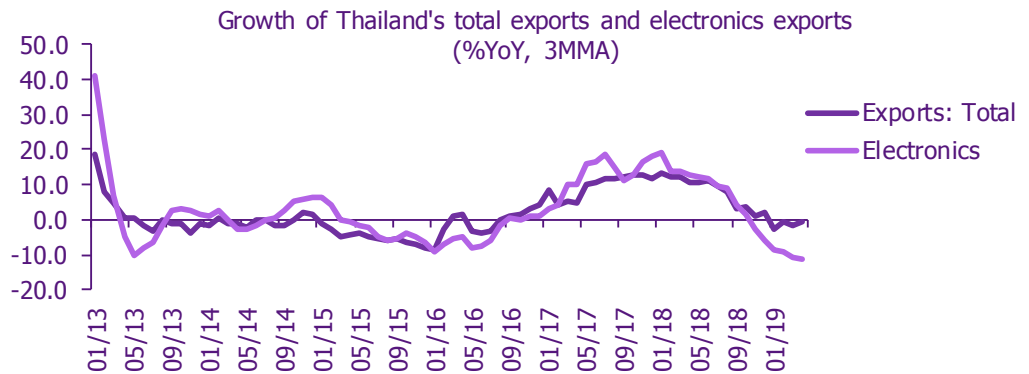


Source: CEIC, NESDB, SCBS Investment Research

การส่งออกที่หดตัวลงมีสาเหตุหลักมาจาก 2 ปัจจัย: การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และสงครามการค้า โดยในเดือนเมษายน มูลค่าการส่งออกหดตัวลง 2.6% YoY โดยกระจุกตัวอยู่ในสินค้าอุตสาหกรรมเป็นหลัก เช่น คอมพิวเตอร์ (-11% YoY) ยานพาหนะและชิ้นส่วน (-4% YoY) เหล็ก (-12.7% YoY) รวมถึงผลิตภัณฑ์การเกษตร เช่น ยาง (-32% YoY) และข้าว (-20% YoY) โดยสินค้าบางอย่างในกลุ่มนี้ (เช่น เหล็ก และชิ้นส่วนรถยนต์) มีรายชื่ออยู่ในกลุ่มสินค้าส่งออกของจีนที่ถูกสหรัฐฯ เรียกเก็บภาษี ส่งผลทำให้มูลค่าการส่งออกสินค้าไทยไปจีนหดตัวลง 5.0% หลังจากหดตัวลง 9.2% ใน 1Q62

เราเชื่อว่าการที่สงครามการค้าแปรเปลี่ยนมาเป็นสงครามด้านเทคโนโลยี มูลค่าการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์จะหดตัวลงมากขึ้น และจะเป็นตัวจุดรั้งอัตราการขยายตัวของการส่งออก (และเศรษฐกิจ) โดยรวมให้ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ในกรณีเลวร้ายที่สหรัฐฯ เรียกเก็บภาษีสินค้านำเข้ากลุ่มสุดท้ายจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อด้านลบเพิ่มเติมต่อเศรษฐกิจ และส่งผลกระทบต่อเชิงลบย้อนกลับมายังการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภายในประเทศ ซึ่งจะจุดรั้งให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของประเทศไทยปรับตัวลดลงสู่ 3.0% ในปีนี้

Figure 7: อัตราเติบโตของการส่งออกโดยรวมและการส่งออกสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ของไทย (% YoY, 3mths MA)



Source: CEIC, NESDB, SCBS Investment Research

องค์ประกอบทางเศรษฐกิจอีกอย่างหนึ่งที่จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยจุดรั้งเศรษฐกิจ คือ การลงทุนภาครัฐ เมื่อวันที่ 28 พฤษภาคม ครม.ประกาศว่าการบังคับใช้งบประมาณปี 2563 จะเลื่อนออกไปจากวันที่ 1 ตุลาคม 2562 เป็นวันที่ 1 มกราคม 2563 ซึ่งจะส่งผลทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนปี 2563 ล่าช้าออกไป และอาจจะส่งผลกระทบต่อโครงการลงทุนใหม่ของภาครัฐบางโครงการ เนื่องจากคาดว่าสภาผู้แทนราษฎรจะอภิปรายร่างพระราชบัญญัติงบประมาณในการประชุมวาระแรกเดือนกันยายน และวาระที่ 2 และ 3 ในเดือนธันวาคม ก่อนที่จะส่งต่อไปให้วุฒิสภาพิจารณา

เราคาดว่า การเลื่อนบังคับใช้งบประมาณจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจใน 4Q62 ทั้งๆ ที่มีพัฒนาการเชิงบวกก่อนหน้านี้จากการที่คณะกรรมการนโยบายการคลังและการเงิน (มีนายกรัฐมนตรีเป็นประธาน) ได้ขยายเพดานหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นจาก 5% ของงบประมาณทั้งหมด (1.5 แสนล้านบาท) สู่ 8% (2.4 แสนล้านบาท) โดยมีวัตถุประสงค์หลักเพื่อเพิ่มงบประมาณสำหรับโครงการรถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน ซึ่งได้รับการจัดสรรงบประมาณเพิ่มขึ้นจาก 1.0 แสนล้านบาท สู่ 1.5 แสนล้านบาท ซึ่งทั้งหมดนี้ ทำให้ GDP ไทยปีนี้ขยายตัวชะลอลงที่ 3.3% และในกรณีเลวร้าย เราคาดว่า GDP ไทยจะขยายตัว 3.0% ต่อปี

Figure 8: กระบวนการจัดทำงบประมาณปี 2563

ปฏิทิน เดือน/ปี	กระบวนการ	ผ่าน/ ล่าช้า
ก.ย. 61	ครม.อนุมัติกรอบงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2563	ผ่าน
ต.ค. 61	องค์การบริหารส่วนจังหวัดและองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นจัดทำแผนงบประมาณและส่งให้สำนักงานงบประมาณ	ผ่าน
พ.ย.-ธ.ค. 61	สำนักงานงบประมาณตั้งเป้าหมายงบประมาณและนโยบาย และส่งให้กรม.พิจารณาอนุมัติ/ครม.อนุมัติ	ผ่าน
ธ.ค. 61-ม.ค. 62	กระทรวงการคลัง ธนาคารแห่งประเทศไทย สภาพัฒนาฯ และสำนักงานงบประมาณ จัดทำสมมติฐานทางเศรษฐกิจและโครงสร้างงบประมาณ เพื่อให้กรม.พิจารณาอนุมัติ/ครม.อนุมัติ	ผ่าน
ม.ค. 62	จัดทำงบประมาณรายจ่ายกระทรวง และส่งข้อเสนองบประมาณเบื้องต้น	ผ่าน
ม.ค.-เม.ย. 62	สำนักงานงบประมาณกำหนดเพดานงบประมาณรายจ่าย โดยรวมสำหรับแต่ละกระทรวง ส่งข้อเสนอของงบประมาณรายจ่ายกระทรวงครั้งที่สอง สอดคล้องกับเพดานงบประมาณ	ผ่าน
พ.ค. 62	สรุปงบประมาณรายจ่าย และส่งให้กรม.พิจารณาอนุมัติ ครม.อนุมัติ	ล่าช้า*
มิ.ย. 62	นายกรัฐมนตรีเสนองบประมาณให้สภาผู้แทนราษฎรพิจารณา การพิจารณางบประมาณวาระแรก	เลื่อนเป็นเดือนก.ย. 62**
ก.ค.-ส.ค. 62	คณะกรรมการด้านงบประมาณฝั่งสภาผู้แทนราษฎร ทบทวนข้อเสนอของรัฐบาล พิจารณางบประมาณวาระที่สองและสาม	เลื่อนเป็นเดือนธ.ค. 62**
ก.ย. 62	วุฒิสภาโหวตผ่านหรือไม่ผ่าน งบประมาณหลังจากอภิปรายเป็นเวลา 2 วัน งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2563 ผ่านความเห็นชอบจากรัฐสภา และนำขึ้นทูลเกล้าฯ ถวายพระบาทสมเด็จพระเจ้าอยู่หัวทรงลงพระปรมาภิไธย	เลื่อนเป็นเดือนธ.ค. 62**
ต.ค. 62	เริ่มปีงบประมาณใหม่	เลื่อนเป็นเดือนม.ค. 63**

*มติครม. เมื่อวันที่ 1 พ.ค. 62

**มติครม. เมื่อวันที่ 28 พ.ค. 62 ประกาศว่าการผ่านงบประมาณประจำปี 2563 จะเลื่อนออกไปจากวันที่ 1 ต.ค. 2562 เป็นวันที่ 1 ม.ค. 2563 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกรเบิกจ่ายงบประมาณรายจ่าย (ลงทุน) ปี 2563

***ตั้งงบประมาณรายจ่ายประจำปี 2563 ที่ 3 ล้านล้านบาท โดยตั้งเป็นขาดดุลงบประมาณ 4.5 แสนล้านบาท (ประมาณ -3.0% ของ GDP); 79% เป็นรายจ่ายประจำ (-6.2% YoY), 21% เป็นรายจ่ายลงทุน (19.7% YoY)

Source: www.cabinet.soc.go.th, SCBS Investment Research

Figure 9: คาดการณ์เศรษฐกิจไทย

องค์ประกอบ (% YoY)	ปี 2561	เม.ย. 2562	มิ.ย. 2562 (EIC*)	มิ.ย. 2562 (SCBS**)
GDP	4.1	3.6	3.3	3.0
การอุปโภคบริโภคภาคเอกชน	4.6	3.5	3.5	3.3
การลงทุนภาคเอกชน	3.9	3.8	3.5	3.1
การอุปโภคบริโภคภาครัฐ	1.8	2.8	2.8	2.8
การลงทุนภาครัฐ	3.3	6.4	6.4	5.0
มูลค่าการส่งออก	7.2	2.7	0.6	-2.0
จำนวนนักท่องเที่ยว	7.5 (39.7 ล้าน)	6.3 (40.7 ล้าน)	4.5 (40.0 ล้าน)	4.0 (39.8 ล้าน)
มูลค่าการนำเข้า	14.3	3.2	0.7	-1.9
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป	1.1	0.9	0.9	0.8
อัตราแลกเปลี่ยนบาท/ดอลลาร์ (เฉลี่ย)	32.3	31.5	31.5	31.3

*ตัวเลขคาดการณ์ของ SCBS อ้างอิงประมาณการของ EIC

**ตัวเลขคาดการณ์ของ SCBS อ้างอิงกรณีเลวร้ายของสงครามการค้า
Source: NESDB, SCB EIC, SCBS Investment Research

ท้ายสุด เราวิเคราะห์ผลกระทบของสงครามการค้าต่อเศรษฐกิจและ performance ของสินทรัพย์เพื่อการลงทุน ในด้านเศรษฐกิจ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าน้อยกว่าเศรษฐกิจจีน เนื่องจากสหรัฐฯ พึ่งพาการค้ากับจีนน้อยกว่าที่จีนพึ่งพาการค้ากับสหรัฐฯ ในขณะที่เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าอย่างมาก เนื่องจากการส่งออกคิดเป็นสัดส่วนมากที่สุดของเศรษฐกิจ (65% ของ GDP) ดังนั้นการส่งออกที่หดตัวลงโดยมีสาเหตุมาจากสงครามการค้าจึงมีผลกระทบต่อ GDP

ในด้านตลาดหุ้นทั่วโลก เราเชื่อว่าตลาดหุ้นทั่วโลกมีโอกาสที่จะปรับตัวลงต่อในกรณีพื้นฐาน และกรณีเลวร้าย แต่ความเสี่ยง downside มีจำกัด เนื่องจาก valuation ปัจจุบันไม่แพง ตลาดหุ้นในสหรัฐฯ และจีน มีโอกาสที่จะปรับตัวลดลงอีก 8-11% ในขณะที่ตลาดหุ้นไทยจะแข็งแกร่งกว่า โดยมีความเสี่ยงที่จะปรับตัวลดลง 4% จากระดับปัจจุบัน

ในด้านอัตราดอกเบี้ย เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate จะยังคงอยู่ที่ระดับปัจจุบันที่ 2.25-2.50% ตลอดช่วงเวลาที่เหลือของปีนี้ในกรณีพื้นฐาน เนื่องจากผลกระทบต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในสถานการณ์กลางๆ (Moderate case) มีน้อยมาก อย่างไรก็ตาม ในกรณีเลวร้าย ผลกระทบต่อเศรษฐกิจจะมีมากขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบเชิงลบย้อนกลับจากเศรษฐกิจโลกชะลอตัว (โดยเฉพาะจีน) ซึ่งจะกดดันให้เฟดต้องลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างน้อย 50 bps เพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจอย่างมีนัยสำคัญ

ด้วยสมมติฐานเหล่านี้ ผลกระทบต่อผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐฯ จะเกิดขึ้นดังนี้ ในกรณีที่ดีที่สุด คือ สหรัฐฯ กับจีนสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้าร่วมกันได้ ผลตอบแทนพันธบัตรทั้งระยะสั้น (อายุ 2 ปี) และระยะยาว (อายุ 10 ปี) จะฟื้นตัวกลับขึ้นมาเข้าใกล้ระดับสิ้นปี 2561 (ใช้สมมติฐานว่าอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลงเพียงเล็กน้อย และเงินเฟ้อต่ำ) ในกรณีพื้นฐาน เราเชื่อว่าผลตอบแทนพันธบัตรจะฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อย เนื่องจากระดับปัจจุบันสะท้อน (price in) โอกาสที่สงครามการค้าจะยกระดับความรุนแรงไปเรื่อยๆ แล้ว ส่วนในกรณีเลวร้าย ผลตอบแทนพันธบัตรทั้งอายุ 2 ปี และ 10 ปี จะลดลง ตามอัตราดอกเบี้ย Fed funds rate

ประการสุดท้าย สำหรับราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบและราคาทองคำจะลดลงในกรณีพื้นฐาน และกรณีเลวร้าย แต่ราคาน้ำมันจะลดลงมากกว่าราคาทองคำ โดยเฉพาะในกรณีเลวร้าย เนื่องจากสงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจลดลง และจะส่งผลกระทบต่อเนื้อทำให้ความต้องการน้ำมันลดลง ในสถานการณ์รุนแรง เราเชื่อว่าราคาทองคำ (แม้จะลดลงจากเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอตัว) จะปรับตัวเพิ่มขึ้นปานกลาง เนื่องจากจัดเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย รวมถึงมีความต้องการทองคำมากขึ้นจากธนาคารกลางหลายแห่ง

Figure 10: Performance ตลาดหุ้น

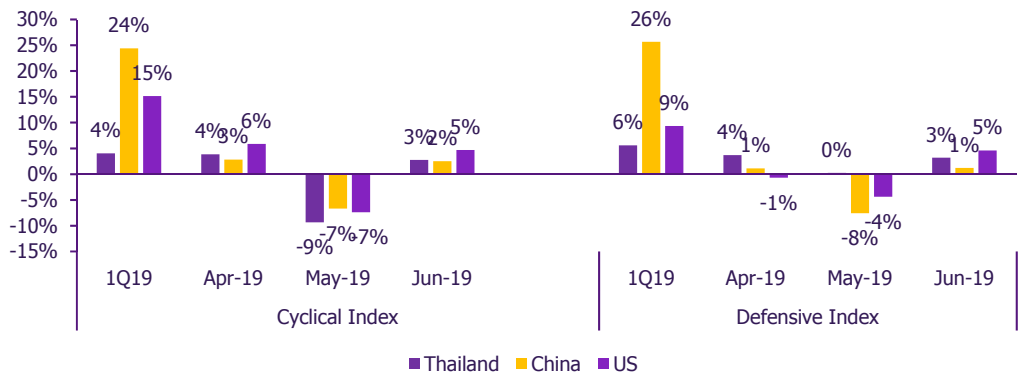
ตัวแปรเศรษฐกิจ/ตลาด	ปี 2561	ปัจจุบัน (13 มิ.ย. 62)	ปี 2562		
			กรณีที่ดีที่สุด	กรณีพื้นฐาน	กรณีเลวร้าย
ความน่าจะเป็น	N/A	N/A	20%	50%	30%
GDP โลก(%YoY)	3.6	N/A	3.3	3.2	3.0
GDP สหรัฐฯ (%YoY)	2.9	3.2	2.3	2.2	2.0
GDP จีน (%YoY)	6.6	6.4	6.3	6.1	5.9
GDP ไทย (%YoY)	4.1	2.8	3.6	3.3	3.0
S&P's 500 eoy	2,507	2,880	3,000	2,640	2,400
CSI300 eoy	3,010	3,685	3,756	3,300	2,970
SET eoy	1,564	1,674	1,650	1,600	1,550
FFR (%)	2.38	2.38	2.38	2.38	1.88
US10YY (%) eoy	2.77	2.11	2.73	2.4	2.0
US2YY (%) eoy	2.63	1.86	2.53	2.2	1.9
2-10 (%) eoy	0.14	0.25	0.2	0.2	0.1
ราคาน้ำมันเบรนท์เฉลี่ย (US\$/bl.)	71.8	59.91	70	65	55
ราคาทองคำเฉลี่ย (US\$/Oz.)	1,268	1,340	1,351	1,298	1,250

Source: SCBS Investment Research

หุ้นวัฏจักร underperform ใน 2Q62 จากสถานการณ์ดั้งเครียดทางการค้าที่ไม่คาดคิด

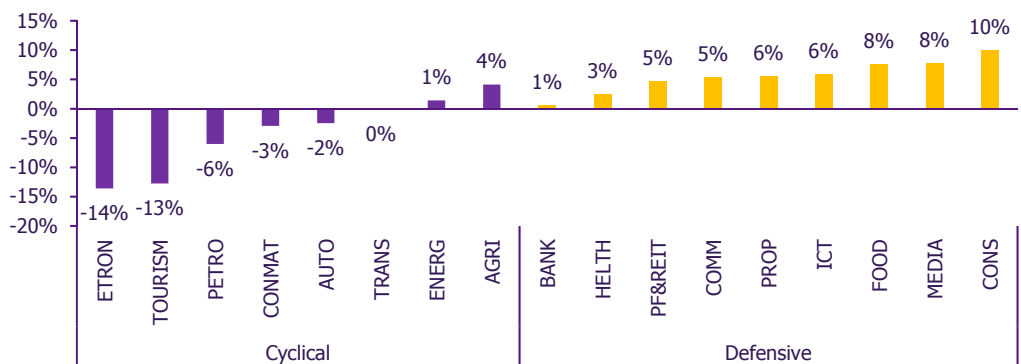
การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่สะดุดลงอย่างไม่คาดคิดตอนต้นเดือนพฤษภาคม 2562 ส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลงแรง และเกิดความหวาดกลัวว่าจะมีสงครามด้านเทคโนโลยีเกิดขึ้น ดัชนีหุ้นวัฏจักร (cyclical index, ไม่รวมกลุ่มการเงิน) ของตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง 9% ในเดือนพฤษภาคม 2562 ตามการปรับตัวลดลงของตลาดหุ้นจีน (-7%) และสหรัฐฯ (-7%) ในทางกลับกัน ดัชนีหุ้นตั้งรับ หรือหุ้นปลอดภัย (defensive index) ปรับตัวขึ้นได้ดีในเดือนพฤษภาคม-มิถุนายน 2562 เพราะกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง นักลงทุนเปลี่ยนมาขึ้นชอกลุ่มหุ้นปลอดภัยท่ามกลางสถานการณ์ดั้งเครียดทางการค้าที่คลุมเครือ ดังนั้นกลุ่มปีโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (-6%), กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (-14%), กลุ่มท่องเที่ยว (-13%) และกลุ่มยานยนต์ (-2%) จึงปรับตัวลดลงมากผิดปกติใน 2Q62 จนถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 12 มิถุนายน) ในขณะที่หุ้นที่อิงกับปัจจัยในประเทศและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี เช่น กลุ่มพาณิชย์ (+5%), กลุ่มการแพทย์ (+3%), กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (+6%), กลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง (+10%), กลุ่ม ICT (+6%) และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT (+5%) ยังสามารถปรับตัวขึ้นได้ดี

Figure 11: หุ้นตั้งรับ (หรือหุ้นปลอดภัย) outperform หุ้นวัฏจักรใน 2Q62



Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 12: Performance รายการอุตสาหกรรม (1 เม.ย.-12 มิ.ย. 2562)

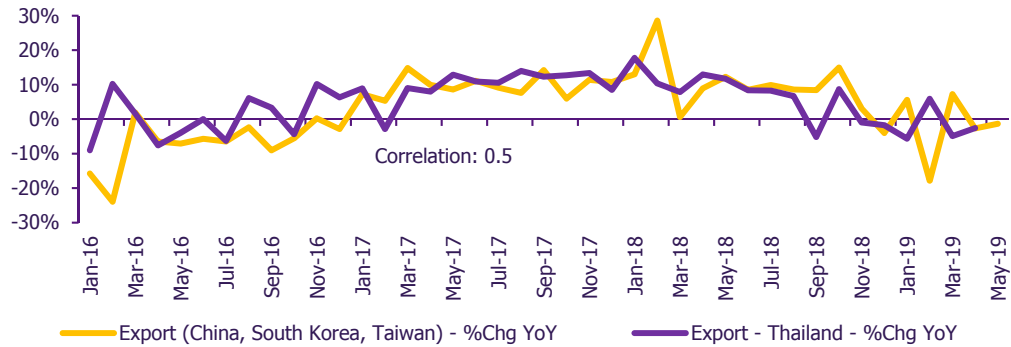


Source: Stock Exchange of Thailand, SCBS Investment Research

การส่งออกที่อ่อนแอและการลงทุนภาครัฐที่ล่าช้าจะสร้างแรงกดดันต่อ GDP ใน 2H62

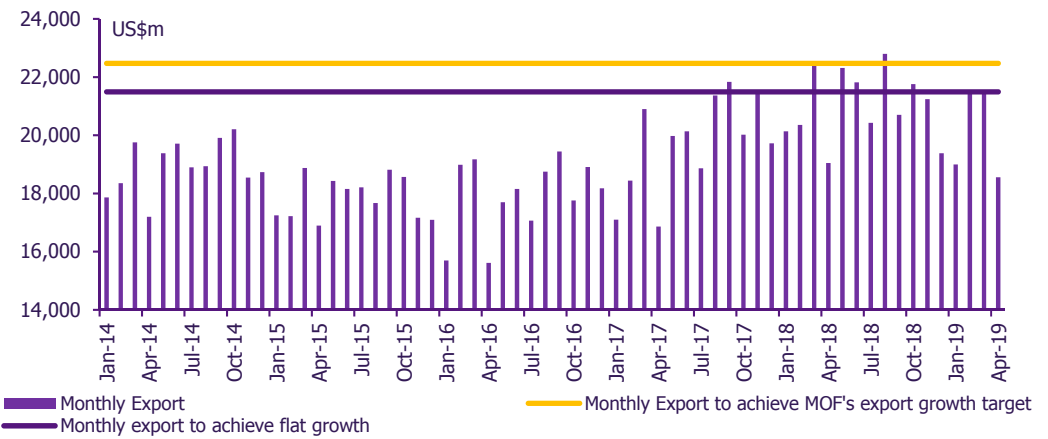
ในเดือนพฤษภาคม มูลค่าการส่งออกของเกาหลีลดลง 9.4% YoY และมูลค่าการส่งออกของไต้หวันลดลง 4.8% YoY ต่ำกว่าคาด 3% โดยเฉลี่ย ในขณะที่จีนรายงานมูลค่าการส่งออกเติบโตสูงกว่าคาดที่ 1.1% โดยมีสาเหตุมาจากการแข็งค่าขึ้นอย่างมากของเงินหยวนและการเร่งส่งออก มูลค่าการนำเข้าของสามประเทศนี้ปรับตัวลดลง 7% YoY ในเดือนพฤษภาคม 2562 ซึ่งชี้ให้เห็นว่าอุปสงค์ทั่วโลกยังคงอ่อนแอ ทำให้แนวโน้มการส่งออกของไทยเผชิญกับความท้าทายมากขึ้น โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากสถานการณ์ดั้งเครียดทางการค้ารุนแรงมากขึ้น ปัจจุบันเรารู้สึกว่าตัวเลขคาดการณ์การส่งออกของกระทรวงการคลัง (3.4%) และธนาคารแห่งประเทศไทย (3.1%) เป็นตัวเลขในด้านสูงเกินไปเมื่อเทียบกับฐานสูงของปีก่อน ทำให้มีความเสี่ยงที่จะมีการปรับประมาณการ GDP ลดลง ทั้งนี้จากการคำนวณของเรา มูลค่าการส่งออกจะต้องอยู่ที่ 2.24-2.25 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน (ใกล้กับสถิติสูงสุดรายเดือนที่ 2.28 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยใน 4M62 อยู่ 7%) ในช่วงที่เหลือของปีนี้ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลกระทบต่อ EPS ของ SET มีจำกัด เนื่องจากกลุ่มอุตสาหกรรมเปราะบางหลักๆ อย่างอิเล็กทรอนิกส์ และยานยนต์ (เกือบ 25% ของมูลค่าการส่งออก) คิดเป็นสัดส่วนไม่ถึง 2% ของกำไรทั้งหมด ความท้าทายอีกอย่างหนึ่ง คือ การบังคับใช้งบประมาณประจำปี 2563 คาดว่าจะเลื่อนออกไป 3-4 เดือน เนื่องจากกรอบวงเงินงบประมาณรายจ่ายปี 2563 จำนวน 3.2 ล้านล้านบาทที่เห็นชอบโดยรัฐบาลชุดก่อนจะต้องถูกทบทวนโดยรัฐบาลผสมชุดใหม่ งบประมาณปี 2563 ที่เลื่อนออกไปจากเดิม 3 เดือน จะส่งผลทำให้การใช้จ่ายลงทุนล่าช้าออกไป และส่งผลกระทบต่อโครงการลงทุนใหม่ของภาครัฐบางโครงการในระยะสั้น แต่หมายความว่ารัฐบาลจะเร่งการใช้จ่ายในปี 2563

Figure 13: ค่าสหสัมพันธ์ (correlation) ระหว่างการส่งออกของภูมิภาคเอเชียเหนือกับการส่งออกของไทย



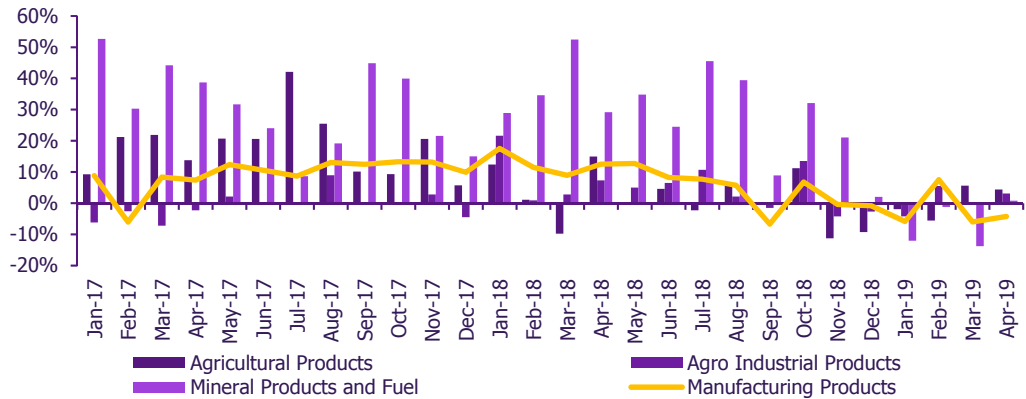
Source: Ministry of Commerce, CEIC

Figure 14: การทำให้มูลค่าการส่งออกเดิมโตถึงเป้าเป็นงานที่ค่อนข้างท้าทาย



Source: SCBS Investment Research, Ministry of Commerce, Ministry of Finance

Figure 15: การส่งออกสินค้าอุตสาหกรรมปรับตัวลดลง

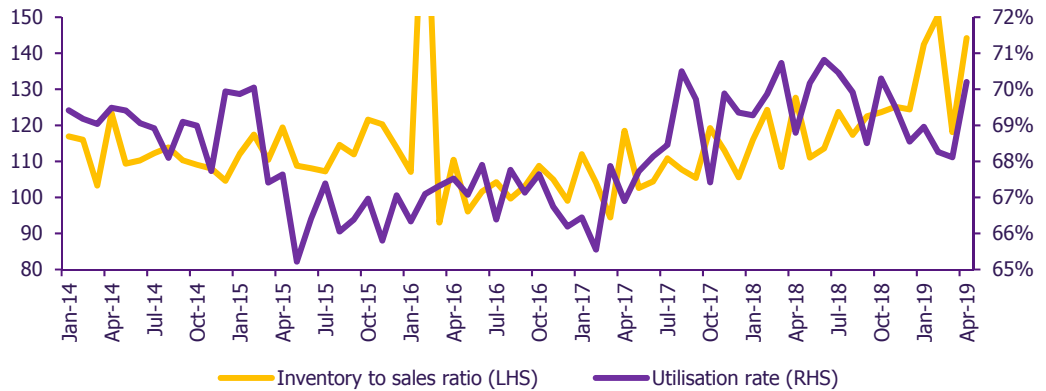


Source: Ministry of Commerce

สินค้าคงคลังอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน แต่อุปสงค์ต่ำ

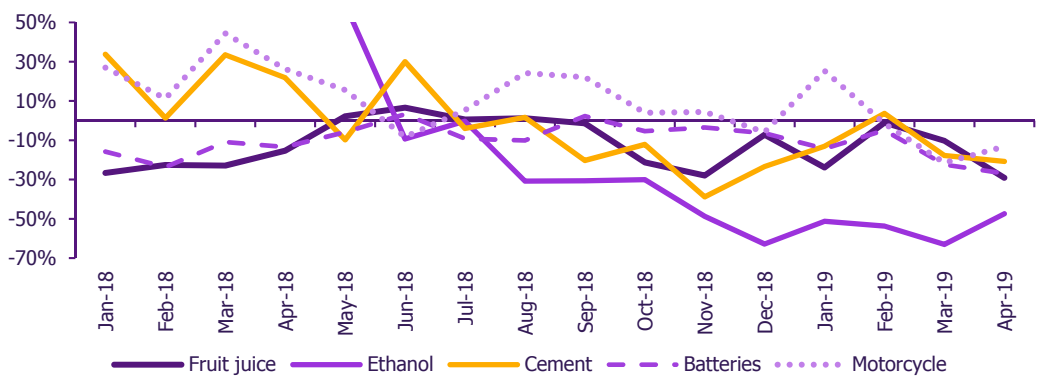
อัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขายของประเทศไทยเพิ่มขึ้น 13% YoY ในเดือนเมษายน 2562 ยอดจัดส่งสินค้าเพิ่มขึ้น (+2% YoY) ในอัตราที่น้อยกว่าสินค้าสำเร็จรูปคงคลัง (+14% YoY) ส่งผลทำให้อัตราส่วนดังกล่าวปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน อัตราการใช้กำลังการผลิตก็เพิ่มขึ้นสู่ 70.2% ในเดือนเมษายน 2562 สูงที่สุดนับตั้งแต่เดือนตุลาคม 2561 และทรงตัวอยู่ในระดับสูงของกรอบระยะเวลา 5 ปี บริษัทไทยไม่ได้เตรียมพร้อมรับมือกับภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้า เราจึงเชื่อว่าบริษัทไทยจำเป็นต้องบริหารสินค้าคงคลังอย่างมีประสิทธิภาพท่ามกลางความไม่แน่นอนจากภายนอกประเทศ แรงกดดันจากสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้น รวมถึงตัวชี้วัดที่อ่อนแอในเชิงเปรียบเทียบสำหรับคำสั่งซื้อใหม่ ชี้ให้เห็นว่าภาวะชะลอตัวจะเกิดขึ้นต่อไปจนถึงปลายปี 2562 จนกระทั่งสินค้าคงคลังลดลงสู่ระดับที่เหมาะสมมากขึ้น อัตราการเติบโตของผลผลิตที่ชะลอตัวลงมีแนวโน้มที่จะเป็นตัวถ่วง GDP และการเติบโตของกำไรของบริษัทจดทะเบียน รวมถึงสร้างความเสี่ยงขาดต่อตลาดในระยะสั้น ทั้งนี้เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่ม พบว่าผลิตภัณฑ์อาหาร (น้ำมันพืช น้ำตาล), เครื่องดื่ม (กาแฟพร้อมดื่ม เครื่องดื่มชูกำลัง), สิ่งทอและเครื่องนุ่งห่ม, คอมพิวเตอร์และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ มีอัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขายสูงขึ้น ส่งผลให้ภาพในระยะสั้นอาจจะไม่สดใสมากนัก ในทางกลับกัน เอทานอล น้ำมัน ปูนซีเมนต์ แบตเตอรี่ รถจักรยานยนต์ กำลังเผชิญกับสถานการณ์ที่สินค้าคงคลังปรับลดลงและยอดขายเพิ่มขึ้นซึ่งเรามองว่าเป็นภาพบวกในระยะสั้น

Figure 16: อัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง เช่นเดียวกับอัตราการใช้กำลังการผลิต



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 17: Bright spot – สินค้าคงคลังลดลง และยอดขายเพิ่มขึ้น

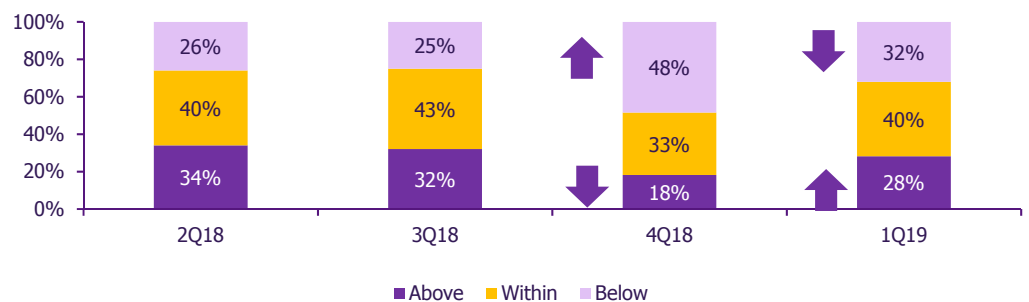


Source: CEIC, SCBS Investment Research

การปรับลดประมาณการกำไรดูเหมือนจะสิ้นสุดลงแล้ว

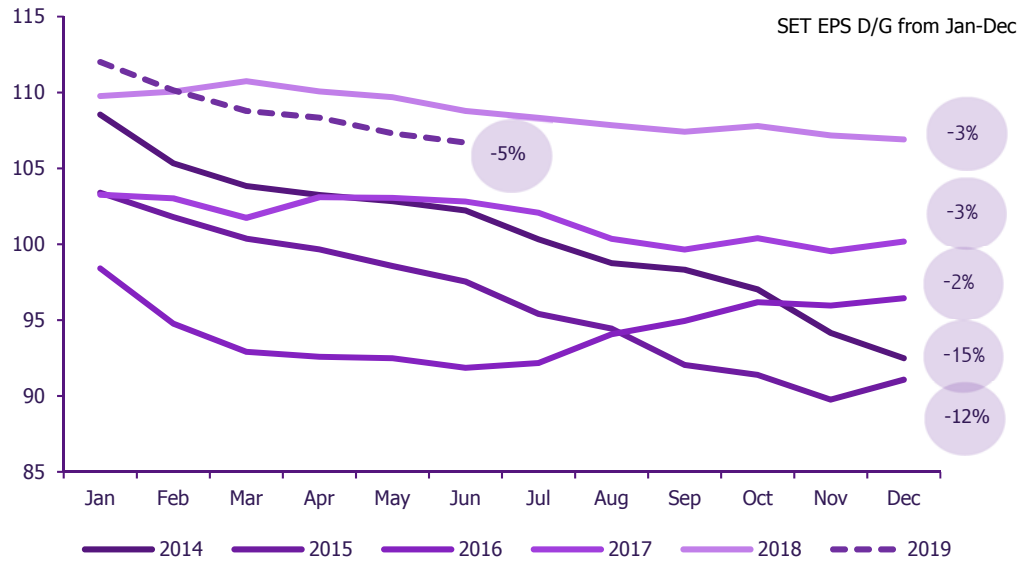
บริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราระมาณ 32% รายงานกำไรสุทธิต่ำกว่าคาดใน 1Q62 (เทียบกับ 48% ใน 4Q61) ในขณะที่ 28% รายงานกำไรดีกว่าคาด (เทียบกับ 18% ใน 4Q61) ส่งผลให้นักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณกำไรของบริษัทจดทะเบียนลดลง 2% ใน 2Q62 จนถึงปัจจุบัน (และ 2.8% ใน 1Q62) เราเชื่อว่านักวิเคราะห์มีมุมมองระยะยาวมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตในปี 2562 ท่ามกลางสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่จะเห็นการปรับประมาณการกำไรลดลงมากถ้าสถานการณ์ดึงเครียดทางการค้าคลี่คลายใน 2H62 ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการของนักวิเคราะห์ในตลาด เราพบความไม่เข้ากันระหว่างแนวโน้มอุตสาหกรรมกับการปรับประมาณการกำไรอยู่บ้าง เราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรในกลุ่มยานยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของกลุ่มเหล่านี้อ่อนตัวลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจะเห็นการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในกลุ่มพาณิชย์ บริการรับเหมาก่อสร้าง และการแพทย์ โดยได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มที่ดีขึ้น และนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดใหม่ใน 2H62

Figure 18: กำไรสุทธิ 1Q62 ออกมาต่ำกว่าคาด แต่ปรับตัวดีขึ้นจาก 4Q61



Source: Stock Exchange of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 19: แนวโน้มการปรับประมาณการกำไรของ SET โดยนักวิเคราะห์ในตลาด



Source: Stock Exchange of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 20: การปรับประมาณการกำไรแยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, Stock Exchange of Thailand, SCBS Investment Research

รัฐบาลผสมเผชิญความท้าทาย

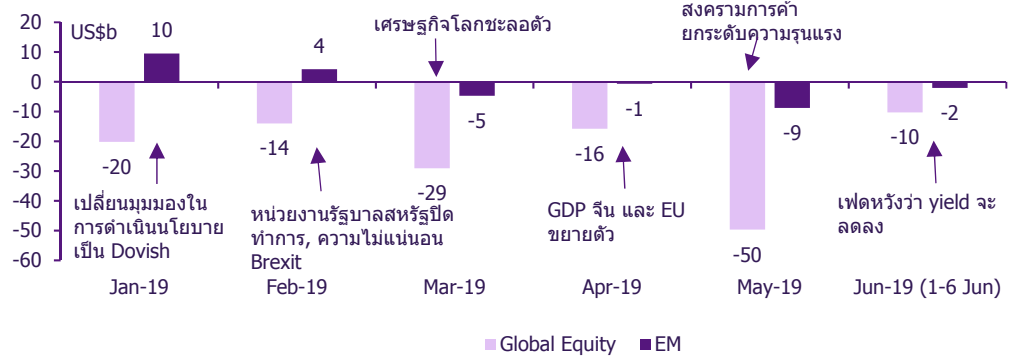
พล.อ.ประยุทธ์ จันทร์โอชา กลับมาเป็นนายกรัฐมนตรีจากการเลือกตั้งหลังจากอยู่ในวาระนายกรัฐมนตรีรักษาการมานาน 5 ปีนับตั้งแต่รัฐประหารปี 2557 การเปลี่ยนผ่านรัฐบาลอย่างราบรื่นจะส่งผลดีต่อภาคธุรกิจในแง่ที่ทำให้ความไม่แน่นอนทางการเมืองสิ้นสุดลงในระยะสั้น มีโอกาสสูงมากที่นโยบายเศรษฐกิจจากรัฐบาลชุดก่อนจะดำเนินต่อเนื่อง โดยเฉพาะโครงการขนาดใหญ่ ซึ่งประกอบด้วยโครงการรถไฟฟ้าทางคู่ (5.2 หมื่นล้านบาท), ท่าเรือ (1.77 แสนล้านบาท), ท่าอากาศยาน (3.54 แสนล้านบาท), โครงสร้างพื้นฐานด้านดิจิทัลเพื่อรองรับนโยบายการพัฒนาระเบียงเศรษฐกิจภาคตะวันออก (EEC) ส่งผลทำให้ตลาดหุ้นตอบรับเชิงบวก อย่างไรก็ตาม รัฐบาลผสมขาดเสถียรภาพ เนื่องจากประกอบด้วยพรรคการเมือง 20 พรรค โดยแต่ละพรรคต่างมีวาระของตัวเอง ทำให้จำเป็นต้องเจรจากันอย่างต่อเนื่อง และยากที่จะได้ข้อสรุปที่เห็นพ้องร่วมกันในแง่การบริหารและนิติบัญญัติ นอกจากนี้รัฐบาลใหม่ยังจะเผชิญกับความยากลำบากในการสร้างความสมดุลในผลประโยชน์ของพรรคการเมืองร่วมรัฐบาลแต่ละพรรคซึ่งมีนโยบายหาเสียงที่หลากหลายในช่วงเลือกตั้ง เช่น กัญชาเสรี และโครงการลดหนี้สินค้าเกษตร เราเชื่อว่าความเสี่ยงทางการเมืองมีมากขึ้น แต่ยังเร็วเกินไปที่จะระบุว่ารัฐบาลใหม่จะมีอายุสั้น

เงินทุนไหลเข้าเพราะ MSCI ปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนหุ้นไทย และได้รัฐบาลจากการเลือกตั้ง

ใน 2Q62 ถึงปัจจุบัน SET ปรับตัว outperform ดัชนีตลาดหุ้นเอเชียและตลาดเกิดใหม่อยู่ 7% และ 5% ตามลำดับ โดยได้รับการสนับสนุนจากสถานการณ์การเมืองที่ปรับตัวดีขึ้นและกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศที่แข็งแกร่ง ตลาดหุ้นทั่วโลกเผชิญกับภาวะเงินทุนไหลออกติดต่อกัน 5 เดือน และเมื่อเหตุการณ์เคลื่อนไหวของเงินลงทุนพบว่า ประเทศไทยเผชิญกับสถานการณ์เงินทุนไหลออกจากกองทุน ETF สหพันธ์ระหว่างเดือนธันวาคม 2561 ถึงเดือนพฤษภาคม 2562 เนื่องจากสถานการณ์การเมืองเริ่มมีความชัดเจนหลังจากรัฐประหารซึ่งบดบังจิตใจเข้าร่วมรัฐบาลผสมที่มีพรรคพลังประชาชนเป็นแกนนำ พร้อมกับมีการ rebalance หุ้นที่คำนวณดัชนี MSCI นักลงทุนต่างชาติจึงกลับเข้ามา และมียอดซื้อสุทธิจำนวน 1.08 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในตลาดหุ้นไทย, 58 ล้านดอลลาร์สหรัฐในกองทุน ETF ในประเทศไทย และ 2.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐในตลาดตราสารหนี้ นับตั้งแต่วันที่ 28 พฤษภาคม ซึ่งชี้ให้เห็นว่าความกังวลที่มีต่อสถานการณ์การเมืองปรับตัวลดลงและ

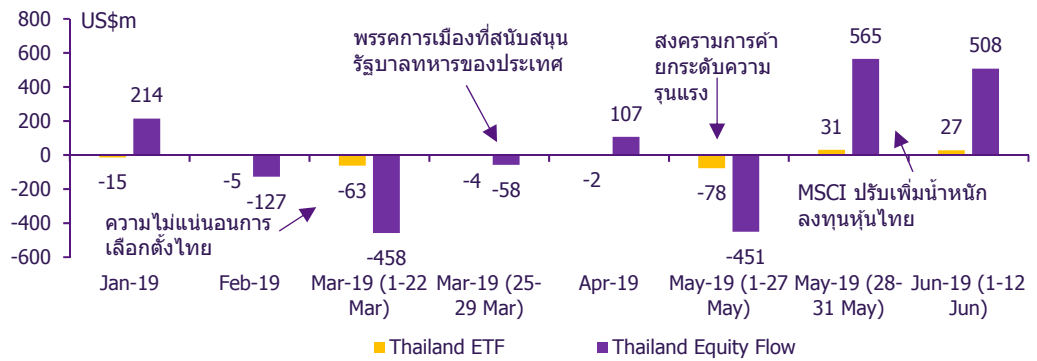
ตอนนี้ก็นักลงทุนต่างชาติก็กลับมาให้ความสำคัญกับความมีเสถียรภาพของประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยมีเงินดอลลาร์ที่เดินสะพัดจำนวนมาก และมีทุนสำรองมากพอ พร้อมกับรากฐานที่มั่นคง

Figure 21: ตลาดหุ้นทั่วโลกเผชิญกับภาวะเงินทุนไหลออก



Source: EPFR Global, SCBS Investment Research

Figure 22: ตลาดหุ้นไทยเหมือนปลาได้น้ำใหม่

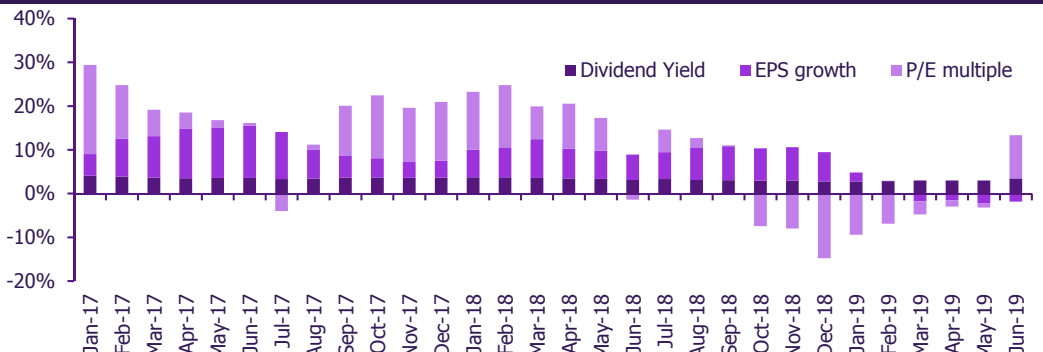


Source: Stock Exchange of Thailand, SCBS Investment Research

ผลตอบแทนได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก sentiment ไม่ใช่ปัจจัยพื้นฐาน

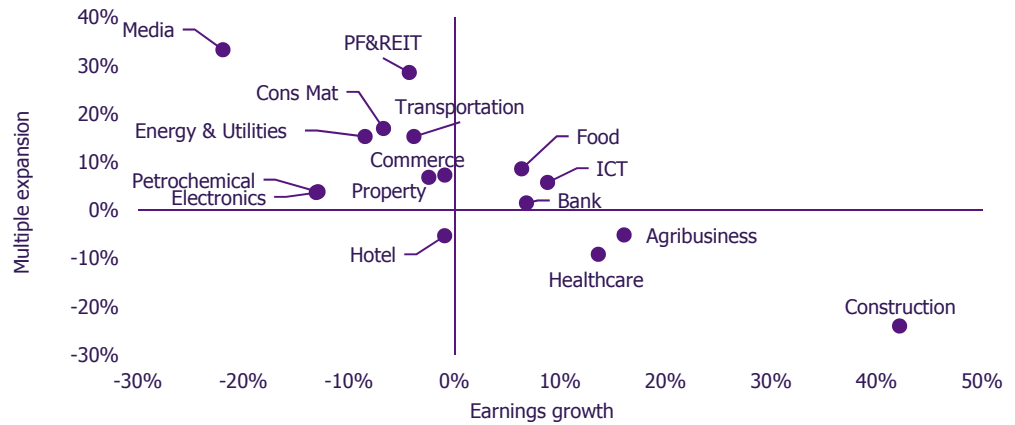
ใน 2Q62 ถึงปัจจุบัน ผลตอบแทนรวมของ SET เพิ่มขึ้น 3% และเพิ่มขึ้น 3.2% ในเดือนมิถุนายนเพียงเดือนเดียว ผลตอบแทนของเดือนมิถุนายนส่วนใหญ่ได้แรงหนุนจาก sentiment ระยะสั้น และเงินทุนไหลเข้า ไม่ใช่กำไร เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรยังคงชะลอตัว ทั้งนี้เมื่อดูเป็นรายกลุ่ม ผลตอบแทนส่วนใหญ่ในกลุ่มสื่อ, กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT, กลุ่มสาธารณูปโภค, กลุ่มวัสดุก่อสร้าง และกลุ่มขนส่ง เกิดจาก valuation ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กลุ่มการแพทย์ และกลุ่มบริการรับเหมาก่อสร้าง เผชิญกับการปรับลดการประเมินมูลค่าหุ้นหรือ valuation (de-rating) อย่างไรก็ตาม การเติบโตของกำไรเป็นปัจจัยที่สนับสนุนให้มีการปรับเพิ่ม valuation (re-rating) ของกลุ่มอาหาร กลุ่ม ICT และกลุ่มธนาคาร

Figure 23: องค์ประกอบของผลตอบแทน



Source: SCBS Investment Research

Figure 24: องค์ประกอบของผลตอบแทนแยกรายกลุ่มอุตสาหกรรม

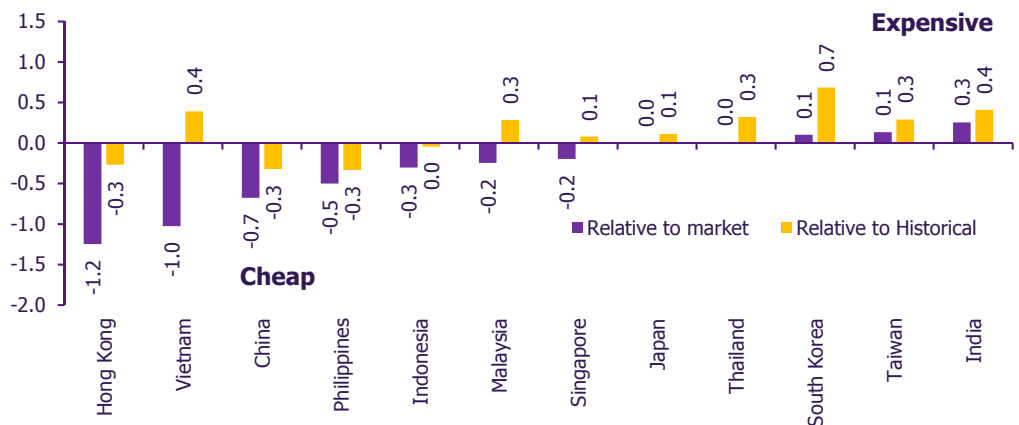


Source: SCBS Investment Research

Valuation อยู่ในระดับที่เหมาะสม

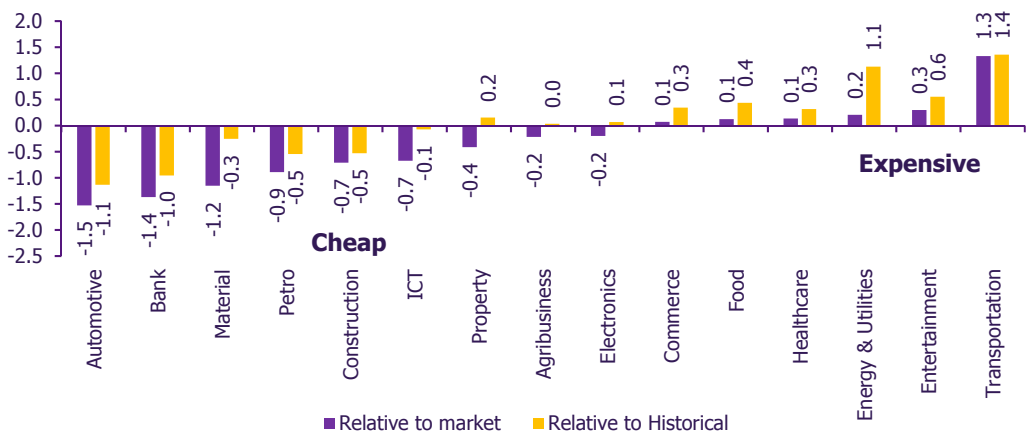
เมื่อดูจาก valuation scorecard รายประเทศ ซึ่งอ้างอิง P/E, P/BV, ผลตอบแทนจากเงินปันผล และ EV/EBITDA เปรียบเทียบกับค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยระยะยาว ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะซื้อขายที่มูลค่าเหมาะสมแล้วที่ P/E 15 เท่า, P/BV 1.8 เท่า และ EV/EBITDA 10 เท่า บน valuation scorecard ของภูมิภาคเอเชีย เมื่อเทียบกับตลาดอื่นๆ โดยสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในอดีตอยู่เล็กน้อย เมื่อดูเป็นรายกลุ่ม พบว่ากลุ่มสาธารณูปโภค กลุ่มบันเทิง และกลุ่มขนส่ง ดูแพงเมื่อเทียบกับค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยในอดีต เราคาดว่าจะเห็นการปรับตัวลดลงในระยะสั้น และการเปลี่ยนกลุ่มเล่น (sector rotation) ออกจากกลุ่มเหล่านี้ กลุ่มธนาคาร กลุ่มปิโตรเคมี และกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ดูถูกในเชิงเปรียบเทียบ ส่งผลทำให้เราคาดว่าจะเห็นการปรับตัวขึ้นในระยะสั้น

Figure 25: Valuation scorecard เทียบกับค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยในอดีต



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 26: Valuation scorecard รายกลุ่มอุตสาหกรรม เทียบกับค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยในอดีต

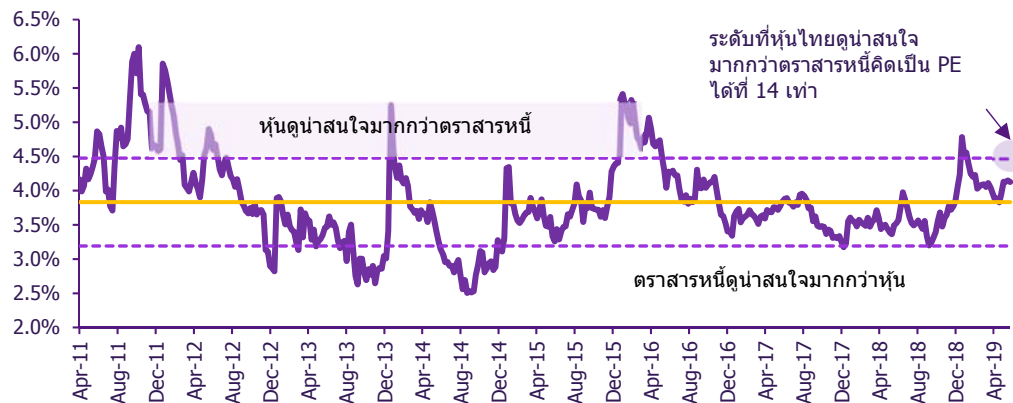


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ทั้ง downside และ upside มีจำกัด; เป้าหมายของ SET อยู่ในช่วง 1,700-1,750 จุด

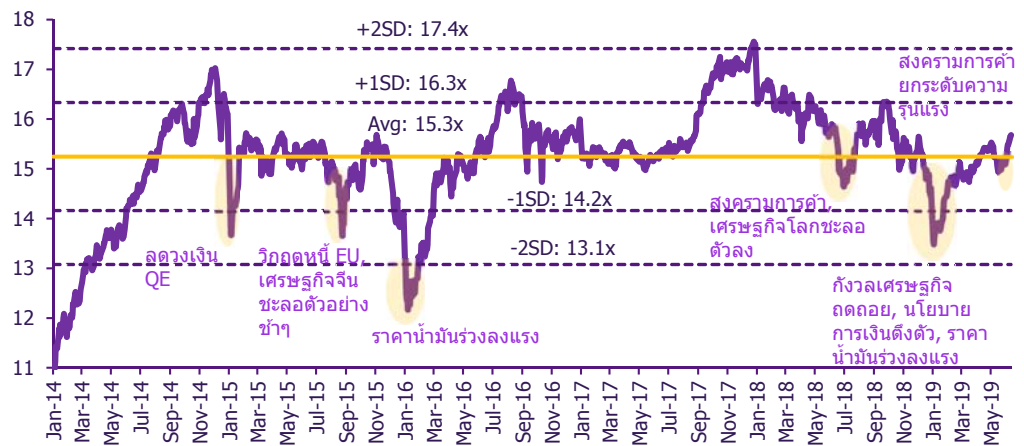
เราแนะนำให้รอส่วนเพื่อความปลอดภัย (margin of safety) ปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเข้าซื้อหุ้นไทยท่ามกลางสถานการณ์ที่มีความไม่แน่นอนสูงมากในช่วงที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวและมีโอกาสที่สงครามการค้าจะทวีความรุนแรงมากขึ้นโดยไม่คาดคิด เราไม่คิดว่าตลาดจะปรับตัวลดลงมาสู่จุดต่ำสุดในเดือนกรกฎาคม 2561 ที่ 1,600 จุด และเดือนธันวาคม 2561 ที่ 1,550 จุด เนื่องจากสถานการณ์ในตอนนี้ดูดีขึ้นมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากความคาดหวังมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจากรัฐบาลใหม่ และการเปลี่ยนมุมมองในการดำเนินนโยบายการเงินเป็นการผ่อนคลาย (dovish) โดยธนาคารกลางหลักๆ ซึ่งหมายความว่า SET จะมี downside จำกัด เนื่องจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังไม่คลี่คลาย ดังนั้นจึงมีสัญญาณว่าเศรษฐกิจจะชะลอตัวลงอีก ซึ่งบ่งชี้ถึงความเสี่ยงขาลงของตลาดหุ้นไทย เราคาดว่าเห็นตลาดปรับฐานลง 5-7% ถ้าสหรัฐฯ ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 2H22 ทั้งนี้เมื่ออิงกับอัตราส่วน forward P/E และส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนของหุ้นกับพันธบัตร (earnings yield gap) ระดับ valuation ที่น่าสนใจอยู่ที่ P/E 14 เท่า เราเชื่อว่าหุ้นเข้าซื้ออยู่ที่ระดับประมาณ 1,600 จุด ในขณะที่ดัชนีขายอยู่ที่ 1,750 จุด หรือ 5% จากรดับปัจจุบัน

Figure 27: หุ้นไทยดูน่าสนใจกว่าตราสารหนี้เมื่อ earnings yield gap อยู่ที่ 4.5%



Source: SCBS Investment Research

Figure 28: ...Forward PE ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่ 1SD หรือ 14 เท่า เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ



Source: SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุนตลาดหุ้นไทย 3Q62: คาดหวังสิ่งที่ดีที่สุด เตรียมพร้อมสำหรับสิ่งที่แย่ที่สุด

เราประเมินการยกระดับความตึงเครียดทางการค้าเมื่อไม่นานนี้ซึ่งกดดันให้ดัชนีหุ้นวัฏจักรปรับตัว underperform ดัชนีหุ้นตั้งรับ (หุ้นปลอดภัย) ใน 2Q62 ไร้อุปสรรค เราคาดว่าความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 2H62 ซึ่งอาจจะเป็นตัวจุดรั้ง sentiment ในระยะสั้น เนื่องจากการเกิดสงครามการค้าอย่างเต็มรูปแบบอาจจะเป็นสาเหตุทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย ดังนั้นเราเชื่อว่าจีนกับสหรัฐฯ จะสามารถบรรลุข้อตกลงบางอย่างร่วมกันได้ในที่สุด ทั้งนี้ยังเร็วเกินไปที่คาดการณ์บทสรุป ดังนั้นเราจึงรู้สึกวุ่นวายในขณะนี้ เราคาดหวังสิ่งที่ดีที่สุด เราก็ควรเตรียมพร้อมสำหรับสิ่งที่แย่ที่สุดด้วยเช่นกัน ด้วยเหตุนี้ กลยุทธ์การลงทุนใน 3Q62 ของเราจึงมุ่งเน้นไปที่: 1) หุ้นท้องถิ่นกับปัจจัยในประเทศ (domestic play) ที่มีประเด็นการเติบโตสนับสนุน และ 2) หุ้นปลอดภัยในกลุ่มปิโตรเคมีในกรณีที่สงครามการค้าไม่ได้ยกระดับความรุนแรงมากขึ้น เมื่อพิจารณาปัจจัยเหล่านี้รวมกัน เราจึงคาดว่าหุ้นกลุ่มนี้คมอุตสาหกรรม (AMATA, ROJNA), กลุ่มการแพทย์ (CHG), กลุ่มธนาคาร (KTB) และ IVL จะปรับตัว outperform ใน 3Q62

Figure 29: น้ำหนักการลงทุนในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม

	Rating	ปัจจัยขับเคลื่อน
ปิโตรเคมี	Overweight	spread ทรงตัว (+), การปรับลดประมาณการสินค้าลดลงแล้ว (+), valuation น่าสนใจ (+)
การแพทย์	Overweight	ปริมาณผู้ป่วยเติบโตอย่างแข็งแกร่ง (+), ไข้หวัดใหญ่ระบาด (+), valuation ลดลง (-), ความคุ้มค่า (-)
นิคมอุตสาหกรรม	Overweight	รัฐจัดการลงทุน (+), EEC (+), ยอดขายที่ดินเติบโต (+), การย้ายฐานการผลิต (+)
ธุรกิจการเกษตร	Overweight	เอลนีโญจะช่วยสนับสนุนราคา (+), อุปสงค์ในประเทศและการส่งออกฟื้นตัว (+)
ธนาคาร	Neutral	สินเชื่อเติบโตต่อเนื่อง (+), กังวลเกี่ยวกับ NPL และรายได้ค่าธรรมเนียม (-)
พลังงานและสาธารณูปโภค	Neutral	พลังงาน - ราคาน้ำมันฟื้นตัว, valuation ถูก; สาธารณูปโภค - valuationsแพง, รายได้มีความแน่นอนสูง
ท่องเที่ยว	Neutral	นักท่องเที่ยวจีนลดลง (-), มาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival หมดอายุ (-), อุปทานเต็มโตมาก (-)
เครื่องดื่มและอาหาร	Neutral	การแข่งขันสูงขึ้น (-), ภาษีน้ำตาล (-), ตลาดส่งออกอ่อนแอ (-)
สื่อสาร	Neutral	valuation ถูก (+), การแข่งขัน (-), ประมวลผลสินค้า (-)
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	อุปสงค์ในประเทศเพิ่มขึ้น (+), เงินบาทแข็งค่า (-)
พาณิชย์	Neutral	การอุปโภคบริโภคฟื้นตัว (+), มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (+), valuation สูง (-)
ขนส่ง	Neutral	นักท่องเที่ยวจีนลดลง (-), มาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival หมดอายุ (-), การแข่งขัน (-), ราคาน้ำมันทรงตัว (+)
บริการรับเหมาก่อสร้าง	Neutral	ความเสี่ยงการเมือง (-), การเบิกจ่ายงบประมาณจากภาครัฐชะลอตัว (-), รัฐบาลได้จากโครงการปัจจุบัน (+)
ยานยนต์	Underweight	ฐานปีก่อนสูง (-), ตลาดส่งออกอ่อนแอ (-), สินค้าคงคลังสูง (-), ปรับลดประมาณการกำไร (-)
อิเล็กทรอนิกส์	Underweight	อุปสงค์ทั่วโลกลดลง (-), ราคาทองแดงและทองคำสูงขึ้น (-), เงินบาทแข็งค่า (-), เดือนกำไร (-)
ที่อยู่อาศัย	Underweight	เกณฑ์ LTV ใหม่ (-), สินค้าคงคลังสูง (-), เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง (-), อุปสงค์จากเงินอ่อนแอ (-)

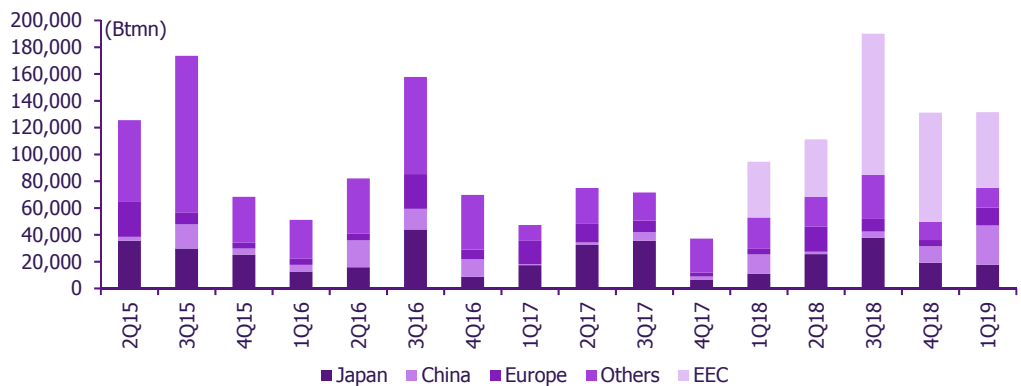
Source: SCBS Investment Research

ไฮไลต์รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q62

เติบโตไปพร้อมกับรัฐจัดการลงทุน

เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ของประเทศไทยยังคงเติบโตอยู่ที่ 2% YoY ใน 2M62 เมื่อเทียบกับ FDI ของเวียดนามที่เติบโต 8% ใน 5M62 โดยอาเซียนเป็นกลุ่มประเทศที่มี FDI ไหลเข้าเพิ่มขึ้นมากที่สุด การเติบโตของ FDI ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากกิจกรรมการก่อสร้าง (+14% YoY) และที่พักแรมและบริการด้านอาหาร (+30% YoY) เราคาดว่า FDI จะเติบโตเพิ่มขึ้นใน 2H62 เนื่องจากยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนที่ได้รับอนุมัติใน 1Q62 เพิ่มขึ้น 42% YoY โดยส่วนใหญ่มาจากญี่ปุ่น (+60% YoY), จีน (+104% YoY) และยุโรป (+218% YoY) โครงการใน EEC จะช่วยกระตุ้นให้การลงทุนปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H62 เพราะยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนเพิ่มขึ้น 36% YoY ใน 1Q62 ทั้งนี้ในจำนวนโครงการลงทุนในพื้นที่ EEC ใน 1Q62 เราพบว่านักลงทุนสนใจลงทุนมากที่สุดในกลุ่มบริการทางการแพทย์แบบครบวงจร (การผลิตอุปกรณ์ทางการแพทย์และเวชภัณฑ์) ซึ่งเพิ่มขึ้นถึง 336% YoY, ยานยนต์ยุคใหม่ (รถยนต์ไฟฟ้า อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ และส่วนประกอบของระบบส่งกำลัง) ซึ่งเติบโต 130% YoY และการแปรรูปอาหาร (อาหารเพื่อสุขภาพและเสริมสารอาหาร อาหารไขมันต่ำ อาหารน้ำตาลต่ำ อาหารพลังงานต่ำ) ซึ่งเพิ่มขึ้น 16% YoY ปัจจัยกระตุ้นเพิ่มเติมจะมาจาก การย้ายฐานการผลิตใน 2H62-ปี 2563 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบของสงครามการค้า ทั้งนี้เมื่ออิงกับบทวิจัยของ Teikoku Data Bank บริษัทผู้ผลิตญี่ปุ่นบางแห่งที่มีฐานการผลิตในจีน เช่น Panasonic, Toshiba Machinery, Daikin Industry, Sharp และ Fujitsu General กำลังจัดทำแผนฉุกเฉินรับมือสงครามการค้า โดยจะย้ายสายการผลิตมายังประเทศไทย ซึ่งจะส่งผลทำให้ประเทศไทยกลายเป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์อย่างชัดเจนจากการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน เพราะมีห่วงโซ่อุปทานและให้ผลประโยชน์ทางภาษีที่ดีกว่าประเทศอื่น ทั้งนี้ในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม top picks ของเรา คือ ROJNA และ AMATA

Figure 30: นักลงทุนจีนและญี่ปุ่นเข้ามาลงทุนในประเทศไทยมากที่สุด โดยมี EEC เป็นปัจจัยกระตุ้น



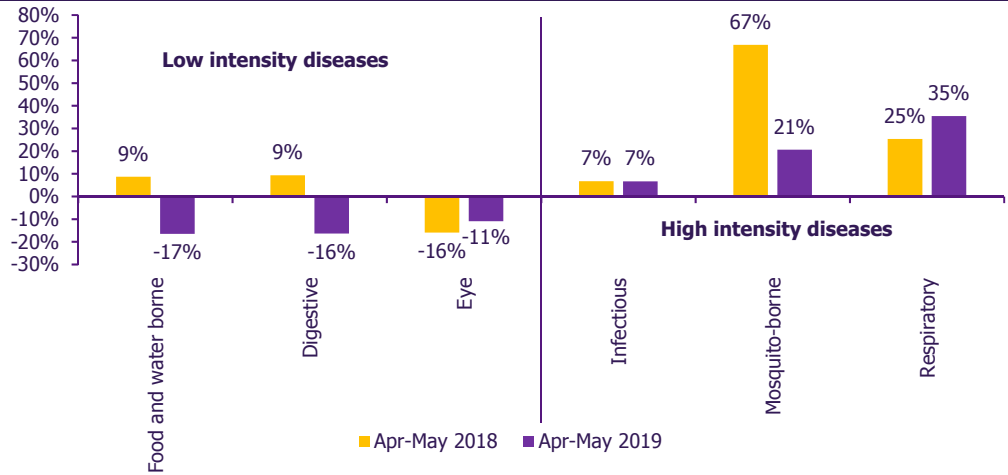
Source: Board of Investment, SCBS Investment Research

ไซซีขึ้นสำหรับกลุ่มการแพทย์กำลังจะมาถึง พร้อมกับกำไรที่ปรับตัวดีขึ้นใน 2H62

ในเดือนเมษายน-พฤษภาคม 2562 จำนวนผู้ป่วยโรคซับซ้อนจากการติดเชื้อ โรคที่มีอยู่เป็นพาหะ และโรคระบบทางเดินหายใจ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7%, 21% และ 35% YoY ตามลำดับ ในขณะที่จำนวนผู้ป่วยโรคระบบทางเดินอาหารและโรคที่เกิดจากอาหารและน้ำ ปรับตัวลดลง 16% YoY โรคไข้เลือดออก (+17% YoY), ไข้หวัดใหญ่ (+170%) และชิคุนกุนยา (+2,900%) เป็นปัจจัยสำคัญที่กระตุ้นให้ปริมาณผู้ป่วยเติบโตในเดือนเมษายน-พฤษภาคม 2562 รายได้และอัตรากำไรใน 2Q62 มีแนวโน้มที่จะเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก 2Q61 ในขณะที่จะลดลงเล็กน้อย QoQ จากปัจจัยฤดูกาล ไซซีขึ้นของธุรกิจโรงพยาบาลกำลังจะมาถึงใน 3Q62 เนื่องจากคาดว่าจะมีฝนตกหนักในเดือนสิงหาคมและกันยายน ซึ่งมักจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดการเจ็บป่วยมากขึ้น และส่งผลทำให้ปริมาณผู้ป่วยมากขึ้น อย่างไรก็ตาม คาดว่ากำไรจะเติบโตน้อยลงใน 2Q62 โดยมีสาเหตุมาจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายพนักงานเพื่อปฏิบัติตามกฎหมายคุ้มครองแรงงานฉบับใหม่และอาจจะมีค่าใช้จ่ายตั้งสำรองสำหรับโครงการ

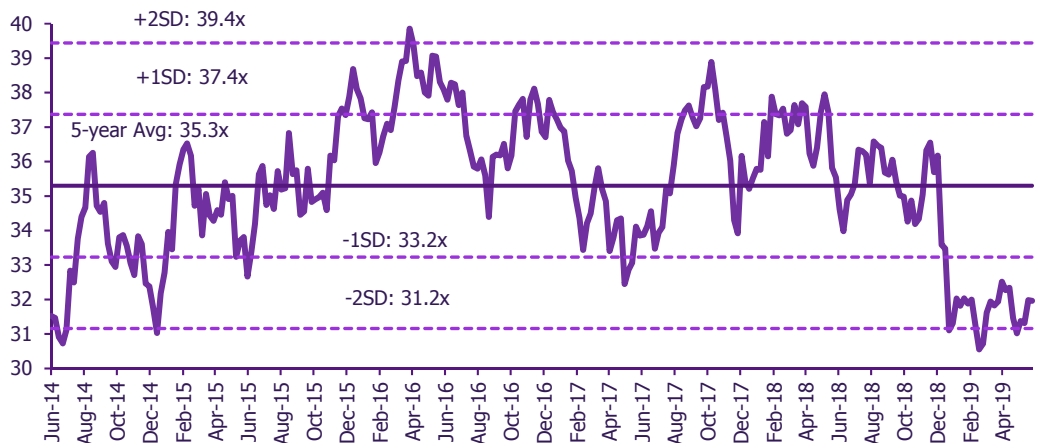
ประกันสังคม แม้ผลการดำเนินงานจะยังคงแข็งแกร่ง เมื่อมองต่อไปข้างหน้า เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 ในด้าน valuation หุ้นกลุ่มการแพทย์ซื้อขายที่ PE 32 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 35 เท่า หุ้นกลุ่มการแพทย์ไทยซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มการแพทย์ในตลาดภูมิภาคอยู่ 8% ทำให้ valuation ดูน่าสนใจ หลังจากกำไร 1Q62 แข็งแกร่ง top picks ของเราในกลุ่มการแพทย์ คือ CHG และ BCH

Figure 31: จำนวนผู้ป่วยโรคซับซ้อนเพิ่มขึ้นในเดือนเม.ย.-พ.ค. 2562



Source: Ministry of Public Health, SCBS Investment Research

Figure 32: Valuation ดูน่าสนใจ

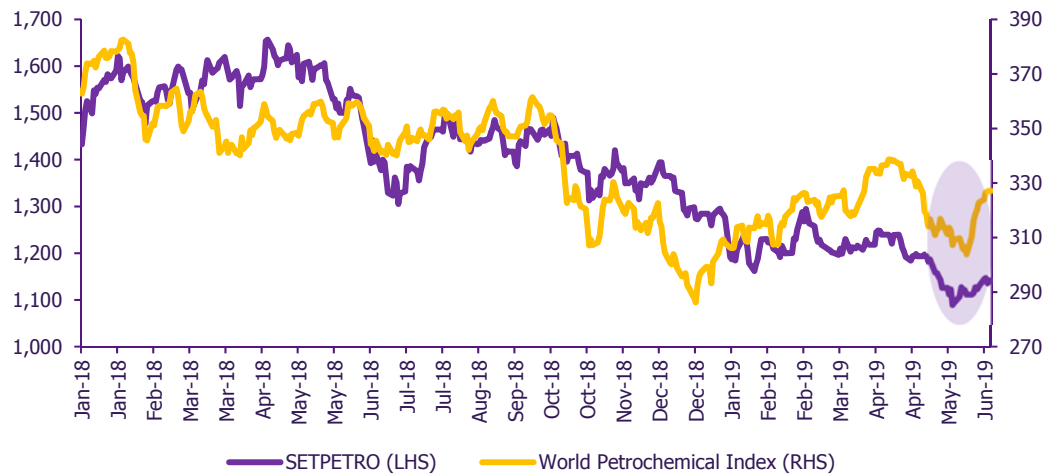


Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

การตัดตัวขึ้นเชิงเทคนิคของกลุ่มปิโตรเคมี เลือก IVL เพราะปลอดภัย

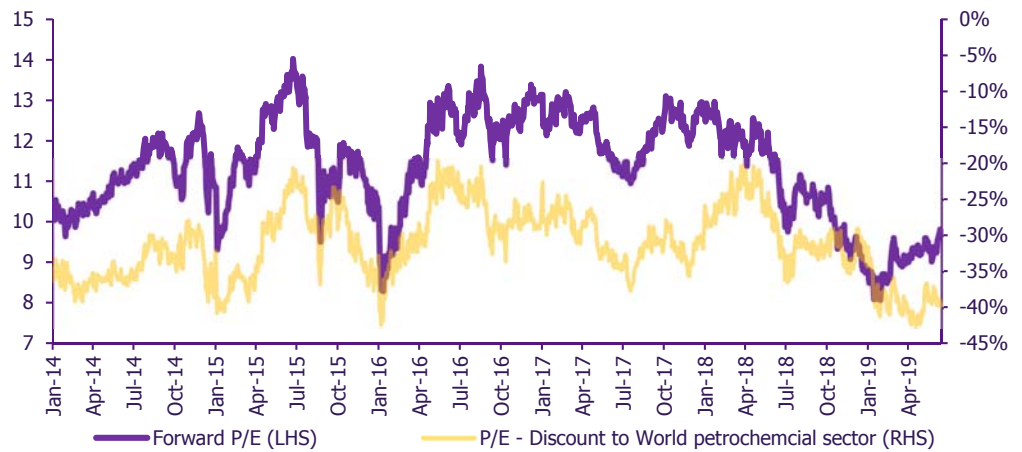
ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว underperform ตลาดอย่างต่อเนื่องใน 2Q62 ถึงปัจจุบัน (12 มิถุนายน) โดยลดลง 7% จากสิ้น 1Q62 โดยมีสาเหตุมาจากรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และแนวโน้มที่อ่อนแอจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีระดับต่ำดูเหมือนจะสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว และ valuation ที่ PE 9.2 เท่า และ EV/EBITDA ที่ 7.2 เท่า ในปี 2562 ดูไม่แพง อัตราส่วน PE ของ SETPETRO ต่ำกว่า PE ของดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีทั่วโลกอยู่ 40% (ลึกลงที่ 43%) top pick ของเรา คือ IVL เราเชื่อว่ากำไรที่อ่อนแอใน 1Q62 จะเป็นไตรมาสที่แย่ที่สุดของปีนี้ และคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้ IVL เป็นหุ้นปลอดภัยในกลุ่มปิโตรเคมี เนื่องจากจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากสงครามการค้าในปัจจุบัน

Figure 33: SETPETRO และดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีทั่วโลก



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 34: Valuation ไม่แพง



Source: CEIC, SET, SCBS Investment Research



หุ้นนิคมที่มีที่ดินใน EEC มากที่สุด

AMATA ทำธุรกิจเกี่ยวกับนิคมอุตสาหกรรมเพียงอย่างเดียว และมีที่ดินรอการพัฒนาใน EEC มากที่สุดที่ 9,866 ไร่ ความต้องการที่ดินนิคมฯ จำนวนมากเปิดโอกาสให้บริษัทปรับราคาขายขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้มูลค่าขายที่ดินของบริษัทเพิ่มขึ้น 30% สู่ 9.2 หมื่นลบ. และจะทำให้ valuation ของเราปรับขึ้นได้อีก 15% ยอดขายที่ดินรอรับรายได้จำนวนมากถึง 4.3 พันลบ. จะช่วยสนับสนุนรายได้ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2562 การเจรจากับลูกค้าหลายรายทำให้เราเชื่อว่ายอดขายที่ดินจะเติบโตได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 17% ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของรายได้ในปี 2563 บริษัทวางแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้ประจำจาก 40% ของ EBIT เพื่อลดผลกระทบของวัฏจักรธุรกิจต่อกำไร ผ่านทางการจับมือกับพันธมิตรหลายราย หุ้น AMATA มีราคาถูก และให้ผลตอบแทนที่น่าสนใจในระดับ 39% แนะนำ "ซื้อ"

มีที่ดินรอการพัฒนาในพื้นที่ EEC มากที่สุด AMATA ทำธุรกิจเกี่ยวกับนิคมอุตสาหกรรมเพียงอย่างเดียว และมีที่ดินรอการพัฒนาในพื้นที่ EEC มากที่สุดในจำนวนผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมทั้งหมดคือ 9,866 ไร่ เทียบกับ 7,644 ไร่ สำหรับ WHA และ 6,143 ไร่ สำหรับ ROJNA โดยในจำนวนนี้ 6,000 ไร่ อยู่ในอมตะซิตี้ ชลบุรี ซึ่งเพิ่งได้รับอนุมัติให้เปลี่ยนการใช้ประโยชน์ที่ดินจากพื้นที่เกษตรกรรมเป็นพื้นที่อุตสาหกรรม ทำให้ตลาดคลายความกังวล เราคาดว่ามูลค่าขายของที่ดินรอพัฒนาของบริษัทจะเพิ่มขึ้น 30% สู่ 9.2 หมื่นลบ. ซึ่งจะทำให้ประมาณการของเราปรับขึ้นได้อีก 15% หลังจากบริษัทปรับราคาเสนอขายที่ดินเพิ่มขึ้นจาก 8.5 ลบ./ไร่ สู่ 11.0 ลบ./ไร่ สำหรับอมตะซิตี้ ชลบุรี และจาก 3.5 ลบ./ไร่ สู่ 4.5 ลบ./ไร่ สำหรับอมตะซิตี้ ระยอง

ยอดขายรอรับรายได้จำนวนมากจะช่วยสนับสนุนรายได้ในปี 2562 AMATA มียอดขายรอรับรายได้ (ประกอบด้วยยอดขายรอรับรายได้และยอดขายจากหนังสือแสดงเจตจำนงซื้อที่ดิน) จำนวน 4.3 พันลบ. สูงกว่าประมาณการรายได้ปี 2562 ของเราที่ 2.9 พันลบ. (+57% YoY)ค่อนข้างมาก ซึ่งจะช่วยสนับสนุนรายได้ให้กับบริษัท เราคาดการณ์ยอดขายที่ดินในปีนี้ที่ 988 ไร่ (+17% YoY) ซึ่งจะรองรับการรับรายได้ในปีหน้า บริษัทจะขายยอดขายที่ดินได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ แม้ขายที่ดินได้เพียง 127 ไร่ใน 1Q62 หรือเท่ากับ 13% ของประมาณการปี 2562 ของเรา โดยได้รับการสนับสนุนจากที่ดิน 600-800 ไร่ที่กำลังอยู่ระหว่างการเจรจา AMATA มีลูกค้าหลายรายเข้ามาเยี่ยมชมนิคมอุตสาหกรรมของบริษัท ส่วนใหญ่เป็นนักลงทุนจีนและไต้หวัน

เพิ่มสัดส่วนรายได้ประจำเพื่อลดผลกระทบของวัฏจักรธุรกิจ AMATA วางแผนเพิ่มสัดส่วนรายได้ประจำเพื่อลดผลกระทบของวัฏจักรธุรกิจต่อกำไร จาก 40% ของ EBIT ในปัจจุบัน สู่ 80% ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว บริษัทได้จับมือเป็นพันธมิตรกับบริษัทและองค์กรชั้นนำหลายแห่ง: Hitachi group เพื่อพัฒนาโรงงานอัจฉริยะ และ Hitachi Lumada IoT center, เมืองโยโกฮามาเพื่อสร้างเมืองโยโกฮามาแห่งที่ 2 ในอาเซียน, รัฐบาลและภาคเอกชนของจีนเพื่อพัฒนาเมืองอัจฉริยะหนานจิง, BIG เพื่อจำหน่ายก๊าซให้กับอุตสาหกรรมใหม่ในพื้นที่ EEC และ Nikko เพื่อพัฒนาโรงแรมขนาด 250 ห้องในอมตะซิตี้ ชลบุรี (เปิดในปี 2564) การร่วมทุนในอนาคตจะเป็นการลงทุนในโซลาร์ฟาร์ม ภาครัฐผลิต เครื่องขยายเสียงแก้วน้ำแสง เมืองอากาศยาน คอมมูนิตี้ (ที่พักอาศัย ศูนย์การค้า) การศึกษา และเมืองอัจฉริยะสำหรับจีน ไต้หวัน และเกาหลี เป็นต้น

แนวโน้มกำไรดีขึ้นใน 2Q62 เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ ใน 2Q62 โดยเกิดจาก: 1) การโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น (ไม่มีการซื้อที่ดินคืนแล้วนำไปขายต่ออีก); 2) การดำเนินงานที่เวียดนามดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการโอนยอดขายรอรับรายได้ และยอดขาย RBF; และ 3) ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าที่ฟื้นตัวขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	4,491	4,354	5,466	6,656	7,486
EBITDA	(Btmn)	2,028	1,748	2,335	2,917	3,316
Core profit	(Btmn)	1,549	1,250	1,808	2,223	2,547
Reported profit	(Btmn)	1,409	1,018	1,808	2,223	2,547
Core EPS	(Bt)	1.45	1.17	1.69	2.08	2.39
DPS	(Bt)	0.53	0.40	0.68	0.84	0.96
P/E, core	(x)	16.2	20.1	13.9	11.3	9.8
EPS growth, core	(%)	10.4	(19.3)	44.7	22.9	14.5
P/BV, core	(x)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.4
ROE	(%)	10.6	8.2	11.1	12.6	13.2
Dividend yield	(%)	2.3	1.7	2.9	3.6	4.1
FCF yield	(%)	(6.5)	(4.6)	0.6	1.5	4.2
EV/EBIT	(x)	18.4	24.1	25.4	20.4	16.8
EBIT growth, core	(%)	(5.3)	(16.3)	39.8	27.0	15.5
EV/CE	(x)	1.7	1.6	1.2	1.2	1.1
ROCE	(%)	6.7	4.3	3.6	4.5	5.1
EV/EBITDA	(x)	15.6	19.7	21.8	17.8	14.9
EBITDA growth	(%)	(5.0)	(13.8)	33.6	25.0	13.7

Source: SCBS Investment Research

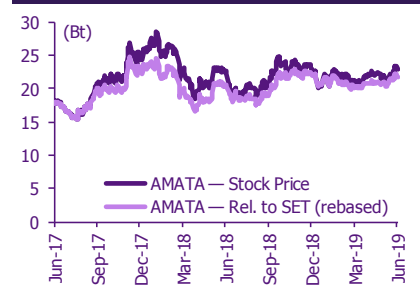
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 14) (Bt)	23.50
12-m target price (Bt)	32.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.17
Mkt cap (Btbn)	25.07
Mkt cap (US\$m)	805

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.15
Sector % SET	6.52
Shares issued (mn)	1,067
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	25.3 / 18.2
Avg. daily 6m (US\$m)	10.05
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	80.4
Dividend policy (%)	≥ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.8	11.9	6.3
Relative to SET	4.5	8.8	8.4

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	32.00
12-month dividend	(Bt)	0.68
Capital gain	(%)	36.17
Dividend yield	(%)	2.91
Total return	(%)	39.08

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	7,406	5,170	4,484	4,491	4,354	5,466	6,656	7,486
Cost of goods sold	(Btmn)	3,567	2,824	2,070	2,078	2,101	2,616	3,200	3,569
Gross profit	(Btmn)	3,838	2,346	2,414	2,413	2,253	2,850	3,456	3,917
SG&A	(Btmn)	1,019	972	820	862	945	972	1,038	1,104
Other income	(Btmn)	224	211	214	161	125	125	125	125
Interest expense	(Btmn)	360	306	266	228	246	272	293	293
Pre-tax profit	(Btmn)	2,684	1,279	1,541	1,484	1,187	1,731	2,250	2,645
Corporate tax	(Btmn)	350	240	304	283	320	327	425	499
Equity a/c profits	(Btmn)	226	153	325	676	691	756	764	774
Minority interests	(Btmn)	336	327	159	327	308	351	366	373
Core profit	(Btmn)	2,224	865	1,403	1,549	1,250	1,808	2,223	2,547
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	351	(205)	(140)	(232)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,224	1,216	1,198	1,409	1,018	1,808	2,223	2,547
EBITDA	(Btmn)	3,395	1,892	2,135	2,028	1,748	2,335	2,917	3,316
Core EPS	(Bt)	2.08	0.81	1.32	1.45	1.17	1.69	2.08	2.39
Net EPS	(Bt)	2.08	1.14	1.12	1.32	0.95	1.69	2.08	2.39
DPS	(Bt)	0.70	0.46	0.45	0.53	0.40	0.68	0.84	0.96

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	10,465	11,345	10,218	10,057	10,291	29,694	30,295	31,369
Total fixed assets	(Btmn)	11,672	14,106	16,378	19,223	22,731	23,719	24,521	25,396
Total assets	(Btmn)	22,138	25,451	26,596	29,280	33,021	53,413	54,816	56,766
Total loans	(Btmn)	7,209	6,743	6,650	8,971	11,456	28,032	28,032	25,732
Total current liabilities	(Btmn)	4,211	5,096	5,863	2,160	3,866	23,942	23,942	26,342
Total long-term liabilities	(Btmn)	5,710	6,855	6,493	12,148	13,586	12,504	12,413	10,314
Total liabilities	(Btmn)	9,922	11,951	12,356	14,308	17,452	36,446	36,356	36,657
Paid-up capital	(Btmn)	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	(Btmn)	12,215	13,501	14,240	14,971	15,569	16,967	18,460	20,109
BVPS	(Bt)	11.45	12.65	13.35	14.03	14.59	15.90	17.30	18.85

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	2,224	865	1,403	1,549	1,250	1,808	2,223	2,547
Depreciation and amortization	(Btmn)	352	308	327	316	315	332	374	378
Operating cash flow	(Btmn)	2,867	1,159	1,648	1,185	1,871	1,663	1,544	2,315
Investing cash flow	(Btmn)	(1,577)	2,292	(2,027)	(2,826)	(3,017)	(1,515)	(1,176)	(1,254)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,378)	(1,460)	(921)	1,466	1,039	(40)	(1,230)	(997)
Net cash flow	(Btmn)	(88)	1,992	(1,300)	(174)	(106)	108	(862)	63

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	51.8	45.4	53.8	53.7	51.7	52.1	51.9	52.3
Operating margin	(%)	38.1	26.6	35.6	34.5	30.0	34.4	36.3	37.6
EBITDA margin	(%)	45.8	36.6	47.6	45.2	40.1	42.7	43.8	44.3
EBIT margin	(%)	41.1	30.6	40.3	38.1	32.9	36.6	38.2	39.2
Net profit margin	(%)	30.0	23.5	26.7	31.4	23.4	33.1	33.4	34.0
ROE	(%)	19.9	6.7	10.1	10.6	8.2	11.1	12.6	13.2
ROA	(%)	10.0	3.6	5.4	5.5	4.0	4.2	4.1	4.6
Net gearing	(x)	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	2.1	2.0	1.8
Interest coverage	(x)	9.4	6.2	8.0	8.9	7.1	8.6	9.9	11.3
Debt service coverage	(x)	1.2	0.5	0.5	2.4	0.9	0.1	0.1	0.2
Payout Ratio	(%)	33.6	40.4	40.4	40.4	41.9	40.4	40.4	40.4

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
IE land sales	(Rai)	378	617	638	430	848	988	1,137	1,279
IE land transfer	(Rai)	1,413	896	450	457	439	658	980	1,202
Revenue from IE	(Btmn)	5,348	3,069	2,187	2,084	1,836	2,879	3,988	4,736
Revenue from utilities	(Btmn)	1,359	1,431	1,707	1,789	1,837	1,892	1,949	2,007
Revenue from rental	(Btmn)	688	615	533	618	681	686	702	717
Gross margin IE	(%)	59.0	50.8	67.8	68.9	63.5	60.2	57.7	57.5
Gross margin utilities	(%)	16.3	20.2	30.4	31.2	33.3	33.3	33.3	33.3
Gross margin rent	(%)	65.3	72.0	66.6	67.7	69.7	69.7	69.7	69.7
Backlog	(Btmn)	1,900	1,300	2,000	1,910	3,610	n.a.	n.a.	n.a.

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	(Btmn)	1,021	1,514	1,182	1,127	890	864	1,473	1,044
Cost of goods sold	(Btmn)	553	609	522	486	493	411	710	591
Gross profit	(Btmn)	468	904	660	640	397	453	763	454
SG&A	(Btmn)	226	215	224	206	281	192	265	202
Other income	(Btmn)	68	34	41	64	65	37	-41	39
Interest expense	(Btmn)	53	55	64	54	55	66	70	78
Pre-tax profit	(Btmn)	256	668	412	444	125	232	386	213
Corporate tax	(Btmn)	39	125	82	91	32	51	146	42
Equity a/c profits	(Btmn)	138	181	163	234	93	219	144	179
Minority interests	(Btmn)	77	100	137	93	90	38	87	38
Core profit	(Btmn)	278	624	357	495	97	361	297	312
Extra-ordinary items	(Btmn)	-22	-37	-41	-81	91	-60	-181	-35
Net Profit	(Btmn)	256	587	316	413	188	301	116	277
EBITDA	(Btmn)	388	805	554	573	260	375	540	371
Core EPS	(Bt)	0.26	0.58	0.33	0.46	0.09	0.34	0.28	0.29
Net EPS	(Bt)	0.24	0.55	0.30	0.39	0.18	0.28	0.11	0.26

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total current assets	(Btmn)	10,828	10,091	10,057	9,811	9,293	9,641	10,291	10,209
Total fixed assets	(Btmn)	15,848	17,829	19,223	19,945	20,955	21,979	22,731	23,013
Total assets	(Btmn)	26,676	27,919	29,280	29,756	30,249	31,621	33,021	33,223
Total Loans	(Btmn)	6,926	7,724	8,971	9,010	9,518	10,615	11,456	11,162
Total current liabilities	(Btmn)	4,189	4,194	2,160	2,586	2,936	3,046	3,866	3,884
Total long-term liabilities	(Btmn)	8,245	9,015	12,148	11,790	11,910	13,233	13,586	13,514
Total liabilities	(Btmn)	12,434	13,209	14,308	14,376	14,846	16,279	17,452	17,398
Paid-up capital	(Btmn)	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067	1,067
Total equity	(Btmn)	14,242	14,710	14,971	15,380	15,402	15,342	15,569	15,825
BVPS	(Bt)	13.35	13.79	14.03	14.41	14.43	14.38	14.59	14.83

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Core Profit	(Btmn)	278	624	357	495	97	361	297	312
Depreciation and amortization	(Btmn)	79	82	77	75	79	77	84	80
Operating cash flow	(Btmn)	139	809	191	306	348	365	853	256
Investing cash flow	(Btmn)	(508)	(617)	(1,482)	(529)	(283)	(1,443)	(761)	121
Financing cash flow	(Btmn)	361	472	1,194	(36)	(86)	893	268	(366)
Net cash flow	(Btmn)	(8)	664	(97)	(259)	(21)	(185)	360	11

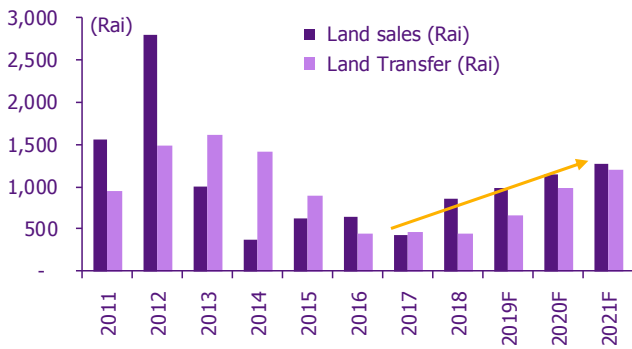
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Gross margin	(%)	45.8	59.7	55.9	56.8	44.6	52.4	51.8	43.5
Operating margin	(%)	23.6	45.6	36.9	38.5	13.0	30.2	33.8	24.1
EBITDA margin	(%)	38.0	53.2	46.8	50.8	29.2	43.4	36.7	35.6
EBIT margin	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net profit margin	(%)	25.1	38.8	26.7	36.7	21.1	34.8	7.9	26.5
ROE	(%)	7.8	17.2	9.6	13.0	2.5	9.4	7.7	7.9
ROA	(%)	4.2	9.1	5.0	6.7	1.3	4.7	3.7	3.8
Net gearing	(x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Interest coverage	(x)	7.3	14.5	8.6	10.6	4.7	5.6	7.7	4.8
Debt service coverage	(x)	0.6	1.2	2.5	1.9	0.6	1.1	1.1	0.9

Main Assumptions

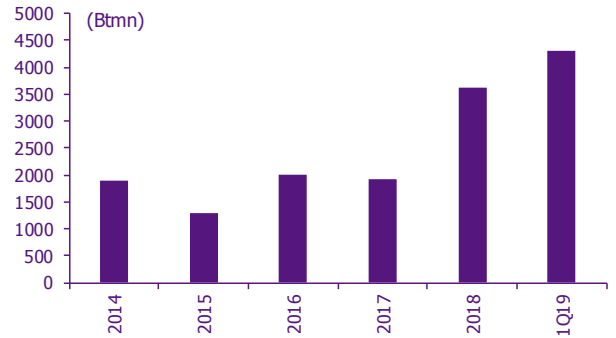
FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
IE land sales	(Rai)	113	154	100	28	131	60	629	127
IE land transfer	(Rai)	112	162	148	107	56	39	237	80
Revenue from IE	(Btmn)	430	897	564	525	277	215	818	392
Revenue from utilities	(Btmn)	440	459	458	436	449	479	474	471
Revenue from rental	(Btmn)	151	158	160	166	164	170	181	182
Gross margin IE	(%)	57.3	70.9	73.7	71.6	50.2	73.5	60.1	39.9
Gross margin utilities	(%)	27.4	35.3	28.9	33.7	32.1	36.9	30.5	33.3
Gross margin rent	(%)	66.7	67.2	70.1	70.7	69.2	69.5	69.7	74.8
Backlog	(Btmn)	2,070	1,960	1,910	1,520	1,850	1,960	3,610	3,700

Figure 1: Land sales versus transfers



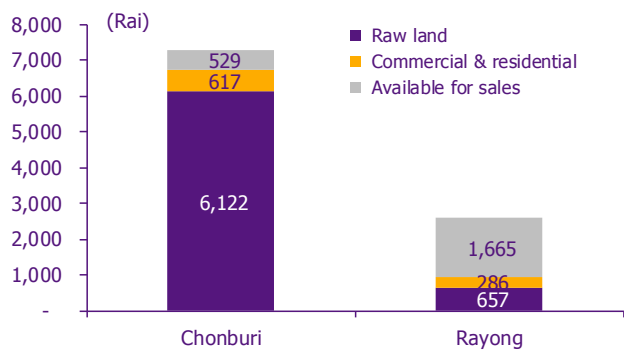
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 2: Backlog up



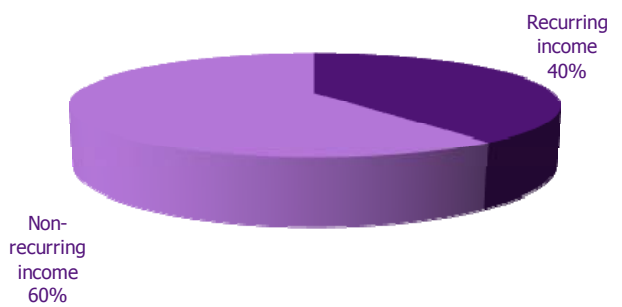
Source: AMATA

Figure 3: Land bank (sellable area)



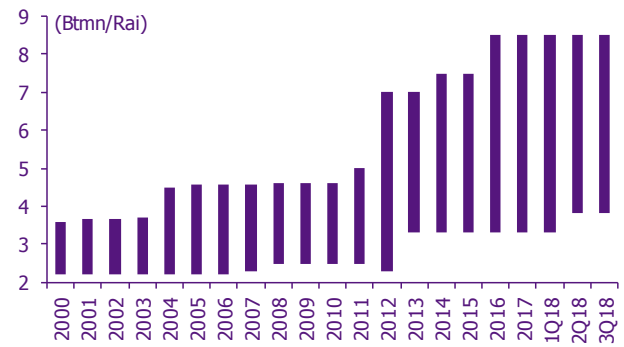
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 4: Income structure



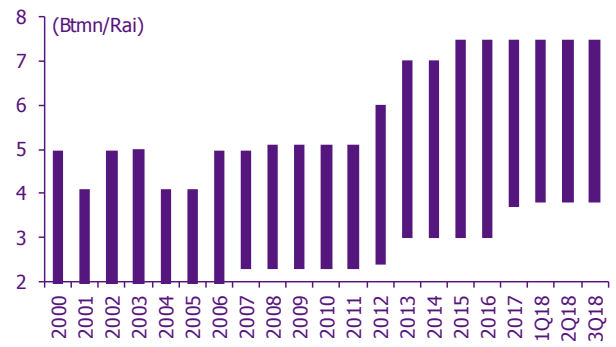
Source: AMATA, SCBS Investment Research

Figure 5: Asking price for industrial land in Chonburi rose 85% during 2011-3Q18



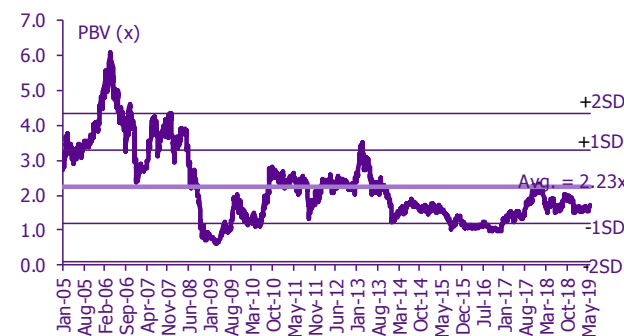
Source: CBRE

Figure 6: Asking price for industrial land in Rayong rose 65% during 2011-3Q18



Source: CBRE

Figure 7: PBV valuation



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 8: SOTP valuation

	Valuation method	Value (Btmn)	Value (Bt/share)
Thai industrial land	NAV	24,868	23.3
Utilities	12x PER	2,952	2.8
Core EV		27,820	26.1
Less: Net debt (adjusted)		(5,976)	(5.6)
Net core EV		21,844	20.5
Ready Built factories (RBF)	Appraised value	1,767	1.7
Power	DCF	6,096	5.7
AMATAV	DCF	3,959	3.7
AMATAR	Market value	349	0.3
ABPIF	Market value	147	0.1
Net equity value		34,162	32.0

Source: SCBS Investment Research



หุ้นปลอดภัยในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม

ROJNA เป็นหุ้นปลอดภัยในกลุ่มผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม เพราะรายได้ประจำของบริษัทคิดเป็นสัดส่วนสูงที่สุดที่ **66%** ของ EBIT สะท้อนถึงรายได้และกระแสเงินสดที่มั่นคงซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับสูงที่ **6.1%** บริษัทเตรียมพร้อมเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มการเติบโตอย่างแข็งแกร่งของธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมจากการเติบโตของ EEC โดยเพิ่มสัดส่วนที่ดินในพื้นที่ EEC จาก **40%** สู่ **69%** บริษัทมีมูลค่าแฝง >1.6 พันล.บ. (EPS 0.81 บาท) และสินทรัพย์ที่ดีที่ต้นทุนถูก ดังนั้น **ROJNA** จึงไม่ควรซื้อขายที่ **BV** แนะนำ "ซื้อ"

รายได้ประจำสูงช่วยป้องกันความเสี่ยง ROJNA จัดเป็นหุ้นปลอดภัยในกลุ่มผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม เพราะ รายได้ประจำสูงถึง 66% ของ EBIT ซึ่งจะช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านผลประกอบการ และสร้างรายได้และกระแสเงินสดที่มั่นคง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทจ่ายเงินปันผลสูง โดยคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 6.1% รายได้ประจำเกิดจากธุรกิจผลิตไฟฟ้ากำลังการผลิต 216MWe (คิดเป็นสัดส่วน 45% ของ EBIT) ธุรกิจขายน้ำเพื่ออุตสาหกรรม (10%) และรายได้เงินปันผลจาก Frasers Logistics and Industrial Trust (FLT) และ GULF (11%)

บริษัทจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ ROJNA ได้ซื้อที่ดินในพื้นที่ EEC (หนองใหญ่ และเขาไม้แก้วในระยะยาว) เพิ่มอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้พอร์ตที่ดินโดยรวมของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นสู่ 8,955 ไร่ โดยสัดส่วนที่ดินในพื้นที่ EEC ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 69% (จาก 40%) โดยที่ดิน 757 ไร่ ในหนองใหญ่ และ 535 ไร่ ในอยุธยา กำลังอยู่ในกระบวนการพิจารณา EIA และจะพร้อมขายและสร้างรายได้ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า

โรงไฟฟ้า SPP จะหนุนให้ valuation ปรับขึ้นได้อีก การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า valuation มีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก 10% สู่ 9.5 บาท/หุ้น โดยเกิดจากโรงไฟฟ้า SPP1 กำลังการผลิต 109MWe สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) กำลังการผลิต 90MW จะหมดอายุในปี 2567 และ ROJNA อาจจะไม่ต่อสัญญา บริษัทจะขายไฟฟ้า 30MW ให้กับผู้ใช้ไฟฟ้าภาคอุตสาหกรรมซึ่งปัจจุบันไม่ใช่ลูกค้าของ ROJNA, ขายไฟฟ้า 20MW ให้กับโรงงานยาสูบซึ่งมีโรงบ่มยาสูบอยู่ในนิคมอุตสาหกรรมของ ROJNA และอีก 40MW รองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นของลูกค้าเดิม

มูลค่าแฝงสูง เราประเมินว่ามูลค่าตลาดของบางสินทรัพย์ปรับตัวเพิ่มขึ้น >1.6 พันล.บ. (EPS 0.81 บาท) หรือคิดเป็น 27% ของมูลค่าทรัพย์สิน โดยประกอบด้วย 1.2 พันล.บ. (EPS 0.61 บาท) สำหรับ GULF, 223 ล.บ. (EPS 0.11 บาท) สำหรับ FLT, 175 ล.บ. (EPS 0.09 บาท) สำหรับการถือหุ้น 50% ในบริษัท รัชการ โฮลดิ้ง จำกัด และการเพิ่มขึ้นของมูลค่าที่ดินจำนวน 2,446 ไร่ (ซึ่งคิดความถูกยกฟ้อง) บนถนนบางนา-ตราด กม. 19 ภายใต JV TRA (ROJNA ถือหุ้น 25%)

Valuation ตัวอย่างไม่สมเหตุผล ผล หุ้น ROJNA ไม่สมควรซื้อขายที่ระดับมูลค่าทางบัญชีปี 2562 (ซึ่งบันทึกที่ดินรอการพัฒนาในราคาต้นทุนที่ถูก) ในขณะที่มีสัญญาถาวรราคาที่ดินในอยุธยาปรับตัวเพิ่มขึ้น และยังเป็นที่ต้องการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับอุตสาหกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ราคาประเมินเฉลี่ยโดยกรมธนารักษ์ทรงตัวอยู่ที่ 30,000 บาท/ตารางวาในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา อ้างอิงข้อมูลจาก CBRE ราคาขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 2-4 ล.บ./ไร่ ในปี 2556-57 สู่ 3-4 ล.บ./ไร่ ในปัจจุบัน ยอดขายที่ดินรอรับรายได้ในอยุธยาของ ROJNA เพิ่มขึ้นจาก 289 ล.บ. ณ สิ้นปี 2560 สู่ 507 ล.บ. ณ สิ้นปี 2561 และอัตรากำไรขั้นต้นอยู่ในระดับสูงที่ 65% ในปี 2561 และ 62% ใน 1Q62 แนะนำ "ซื้อ"

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	10,866	11,706	13,158	13,961	14,878
EBITDA	(Btmn)	3,070	3,096	3,487	3,853	4,233
Core Profit	(Btmn)	276	315	691	958	1,255
Reported Profit	(Btmn)	1,313	671	691	958	1,255
Core EPS	(Bt)	0.14	0.16	0.34	0.47	0.62
DPS	(Bt)	0.30	0.60	0.34	0.47	0.62
P/E, core	(x)	41.4	36.2	16.5	11.9	9.1
EPS growth, core	(%)	(51.9)	14.3	119.3	38.6	31.0
P/BV, core	(x)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
ROE	(%)	1.3	1.8	3.9	5.4	6.8
Dividend yield	(%)	5.3	10.6	6.1	8.4	11.0
FCF yield	(%)	2.4	22.1	12.8	17.8	23.7
EV/EBIT	(x)	18.5	18.6	15.4	12.8	10.6
EBIT growth, core	(%)	22.7	(4.8)	20.0	15.5	14.0
EV/CE	(x)	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
ROCE	(%)	4.2	3.9	4.0	4.8	5.6
EV/EBITDA	(x)	11.2	10.7	9.4	8.2	7.0
EBITDA growth	(%)	0.1	0.9	12.6	10.5	9.9

Source: SCBS Investment Research

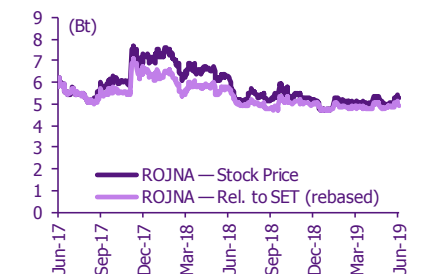
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 14) (Bt)	5.65
12-m target price (Bt)	8.50
Upside (Downside) to TP (%)	50.44
Mkt cap (Btbn)	11.42
Mkt cap (US\$mn)	366

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.07
Sector % SET	6.52
Shares issued (mn)	2,020
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	6.3 / 4.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.24
Foreign limit / actual (%)	49 / 29
Free float (%)	35.3
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	14.4	11.9	(8.1)
Relative to SET	10.9	8.8	(6.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price (end-2018) (Bt)	8.50
12-month dividend (Bt)	0.34
Capital gain (%)	50.44
Dividend yield (%)	6.06
Total return (%)	56.50

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการย์ กฤษณ์นิพัทธ์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	11,597	11,884	9,757	10,866	11,706	13,158	13,961	14,878
Cost of goods sold	(Btmn)	9,524	9,133	7,773	8,300	9,331	10,388	10,821	11,349
Gross profit	(Btmn)	2,073	2,750	1,984	2,566	2,375	2,770	3,139	3,528
SG&A	(Btmn)	543	602	462	699	598	637	676	720
Other income	(Btmn)	21	7	72	42	98	217	217	217
Interest expense	(Btmn)	932	1,075	1,000	1,074	1,100	1,151	1,213	1,244
Pre-tax profit	(Btmn)	619	1,080	594	835	776	1,199	1,467	1,781
Corporate tax	(Btmn)	8	56	5	191	77	95	93	102
Equity a/c profits	(Btmn)	130	28	33	11	23	23	23	23
Minority interests	(Btmn)	(150)	(216)	(49)	(379)	(407)	(436)	(439)	(447)
Core profit	(Btmn)	591	836	573	276	315	691	958	1,255
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,457	(139)	(291)	1,038	355	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	2,048	698	282	1,313	671	691	958	1,255
EBITDA	(Btmn)	2,437	4,467	3,066	3,070	3,096	3,487	3,853	4,233
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.34	0.43	0.28	0.14	0.16	0.34	0.47	0.62
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.17	0.35	0.14	0.65	0.33	0.34	0.47	0.62
DPS (Bt)	(Bt)	0.02	0.45	0.10	0.30	0.60	0.34	0.47	0.62

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	7,325	12,290	52,571	12,235	12,733	13,204	13,854	14,023
Total fixed assets	(Btmn)	62,414	63,715	24,405	33,594	32,026	39,309	38,157	36,980
Total assets	(Btmn)	69,739	76,005	76,976	45,829	44,760	52,512	52,011	51,003
Total loans	(Btmn)	39,803	44,764	25,045	25,168	24,182	23,461	22,192	20,365
Total current liabilities	(Btmn)	13,514	16,173	34,716	7,722	8,869	19,673	21,393	22,491
Total long-term liabilities	(Btmn)	32,222	34,492	17,113	20,269	18,301	15,335	12,408	9,557
Total liabilities	(Btmn)	45,736	50,665	51,829	27,990	27,171	35,008	33,801	32,048
Paid-up capital	(Btmn)	1,755	1,967	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Total equity	(Btmn)	24,002	25,340	25,147	17,839	17,589	17,504	18,210	18,954
BVPS (Bt)	(Bt)	6.09	6.04	5.91	6.46	6.19	5.94	6.07	6.21

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	591	836	573	276	315	691	958	1,255
Depreciation and amortization	(Btmn)	907	2,318	1,545	1,203	1,319	1,354	1,390	1,425
Operating cash flow	(Btmn)	1,023	2,733	2,177	2,063	2,039	1,691	2,269	2,958
Investing cash flow	(Btmn)	(8,734)	(7,435)	(3,894)	(1,793)	481	(228)	(238)	(249)
Financing cash flow	(Btmn)	8,263	5,404	981	19	(2,330)	(1,933)	(1,960)	(2,785)
Net cash flow	(Btmn)	552	702	(736)	289	190	(470)	70	(76)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	17.9	23.1	20.3	23.6	20.3	21.1	22.5	23.7
Operating margin	(%)	13.2	18.1	15.6	17.2	15.2	16.2	17.6	18.9
EBITDA margin	(%)	21.0	37.6	31.4	28.3	26.5	26.5	27.6	28.5
EBIT margin	(%)	13.4	18.1	16.3	17.6	16.0	17.9	19.2	20.3
Net profit margin	(%)	17.7	5.9	2.9	12.1	5.7	5.3	6.9	8.4
ROE	(%)	3.5	3.4	2.3	1.3	1.8	3.9	5.4	6.8
ROA	(%)	1.2	1.1	0.7	0.4	0.7	1.4	1.8	2.4
Net gearing	(x)	1.6	1.7	1.0	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0
Interest coverage	(x)	2.6	4.2	3.1	2.9	2.8	3.0	3.2	3.4
Debt service coverage	(x)	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Payout Ratio	(x)	1.7	126.9	71.7	46.2	180.8	100.0	100.0	100.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
IE land sales	(Rai)	723	280	210	390	300	450	560	657
IE transfer	(Rai)	2,397	817	405	66	258	443	656	869
IE backlog	(Rai)	922	336	288	473	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Revenue from IE	(Btmn)	2,636	2,215	1,266	1,494	850	1,460	2,160	2,863
Revenue from electricity	(Btmn)	8,533	9,177	7,880	8,703	10,171	11,026	11,110	11,310
Revenue from services	(Btmn)	386	457	578	628	641	628	646	660
Gross margin IE	(%)	38.0	60.2	44.3	49.9	56.1	50.0	50.0	50.0
Gross margin electricity	(%)	12.4	15.4	17.2	18.9	17.0	17.0	17.0	17.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	(Btmn)	2,180	2,631	4,037	2,744	2,770	3,002	3,189	3,251
Cost of goods sold	(Btmn)	1,789	2,112	2,775	2,091	2,244	2,407	2,589	2,562
Gross profit	(Btmn)	391	520	1,262	653	527	595	601	689
SG&A	(Btmn)	144	104	333	143	136	120	200	146
Other income	(Btmn)	10	9	13	23	27	16	32	30
Interest expense	(Btmn)	261	273	300	281	274	273	272	276
Pre-tax profit	(Btmn)	(4)	152	642	252	144	218	161	298
Corporate tax	(Btmn)	0	-	191	11	(24)	55	35	56
Equity a/c profits	(Btmn)	(27)	(3)	(927)	47	6	3	(32)	(9)
Minority interests	(Btmn)	(64)	(137)	(96)	(156)	(80)	(127)	(43)	(87)
Core profit	(Btmn)	(95)	12	(571)	132	95	39	50	145
Extra-ordinary items	(Btmn)	22	-	1,009	21	(160)	296	199	267
Net Profit	(Btmn)	(73)	12	438	152	(65)	335	249	412
EBITDA	(Btmn)	514	729	1,291	833	709	806	748	871
Core EPS (Bt)	(Bt)	(0.05)	0.01	(0.28)	0.07	0.05	0.02	0.02	0.07
Net EPS (Bt)	(Bt)	(0.04)	0.01	0.22	0.08	(0.03)	0.17	0.12	0.20

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total current assets	(Btmn)	10,639	11,682	12,235	20,463	18,719	16,126	12,733	14,114
Total fixed assets	(Btmn)	33,666	33,560	33,594	25,157	28,023	29,160	32,026	33,018
Total assets	(Btmn)	44,305	45,242	45,829	45,620	46,742	45,287	44,760	47,132
Total loans	(Btmn)	25,101	25,308	25,168	25,173	26,413	24,924	24,182	26,046
Total current liabilities	(Btmn)	8,831	8,550	7,722	8,264	10,160	9,081	8,869	8,101
Total long-term liabilities	(Btmn)	18,112	19,388	20,269	19,235	19,095	18,687	18,301	20,725
Total liabilities	(Btmn)	26,943	27,938	27,990	27,500	29,255	27,767	27,171	28,826
Paid-up capital	(Btmn)	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Total equity	(Btmn)	17,362	17,304	17,839	18,120	17,487	17,520	17,589	18,306
BVPS (Bt)	(Bt)	6.33	6.24	6.46	6.53	6.15	6.11	6.19	6.51

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Core Profit	(Btmn)	(95)	12	(571)	132	95	39	50	145
Depreciation and amortization	(Btmn)	267	313	361	323	318	330	347	327
Operating cash flow	(Btmn)	(70)	(1,805)	3,385	(197)	1,341	276	619	354
Investing cash flow	(Btmn)	(337)	(856)	(246)	(57)	(1,839)	2,460	(83)	(1,129)
Financing cash flow	(Btmn)	399	132	(264)	(22)	485	(1,899)	(894)	1,815
Net cash flow	(Btmn)	(8)	(2,529)	2,875	(276)	(13)	837	(359)	1,040

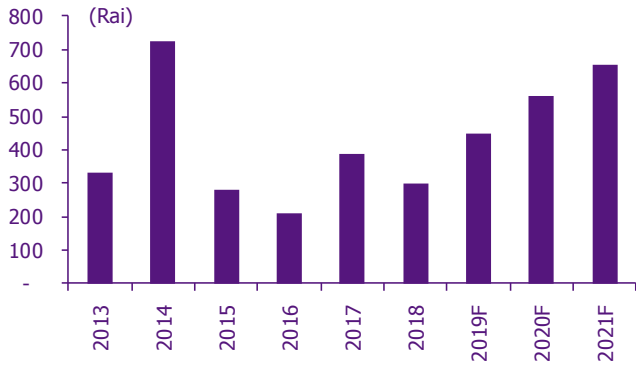
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Gross margin	(%)	17.9	19.8	31.3	23.8	19.0	19.8	18.8	21.2
Operating margin	(%)	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1	15.8	12.6	16.7
EBITDA margin	(%)	23.6	27.7	32.0	30.4	25.6	26.8	23.4	26.8
EBIT margin	(%)	11.3	15.8	23.0	18.6	14.1	15.8	12.6	16.7
Net profit margin	(%)	(3.4)	0.5	10.8	5.6	(2.4)	11.1	7.8	12.7
ROE	(%)	(2.2)	0.3	(13.0)	2.9	2.1	0.9	1.1	3.2
ROA	(%)	(0.9)	0.1	(5.0)	1.2	0.8	0.3	0.4	1.3
Net D/E	(x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.2	1.2
Interest coverage	(x)	2.0	2.7	4.3	3.0	2.6	2.9	2.8	3.2
Debt service coverage	(x)	0.2	0.4	0.8	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5

Main Assumptions

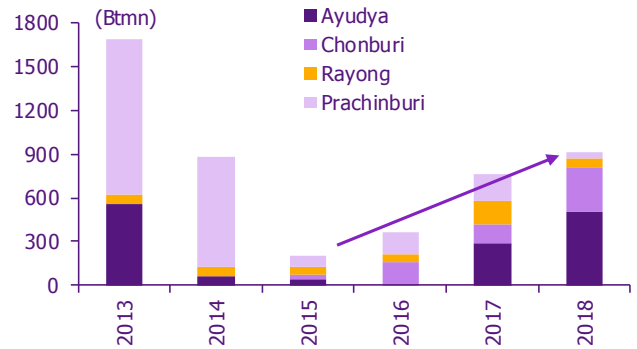
FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Revenue from IE	(Btmn)	-	-	1,481	158	141	151	400	402
Revenue from electricity	(Btmn)	2,012	2,468	2,375	2,418	2,461	2,675	2,615	2,669
Revenue from services	(Btmn)	152	153	177	157	157	164	163	169
Gross margin IE	(%)	n.a.	n.a.	50.1	66.5	44.8	54.6	56.6	61.4
Gross margin electricity	(%)	17.6	19.1	19.6	21.0	17.0	17.2	12.9	14.7
Gross margin services	(%)	23.4	30.0	29.9	24.1	26.4	30.2	20.8	28.4

Figure 1: Growing land sales



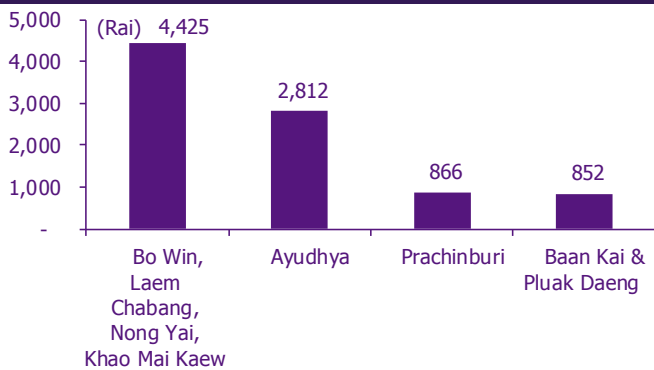
Source: ROJNA, CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Accelerating backlog



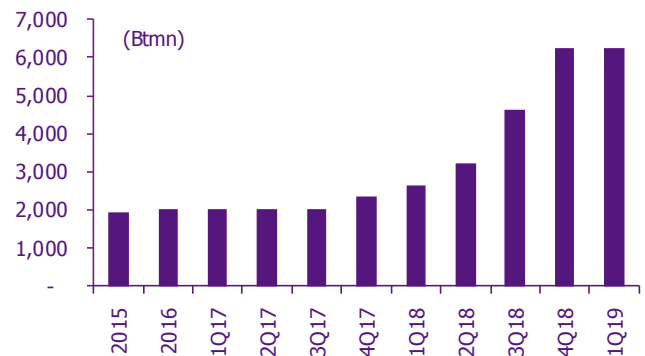
Source: ROJNA As of December 2018

Figure 3: Land bank (8,955 rai)



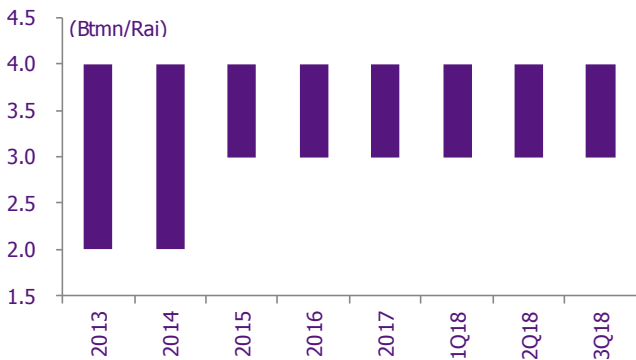
Source: ROJNA As of December 2018

Figure 4: Rising land bank



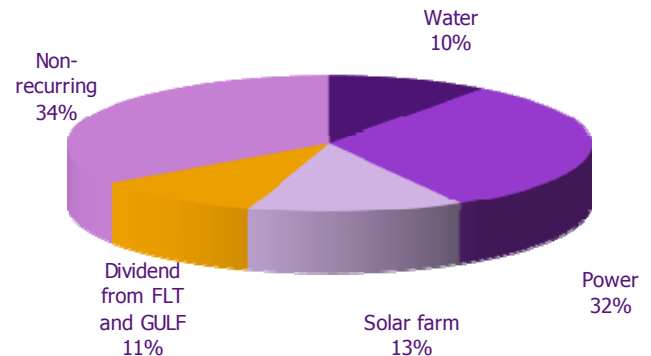
Source: ROJNA

Figure 5: Asking price for industrial land in Ayudhya increased slightly



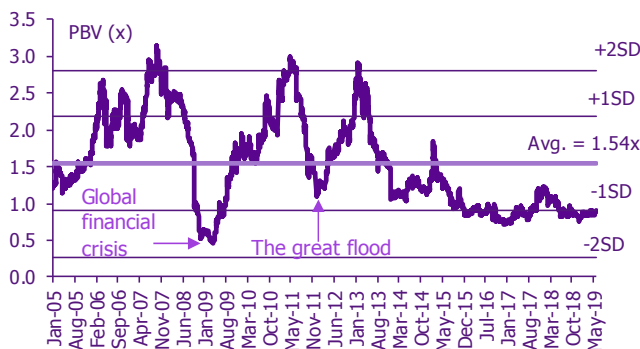
Source: CBRE

Figure 6: Recurring income contributes 66% of EBIT



Source: ROJNA, SCBS Investment Research

Figure 7: Forward PBV



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 8: SOTP valuation

	Method	Value (Btmn)	Value (Bt/sh)
Industrial land	NAV	13,389	6.6
Utilities	12x PER	1,211	0.6
Power	DCF	6,363	3.1
Core EV		20,963	7.2
Less: Net debt		(8,410)	(4.2)
Net core EV		12,553	6.2
GULF	MV	2,134	1.1
Fraser's Logistics & Industrial Turst	BV	2,412	1.2
Investment in JVs	BV	193	0.1
Net equity value		17,291	8.5

Source: SCBS Investment Research



กำไรจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น

หลังจากกำไรของ CHG อยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ 3Q61 เราคาดว่ากำไรจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นใน 2H62 และจะเติบโต 20% ในปี 2563 จากการดำเนินงานที่ดีขึ้นและผลขาดทุนที่ลดลงของโรงพยาบาลเปิดใหม่ ราคาหุ้น CHG ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 10% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากผลประกอบการ 1Q62 ออกมาดีเกินคาด แต่ยังคงต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2561 อยู่ 20% เราเชื่อมั่นในผลประกอบการที่ฟื้นตัวของ CHG และมองว่ากำไรที่คาดว่าจะอ่อนตัวลงใน 2Q62 เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ CHG เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มการแพทย์ แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 2.7 บาท/หุ้น

คาดการณ์กำไรอ่อนตัวลงใน 2Q62 นอกเหนือจากผลกระทบทางฤดูกาลแล้ว เราคาดว่ากำไร 2Q62 ของ CHG จะถูกฉุดรั้งโดยค่าใช้จ่ายพิเศษที่ประกอบด้วย: 1) ค่าใช้จ่ายพนักงานเพื่อปฏิบัติตาม พ.ร.บ.คุ้มครองแรงงานฉบับใหม่จำนวน ~16 ลบ. และ 2) ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองที่อาจเกิดขึ้น ~20 ลบ. จากการที่สำนักงานประกันสังคมจ่ายเงินจริงสำหรับการให้บริการรักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ต่ำกว่าจำนวนที่บริษัทได้บันทึกเป็นรายได้ไปก่อนหน้านี้ในเดือนพ.ย.-ธ.ค. 2561 โดยมีสาเหตุมาจากประมาณรวมไม่เพียงพอ ทำให้จำนวนเงินที่จ่ายจริงปรับลดลงจากอัตราที่ประกาศไว้ที่ 12,800 บาท/RW สู่ ~8,000 บาท/RW เหตุการณ์นี้คล้ายกับตอน 2Q61 ที่ CHG ต้องโอนกลับ (write-off) รายได้ 17 ลบ. เมื่อจำนวนเงินที่จ่ายจริงของการให้บริการใน 4Q60 ลดลงสู่ 10,200 บาท/RW ทั้งนี้ เราคาดการณ์กำไรปกติ 2Q62 ในเบื้องต้นที่ 130 ลบ. ลดลง 14% YoY และ 27% QoQ

การดำเนินงานที่โรงพยาบาลเปิดใหม่จะปรับตัวดีขึ้น กำไรของ CHG ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ 3Q61 หลักๆ ถูกฉุดรั้งโดยผลขาดทุนจากโรงพยาบาลเปิดใหม่ 2 แห่ง: โครงการต่อขยายที่โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเดอร์ (เปิดในเดือนก.ค. 2561) และโรงพยาบาลใหม่ โรงพยาบาลรวมแพทย์จะเชิงเทรา (เปิดในเดือนพ.ย. 2561) โรงพยาบาลทั้งสองแห่งนี้สร้างผลขาดทุนให้แก่ CHG จำนวน 25 ลบ. ใน 1Q62 (14% ของกำไรปกติ 1Q62) เพราะถูกฉุดรั้งโดยต้นทุนการดำเนินงานเริ่มแรก ทั้งนี้ ผู้บริหารของ CHG เปิดเผยว่าเงินลงทุนในโรงพยาบาลสองแห่งนี้จะไม่มากแล้วและรายได้มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น จากการเพิ่มขึ้นของผู้ป่วยจากประกันสุขภาพเอกชน/องค์กร เราคาดการณ์ขาดทุนจากโรงพยาบาลสองแห่งนี้ที่ 115 ลบ. ในปี 2562 ต่อจากนั้นขาดทุนจะปรับลดลงสู่ 60 ลบ. ในปี 2563 หลังจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในจังหวัดที่โรงพยาบาลเหล่านี้ตั้งอยู่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะจะได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจที่เติบโตมากขึ้นในภาคตะวันออกของประเทศไทยจากการพัฒนา EEC

กำไรจะกลับสู่แนวโน้มขาขึ้นใน 2H62-ปี 2563 เราคาดว่ากำไรของ CHG จะกลับมาเติบโต YoY ใน 2H62 (ที่ +15% YoY และ +10% HoH) และจะเติบโต 20% ในปี 2563 จากผลขาดทุนที่ลดลงที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ ตลาดกังวลเกี่ยวกับความผันผวนของกำไรอันเกิดจากความไม่แน่นอนของการให้บริการระบบประกันสังคม เรามองว่าความเสี่ยงดังกล่าวจะได้รับการชดเชยจากรายได้ที่สูงขึ้นจากผู้ป่วยเงินสด โดยที่เราคาดว่าสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยเงินสดของ CHG จะเพิ่มขึ้นจาก 66% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2562 สู่ 70% ของรายได้ทั้งหมดในปี 2564

top pick ของกลุ่มการแพทย์ เราเลือก CHG เป็น top pick ของเรา เพราะเชื่อมั่นในผลประกอบการที่เป็นขาขึ้นของบริษัท ราคาหุ้น CHG ปรับตัวขึ้นมา 10% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากผลประกอบการ 1Q62 ออกมาดีเกินคาด แต่ยังคงต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2561 (ก่อนปรับตัวลดลงแรงเพราะกำไรปรับตัวลดลง) อยู่ 20% กำไรที่คาดว่าจะอ่อนตัวลงใน 2Q62 อาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง แต่เรามองว่าเป็นโอกาสให้เข้าซื้อ แนะนำ "ซื้อ" CHG ราคาเป้าหมาย 2.7 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	3,876	4,407	4,966	5,535	6,086
EBITDA	(Btmn)	995	1,052	1,108	1,321	1,521
Core profit	(Btmn)	592	645	658	790	911
Reported profit	(Btmn)	565	634	658	790	911
Core EPS	(Bt)	0.054	0.059	0.060	0.072	0.083
DPS	(Bt)	0.036	0.050	0.042	0.050	0.058
P/E, core	(x)	42.3	38.9	38.1	31.7	27.5
EPS growth, core	(%)	5.0	8.8	2.1	20.1	15.3
P/BV, core	(x)	7.6	7.0	6.8	6.3	5.8
ROE	(%)	17.7	17.9	17.3	19.7	20.9
Dividend yield	(%)	1.6	2.2	1.8	2.2	2.5
FCF yield	(%)	1.3	0.2	1.5	2.9	3.3
EV/EBIT	(x)	35.8	32.7	32.7	26.0	22.0
EBIT growth, core	(%)	2.4	10.7	0.7	24.4	17.0
EV/CE	(x)	6.4	5.7	5.4	5.2	5.1
ROCE	(%)	14.2	13.6	12.7	15.6	18.0
EV/EBITDA	(x)	25.7	24.5	23.5	19.5	16.7
EBITDA growth	(%)	9.5	5.7	5.3	19.3	15.1

Source: SCBS Investment Research

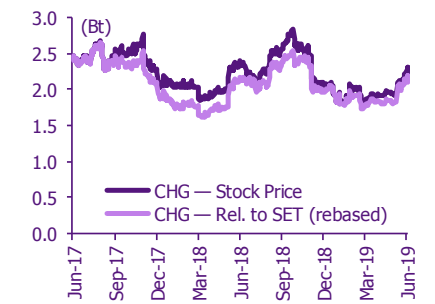
ซื้อ

Stock data

Last close (Jun 14) (Bt)	2.28
12-m target price (Bt)	2.70
Upside (Downside) to TP (%)	18.42
Mkt cap (Btbn)	25.08
Mkt cap (US\$mn)	805

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.15
Sector % SET	4.76
Shares issued (mn)	11,000
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	2.9 / 1.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.82
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	40.1
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	9.6	20.6	(2.6)
Relative to SET	6.3	17.3	(0.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	2.70
12-month dividend	(Bt)	0.04
Capital gain	(%)	18.42
Dividend yield	(%)	1.84
Total return	(%)	20.26

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	Btmn	2,672	3,155	3,637	3,876	4,407	4,966	5,535	6,086
Cost of goods sold	Btmn	1,756	2,082	2,469	2,633	3,072	3,548	3,876	4,243
Gross profit	Btmn	916	1,073	1,168	1,243	1,335	1,419	1,659	1,844
SG&A	Btmn	359	426	494	551	570	649	697	718
Other income	Btmn	43	24	21	21	24	25	25	30
Interest expense	Btmn	1	1	10	16	24	33	34	34
Pre-tax profit	Btmn	598	670	686	697	765	761	954	1,122
Corporate tax	Btmn	105	118	132	121	131	150	152	191
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	Btmn	(0)	0	(1)	(0)	19	49	27	14
Core profit	Btmn	481	538	564	592	645	658	790	911
Extra-ordinary items	Btmn	-	-	-	(27)	(11)	-	-	-
Net Profit	Btmn	481	538	564	565	634	658	790	911
EBITDA	Btmn	735	835	909	995	1,052	1,108	1,321	1,521
Core EPS	Bt	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
Net EPS	Bt	0.04	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07	0.08
DPS	Bt	0.03	0.04	0.04	0.04	0.05	0.04	0.05	0.06

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	Btmn	1,522	1,353	1,335	1,332	1,592	1,437	1,766	2,123
Total fixed assets	Btmn	1,557	1,987	2,936	3,385	3,831	4,118	4,172	4,234
Total assets	Btmn	3,266	3,560	4,518	4,951	5,708	5,851	6,246	6,677
Total loans	Btmn	30	78	801	852	1,212	1,220	1,220	1,220
Total current liabilities	Btmn	434	540	1,096	1,024	1,295	1,334	1,394	1,461
Total long-term liabilities	Btmn	0	26	157	403	583	583	583	583
Total liabilities	Btmn	461	591	1,294	1,478	1,965	2,003	2,064	2,130
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	2,804	2,969	3,224	3,473	3,743	3,848	4,183	4,546
BVPS	Bt	0.25	0.27	0.28	0.30	0.32	0.33	0.36	0.40

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	Btmn	481	538	564	592	645	658	790	911
Depreciation and amortization	Btmn	136	164	213	255	276	313	333	365
Operating cash flow	Btmn	447	698	705	916	743	969	1,108	1,266
Investing cash flow	Btmn	26	(608)	(1,028)	(594)	(689)	(600)	(387)	(427)
Financing cash flow	Btmn	(290)	(328)	324	(349)	3	(546)	(455)	(547)
Net cash flow	Btmn	183	(239)	2	(27)	57	(177)	265	292

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	%	34.3	34.0	32.1	32.1	30.3	28.6	30.0	30.3
Operating margin	%	20.8	20.5	18.5	17.9	17.4	15.5	17.4	18.5
EBITDA margin	%	27.1	26.3	24.8	25.5	23.7	22.2	23.8	24.9
EBIT margin	%	22.4	21.3	19.1	18.4	17.9	16.0	17.9	19.0
Net profit margin	%	18.0	17.1	15.5	14.6	14.4	13.3	14.3	15.0
ROE	%	17.7	18.7	18.2	17.7	17.9	17.3	19.7	20.9
ROA	%	15.4	15.8	14.0	12.5	12.1	11.4	13.1	14.1
Net D/E	x	Net cash	Net cash	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1
Interest coverage	x	628.6	1,031.2	95.4	62.7	44.3	33.1	38.4	44.2
Debt service coverage	x	23.6	15.8	1.4	2.1	1.6	1.7	2.0	2.3
Payout Ratio	%	68.7	73.6	70.2	70.0	86.8	70.0	70.0	70.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	51.0	51.6	54.9	57.6	62.5	65.7	68.3	70.3
Social security service (SC)	(%)	41.0	36.0	36.2	37.5	32.0	29.2	27.0	25.3
Universal coverage (UC)	(%)	8.0	13.0	9.0	5.0	5.5	5.0	4.7	4.4

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	Btmn	890	1,032	1,016	1,080	1,039	1,149	1,139	1,228
Cost of goods sold	Btmn	624	699	686	712	715	826	819	853
Gross profit	Btmn	266	334	330	368	325	323	320	375
SG&A	Btmn	124	129	173	129	116	141	184	154
Other income	Btmn	7	5	4	5	7	7	5	4
Interest expense	Btmn	3	4	5	5	5	7	8	9
Pre-tax profit	Btmn	146	206	157	238	212	182	133	216
Corporate tax	Btmn	27	37	32	45	35	37	33	49
Equity a/c profits	Btmn	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	Btmn	(0)	(0)	(0)	0	1	5	12	12
Core profit	Btmn	119	168	153	193	151	175	126	179
Extra-ordinary items	Btmn	0	0	(27)	0	27	(24)	(14)	0
Net Profit	Btmn	119	168	126	193	178	151	112	179
EBITDA	Btmn	211	276	228	308	282	260	216	303
Core EPS	Bt	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.02
Net EPS	Bt	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01	0.02

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total current assets	Btmn	1,416	1,460	1,332	1,564	1,597	1,633	1,592	1,797
Total fixed assets	Btmn	3,127	3,247	3,385	3,479	3,596	3,705	3,831	3,889
Total assets	Btmn	4,786	4,937	4,951	5,284	5,434	5,613	5,708	5,983
Total loans	Btmn	795	805	852	905	1,021	1,207	1,212	1,281
Total current liabilities	Btmn	1,085	1,163	1,024	1,091	1,138	1,329	1,295	1,343
Total long-term liabilities	Btmn	239	245	403	444	502	561	583	643
Total liabilities	Btmn	1,370	1,458	1,478	1,592	1,697	1,951	1,965	2,072
Paid-up capital	Btmn	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Total equity	Btmn	3,416	3,479	3,473	3,692	3,737	3,662	3,743	3,910
BVPS	Bt	0.30	0.30	0.30	0.32	0.32	0.32	0.32	0.34

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Core Profit	Btmn	119	168	153	193	151	175	126	179
Depreciation and amortization	Btmn	62	66	66	65	65	71	75	78
Operating cash flow	Btmn	168	333	264	166	191	242	143	154
Investing cash flow	Btmn	(126)	(176)	(190)	(128)	(176)	(171)	(214)	(173)
Financing cash flow	Btmn	(20)	(123)	(85)	50	(17)	(31)	2	68
Net cash flow	Bt	22	33	(11)	88	(2)	40	(70)	49

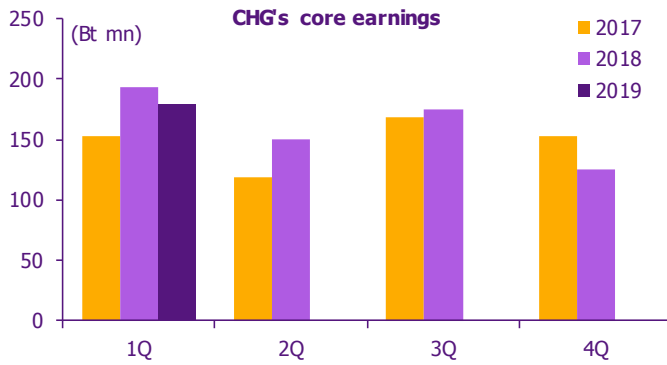
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Gross margin	%	29.9	32.3	32.5	34.1	31.2	28.1	28.1	30.5
Operating margin	%	16.0	19.8	15.5	22.1	20.1	15.8	11.9	18.0
EBITDA margin	%	23.5	26.6	25.0	28.4	24.3	22.5	20.1	24.6
EBIT margin	%	16.8	20.3	15.9	22.5	20.8	16.5	12.3	18.3
Net profit margin	%	13.3	16.3	12.4	17.9	17.1	13.1	9.8	14.6
ROE	%	16.6	17.5	17.7	21.8	19.2	19.4	17.9	18.9
ROA	%	12.2	12.5	12.5	15.6	13.5	13.1	12.1	12.7
Net D/E	x	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5	0.5	0.5
Interest coverage	x	64.6	62.1	49.7	66.7	61.3	38.3	27.9	33.5
Debt service coverage	x	1.5	1.9	1.9	2.6	2.1	1.5	1.3	1.8

Key statistics

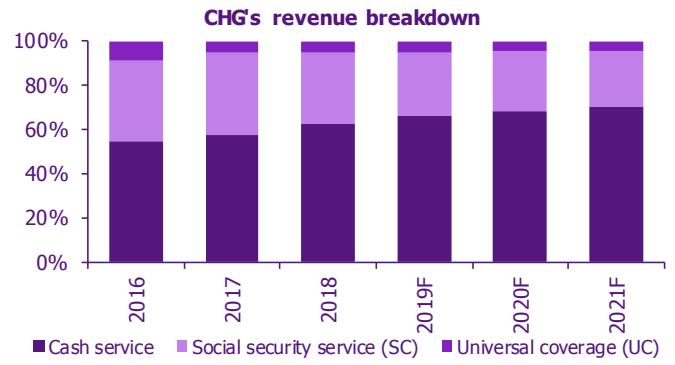
FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	56.1	61.2	59.2	60.6	62.9	65.4	61.0	62.1
Social security service (SC)	(%)	38.8	34.1	36.6	33.7	31.5	29.8	33.1	31.7
Universal coverage (UC)	(%)	5.2	4.7	4.2	5.7	5.6	4.9	5.9	6.2

Figure 1: CHG's earnings downtrend since 3Q18



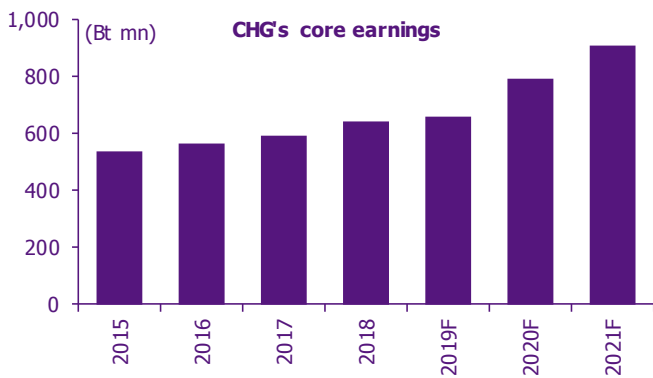
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown by service



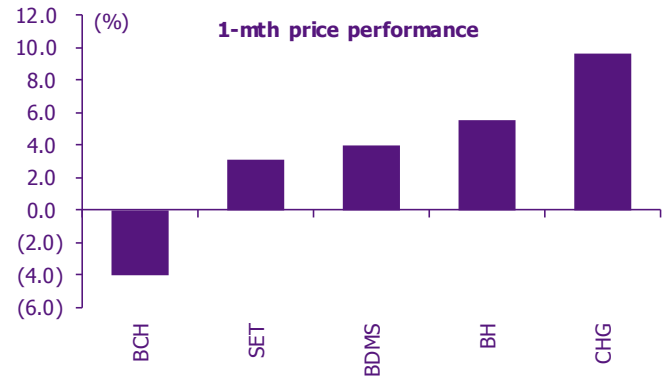
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: CHG's earnings forecast



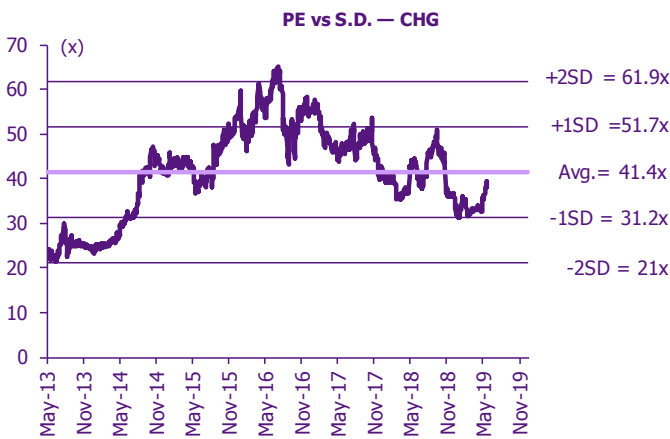
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Price performance



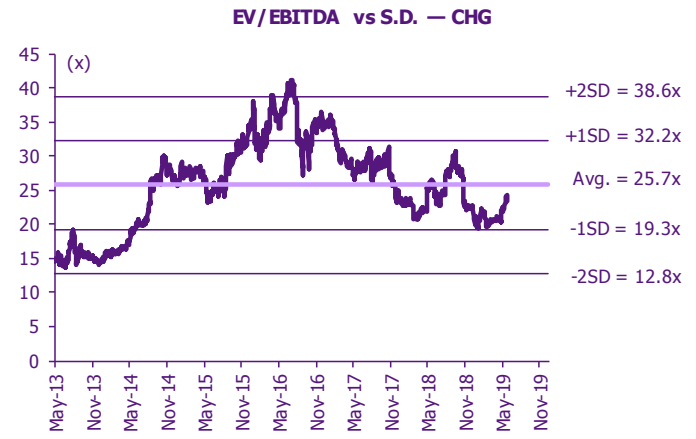
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: CHG's PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CHG's EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research



ปลอดภัยท่ามกลางความไม่แน่นอนจากสงครามการค้า

แม้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง 3.6% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา แต่ IVL ยังปรับตัวดีกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มปิโตรเคมี (-6%) สะท้อนมุมมองเชิงบวกที่นักลงทุนมีต่อ IVL มากกว่าหุ้นปิโตรเคมีตัวอื่นๆ ท่ามกลางความไม่แน่นอนจากสงครามการค้า ในสถานการณ์ที่ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนยังคงดำเนินอยู่ เรามอง IVL เพราะบริษัทมีกลยุทธ์ระยะยาวในการกระจายธุรกิจเพื่อเข้าไปเป็นผู้ประกอบการท้องถิ่นในตลาดที่สำคัญๆ เพื่อลดความเสี่ยงจากการกีดกันทางการค้า เราเชื่อว่ากำไรที่อ่อนแอใน 1Q62 จะเป็นไตรมาสที่แย่ที่สุดของปีนี้ และคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้ เราคาดว่า 2Q62 จะเป็นไตรมาสที่ดีขึ้น เนื่องจากโรงงาน EO/EG กลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว เราแนะนำ "ซื้อ" IVL ด้วยราคาเป้าหมาย 74 บาท (EV/EBITDA 10 เท่า) ซึ่งให้ผลตอบแทนรวม 60%

พอร์ตสินทรัพย์ที่กระจายตัวช่วยลดความเสี่ยง IVL น่าจะอยู่ในสถานะที่ดีกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มปิโตรเคมีท่ามกลางข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมีอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปี 2561 ทั้งนี้เพราะบริษัทมีโรงงานกระจายอยู่ทั่วโลก IVL มีฐานการผลิตในตลาดหลักๆ 3 ตลาด คือ เอเชีย ยุโรป/ตะวันออกกลาง/แอฟริกา (EMEA) และอเมริกา (ดู Figure 6) ซึ่งน่าจะช่วยป้องกันไม่ให้นักลงทุนได้รับผลกระทบจากการกีดกันทางการค้า ซึ่งมีแนวโน้มที่จะทวีความรุนแรงมากขึ้นในอนาคต โดยเฉพาะในกลุ่มประเทศมหาอำนาจทางเศรษฐกิจ กลยุทธ์ของ IVL คือ การก้าวเข้าไปเป็นผู้ประกอบการท้องถิ่นในตลาดที่สำคัญ โดยจัดตั้งโรงงานเพื่อรองรับลูกค้าที่ส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคชั้นนำของโลก

กำไรทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 1Q62 เราคาดว่ากำไรของ IVL จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 2Q62 เนื่องจากโรงงาน EO/EG กลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว เรามีมุมมองเชิงบวกน้อยลงต่อส่วนต่างราคา MEG และ IPA (กรดไอโซทาลิกบิสฟีนอล หรือ PIA) สำหรับธุรกิจสารตั้งต้นในตลาดตะวันตก เพราะอุปทานในตลาด แม้ IPA จัดเป็นผลิตภัณฑ์ระดับโลกที่สามารถผลิตได้โดยบริษัทเพียง 7 แห่งใน 6 ประเทศทั่วโลก ปริมาณการขาย EO/EG ที่เพิ่มขึ้นใน 2Q62 จะช่วยชดเชยผลกระทบดังกล่าวได้บางส่วน นอกจากนี้สายการผลิตใหม่ของ IPA ในสหรัฐฯ (ทำให้กำลังการผลิตทั้งหมดเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าสู่ 440,000 ตัน/ปี) จะเพิ่มอัตราการผลิตเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากราคาสารตั้งต้น (เมตาไซลีน) ที่ถูกลง ปัจจัยคุกคามที่สำคัญ คือ การเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ใน 2H62 ของบริษัทคู่แข่ง (Lotte Chemical) ซึ่งขยายกำลังการผลิตอีก 83% สู่ 840,000 ตัน/ปี ทั้งนี้การผลิต IPA ของ IVL ส่วนใหญ่เป็นการผลิตเพื่อใช้ภายในกิจการของบริษัทในยุโรปและอเมริกา

ส่วนต่างราคา integrated PET/PTA มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น IVL จะได้รับประโยชน์จากราคา PX ที่ลดลงใน 2Q62 เห็นได้จากส่วนต่างราคา integrated PET/PTA ในตลาดโลกที่เพิ่มขึ้น 14% QoQ ใน 2Q62TD สู่ US\$435/ตัน หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากตลาดเอเชีย (+24% QoQ) ธุรกิจ integrated PET/PTA คิดเป็น 59% ของ core EBITDA ของ IVL ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาจนถึง 1Q62 และเรามองว่าจะยังคงเป็นส่วนสำคัญที่สร้างกำไรให้กับบริษัทในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

EBITDA จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าใน 5 ปี แม้ล่าสุด IVL ได้ปรับเป้า EBITDA ลดลงเพื่อสะท้อนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ MEG และ IPA ที่ต่ำกว่าคาด แต่บริษัทยังคงเป้าที่จะเพิ่ม core EBITDA เป็นสองเท่าใน 5 ปีข้างหน้า จาก US\$1.4 พันล้านในปี 2561 ซึ่งจะได้รับการสนับสนุนจากพอร์ตผลิตภัณฑ์ใหม่ วัฏจักรทางการเงินที่เข้มงวด และประโยชน์จากปัจจัยแห่งความสำเร็จ: การมีเครือข่ายทั่วโลก และการดำเนินธุรกิจแบบบูรณาการ

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

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	286,332	347,171	375,676	387,419	395,220
EBITDA	(Btmn)	35,020	45,652	50,775	55,043	57,692
Core profit	(Btmn)	20,150	24,053	26,874	30,581	32,834
Reported profit	(Btmn)	20,883	26,465	26,874	30,581	32,834
Core EPS	(Bt)	3.84	4.28	4.79	5.45	5.85
DPS	(Bt)	1.00	1.40	1.50	1.70	1.80
P/E, core	(x)	12.3	11.0	9.9	8.7	8.1
EPS growth, core	(%)	93.4	11.5	11.7	13.8	7.4
P/BV, core	(x)	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3
ROE	(%)	19.6	18.4	17.4	17.5	16.7
Dividend yield	(%)	2.1	3.0	3.2	3.6	3.8
FCF yield	(x)	0.0	(9.0)	17.0	15.2	25.9
EV/EBIT	(x)	14.8	12.6	9.8	8.0	6.2
EBIT growth, core	(%)	40.8	37.7	15.8	11.4	6.2
EV/CE	(x)	1.7	1.5	1.4	1.3	1.3
ROCE	(%)	11.7	9.3	11.3	13.0	16.1
EV/EBITDA	(x)	9.6	8.7	7.0	5.9	4.6
EBITDA growth	(%)	28.5	30.4	11.2	8.4	4.8

Source: SCBS Investment Research

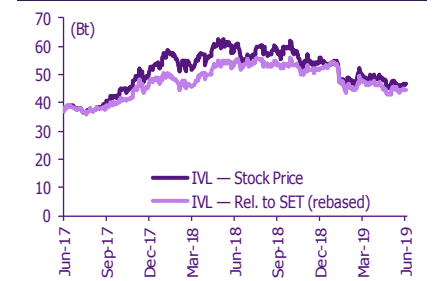
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 14) (Bt)	47.25
12-m target price (Bt)	74.00
Upside (Downside) to TP (%)	56.61
Mkt cap (Btbn)	265.29
Mkt cap (US\$mn)	8,516

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.55
Sector % SET	3.68
Shares issued (mn)	5,615
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	63 / 43.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	30.66
Foreign limit / actual (%)	100 / 75
Free float (%)	35.2
Dividend policy (%)	≥ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	1.1	(2.1)	(19.2)
Relative to SET	(2.0)	(4.8)	(17.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	74.00
12-month dividend	(Bt)	1.50
Capital gain	(%)	56.61
Dividend yield	(%)	3.17
Total return	(%)	59.79

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)	243,907	234,698	254,620	286,332	347,171	375,676	387,419	395,220
Cost of goods sold	(Btmn)	221,869	208,177	218,198	240,889	289,232	311,637	318,769	323,572
Gross profit	(Btmn)	22,038	26,521	36,422	45,444	57,939	64,039	68,650	71,648
SG&A	(Btmn)	16,627	19,293	21,823	23,925	28,760	29,801	30,726	31,618
Other income	(Btmn)	1,644	1,761	1,584	1,263	2,200	2,104	2,557	2,972
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	31,503	35,874	38,557
Corporate tax	(Btmn)	1,625	1,881	2,062	(1,400)	3,812	4,950	5,576	5,983
Equity a/c profits	(Btmn)	(1,356)	(242)	(173)	28	586	586	586	586
Minority interests	(Btmn)	(285)	(279)	(162)	(195)	128	(266)	(303)	(326)
Core profit	(Btmn)	234	2,935	9,563	20,150	24,053	26,874	30,581	32,834
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	26,874	30,581	32,834
EBITDA	(Btmn)	14,164	18,315	27,248	35,020	45,652	50,775	55,043	57,692
Core EPS	(Btmn)	0.05	0.61	1.99	3.84	4.28	4.79	5.45	5.85
Net EPS	(Bt)	0.35	1.37	3.36	3.98	4.71	4.79	5.45	5.85
DPS	(Bt)	0.38	0.48	0.66	1.00	1.40	1.50	1.70	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	134,075	163,520	194,844
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	372,547	390,720	410,644
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	91,800	92,079	92,149
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	201,694	197,966	194,555
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	163,570	185,168	208,177
BVPS	(Bt)	15.07	16.58	18.50	22.32	25.80	29.13	32.98	37.08

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	26,874	30,581	32,834
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	43,068	43,561	71,836
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	(15,637)	(13,311)	(13,527)
Net cash flow	(Btmn)	1,225	(2,107)	793	2,851	(1,299)	29,524	27,049	55,109

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	17.0	17.7	18.1
Operating margin	(%)	2.2	3.1	5.7	7.5	8.4	9.1	9.8	10.1
EBITDA margin	(%)	5.8	7.8	10.7	12.2	13.1	13.5	14.2	14.6
EBIT margin	(%)	2.9	3.8	6.4	8.0	9.0	9.7	10.4	10.9
Net profit margin	(%)	0.7	2.8	6.4	7.3	7.6	7.2	7.9	8.3
ROE	(%)	0.4	3.9	11.3	19.6	18.4	17.4	17.5	16.7
ROA	(%)	0.1	1.4	4.0	7.5	7.3	7.1	8.0	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	10.5	11.9	13.0
Debt service coverage	(x)	0.6	1.1	1.3	1.5	2.4	1.1	1.4	1.4
Payout Ratio	(%)	109.2	35.0	19.6	25.1	29.7	31.3	31.2	30.8

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	128	134	138
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	79	80	88	112	140	128	134	138
Average selling price	(US\$/t)	1,202	975	827	927	1,031	954	961	965
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	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	(Btmn)	71,661	72,605	70,417	76,143	83,591	96,001	91,436	95,810
Cost of goods sold	(Btmn)	61,538	60,004	59,445	63,416	68,010	77,055	80,751	83,550
Gross profit	(Btmn)	10,123	12,601	10,972	12,727	15,581	18,946	10,685	12,260
SG&A	(Btmn)	5,863	6,062	6,255	6,262	7,132	7,487	7,879	8,510
Other income	(Btmn)	239	239	593	976	395	365	463	555
Interest expense	(Btmn)	991	963	905	891	887	1,122	1,327	1,384
Pre-tax profit	(Btmn)	3,508	5,814	4,405	6,550	7,957	10,703	1,941	2,922
Corporate tax	(Btmn)	329	569	(3,149)	881	1,145	1,018	768	103
Equity a/c profits	(Btmn)	(120)	47	(45)	(42)	206	479	(57)	(0)
Minority interests	(Btmn)	(68)	(30)	(26)	(27)	(26)	64	117	(25)
Core profit	(Btmn)	2,990	5,262	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233	2,793
Extra-ordinary items	(Btmn)	(53)	(1,745)	2,520	214	1,250	(173)	1,122	915
Net Profit	(Btmn)	2,937	3,516	10,003	5,814	8,243	10,054	2,355	3,708
EBITDA	(Btmn)	7,374	9,911	8,730	10,493	12,064	15,657	7,438	8,292
Core EPS	(Btmn)	0.62	1.00	1.43	1.03	1.26	1.82	0.22	0.50
Net EPS	(Bt)	0.61	0.67	1.91	1.07	1.49	1.79	0.42	0.66

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total current assets	(Btmn)	89,032	86,145	92,953	101,644	123,981	127,413	124,284	130,584
Total fixed assets	(Btmn)	181,745	183,387	189,405	185,224	209,820	229,300	254,911	264,881
Total assets	(Btmn)	270,777	269,532	282,358	286,868	333,801	356,713	379,195	395,465
Total loans	(Btmn)	106,423	92,506	95,506	90,462	113,269	117,404	136,266	145,911
Total current liabilities	(Btmn)	66,559	57,758	65,622	67,146	86,331	101,943	113,700	116,935
Total long-term liabilities	(Btmn)	109,422	101,138	97,750	91,809	104,689	104,738	113,639	125,723
Total liabilities	(Btmn)	175,981	158,896	163,372	158,955	191,020	206,681	227,339	242,658
Paid-up capital	(Btmn)	4,814	5,245	5,245	5,412	5,548	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	92,788	108,629	117,062	126,126	139,640	144,178	144,838	144,412
BVPS	(Bt)	19.27	20.71	22.32	23.31	25.17	25.68	25.80	25.72

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Core Profit	(Btmn)	2,990	5,262	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233	2,793
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,876	3,133	3,420	3,052	3,219	3,832	4,170	3,987
Operating cash flow	(Btmn)	8,238	5,840	7,102	7,626	7,215	9,123	8,398	8,401
Investing cash flow	(Btmn)	(11,814)	(5,428)	(6,611)	(4,493)	(16,275)	(14,196)	(21,263)	(10,363)
Financing cash flow	(Btmn)	3,769	(994)	1,946	3,147	18,678	(6,585)	7,327	3,410
Net cash flow	(Btmn)	193	(581)	2,437	6,280	9,617	(11,658)	(5,538)	1,448

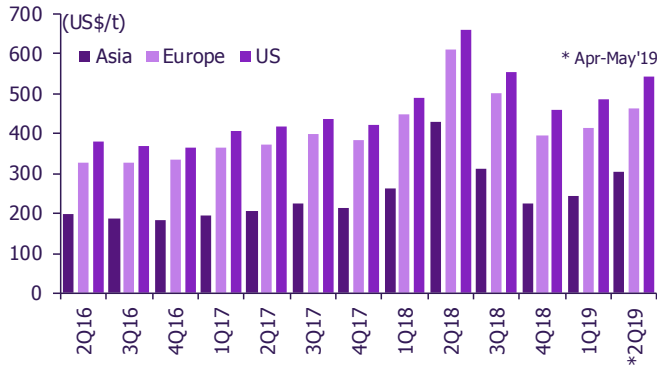
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Gross margin	(%)	14.1	17.4	15.6	16.7	18.6	19.7	11.7	12.8
Operating margin	(%)	5.9	9.0	6.7	8.5	10.1	11.9	3.1	3.9
EBITDA margin	(%)	10.3	13.7	12.4	13.8	14.4	16.3	8.1	8.7
EBIT margin	(%)	6.3	9.3	7.5	9.8	10.6	12.3	3.6	4.5
Net profit margin	(%)	4.1	4.8	14.2	7.6	9.9	10.5	2.6	3.9
ROE	(%)	13.0	20.9	26.5	18.4	21.0	28.8	3.4	7.7
ROA	(%)	4.5	7.8	10.8	7.9	9.0	11.8	1.3	2.9
Net D/E	(x)	1.1	0.8	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0
Interest coverage	(x)	7.4	10.3	9.6	11.8	13.6	14.0	5.6	6.0
Debt service coverage	(x)	1.5	2.6	1.9	2.2	1.6	1.7	0.6	0.7

Main Assumptions

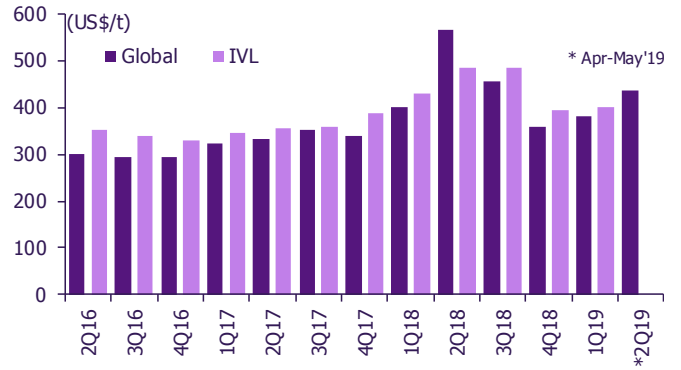
FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total capacity (period-end)	(ktpa)	10,270	10,405	10,665	10,638	11,084	12,587	13,029	13,920
Total sales volume	(kt)	2,223	2,387	2,306	2,325	2,546	2,730	2,820	2,970
Core EBITDA/t	(US\$/t)	107	122	111	140	153	150	113	102
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	97	125	117	148	156	175	85	89
Average selling price	(US\$/t)	940	911	926	1,038	1,028	1,070	989	1,020
FX	(Bt/US\$)	34.29	33.37	32.95	31.54	31.95	32.98	32.82	31.62

Figure 1: Integrated PET/PTA margin



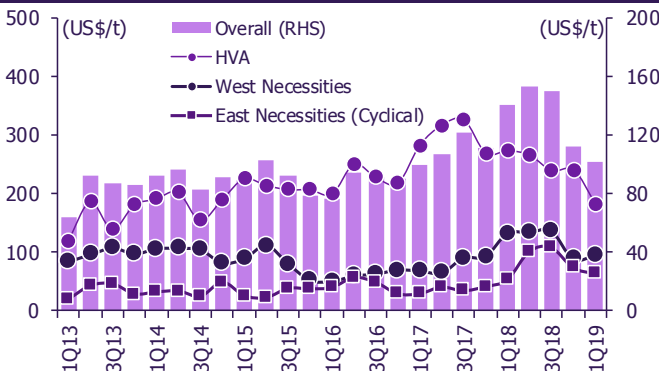
Source: Industry data, SCBS Investment Research

Figure 2: IVL – integrated PET/PTA spread



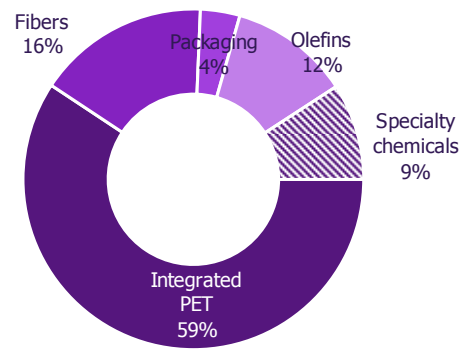
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 3: IVL's core EBITDA/t



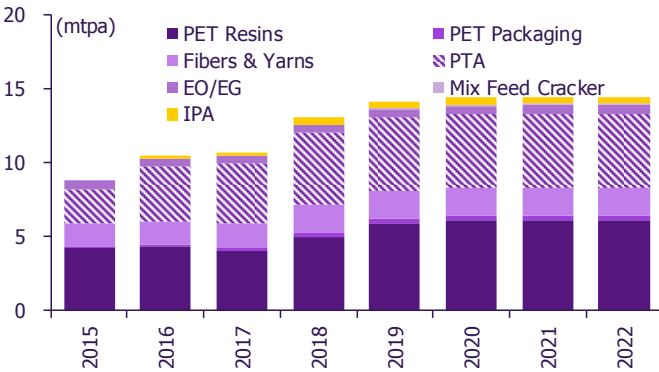
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 4: Core EBITDA breakdown (last 12 months)



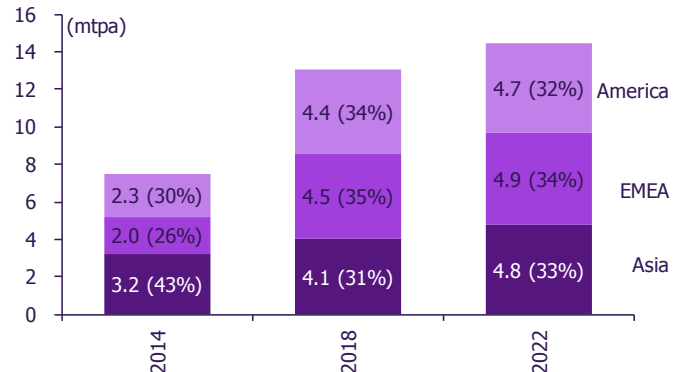
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Capacity growth



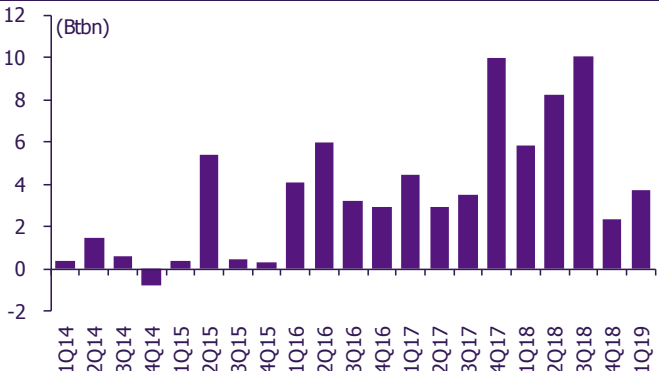
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: IVL's production base breakdown



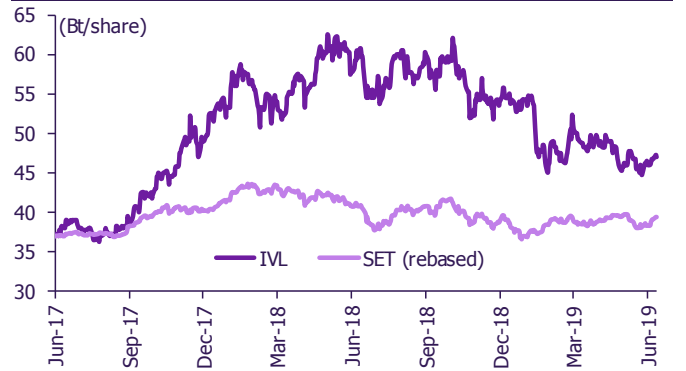
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 7: Quarterly net profit



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 8: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research



NIM จะขยายตัวมากที่สุด และ valuation ต่ำที่สุด

KTB อาจสร้างเซอร์ไพรส์ตลาดในแง่บวกจากการเป็นธนาคารที่รายงาน NIM ขยายตัวมากที่สุดในปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรพิเศษจาก AQ ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง และการเปลี่ยนแปลงตัวขับเคลื่อนสินเชื่อให้เติบโตจากการหันมาเน้นปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเอกชนมากขึ้น ในขณะที่เดียวกัน KTB จะเห็นการฟื้นตัวของสินเชื่อภาคเอกชนควบคู่ไปกับ LLR coverage ที่สูงขึ้น เรายกเลิกเลือก KTB เป็น top Buy เพราะ valuation ต่ำที่สุดในกลุ่มธนาคาร

NIM จะขยายตัวมากที่สุดเพราะจะมีกำไรพิเศษจาก AQ มากขึ้น เราคาดว่า KTB จะรายงาน NIM ขยายตัว 37 bps ในปี 2562 มากที่สุดในกลุ่มธนาคาร ซึ่งจะสร้างเซอร์ไพรส์ตลาดในแง่บวก โดย NIM ที่ขยายตัว 37 bps แบ่งเป็น 29 bps จากกำไรพิเศษ 6 bps จากต้นทุนเงินฝากที่ลดลง เนื่องจากเงินฝากต้นทุนสูงครบกำหนด (5% ของเงินฝากทั้งหมด อัตราดอกเบี้ยที่ ~4%) และ 2 bps จากผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อที่ปรับตัวดีขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงตัวขับเคลื่อนสินเชื่อให้เติบโต โดยหันมาเน้นปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเอกชนแทนภาครัฐมากขึ้น ดอกเบี้ยค้างรับสะสมจาก AQ คาดว่าจะมีจำนวนสูงพอๆ กับเงินต้นที่ 8 พันลบ. ที่ดินหลักประกันถูกขายทอดตลาดในราคา 8.91 พันลบ. ในเดือนค.ค. 2561 และแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม KTB ได้รับชำระเงิน 4.06 พันลบ. สำหรับกลุ่มแรกแล้ว และรับรู้เป็นกำไรพิเศษ 3.9 พันลบ. ใน 1Q62 ส่วนกลุ่มที่สอง มูลค่า 1.26 พันลบ. เราคาดว่า KTB จะได้รับชำระและรับรู้เป็นกำไรพิเศษใน 2Q62 หลังจากศาลไม่รับคำร้องให้เพิกถอนการขายทรัพย์สินในเดือนมี.ค. กลุ่มที่สาม มูลค่า 3.6 พันลบ. อยู่ระหว่างรอคำตัดสินการยื่นคำร้องต่อศาล โดยอ้างว่าการขายที่ดินดังกล่าวไม่ชอบด้วยกฎหมาย

สินเชื่อภาคเอกชนฟื้นตัว ใน 4M62 สินเชื่อของ KTB เติบโต 1% YTD และ 5.4% YoY สูงที่สุดในจำนวนธนาคารขนาดใหญ่ 4 แห่ง ที่สำคัญกว่านั้น คือ การเติบโตของสินเชื่อหลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากสินเชื่อรายย่อย และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ แทนที่จะเป็นสินเชื่อเกี่ยวกับภาครัฐ ซึ่งเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้สินเชื่อเติบโตในปี 2560-2561 แนวโน้มเช่นนี้สอดคล้องกับแผนของ KTB ที่จะหันมาปล่อยสินเชื่อให้กับภาคเอกชนมากขึ้นในปี นี้ เพื่อเพิ่มผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อ KTB ยังคงเป้าอัตราขยายตัวของสินเชื่อในปี 2562 ไว้ที่ 5-6% (SCBS คาดการณ์ที่ 5%) เพิ่มขึ้นจาก 4% ในปี 2561 (เพียง 2% สำหรับภาคเอกชน)

การก่อตัวของ NPL ใหม่ชะลอตัวลง พร้อมกับ LLR coverage ที่สูงขึ้น KTB พบว่าอัตราการก่อตัวของ NPL ใหม่ชะลอตัวลงในช่วง 4 ไตรมาสที่ผ่านมา จาก 1.99% ใน 1Q61 สู่ 1.22% ใน 1Q62 ในขณะที่เดียวกัน LLR coverage ก็เพิ่มขึ้นจาก 120% ณ 1Q61 สู่ 127% ณ 1Q62 การชำระคืนสินเชื่อ AQ (ถ้าสำเร็จ) จะส่งผลทำให้ NPL ลดลง 4 พันลบ. (ยอดเงินต้น 8 พันลบ. หักด้วยยอดตัดจำหน่ายหนี้สูญมูลค่า 4 พันลบ.) ซึ่งจะหนุนให้ LLR coverage ปรับขึ้นสู่ 132% ตามการคำนวณของเรา อย่างไรก็ตาม เราคาดการณ์ตามหลักอนุรักษนิยมว่า credit cost ของ KTB จะเพิ่มขึ้น 13 bps สู่ 1.45% ในปี 2562 เพราะเราคาดว่าธนาคารใช้กำไรพิเศษจาก AQ มาเพิ่ม LLR coverage ตามหลักความระมัดระวัง

Top Buy เพราะ valuation ต่ำที่สุด เรายังคงเลือก KTB เป็น top Buy ด้วยราคาเป้าหมาย 22 บาท (0.9 เท่าของประมาณการ BVPS ที่ 2562) เนื่องจาก: 1) KTB มี valuation ต่ำที่สุดในกลุ่มธนาคาร ที่ PBV 0.83 เท่า และ PER 9.5 เท่า ในปี 2562; 2) KTB มีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนทั้งภาครัฐและภาคเอกชนที่ฟื้นตัวดีขึ้น; 3) KTB มีแนวโน้มที่จะเป็นธนาคารที่มี NIM ขยายตัวมากที่สุดในปี 2562

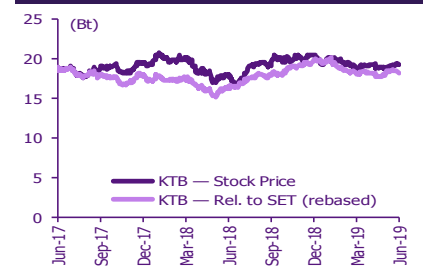
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 14) (Bt)	19.50
12-m target price (Bt)	22.00
Upside (Downside) to TP (%)	12.82
Mkt cap (Btbn)	272.53
Mkt cap (US\$m)	8,749

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.59
Sector % SET	12.77
Shares issued (mn)	13,976
Par value (Bt)	5.15
12-m high / low (Bt)	20.6 / 16.7
Avg. daily 6m (US\$m)	15.30
Foreign limit / actual (%)	25 / 12
Free float (%)	44.9
Dividend policy (%)	≤ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	3.7	3.7	10.8
Relative to SET	0.6	0.8	12.9

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	22.00
12-month dividend	(Bt)	0.76
Capital gain	(%)	12.82
Dividend yield	(%)	3.91
Total return	(%)	16.73

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Pre-provision profit	(Bt mn)	67,274	54,683	58,873	58,266	62,457
Net profit	(Bt mn)	22,440	28,491	28,789	29,807	33,310
PPP/Sh	(Bt)	4.81	3.91	4.21	4.17	4.47
EPS	(Bt)	1.60	2.04	2.06	2.13	2.38
BVPS	(Bt)	20.59	21.88	23.36	24.73	26.32
DPS	(Bt)	0.61	0.72	0.76	0.79	0.88
P/PPP	(x)	4.05	4.99	4.63	4.68	4.37
PPP growth	(%)	2.34	(18.72)	7.66	(1.03)	7.19
P/E	(x)	12.15	9.57	9.47	9.15	8.18
EPS growth	(%)	(30.53)	26.97	1.04	3.54	11.75
P/BV	(x)	0.95	0.89	0.83	0.79	0.74
ROE	(%)	7.99	9.60	9.10	8.87	9.33
Dividend yield	(%)	3.13	3.68	3.91	4.05	4.52

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Interest & dividend income	(Btmn)	128,230	132,525	129,230	122,507	119,770	130,842	130,692	139,979
Interest expense	(Btmn)	51,072	51,657	42,264	36,729	36,081	37,349	40,140	43,787
Net interest income	(Btmn)	77,158	80,868	86,966	85,778	83,689	93,493	90,552	96,192
Non-interest income	(Btmn)	27,960	32,701	34,619	35,095	32,403	32,883	34,029	35,218
Non-interest expenses	(Btmn)	48,145	50,920	50,631	49,396	53,088	57,778	55,878	57,140
Pre-provision profit	(Btmn)	56,973	62,650	70,953	71,477	63,004	68,598	68,703	74,270
Provision	(Btmn)	18,643	30,542	33,429	44,833	26,192	30,085	28,459	29,147
Pre-tax profit	(Btmn)	38,330	32,108	37,524	26,643	36,812	38,513	40,244	45,122
Tax	(Btmn)	7,184	5,605	7,063	4,797	6,852	7,703	8,049	9,024
Equities & minority interest	(Btmn)	(2,045)	(1,990)	(1,843)	(594)	1,468	2,022	2,389	2,788
Core net profit	(Btmn)	33,191	28,494	32,304	22,440	28,491	28,789	29,807	33,310
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	33,191	28,494	32,304	22,440	28,491	28,789	29,807	33,310
EPS	(Bt)	2.37	2.04	2.31	1.60	2.04	2.06	2.13	2.38
DPS	(Bt)	0.90	0.76	0.86	0.61	0.72	0.76	0.79	0.88

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Cash	(Btmn)	74,770	71,470	72,106	73,573	68,878	69,500	70,700	71,715
Interbank assets	(Btmn)	456,721	397,358	431,638	559,827	372,514	372,514	372,514	372,514
Investments	(Btmn)	258,495	261,732	242,265	228,246	240,167	240,167	240,167	240,167
Gross loans	(Btmn)	1,952,996	2,027,440	1,904,089	1,938,082	2,024,205	2,125,415	2,252,940	2,410,646
Accrued interest receivable	(Btmn)	5,601	5,901	5,271	5,212	5,424	5,424	5,424	5,424
Loan loss reserve	(Btmn)	76,021	85,957	110,781	125,381	133,754	148,839	162,298	176,446
Net loans	(Btmn)	1,882,576	1,947,385	1,798,578	1,817,912	1,895,874	1,982,000	2,096,065	2,239,624
Total assets	(Btmn)	2,789,143	2,815,330	2,689,446	2,864,373	2,739,203	2,828,250	2,945,873	3,092,862
Deposits	(Btmn)	2,151,268	2,135,499	1,972,404	2,070,875	2,039,602	2,103,849	2,197,891	2,317,677
Interbank liabilities	(Btmn)	162,015	194,243	203,166	228,691	157,396	157,396	157,396	157,396
Borrowings	(Btmn)	146,171	116,240	120,691	110,626	95,206	95,206	95,206	95,206
Total liabilities	(Btmn)	2,553,276	2,565,032	2,410,299	2,570,149	2,425,062	2,489,310	2,583,352	2,703,137
Minority interest	(Btmn)	3,724	4,415	5,218	6,358	8,266	12,389	16,816	21,738
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	232,142	245,883	273,929	287,867	305,875	326,551	345,706	367,987
BVPS	(Bt)	16.60	17.59	19.59	20.59	21.88	23.36	24.73	26.32

Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F
Growth									
YoY loan growth	(%)	14.14	3.81	(6.08)	1.79	4.44	5.00	6.00	7.00
YoY non-NII growth	(%)	5.07	16.96	5.86	1.37	(7.67)	1.48	3.48	3.49
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	5.05	4.93	4.88	4.55	4.39	4.81	4.61	4.70
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.18	2.11	1.78	1.56	1.53	1.61	1.67	1.74
Spread	(%)	2.86	2.82	3.09	2.99	2.86	3.20	2.94	2.96
Net interest margin	(%)	3.04	3.01	3.28	3.19	3.07	3.44	3.19	3.23
ROE	(%)	15.15	11.92	12.43	7.99	9.60	9.10	8.87	9.33
ROA	(%)	1.25	1.02	1.17	0.81	1.02	1.03	1.03	1.10
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.94	3.76	4.77	5.30	5.24	5.24	5.18	5.08
LLR/NPLs	(%)	132.24	112.55	121.57	121.71	125.74	133.53	138.98	144.14
Provision expense/Total loans	(%)	0.95	1.51	1.76	2.31	1.29	1.42	1.26	1.21
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	85.01	90.04	90.97	88.84	94.82	96.65	98.25	99.91
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	45.80	44.84	41.64	40.87	45.73	45.72	44.85	43.48
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	14.47	14.84	16.61	17.20	18.22	18.51	18.45	18.24
Tier-1	(%)	10.64	11.17	12.81	13.48	14.47	15.02	15.13	15.12
Tier-2	(%)	3.83	3.68	3.80	3.72	3.74	3.49	3.32	3.12

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Interest & dividend income	(Btmn)	30,698	30,370	30,283	29,505	29,878	29,993	30,394	33,377
Interest expense	(Btmn)	9,093	9,112	9,187	8,965	9,079	9,104	8,934	8,736
Net interest income	(Btmn)	21,604	21,259	21,095	20,540	20,799	20,890	21,460	24,641
Non-interest income	(Btmn)	7,718	8,424	10,514	8,396	8,356	7,856	7,795	8,634
Non-interest expenses	(Btmn)	11,687	12,475	12,634	13,525	12,259	12,738	14,566	16,217
Earnings before tax & provision	(Btmn)	17,636	17,208	18,975	15,411	16,896	16,008	14,689	17,058
Provision	(Btmn)	13,878	9,918	13,577	6,908	6,770	6,084	6,430	7,330
Pre-tax profit	(Btmn)	3,758	7,290	5,397	8,503	10,126	9,924	8,259	9,728
Tax	(Btmn)	713	1,440	603	1,689	2,082	1,521	1,560	1,941
Equities & minority interest	(Btmn)	(177)	(22)	(21)	28	336	564	540	486
Core net profit	(Btmn)	3,222	5,872	4,815	6,787	7,708	7,838	6,159	7,301
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	3,222	5,872	4,815	6,787	7,708	7,838	6,159	7,301
EPS	(Bt)	0.23	0.42	0.34	0.49	0.55	0.56	0.44	0.52

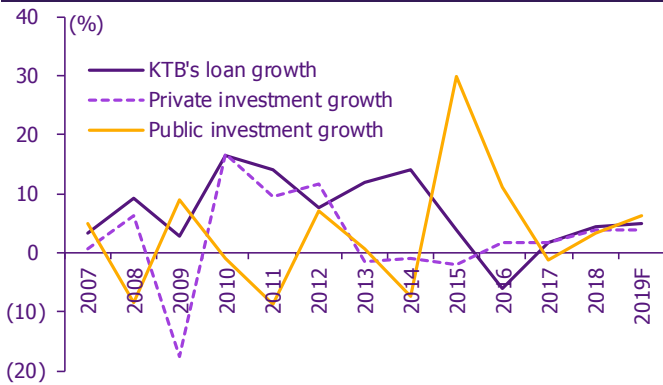
Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Cash	(Btmn)	67,239	64,167	73,573	70,401	66,501	59,983	68,878	62,119
Interbank assets	(Btmn)	426,469	466,503	559,827	585,221	521,214	441,906	372,514	424,454
Investments	(Btmn)	221,676	225,550	228,246	203,649	191,816	208,883	240,167	286,868
Gross loans	(Btmn)	1,918,010	1,875,807	1,938,082	1,928,205	1,959,549	1,980,974	2,024,205	2,032,879
Accrued interest receivable	(Btmn)	3,159	5,020	5,212	5,462	4,988	5,209	5,424	5,753
Loan loss reserve	(Btmn)	111,466	119,649	125,381	129,598	136,586	129,542	133,754	139,044
Net loans	(Btmn)	1,809,703	1,761,178	1,817,912	1,804,069	1,827,950	1,856,640	1,895,874	1,899,589
Total assets	(Btmn)	2,672,038	2,668,061	2,864,373	2,887,501	2,804,772	2,735,948	2,739,203	2,884,114
Deposits	(Btmn)	1,962,422	1,950,086	2,070,875	2,033,068	2,040,349	2,007,392	2,039,602	2,077,071
Interbank liabilities	(Btmn)	186,650	184,108	228,691	250,239	193,603	178,429	157,396	201,439
Borrowings	(Btmn)	116,807	116,261	110,626	110,375	112,163	95,744	95,206	96,854
Total liabilities	(Btmn)	2,392,324	2,378,397	2,570,149	2,587,650	2,509,090	2,430,626	2,425,062	2,560,143
Minority interest	(Btmn)	5,464	5,892	6,358	6,969	6,938	7,644	8,266	9,069
Paid-up capital	(Btmn)	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005	72,005
Total Equities	(Btmn)	274,250	283,773	287,867	292,882	288,744	297,678	305,875	314,902
BVPS	(Bt)	19.62	20.30	20.59	20.95	20.65	21.29	21.88	22.52

Financial Ratios

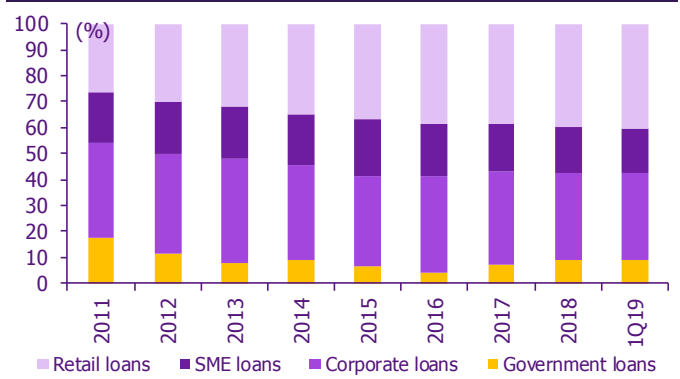
FY December 31		2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Growth									
YoY loan growth	(%)	(2.81)	(1.59)	1.79	0.78	2.17	5.61	4.44	5.43
YoY non-NII growth	(%)	(3.35)	(8.42)	22.08	(0.52)	8.26	(6.74)	(25.86)	2.84
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.72	4.69	4.50	4.23	4.32	4.44	4.55	4.87
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.59	1.61	1.58	1.49	1.53	1.57	1.56	1.50
Spread	(%)	3.12	3.07	2.93	2.73	2.79	2.87	2.99	3.37
Net interest margin	(%)	3.32	3.28	3.14	2.94	3.01	3.09	3.21	3.59
ROE	(%)	4.63	8.42	6.74	9.35	10.60	10.69	8.16	-
ROA	(%)	0.48	0.88	0.67	0.94	1.10	1.15	0.90	0.00
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	5.17	5.53	5.32	5.59	5.64	5.33	5.25	5.39
LLR/NPLs	(%)	112.50	115.37	121.71	120.25	123.54	122.59	125.74	131.66
Provision expense/Total loans	(%)	2.89	2.11	2.80	1.43	1.38	1.23	1.27	1.44
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	92.25	90.78	88.84	89.96	91.04	94.19	94.82	93.51
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	39.86	42.03	39.97	46.74	42.05	44.31	49.79	48.74
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	16.26	16.60	17.20	17.49	17.57	17.78	18.22	18.41
Tier-1	(%)	12.77	13.10	13.48	13.73	13.79	13.98	14.47	14.66
Tier-2	(%)	3.49	3.50	3.72	3.76	3.78	3.80	3.74	3.75

Figure 1: Loan growth



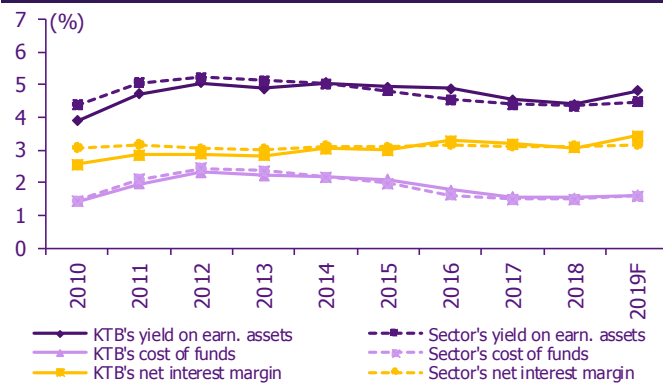
Source: KTB, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: KTB's loans broken down by segment



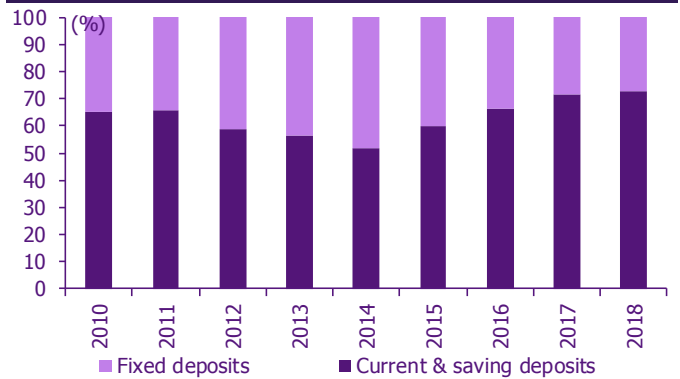
Source: KTB and SCBS Investment Research

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



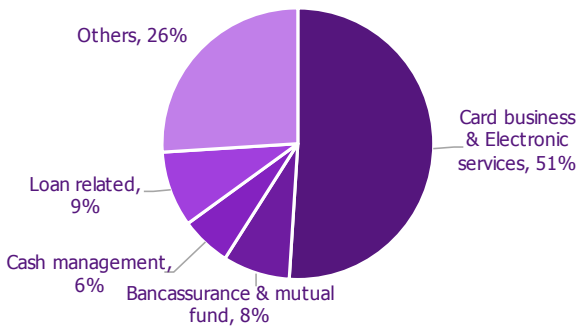
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 4: KTB's deposit breakdown



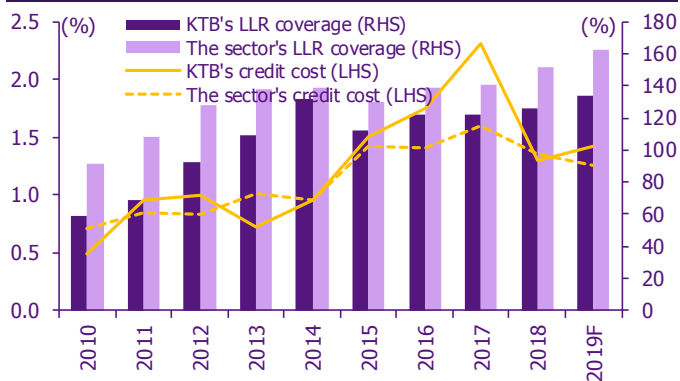
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 5: KTB's 1Q19 fee & service income breakdown



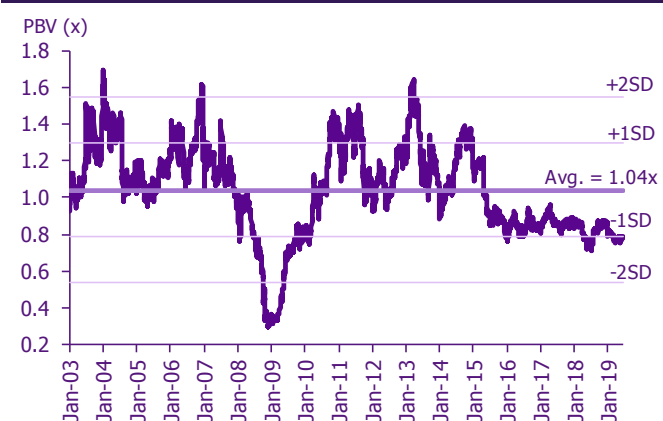
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage and credit cost



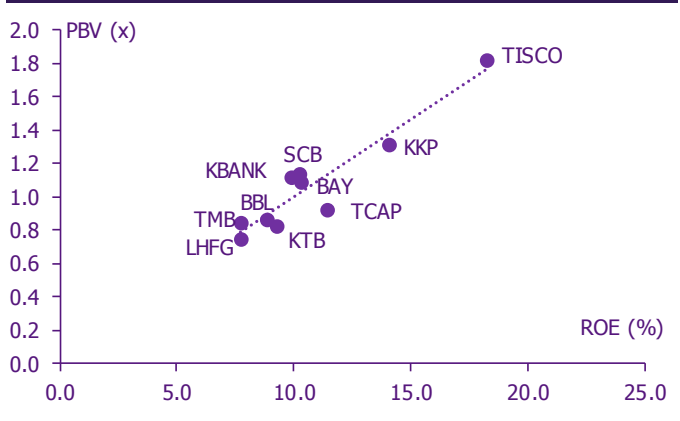
Source: KTB and SCBS Investment Research

Figure 7: KTB's PBV



Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Banking sector valuation map



Source: SCBS Investment Research



ได้รับแรงกดดันจากความกังวลสงครามการค้า

เรามองว่าความกังวลของตลาดเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่จะมีต่อความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ จะสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มยานยนต์อย่างต่อเนื่อง ในขณะที่สงครามการค้าเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ แต่เราเชื่อว่า valuation ที่อยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลจะช่วยจำกัดการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ **top picks** ของเรา คือ **SAT** และ **STANLY**

ยอดส่งออกรถยนต์อ่อนแอ ใน 4Q62 ประเทศไทยส่งออกรถยนต์จำนวน 366,900 คัน (51% ของยอดการผลิตรถยนต์) ทรงตัว YoY อย่างไรก็ตาม ยอดส่งออกรถยนต์ในเดือนเม.ย. มีจำนวนต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2556 โดยอยู่ที่ 67,000 คัน ลดลง 8% YoY ยอดส่งออกรถยนต์ลดลงในตลาดส่งออกหลักๆ หลายตลาด: เอเชีย (-20% YoY) ยุโรป (-46% YoY) และอเมริกาเหนือ (-55% YoY) ในขณะที่พบการเติบโตอย่างแข็งแกร่งในออสเตรเลีย (+23% YoY) และตะวันออกกลาง (+35% YoY) ยอดส่งออกรถยนต์ที่อ่อนตัวลงนั้นสร้างความกังวลให้กับตลาด เนื่องจากเป็นการสะท้อนถึงผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่มีต่อกิจกรรมการค้าระหว่างประเทศโดยรวมและความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์

ตลาดในประเทศแข็งแกร่งกว่าตลาดส่งออก จับตามาตรการสินเชื่อ ยอดขายรถยนต์ในประเทศแข็งแกร่งกว่ายอดส่งออกโดยยอดขายรถยนต์ในประเทศอยู่ที่ 349,600 คัน ใน 4M62 เพิ่มขึ้น 11% YoY สะท้อนถึงความเชื่อมั่นในเศรษฐกิจของผู้บริโภค เราคาดว่าโมเมนตัมเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง หลังจากประเทศไทยเสร็จสิ้นการเลือกตั้งและมีการจัดตั้งรัฐบาลต่อไป สิ่งสำคัญที่ต้องจับตา คือ มาตรการเกี่ยวกับสินเชื่อรถยนต์ (ยังไม่กำหนดกรอบเวลา) เนื่องจากรปท.มีความกังวลเกี่ยวกับ NPL ที่เพิ่มขึ้นจากสินเชื่อรถยนต์ ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อยอดขายรถยนต์ในประเทศ

คาดการณ์การผลิตรถยนต์เติบโต 2% ในปี 2562 ยอดการผลิตรถยนต์ใน 4M62 อยู่ที่ 711,700 คัน เพิ่มขึ้น 6% YoY ทั้งนี้หลังจากเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 9% YoY ในปี 2561 เราคาดว่ายอดขายการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะกลับมาเติบโตตามปกติที่ 2% YoY สู่ 2.2 ล้านคัน ในปี 2562 โดยแบ่งเป็นยอดขายรถยนต์ในประเทศ 1.08 ล้านคัน (+4% YoY) และยอดส่งออกรถยนต์ 1.14 ล้านคัน (ทรงตัว YoY)

Top picks คือ SAT และ STANLY เรามองว่าความกังวลของตลาดเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่จะมีต่อความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ จะสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มยานยนต์อย่างต่อเนื่อง ดังเห็นได้จาก performance ราคาที่ย่ำแย่ของหุ้นกลุ่มยานยนต์ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา: AH ที่ -49%, SAT ที่ -21%, STANLY ที่ -10% และ PCSGH ที่ -7% เทียบกับ SET ที่ -2% ในขณะที่เราเห็นว่าสงครามการค้าเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ แต่เราก็มองว่า valuation ที่อยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลจะช่วยจำกัดการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ **top picks** ของเรา คือ **SAT** และ **STANLY** หุ้น SAT ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 8.1 เท่า ต่ำกว่าระดับวิกฤตในปี 2559 (-1SD) เมื่อความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศทำจุดต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2553 และกำไรของ SAT ลดลงสุดต่ำสุดในรอบ 5 ปี ในขณะที่หุ้น STANLY ซื้อขายที่ PE ปี FY2563 ระดับ 8.1 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/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AH	Buy	19.2	29.0	56.8	8.8	5.6	0.7	0.6
PCSGH	Neutral	7.0	7.2	7.5	15.2	12.1	2.0	1.9
SAT	Buy	18.3	28.0	58.6	8.1	7.4	1.1	1.0
STANLY	Buy	229.0	320.0	43.5	7.9	7.2	1.0	0.9
Average					12.0	8.8	1.4	1.3

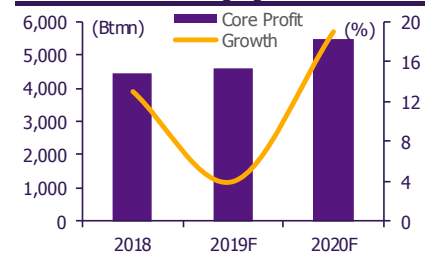
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	2.7	(4.5)	(49.1)	(0.5)	(7.1)	(48.2)
PCSGH	0.7	2.9	(7.3)	(2.4)	0.1	(5.5)
SAT	(2.7)	(0.0)	(21.1)	(5.6)	(2.8)	(19.6)
STANLY	0.4	1.3	(10.5)	(2.6)	(1.5)	(8.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance ของกลุ่มยานยนต์ชะลอลดตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า



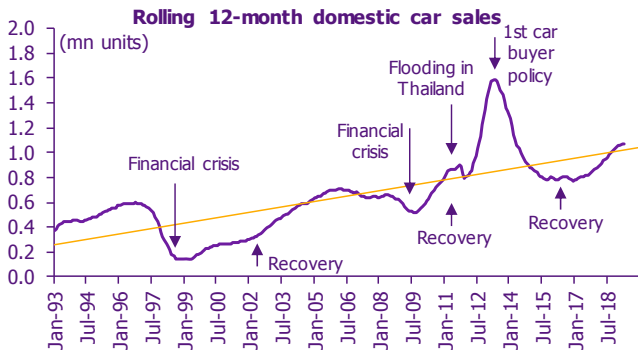
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

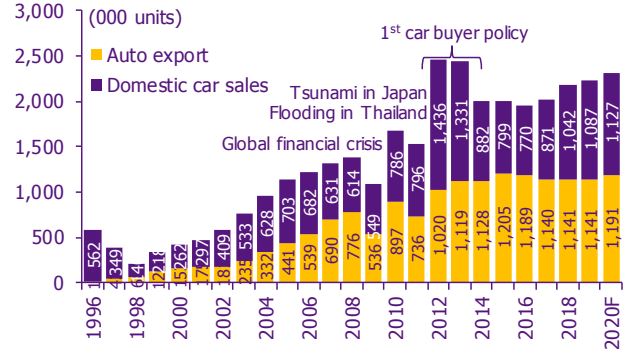
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Rolling 12-mth domestic auto sales



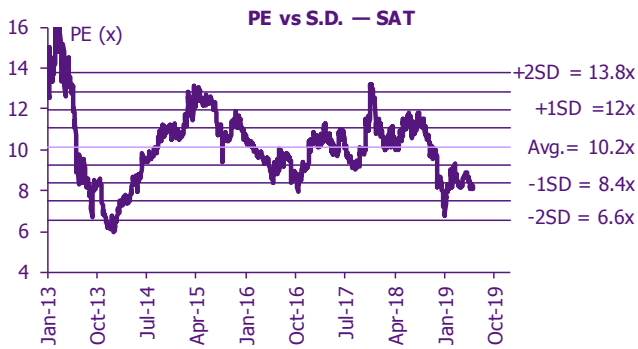
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

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



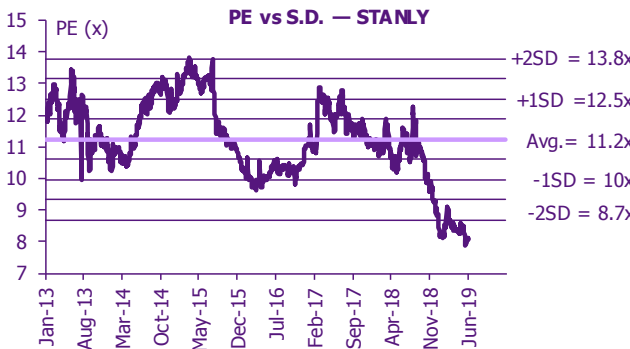
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: SAT: PE band



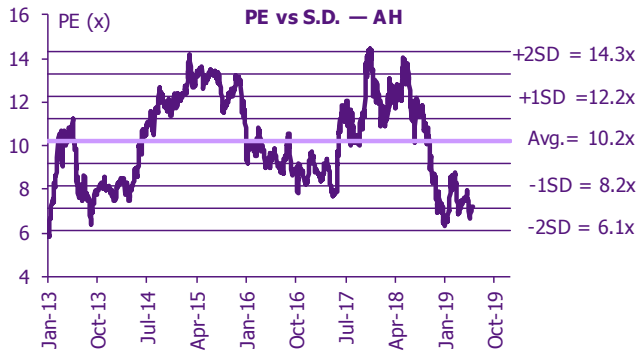
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: STANLY: PE band



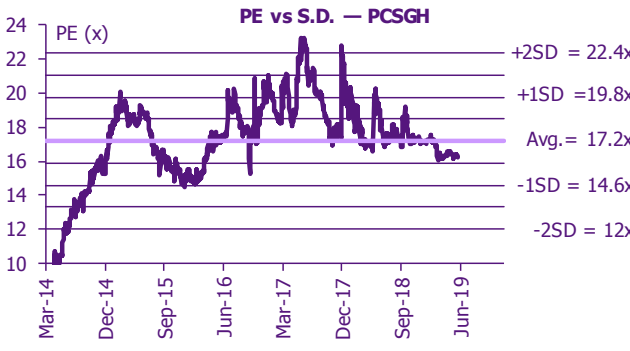
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: AH: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: PCSGH: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: 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	19.20	29.0	56.8	6.7	8.8	5.6	3	(24)	56	0.8	0.7	0.6	12	8	11	6.8	5.8	6.3	7.5	6.8	5.8
PCSGH	Neutral	7.00	7.2	7.5	17.2	15.2	12.1	(2)	13	26	2.1	2.0	1.9	12	14	16	3.9	4.6	5.8	9.0	7.8	6.4
SAT	Buy	18.30	28.0	58.6	8.5	8.1	7.4	27	6	9	1.1	1.1	1.0	14	13	14	7.4	5.6	6.1	4.1	2.7	2.2
STANLY	Buy	229.00	320.0	43.5	9.0	7.9	7.2	18	14	9	1.1	1.0	0.9	13	13	13	3.6	3.8	4.1	3.9	3.0	2.3
Average					10.3	10.0	8.1	12	2	25	1.3	1.2	1.1	13	12	14	5.4	4.9	5.6	6.1	5.1	4.2

Source: SCBS Investment Research



ปัจจัยบวกระยะสั้นจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง

ในขณะที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวช้า แต่เรามองว่าผลประโยชน์ของสายการบินจะได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง แม้แนวโน้มของธุรกิจสายการบินเผชิญความท้าทายในปี 2562 แต่เราเชื่อว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว และ valuation ระดับต่ำน่าจะทำให้ความเสี่ยงขาลงมีจำกัด AAV (top pick ของเรา) ซื้อขายที่ PB ปี 2562 ระดับ 0.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เคยซื้อขายในช่วงที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2556-57

แรงกดดันอัตราค่าโดยสารจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง ใน 1Q62 ผลประกอบการของหุ้นสายการบินปรับตัวดีขึ้น QoQ จากผลประกอบการที่อ่อนแอใน 4Q61 แต่ก็ลดลง YoY เพราะรายได้อ่อนแอเนื่องจากราคาอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยต่ำ อัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ AAV ลดลง 7% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 10% QoQ) ใน 1Q62 เพราะตลาดเงิน (~30% ของรายได้ของ AAV) ฟื้นตัวช้า โดยนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางเข้ามาประเทศไทยลดลง 2% YoY ใน 1Q62 จากฐานสูงใน 1Q61 ทั้งนี้ตลอดเดือนเม.ย. อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวอย่างช้าๆ โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตเพียง 3% YoY สู 3.2 ล้านคน และนักท่องเที่ยวจากจีนลดลง 9% YoY แม้ปัญหานี้จะสร้างแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสารอย่างต่อเนื่องในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าแนวโน้มใน 2H62 จะดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการต่ออายุมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival ของรัฐบาลออกไปอีก 6 เดือน จนถึงวันที่ 31 ต.ค. 2562

ราคาน้ำมันเครื่องบินลดลง แม้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่เรามองว่าผลประโยชน์ของสายการบินจะได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง ราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ยใน 2Q62TD อยู่ที่ US\$78.8/bbl ลดลง 7% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 6% QoQ) และ spot price ก็ลดลงมาอยู่ที่ US\$71.9/bbl AAV ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน ~50% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินใน 2Q-4Q62 ในขณะที่ THAI ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน ~60% ใน 2Q62 และ ~40% ใน 2H62 ทำให้ผู้ประกอบการสายการบินทั้งสองรายนี้มีโอกาสที่จะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันเครื่องบิน (spot price) ที่ลดลง

AAV เป็น top pick ของเรา ผลประกอบการของ AAV มีแนวโน้มปรับตัวลดลง QoQ ใน 2Q62 จากปัจจัยฤดูกาล และรายการพิเศษ 111 ลบ. จากการรับรู้ค่าใช้จ่ายพนักงานเพื่อปฏิบัติตามพ.ร.บ.คุ้มครองแรงงานฉบับใหม่ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวในปี 2562 AAV ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PB ปี 2562 ระดับ 0.9 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เคยซื้อขายในช่วงที่เกิดสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2556-57 และน่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลงของราคาหุ้น

AOT: สิ่งสำคัญที่ต้องจับตาคือผลตอบแทนขั้นต่ำ คิงเพาเวอร์ซึ่งเป็นผู้ได้รับสัมปทานในปัจจุบันชนะการประมูลสิทธิประกอบกิจการเดินเรือและพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่สนามบินสุวรรณภูมิ และสิทธิประกอบกิจการเดินเรือที่สนามบินภูมิภาค 3 แห่ง (ภูเก็ต เชียงใหม่ และหาดใหญ่) ตั้งแต่วันที่ 28 ก.ย. 2563 ถึงวันที่ 30 มี.ค. 2574 สิ่งที่ต้องจับตาคือ จำนวนผลตอบแทนขั้นต่ำ เนื่องจากผลตอบแทนขั้นต่ำที่สูงนั้นจะทำให้ส่วนแบ่งรายได้โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้นตลอดระยะเวลาของสัญญา AOT จะประกาศตัวเลขอัตราผลตอบแทนขั้นต่ำหลังการประชุมคณะกรรมการบริษัทที่จะมีขึ้นในวันที่ 19 มิ.ย. 2562 การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่าส่วนแบ่งรายได้โดยรวมที่เพิ่มขึ้น 5% (ตัวอย่างเช่น 25% สำหรับเดินเรือ (จาก 20% ในปัจจุบัน) และ 20% สำหรับพื้นที่เชิงพาณิชย์ (จาก 15% ในปัจจุบัน)) จะหนุนให้ประมาณการกำไรของเราเพิ่มขึ้น 6% ตั้งแต่ปี FY2564 เป็นต้นไป และจะส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นได้อีก 4 บาท/หุ้น ผลตอบแทนขั้นต่ำที่ยังไม่ได้ประกาศออกมาจะสร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้น AOT ต่อไปจนกว่าจะถูกเปิดเผยออกมา อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าราคาหุ้นมีความเสี่ยงขาลงจำกัด เนื่องจาก AOT ซื้อขายที่ PE ปี FY2562 ระดับ 33 เท่า ลดลงมาสู่ระดับก่อนที่ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นแรงโดยได้แรงหนุนจากข่าวเกี่ยวกับการประมูลสัมปทานใหม่ตอนกลางปี 2560 ซึ่งให้เห็นว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว

สายการบิน: มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้นจากราคาน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AAV	Buy	4.0	5.8	46.8	20.1	16.2	0.9	0.9
AOT	Neutral	66.8	70.0	6.4	38.1	33.4	6.6	6.1
THAI	Sell	10.2	10.0	(2.0)	n.m.	n.m.	1.1	1.2
Average					29.1	24.8	2.9	2.7

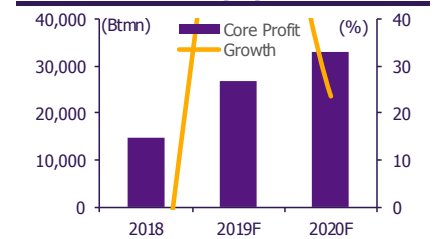
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	0.5	(2.9)	(26.2)	(2.6)	(5.6)	(24.8)
AOT	(1.1)	(1.8)	(0.7)	(4.1)	(4.6)	1.2
THAI	(12.8)	(17.1)	(33.8)	(15.5)	(19.4)	(32.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



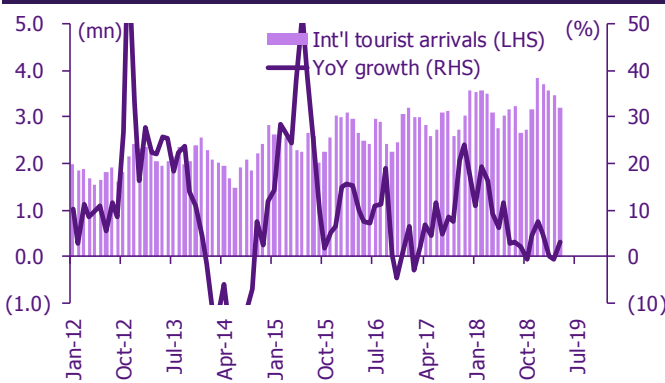
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

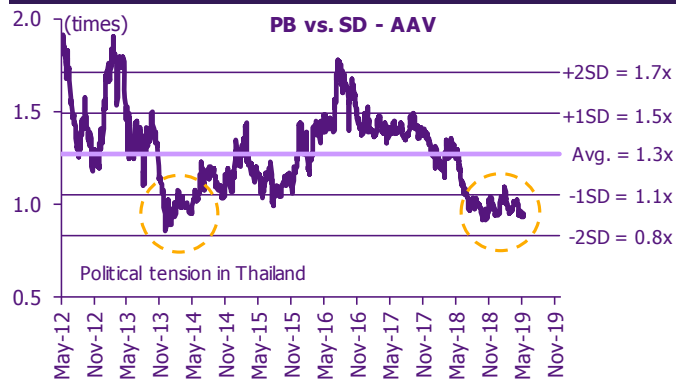
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Thai tourism trend



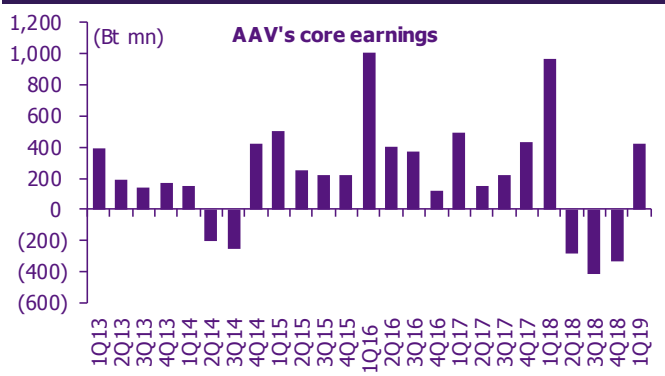
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: AAV is trading at tough valuation



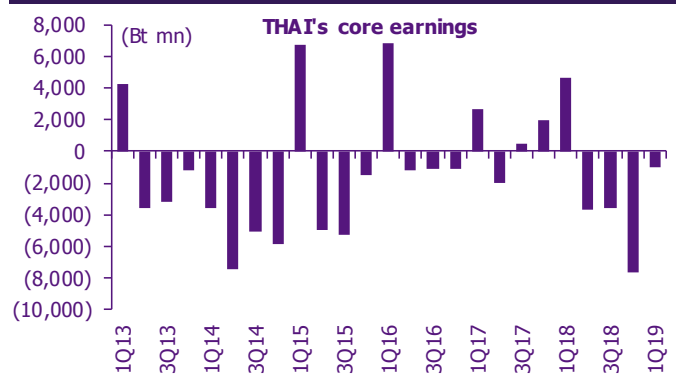
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV's quarterly earnings



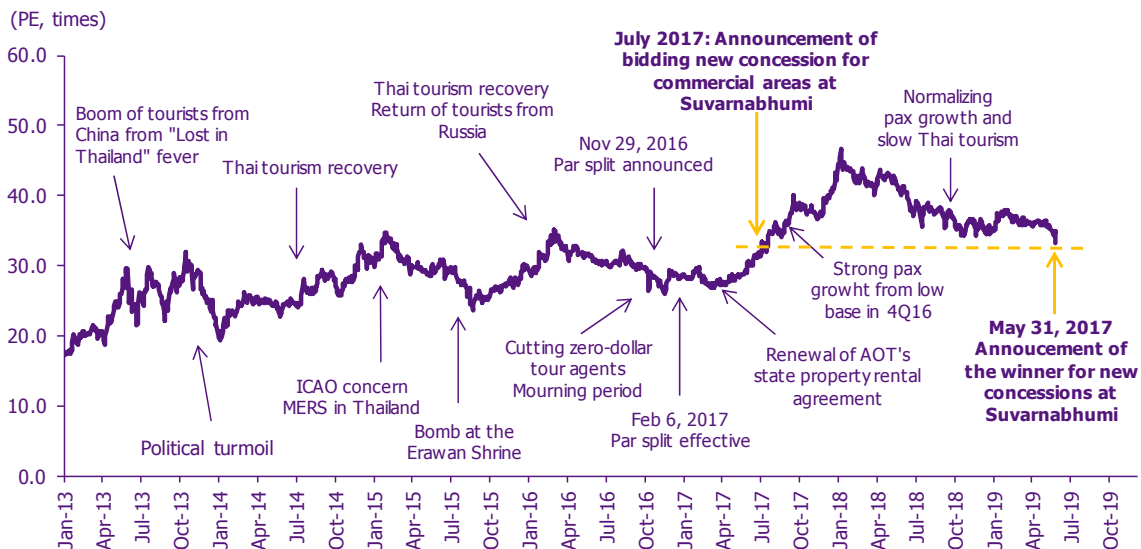
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: THAI's quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AOT's valuation is down to the level before the rally on the news of bidding new concessions



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AAV	Buy	4.02	5.8	46.8	n.m.	20.1	16.2	n.m.	n.m.	24	1.0	0.9	0.9	(0)	5	6	8.3	2.5	3.1	21.8	10.8	9.5
AOT	Neutral	66.75	70.0	6.4	43.7	38.1	33.4	14	15	14	7.2	6.6	6.1	17	18	19	1.3	1.6	1.5	26.6	23.9	21.4
THAI	Sell	10.20	10.0	(2.0)	7.2	n.m.	n.m.	(9)	n.m.	74	0.7	1.1	1.2	9	(40)	(13)	0.0	0.0	0.0	6.9	11.6	8.0
Average					25.4	29.1	24.8	3	15	38	3.0	2.9	2.7	9	(6)	4	3.2	1.4	1.5	18.4	15.4	13.0

Source: SCBS Investment Research



คาดการณ์ปีนี้ทรงตัว

เราคาดว่าปี 2562 จะเป็นปีที่กำไรของกลุ่มธนาคารอยู่ในระดับทรงตัว โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่เติบโตเท่าเดิม NIM ในระดับทรงตัว และ credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย ในขณะที่ non-NII ยังอ่อนแอต่อเนื่อง เราคาดว่าผลประกอบการ 2Q62 จะยังคงอ่อนแอ สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ชะลอตัวลง NIM ที่หดตัวลงเล็กน้อย QoQ รายได้ค่าธรรมเนียมระดับต่ำ และคุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร

พริ้วผลประกอบการ 2Q62: ยังอ่อนแอ เราคาดว่าผลประกอบการโดยรวมใน 2Q62 ของกลุ่มธนาคารจะอ่อนแอต่อเนื่องจาก 1Q62 สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ชะลอตัวลง NIM ที่หดตัวลงเล็กน้อย QoQ รายได้ค่าธรรมเนียมระดับต่ำ และคุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q62 ของกลุ่มธนาคาร (ไม่รวมกำไรพิเศษจากการขายหุ้น 50% และการปรับมูลค่าเงินลงทุนในบริษัทเงินติดล้อของ BAY) จะลดลงเล็กน้อย YoY หลักๆ เกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัล ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q62 จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย โดยเกิดจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลงเพราะไม่มีการตั้งสำรองพิเศษสำหรับผลประโยชน์พนักงานเกิดขึ้นอีก

NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว เราคาดว่าผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากธนาคารส่วนใหญ่หันมาเน้นปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงอย่างสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกัน สินเชื่อรีไฟแนนซ์รถยนต์ และสินเชื่อ SME ขนาดเล็ก การขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำ 25 bps มีผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินใน 1Q62 และแม้ว่าจะมีผลกระทบต่อต้นทุนทางการเงินใน 2Q62 แต่จะไม่รุนแรง เนื่องจากมีความเหลื่อมล้ำในด้านเวลา โดยสรุปแล้ว เราคาดว่า NIM ของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้และปี 2562

สินเชื่อจะเติบโตเท่าเดิม เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อในปี 2562 ของกลุ่มธนาคารลดลงจาก 6.3% สู่ 5.4% (ค่อนข้างทรงตัวเมื่อเทียบกับ 5.5% ในปี 2561) เพื่อสะท้อน GDP ที่เติบโตต่ำกว่าคาด อัตราการขยายตัวของสินเชื่อใน 4M62 ที่ต่ำกว่าคาด และความไม่แน่นอนทางการเมือง สินเชื่อของกลุ่มธนาคารขยายตัวเพียง 0.2% MoM และ 4.6% YoY ในเดือนเม.ย. และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ YTD ใน 4M62 อยู่ที่ระดับเพียง 0.1% ต่ำกว่า 0.9% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน SCB EIC ปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ประเทศไทยในปี 2562 ลงจาก 3.6% สู่ 3.3% โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลกระทบที่มากกว่าคาดของสงครามการค้าต่อภาคส่งออกไทย และการชะลอตัวของเศรษฐกิจทั่วโลก SCB EIC ปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของภาคส่งออกไทยในปี 2562 ลงสู่ 0.6% จากประมาณการเดิมที่ 2.7% นอกจากนี้ยังคาดว่าภาคการลงทุนภาคเอกชนในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการส่งออกของประเทศไทยจะชะลอตัวลงด้วยเช่นกัน

แนวโน้มกำไรทรงตัวในปี 2562 เรายังคงมุมมองของเราที่ว่ากำไรโดยรวมของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2562 เนื่องจากตอนนี้เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเท่าเดิม NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว credit cost จะลดลงเล็กน้อย non-NII จะลดลง และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้นจากการอัปเดตระบบไอทีและผลประโยชน์พนักงาน

ยังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร SETBANK ปรับตัวเพิ่มขึ้นมา 1% YTD underperform SET ที่ +7% YTD อยู่ 6% สะท้อนแนวโน้มกำไรทรงตัวในปี 2562 ไปค่อนข้างมากแล้ว เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจากจะได้รับประโยชน์จากการลงทุนที่ฟื้นตัวดีขึ้น (ซึ่งเป็นความหวังเพียงอย่างเดียวของกลุ่มธนาคารในตอนนี้) และ valuation น่าสนใจ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F 20F	P/BV (x) 19F 20F
BAY	Buy	38.3	43.0	15.2	10.8 9.7	1.1 1.0
BBL	Buy	199.0	240.0	24.1	10.1 9.0	0.9 0.8
KBANK	Neutral	193.5	190.0	0.3	11.9 10.8	1.1 1.0
KKP	Neutral	68.3	70.0	8.9	9.5 9.1	1.3 1.2
KTB	Buy	19.5	22.0	16.8	9.3 10.0	0.8 0.8
LHFG	Sell	1.5	1.5	4.4	10.0 9.4	0.7 0.7
TCAP	Buy	56.0	64.0	18.6	8.3 7.8	0.9 0.9
TISCO	Buy	89.8	97.0	14.9	10.2 9.8	1.8 1.7
TMB	Buy	2.0	2.4	20.8	11.2 9.8	0.8 0.8
Average					10.3 9.6	1.1 1.0

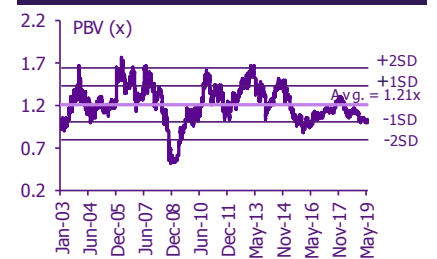
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	2.7	3.4	(7.8)	(0.5)	0.5	(6.0)
BBL	(0.3)	(4.3)	(0.3)	(3.3)	(7.0)	1.7
KBANK	3.2	2.4	(3.0)	0.0	(0.5)	(1.1)
KKP	4.2	(1.8)	1.1	1.0	(4.5)	3.1
KTB	3.7	3.7	10.8	0.6	0.8	12.9
LHFG	0.7	0.7	0.7	(2.4)	(2.1)	2.6
TCAP	7.2	2.8	11.4	3.9	(0.1)	13.6
TISCO	5.0	(0.3)	1.7	1.8	(3.1)	3.7
TMB	2.6	(7.0)	(19.8)	(0.6)	(9.6)	(18.2)

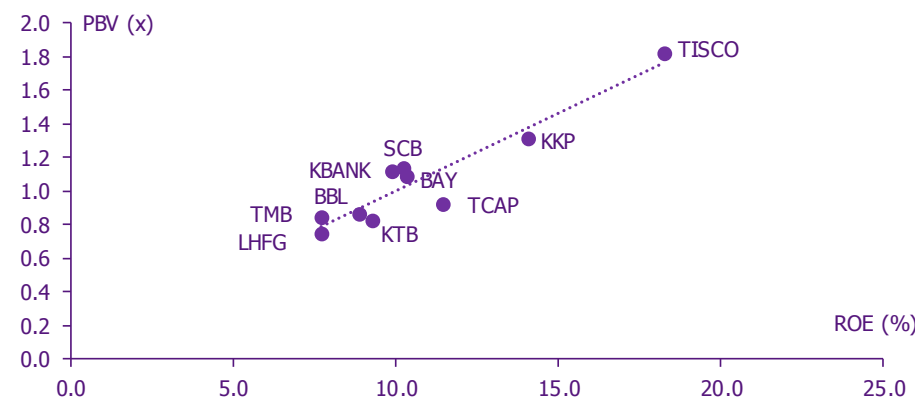
Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

Valuation map แสดงให้เห็นว่า BBL และ KTB เป็นหุ้น laggard



Source: Banks and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

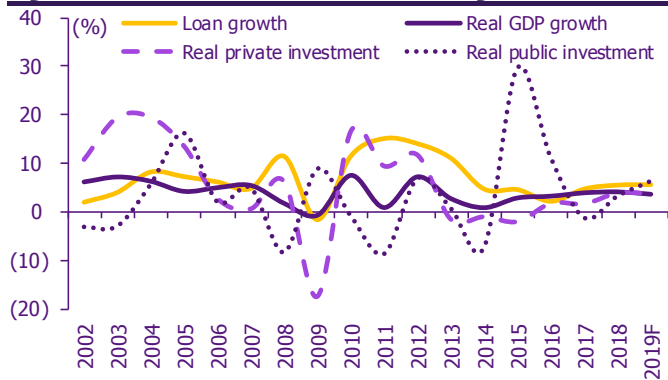
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

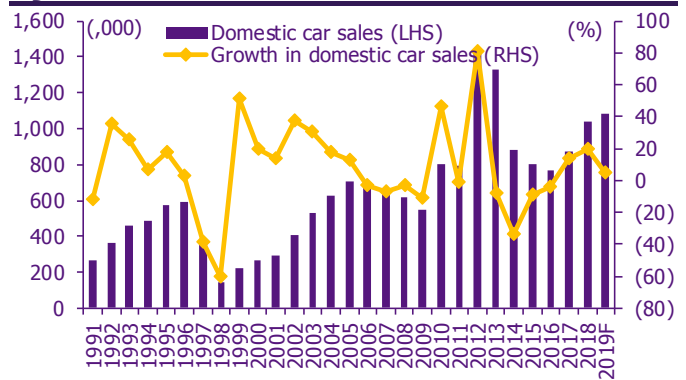
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



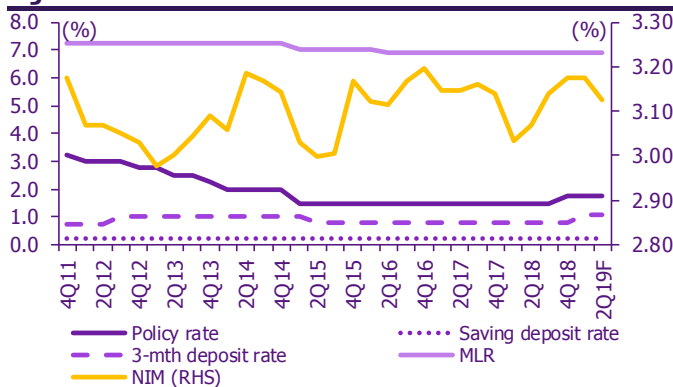
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



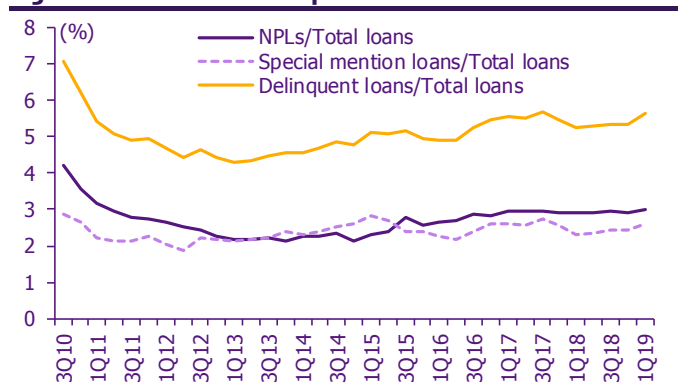
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



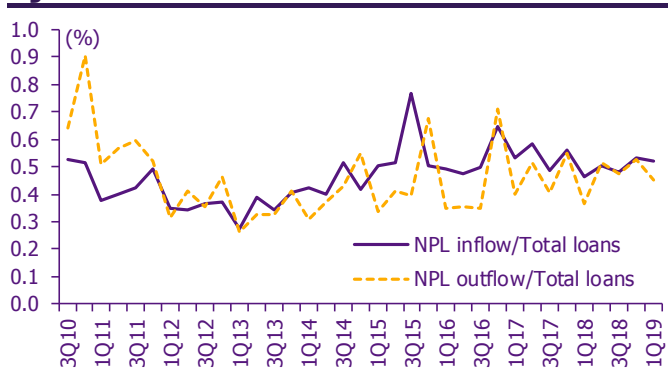
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



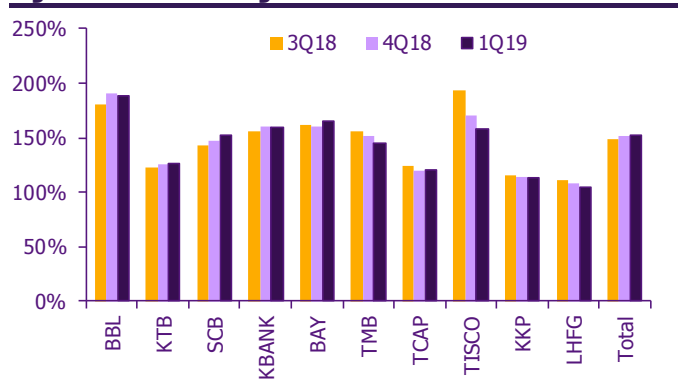
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			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	38.25	43.0	15.2	11.3	10.8	9.7	7	5	11	1.2	1.1	1.0	11	10	11	2.6	2.8	3.1
BBL	Buy	199.00	240.0	24.1	10.8	10.1	9.0	7	7	11	0.9	0.9	0.8	9	9	9	3.3	3.5	3.9
KBANK	Neutral	193.50	190.0	0.3	12.0	11.9	10.8	12	1	10	1.2	1.1	1.0	11	10	10	2.1	2.1	2.3
KKP	Neutral	68.25	70.0	8.9	9.6	9.5	9.1	5	0	5	1.4	1.3	1.2	14	14	14	7.3	6.3	6.6
KTB	Buy	19.50	22.0	16.8	9.6	9.3	10.0	27	3	(7)	0.9	0.8	0.8	10	9	8	3.7	4.0	3.7
LHFG	Sell	1.48	1.50	4.4	10.1	10.0	9.4	19	1	6	0.8	0.7	0.7	8	8	8	3.0	3.0	3.2
TCAP	Buy	56.00	64.0	18.6	8.3	8.3	7.8	16	(0)	7	1.0	0.9	0.9	12	11	11	4.1	4.3	4.9
TISCO	Buy	89.75	97.0	14.9	10.2	10.2	9.8	15	0	4	1.9	1.8	1.7	19	18	18	7.8	6.8	6.6
TMB	Buy	1.99	2.35	20.8	7.5	11.2	9.8	34	(33)	15	0.9	0.8	0.8	12	8	8	3.5	2.7	3.1
Average					10.1	10.3	9.6	7	2	8	1.1	1.1	1.0	12	11	11	4.2	4.0	4.1

Source: SCBS Investment Research

ได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นและอากาศที่ร้อนกว่าปกติ

เรคาดว่ายอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาคินิชย์จะเติบโต 3.2% YoY ใน 2Q62TD (เทียบกับ 3% YoY ใน 1Q62) และ 2.8% YoY ในปี 2562 (เทียบกับ 2.7% YoY ในปี 2561) แม้ความเชื่อมั่นและรายได้เกษตรกรปรับตัวลดลง แต่ SSS ของกลุ่มพาคินิชย์จะได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ในช่วงกลางปี 2562 และอากาศที่ร้อนกว่าปกติในปีนี้ ซึ่งจะช่วยกระตุ้นยอดขายอาหารและเครื่องดื่มและเครื่องใช้ไฟฟ้าเกี่ยวกับการทำความเย็น top picks คือ CPALL และ HMPRO

ความเชื่อมั่นและรายได้เกษตรกรปรับตัวลดลง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลง 3 เดือนติดต่อกัน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 19 เดือนที่ 77.7 จุดในเดือนพ.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพของรัฐบาลใหม่ และสงครามการค้า รายได้เกษตรกรลดลง 3% YoY ในเดือนเม.ย. และมีแนวโน้มลดลง 3% ในเดือนพ.ค. (อ้างอิงข้อมูลจาก สศก.) โดยมีสาเหตุมาจากราคาสินค้าเกษตรที่ลดลง

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ในช่วงกลางปี 2562 เมื่อวันที่ 30 เม.ย. ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการการคลัง มูลค่ารวม 2.2 หมื่นลบ. (Figure 3) โดย สศค.ประเมินว่า มาตรการดังกล่าวจะช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้น 0.1% ในปี 2562 มาตรการกลุ่มแรกเป็นมาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยผ่านบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ วงเงิน 1.3 หมื่นลบ. ซึ่งประกอบด้วย การเพิ่มวงเงินซื้อสินค้าอุปโภคบริโภคในร้านธงฟ้าประชารัฐให้กับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐเป็น 500 บาท/คน/เดือน เป็นเวลา 2 เดือน การให้เงินช่วยเหลือครั้งเดียวแก่เกษตรกรผู้มีรายได้น้อยสำหรับซื้อปุ๋ยและยาฆ่าแมลง จำนวน 1,000 บาทต่อคน และผู้ปกครองสำหรับค่าชุดนักเรียนและอุปกรณ์การศึกษา จำนวน 500 บาทต่อบุตร 1 คน และเพิ่มเบี้ยคนพิการ 200 บาท/คน/เดือน สำหรับกลุ่มคนพิการที่มีบัตรประจำตัวผู้พิการ เป็นเวลา 5 เดือน มาตรการกลุ่มที่สองเป็นมาตรการลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา วงเงินไม่เกิน 8.6 พันลบ. ประกอบด้วย การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวเมืองหลักไม่เกิน 15,000 บาท และเมืองรองไม่เกิน 20,000 บาท และการลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าเพื่อการศึกษาและกีฬา สินค้าไอทีออนไลน์ และหนังสือ รายการละไม่เกิน 15,000 บาท มาตรการเหล่านี้ส่วนใหญ่จะมีผลบังคับใช้ในเดือน พ.ค.-มิ.ย. ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคใน 2Q62 และหลังการจัดตั้งรัฐบาลชุดใหม่ ตลาดคาดหวังว่ารัฐบาลใหม่จะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่เพื่อกระตุ้นการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน โดยจะส่งผลบวกใน 2H62

อากาศร้อนกว่าปกติในปีนี ข้อมูลจากกรมอุตุนิยมวิทยา (อต.) ระบุว่า สภาวะเอลนีโญกำลังอ่อน (เกี่ยวกับอุณหภูมิผิวน้ำทะเลบริเวณตอนกลางและตะวันออกของมหาสมุทรแปซิฟิกอุ่นกว่าค่าเฉลี่ย) เริ่มเกิดขึ้นตั้งแต่เดือนก.ย. 2561 และสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องอย่างน้อยจนถึงเดือนส.ค. 2562 อต.พยากรณ์ว่าฝนจะตกน้อยกว่าค่าเฉลี่ย 5-10% และอุณหภูมิในประเทศไทยในเดือนมิ.ย.-ส.ค. ปีนี้จะร้อนกว่าค่าเฉลี่ย สะท้อนถึงปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นสำหรับอัตราการเติบโตของ SSS กลุ่มพาคินิชย์สำหรับสินค้ากลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม และเครื่องใช้ไฟฟ้าเกี่ยวกับการทำความเย็น

Top picks: CPALL และ HMPRO top picks ของเรา คือ หุ้นที่ได้ประโยชน์จากอากาศร้อนและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่: CPALL (ยอดขายเครื่องดื่มสูงขึ้น; นักท่องเที่ยวในประเทศเพิ่มขึ้น) และ HMPRO (ยอดขายเครื่องใช้ไฟฟ้าเกี่ยวกับการทำความเย็นเพิ่มขึ้น) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลประกอบการ 2Q62 แข็งแกร่ง นอกจากนี้เราก็มอง GLOBAL และ ROBINS สำหรับการลงทุนในระยะ 6-12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในระยะสั้นสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BJC	Neutral	49.3	53.0	9.0	29.0	26.5	1.7	1.7
CPALL	Buy	83.0	90.0	9.9	36.9	32.6	7.5	6.7
GLOBAL	Buy	17.8	20.0	13.5	37.3	34.2	5.0	4.6
HMPRO	Buy	17.6	18.0	4.5	35.4	31.3	10.6	9.6
MAKRO	Neutral	34.3	40.0	19.6	27.7	26.8	8.5	7.9
ROBINS	Buy	56.0	70.0	27.6	19.1	17.0	3.0	2.8
Average					30.9	28.1	6.1	5.5

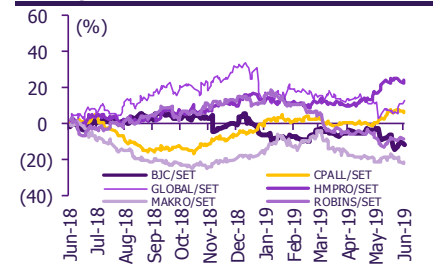
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	1.0	(1.5)	(10.9)	(2.1)	(4.3)	(9.1)
CPALL	8.5	9.9	4.4	5.2	6.9	6.4
GLOBAL	14.8	4.7	7.4	11.3	1.8	9.5
HMPRO	10.7	15.8	20.5	7.3	12.6	22.9
MAKRO	6.2	(7.4)	(18.9)	3.0	(10.0)	(17.4)
ROBINS	6.2	(5.9)	(11.5)	2.9	(8.5)	(9.7)

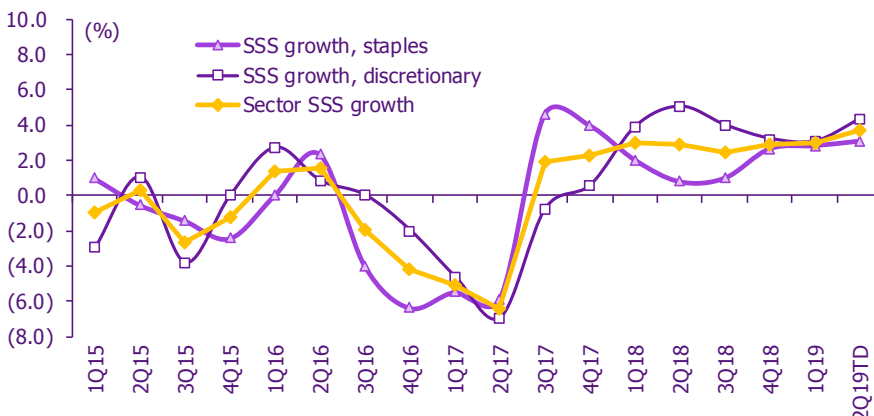
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

SSS กลุ่มพาคินิชย์เติบโต 3.2% YoY ใน 2Q62TD โดยกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยเติบโตมากกว่า



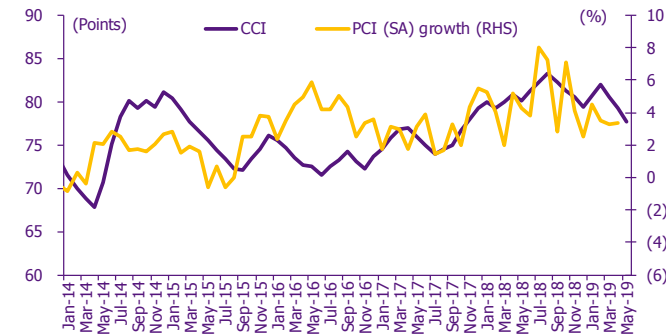
Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสราร, CFA

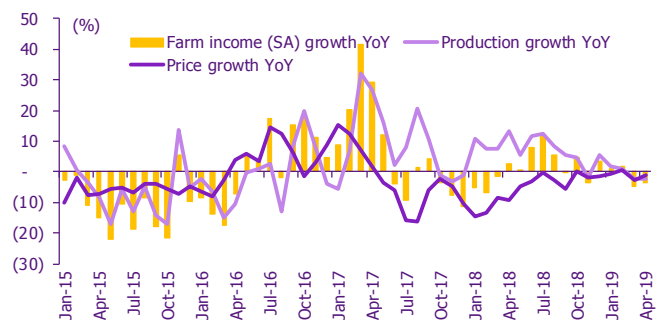
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1004
 sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: CCI dropped three months in a row to hit 19-month low in May



Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: Farm income dropped 3% YoY in April from the drop in agricultural price



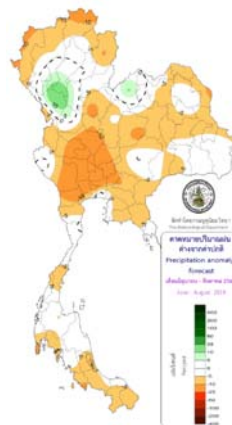
Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: Mid-year government stimulus worth Bt22bn, mainly boosting private consumption in 2Q19F

มาตรการพยุงเศรษฐกิจกลวงปี	ช่วงเวลา	งบประมาณ รัฐบาล (ลบ.)
1 มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยผ่านบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ		13,210
1) การเพิ่มวงเงินซื้อสินค้าอุปโภคบริโภคในร้านธงฟ้าประชารัฐให้กับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐเป็น 500 บาท/คน/เดือน เป็นเวลา 2 เดือน	พ.ค.-มิ.ย.	6,600
2) การให้เงินช่วยเหลือครั้งเดียวแก่เกษตรกรผู้มีรายได้น้อยสำหรับซื้อปุ๋ย ยาฆ่าแมลง และปัจจัยการผลิตอื่นๆ จำนวน 1,000 บาท ต่อคน	พ.ค.	4,100
3) การให้เงินช่วยเหลือครั้งเดียวแก่ผู้ปกครองสำหรับค่าชุดนักเรียนและอุปกรณ์การศึกษา จำนวน 500 บาทต่อบุตร 1 คน	พ.ค.	1,350
4) เพิ่มเบี้ยคนพิการ 200 บาท/คน/เดือน สำหรับกลุ่มคนพิการที่มีบัตรประจำตัวผู้พิการ เป็นเวลา 5 เดือน	พ.ค.-ก.ย.	1,160
2 มาตรการภาษีเพื่อพยุงเศรษฐกิจ		8,576
การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการท่องเที่ยวเมืองหลักไม่เกิน 15,000 บาท และเมืองรองไม่เกิน 20,000 บาท	30 เม.ย.-30 มิ.ย.	1,000
การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าเพื่อการศึกษาและกีฬา ไม่เกิน 15,000 บาท	1 พ.ค.-30 มิ.ย.	1,500
การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อสินค้าโอท็อป ไม่เกิน 15,000 บาท	30 เม.ย.-30 มิ.ย.	150
การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาสำหรับค่าใช้จ่ายในการซื้อหนังสือและ e-book ไม่เกิน 15,000 บาท	1 ม.ค.-31 ธ.ค.	2,256
การลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดากรณีซื้ออาคารพร้อมที่ดินหรือห้องชุดที่มีมูลค่าไม่เกิน 5 ล้านบาท ไม่เกิน 200,000 บาท โดยต้องเป็นบ้านหลังแรก	1 ม.ค.-31 ธ.ค.	1,300
มาตรการภาษีเพื่อส่งเสริมและสนับสนุนระบบภาษีอิเล็กทรอนิกส์ ให้บริษัทหรือห้างหุ้นส่วนนิติบุคคลหักจ่ายเป็นจำนวน 2 เท่า ของรายจ่ายลงทุนเพื่อรองรับระบบภาษีอิเล็กทรอนิกส์	30 เม.ย.-31 ธ.ค.	2,370
งบประมาณทั้งหมด		21,786

Source: Local newspaper, FPO and SCBS Investment Research

Figure 4: In Jun-Aug, rainfall in Thailand will be 5-10% below average with higher temperature than average



Source: TMD and SCBS Investment Research

Figure 5: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BJC	Neutral	49.25	53.0	9.0	30.6	29.0	26.5	26	6	9	1.7	1.7	1.7	6	6	6	1.5	1.4	1.5	16.7	16.0	15.2
CPALL	Buy	83.00	90.0	9.9	38.8	36.9	32.6	16	5	13	9.3	7.5	6.7	28	24	23	1.3	1.4	1.6	21.5	20.1	18.2
GLOBAL	Buy	17.80	20.0	13.5	46.5	37.3	34.2	(4)	25	9	5.6	5.0	4.6	13	14	14	0.9	1.2	0.9	29.7	24.7	22.8
HMPRO	Buy	17.60	18.0	4.5	40.9	35.4	31.3	16	16	13	11.6	10.6	9.6	29	31	32	2.0	2.3	2.6	23.2	20.8	18.9
MAKRO	Neutral	34.25	40.0	19.6	26.6	27.7	26.8	14	(4)	3	9.1	8.5	7.9	37	32	31	2.8	2.8	2.8	16.2	16.5	16.0
ROBINS	Buy	56.00	70.0	27.6	20.8	19.1	17.0	7	11	9	3.3	3.0	2.8	16	17	17	2.5	2.6	2.9	11.5	10.9	9.8
Average					34.0	30.9	28.1	13	10	9	6.8	6.1	5.5	22	21	20	1.8	1.9	2.0	19.8	18.2	16.8

Source: SCBS Investment Research

อุปสงค์เพิ่มขึ้น แรงกดดันด้านต้นทุนผ่อนคลายลง

ในปี 2562TD อุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นต่อไปอีก อุปสงค์ที่ฟื้นตัวดีขึ้นช่วยหนุนให้ราคาผลิตภัณฑ์ทยอยปรับขึ้น YTD ในขณะที่เดียวกัน ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวลดลง YTD จะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนในปีนี้ Top picks คือ SCC และ SCCC

อุปสงค์ฟื้นตัว เมื่ออิงข้อมูลจาก สศอ. พบว่าหลังจากหดตัวลงในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา อุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศก็ฟื้นตัวดีขึ้น โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY และ 5% YoY ในปี 2561 และ 2% YoY และ 4% YoY ใน 4M62 ตามลำดับ เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่แข็งแกร่งมากขึ้น SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 6.4% และการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 3.8% ในปี 2562

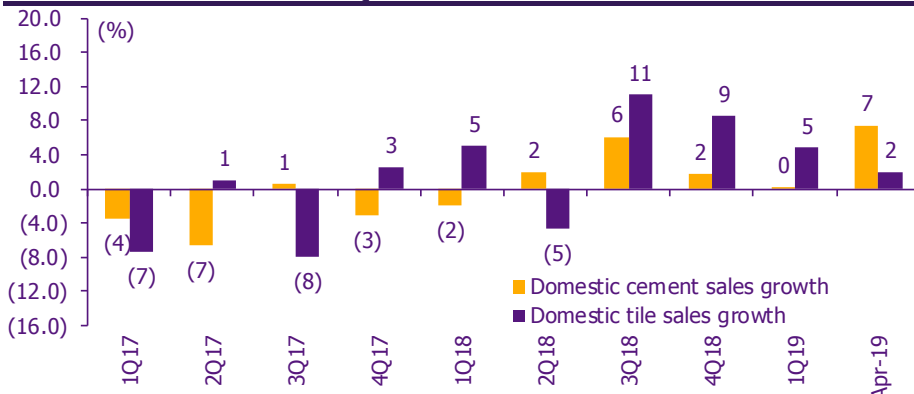
โครงการภาคเอกชน: พบสัญญาณบวกเพิ่ม ใน 1Q62 มูลค่าโครงการที่ได้รับอนุมัติเพิ่มขึ้นสู่ 1.35 แสนลบ. (+76.7% YoY) และมูลค่าโครงการที่ได้บัตรส่งเสริมการลงทุนจาก BOI เพิ่มขึ้นสู่ 8.9 หมื่นลบ. (+3.8% YoY) ปรับตัวดีขึ้น YoY เป็นไตรมาสที่ 4 ติดต่อกัน โครงการใหม่บางส่วนอาจเริ่มการลงทุนในปี 2562 ในขณะเดียวกัน พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้หน้าอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศ ก็เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนส.ค. 2561 เหตุการณ์เหล่านี้เป็นสัญญาณบวกสำหรับอุปสงค์ปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในปีนี้

โครงการภาครัฐ: เบิกจ่ายมากขึ้น ภายหลังการปรับตัวให้เข้ากับพระราชบัญญัติการจัดซื้อจัดจ้าง และการบริหารพัสดุภาครัฐ ฉบับใหม่ พ.ศ. 2560 อัตราการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลก็เริ่มปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่กลางปี 2561 งบประมาณด้านการลงทุนของภาครัฐในปีงบประมาณ 2562 (ต.ค. 2561 - ก.ย. 2562) เพิ่มขึ้น 20% YoY สู่ 6.48 แสนลบ. การจัดสรรงบประมาณลงทุนเพิ่มขึ้น และอัตราการเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐที่สูงขึ้น สะท้อนถึงการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปีนี้ การเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการขนาดใหญ่ก็มีแนวโน้มเร่งตัวขึ้นในปี 2562-63 การอนุมัติและการเริ่มก่อสร้างโครงการเหล่านี้จะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นและกระตุ้นให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้น

ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้จะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุน หลังจากมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2561 ราคาถ่านหิน และราคาน้ำมัน (spot price) ก็ปรับตัวลดลงมาแล้ว 10% YoY และ 5% YoY ตามลำดับ ในปี 2562TD ทั้งนี้ใน 4M62 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น 1% YoY ในขณะที่ดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 2% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะล๊อคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้น่าจะช่วยลดแรงกดดันด้านต้นทุนที่มีต่อผู้ประกอบการวัสดุก่อสร้างในปีนี้

Top picks: SCC และ SCCC เราคิดว่ากำไรสุทธิ 2Q62 ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะอ่อนตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากการรับรู้ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองสำหรับผลประโยชน์พนักงานที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจำนวน 2 พันลบ. โดย SCC, 249 ลบ. โดย SCCC และ 44 ลบ. โดย DCC เราชอบ SCC เนื่องจากธุรกิจเคมีภัณฑ์มีแนวโน้มฟื้นตัวใน 3Q62 จากไฮซีชัน และผลกระทบจากสงครามการค้าจะลดน้อยลง QoQ นอกจากนี้เรายังชอบ SCCC เนื่องจากบริษัทจะประหยัดต้นทุนได้หลังจากปรับโครงสร้างธุรกิจเสร็จในปี 2561

ปริมาณขายในประเทศเริ่มเติบโตใน 3Q61



Source: OIE 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
DCC	Neutral	2.0	2.5	30.5	13.2	12.5	3.0	2.9
SCC	Buy	458.0	525.0	18.6	12.3	12.5	1.7	1.6
SCCC	Buy	233.0	270.0	19.3	22.5	19.0	2.0	1.9
Average					16.0	14.7	2.3	2.1

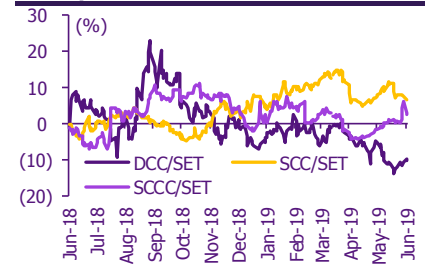
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	1.5	(2.9)	(18.7)	(1.6)	(5.6)	(17.1)
SCC	(0.4)	(4.2)	5.5	(3.5)	(6.9)	7.6
SCCC	8.4	2.6	5.0	5.1	(0.2)	7.0

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET

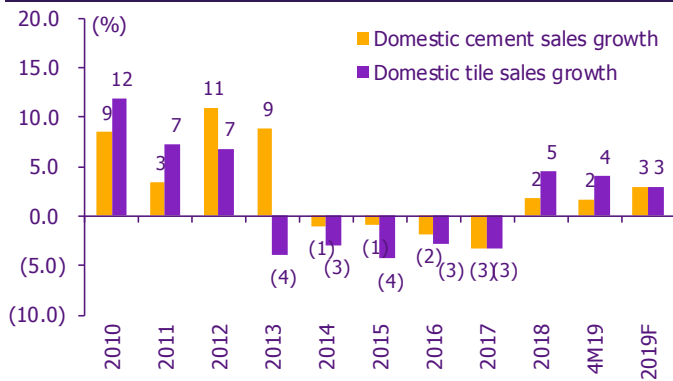


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

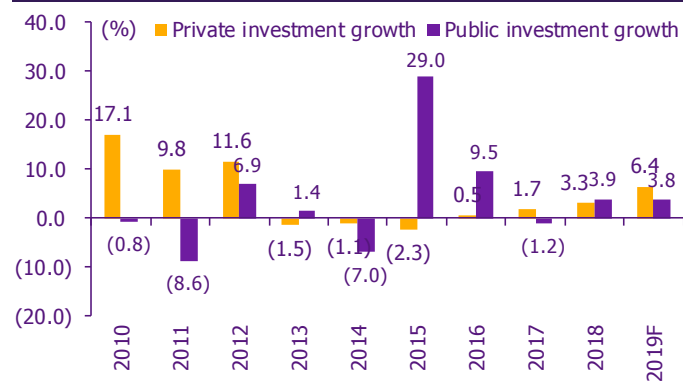
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Local sales volume growth in 2019F



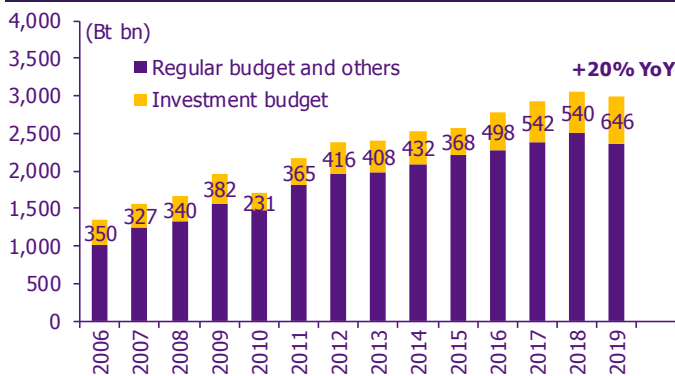
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 2: Public and private investment growth



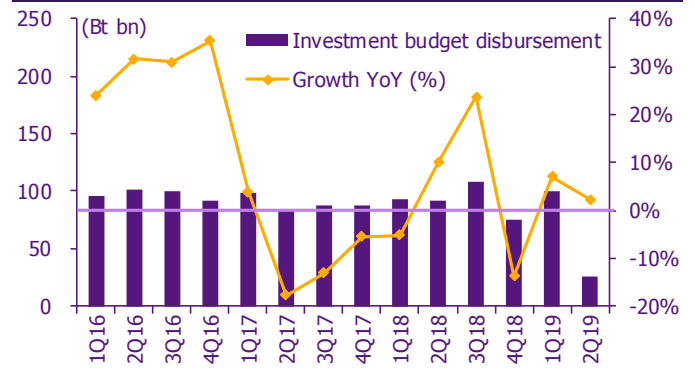
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

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



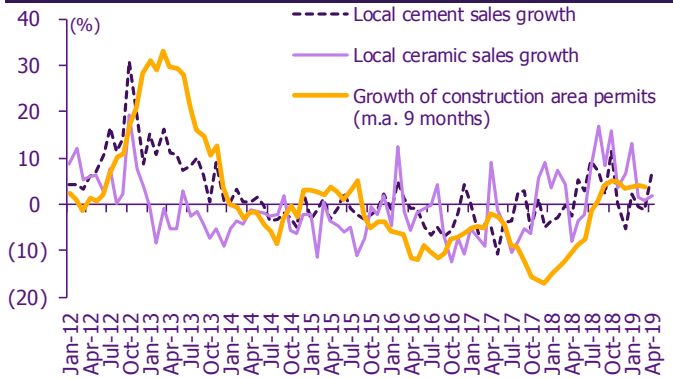
Source: FPO, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: Government investment budget disbursement on the rise in 2019TD



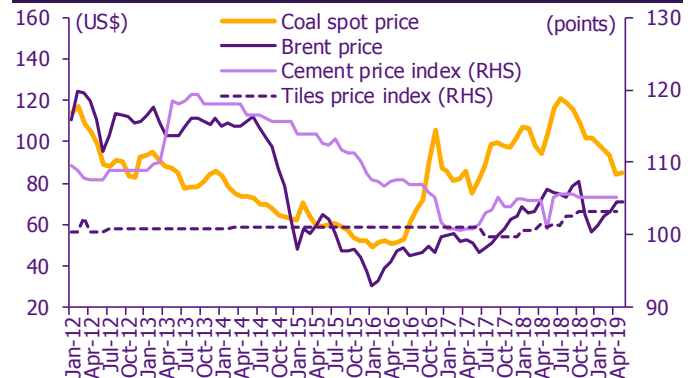
Source: FPO and SCBS Investment Research

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	2.00	2.5	30.5	13.3	13.2	12.5	(12)	1	5	3.0	3.0	2.9	24	24	24	5.8	5.5	6.0	8.1	8.0	7.6
SCC	Buy	458.00	525.0	18.6	10.6	12.3	12.5	(4)	(14)	(2)	1.8	1.7	1.6	18	14	13	4.1	3.9	3.8	8.5	9.3	8.8
SCCC	Buy	233.00	270.0	19.3	24.5	22.5	19.0	(39)	9	18	1.8	2.0	1.9	9	9	10	4.3	3.4	3.4	11.8	11.7	10.8
Average					16.1	16.0	14.7	(19)	(1)	7	2.2	2.3	2.1	17	16	16	4.7	4.3	4.4	9.4	9.7	9.1

Source: SCBS Investment Research



สถานการณ์ตึงเครียดทางการค้ายังคงเป็นปัจจัยกดดัน

แม้ว่าจะเกิดภาวะอุปทานชะงักงันและการควบคุมปริมาณการผลิตโดยกลุ่ม OPEC+ แต่ตลาดยังคงมีท่าทีระมัดระวังต่อแนวโน้มราคาน้ำมัน ดังเห็นได้จากราคาน้ำมันอ้างอิงที่ลดลง 16-20% ในเดือนที่ผ่านมา สาเหตุหลัก คือ สถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์น้ำมัน ในขณะที่สหรัฐฯ จะผลิต shale oil เข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่องใน 2H62 ทำให้เป็นการยากที่ OPEC จะรักษาเสถียรภาพตลาดน้ำมันและราคาน้ำมัน (เบรนท์) ไว้ที่ US\$70± ราคาน้ำมัน YTD ที่ต่ำกว่าคาดการณ์ให้เราระมัดระวังการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันมากขึ้น ปัจจุบันเราใช้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์สำหรับปี 2562 ที่ US\$68 (จากสมมติฐานเดิม US\$75) และสำหรับระยะยาวโดยยึดหลักอนุรักษนิยมมากขึ้นที่ US\$65

ราคาน้ำมัน YTD ต่ำกว่าคาด ราคาน้ำมันอ้างอิงแกว่งตัวผันผวนในปีนี้ โดยปรับขึ้น 39-46% จากสิ้นปี 2561 สูงสุดสูงสุดในช่วงปลายเดือนเม.ย. สืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับอุปทาน ก่อนปรับตัวลดลง 16-20% เมื่อไม่นานนี้ เนื่องจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนกลับมาตึงเครียดอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก ดังที่เห็นได้ในการปรับลดประมาณการอัตราการขยายตัว GDP โลกปี 2562 ของ IMF ครั้งล่าสุด จาก 3.5% สู่ 3.3% ซึ่งเป็นอัตราการขยายตัวต่ำที่สุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินในปี 2551-52 สะท้อนถึงแนวโน้มการชะลอตัวของเศรษฐกิจในประเทศหลักๆ ส่วนใหญ่ เพราะภาชนะนำเข้าที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อการค้าระหว่างประเทศ นอกจากนี้ IMF ก็กำลังพิจารณาปรับลดอัตราการขยายตัวของ GDP จีน (ผู้บริโภคน้ำมันรายใหญ่) ซึ่งได้รับผลกระทบจากความขัดแย้งทางการค้าลงอีก ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ย YTD อยู่ที่ US\$66.2/bbl เทียบกับ US\$70.1/bbl ในช่วงเดียวกันของปี 2561

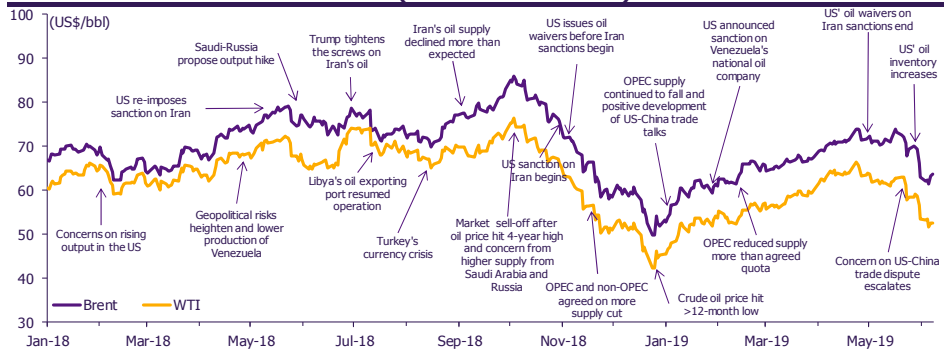
อุปสงค์น้ำมันจะเพิ่มขึ้นใน 2H62 เราคาดว่าอุปสงค์น้ำมันจะได้รับแรงกระตุ้นจากปัจจัยฤดูกาลและการเตรียมพร้อมสำหรับมาตรการควบคุมท่าเรือ IMO2020 ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปสงค์น้ำมันดิบที่มีความหนาแน่นและค่าระเหยต่ำ (เช่น เบรนท์) เพิ่มขึ้นใน 2H62-ปี 2564 หรือในช่วงเวลาเปลี่ยนผ่าน ซึ่งเราคาดว่าจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจาก shale oil ของสหรัฐฯ

OPEC+ อาจเพิ่มการผลิตเพื่อชดเชยอุปทานชะงักงัน เราคาดว่าโอเปกและพันธมิตร (OPEC+) จะยังคงทำที่รักษาสถิตของอุปสงค์และอุปทานน้ำมันในช่วงที่เหลือของปีนี้ และอาจจะขยายระยะเวลาการปรับลดปริมาณการผลิต 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ออกไปจากที่มีกำหนดสิ้นสุดในเดือนมี.ย. 2562 เราเชื่อว่ากลุ่ม OPEC+ จะตอบสนองต่ออุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหากจำเป็น โดยไม่ส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงแรง ความเสี่ยงสำคัญทางด้านอุปทาน คือ สถานการณ์ตึงเครียดทางการเมืองระหว่างประเทศ ซึ่งจะส่งผลทำให้อุปทานน้ำมันประสบภาวะชะงักงันเป็นครั้งคราว

สมมติฐานราคาน้ำมันปี 2562 และระยะยาวของ SCBS ยึดหลักความระมัดระวังมากขึ้น สืบเนื่องมาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับอุปสงค์และอุปทานน้ำมัน ปัจจัยคุกคามที่สำคัญต่อราคาน้ำมันคือ ผลกระทบด้านลบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และมาตรการคว่ำบาตรต่อหลายประเทศ ต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก สมมติฐานราคาน้ำมันดิบปี 2562 ของเราอยู่ที่ US\$68 (เทียบกับก่อนหน้านี้ที่ US\$75) สำหรับเบรนท์ และ US\$65 (เทียบกับ US\$72) สำหรับดูไบ ซึ่งเป็นราคาน้ำมันอ้างอิงที่สำคัญสำหรับบริษัทไทย นอกจากนี้เรายังเปลี่ยนมามีมุมมองระยะยาวมากขึ้นต่อแนวโน้มราคาน้ำมันระยะยาว โดยปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์ตั้งแต่ปี 2563 ลดลงสู่ US\$65 เนื่องจาก OPEC ไม่สามารถรักษาสถิตของตลาดน้ำมันเอาไว้ได้ท่ามกลางอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากสหรัฐฯ ทั้งนี้สมมติฐานราคาน้ำมันในปัจจุบันของเราสอดคล้องกับตัวเลขจาก Bloomberg's consensus สำหรับปี 2562 แต่ยึดหลักระมัดระวังมากกว่าสำหรับระยะ 4 ปีข้างหน้า

ราคาน้ำมันที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำไรของธุรกิจต้นน้ำ PTTEP ได้รับผลกระทบโดยตรงจากราคาน้ำมันที่ลดลง เนื่องจากราคาขายผลิตภัณฑ์เหลว (30% ของปริมาณการขาย) มีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันดิบ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบอาจเกิดขึ้นล่าช้าออกไปบ้าง เพราะมี lag time ก่อนที่จะปรับราคาขายผลิตภัณฑ์ก๊าซธรรมชาติของบริษัท (70% ของปริมาณการขาย) นอกจากนี้ผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลงจะได้รับการชดเชยจากสินทรัพย์ใหม่ในมาเลเซีย ซึ่งจะช่วยหนุนให้ปริมาณการขายปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 8% ในปี 2562

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	20F
BCP	Buy	29.5	40.0	40.3	9.2	9.0	0.9	0.9	0.9	0.9
ESSO	Buy	10.0	12.0	27.0	6.8	5.9	1.1	1.0	1.0	1.0
IRPC	Buy	4.7	7.0	53.8	8.2	7.0	1.0	1.0	1.0	1.0
PTT	Buy	46.5	55.0	22.8	10.2	9.5	1.4	1.3	1.3	1.2
PTTEP	Buy	126.5	150.0	22.1	14.0	12.2	1.2	1.2	1.2	1.2
SPRC	Buy	9.4	13.0	43.3	14.0	6.5	1.0	0.9	0.9	0.8
TOP	Buy	60.3	80.0	37.6	8.6	7.1	0.9	0.8	0.8	0.8
Average					35.3	10.1	8.2	1.1	1.0	1.0

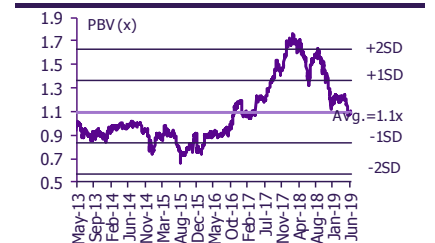
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute	Relative to SET		
	1M	3M	12M
BCP	(0.8)	(7.1)	(16.9)
ESSO	(2.9)	(5.7)	(26.5)
IRPC	(4.0)	(16.8)	(25.9)
PTT	(1.6)	(3.6)	(7.0)
PTTEP	(1.6)	6.3	(5.6)
SPRC	(4.1)	(11.8)	(33.2)
TOP	(6.2)	(12.7)	(26.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETENERG



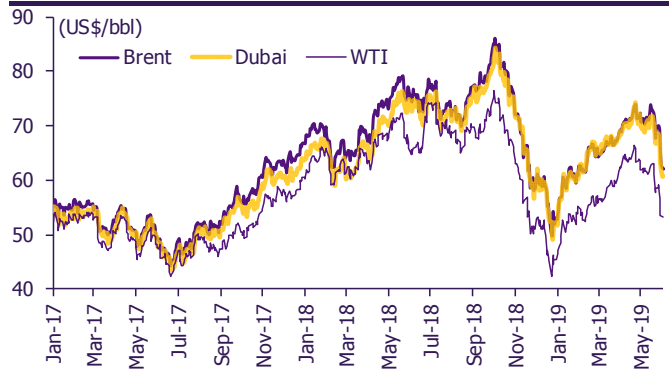
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

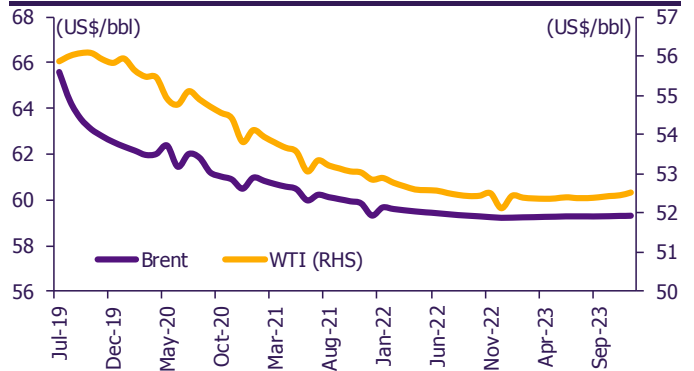
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพ์
 0-2949-1005
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil prices



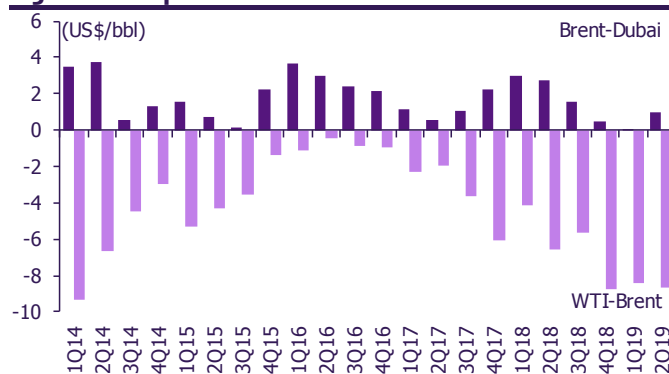
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil forward curve



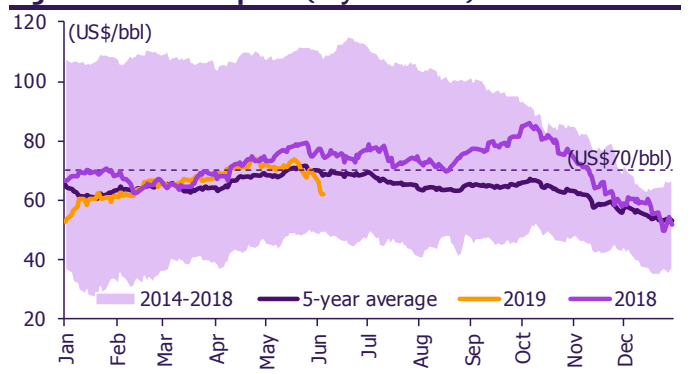
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Oil price differentials



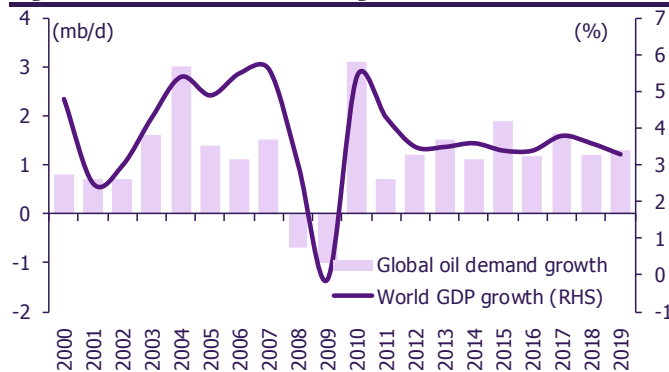
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Brent oil price (5-year band)



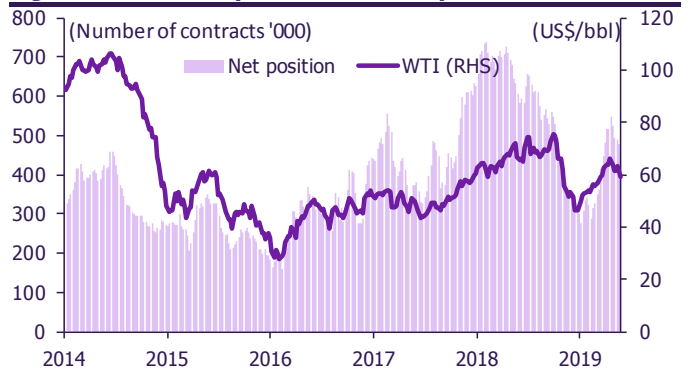
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Global oil demand growth vs. world GDP



Source: IEA, IMF, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: CFTC net position vs. WTI price



Source: CFTC, 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	29.50	40.0	40.3	14.7	9.2	9.0	(55)	59	2	1.0	0.9	0.9	6	10	10	4.6	4.7	5.4	7.8	7.4	7.0
ESSO	Buy	10.00	12.0	27.0	15.6	6.8	5.9	(69)	129	14	1.3	1.1	1.0	8	18	18	2.0	7.0	8.0	13.0	6.3	5.1
IRPC	Buy	4.74	7.0	53.8	14.0	8.2	7.0	(36)	71	16	1.1	1.0	1.0	8	13	14	4.0	6.1	7.2	8.6	6.1	5.5
PTT	Buy	46.50	55.0	22.8	11.7	10.2	9.5	(23)	15	7	1.5	1.4	1.3	9	9	9	4.3	4.5	4.9	4.0	3.4	2.9
PTTEP	Buy	126.50	150.0	22.1	13.8	14.0	12.2	(5)	(1)	15	1.3	1.2	1.2	9	9	10	4.0	3.6	4.0	3.3	3.7	3.4
SPRC	Buy	9.35	13.0	43.3	27.6	14.0	6.5	(80)	97	115	1.1	1.0	0.9	4	7	15	6.3	4.3	7.7	8.4	5.3	2.8
TOP	Buy	60.25	80.0	37.6	11.9	8.6	7.1	(53)	39	20	1.0	0.9	0.8	8	11	12	4.4	4.8	5.6	5.4	5.6	6.1
Average					15.6	10.1	8.2	(37)	23	16	1.2	1.1	1.0	8	11	13	4.2	5.0	6.1	7.2	5.4	4.7

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน – โรงกลั่น

SET ENER index Close: 14/6/2019 24,707.42 -45.26 / -0.18% Bt8,831mm
Bloomberg ticker: SETENERG

อยู่ที่จุดต่ำสุด

มุมมองเชิงลบที่ตลาดมีต่อแนวโน้ม GRM และกำไรของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยกดดันให้ราคาหุ้นโรงกลั่นปรับตัวลดลง 12% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ SET และดัชนีกลุ่มพลังงานที่ -1% เรามองว่าราคาหุ้นกลุ่มโรงกลั่นปรับตัวลดลงมากเกินไป เนื่องจาก Singapore GRM ลดลงเพียง 6% นอกจากนี้อุตสาหกรรมโรงกลั่นก็น่าจะได้รับประโยชน์จาก crack spread ของแก๊สโซลีนที่ปรับตัวดีขึ้นในฤดูกาลขับขี่ในสหรัฐฯ และอุปสงค์แก๊สออลส์สำหรับเรือเดินสมุทร (น้ำมันดีเซล) ที่เพิ่มขึ้นเพื่อทดแทนน้ำมันเตาที่มีกำมะถันสูง เนื่องจากผู้ประกอบการเดินเรือเตรียมพร้อมปฏิบัติตามมาตรการควบคุมกำมะถัน IMO2020 เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้เปิดโอกาสให้ซื้อ เพราะหุ้นโรงกลั่นบางตัวซื้อขายที่ระดับต่ำกว่า -2SD ของ PBV (ปี 2562) ซึ่งเพียงพอขจัดความเสี่ยงขาลง ทั้งนี้ นอกเหนือจาก IRPC ที่เป็น top pick ของกลุ่มโรงกลั่นแล้ว เรายังชอบ TOP BCP และ ESSO เพราะ valuation และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ

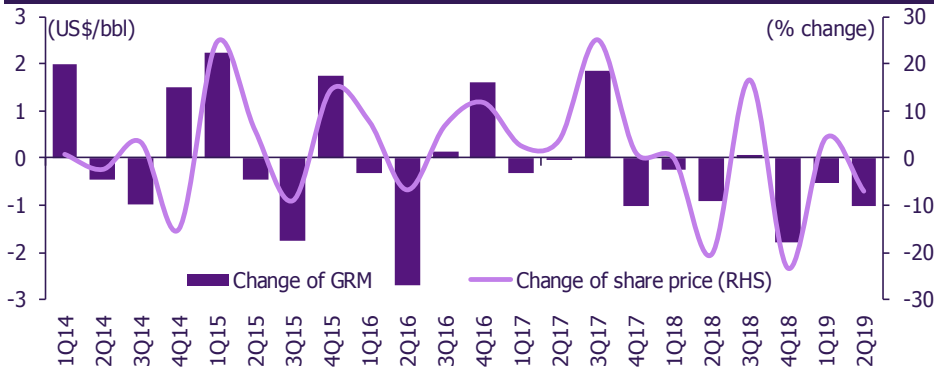
สรุปผลประกอบการ 1Q62 ผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยรายงานผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังใน 1Q62 เพราะกำไรลดลง 43% YoY (แม้กำไรจากสต็อกน้ำมันช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิใน 4Q61) ผลการดำเนินงาน YoY ใต้ผลกระทบจาก crack spread ที่ลดลงของผลิตภัณฑ์หลักๆ อย่างแก๊สโซลีน (-73% YoY) และน้ำมันดีเซล (-13% YoY) ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้ GRM โดยรวมลดลง 46% YoY สู่ระดับเพียง US\$3.8/bbl ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ 3Q53 BCP และ IRPC เป็นตัวการหลักที่จุดรั้งกำไรสุทธิของกลุ่มโรงกลั่นใน 1Q62 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนและตามแผนซึ่งส่งผลกระทบต่อปริมาณการกลั่นและค่าการกลั่นพื้นฐาน เนื่องจากหน่วยเพิ่มคุณภาพน้ำมัน (upgrading unit) หยุดซ่อมบำรุง

GRM จะอ่อนแอต่อเนื่องใน 2Q62 แม้โรงกลั่นทั่วโลกหยุดซ่อมบำรุงใหญ่มากที่สุดในรอบ 5 ปี แต่ค่าการกลั่น (GRM) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องใน 2Q62 สู่ระดับที่ต่ำกว่ากรอบ 5 ปีอย่างมาก เพราะอุปทานในตลาดภูมิภาคเพิ่มขึ้น โดยเกิดจากโรงกลั่นใหม่ที่เริ่มเดินเครื่องในปี 2561 นอกจากนี้กรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนที่กลับมาตึงเครียดอีกครั้งก็กดดัน sentiment ตลาดให้ปรับตัวแย่ลงด้วย เนื่องจากตัวเลขคาดการณ์ GDP ทั่วโลกถูกปรับลดลง แนวโน้มเช่นนี้ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate และ crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่มนี้ ซึ่งกลับมาปรับตัวลดลงใน 1H62 หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2561 เราเชื่อว่าเรื่องนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว อุปสงค์ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate น่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาลที่แข็งแกร่ง และอุปสงค์แก๊สออลส์สำหรับเรือเดินสมุทรเพื่อใช้แทนน้ำมันเตาก่อนมาตรการ IMO2020 มีผลบังคับใช้

หุ้นโรงกลั่นไทยซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำ เนื่องจากแนวโน้มอุตสาหกรรมโรงกลั่นถูกปกคลุมด้วยอุปทานใหม่และความไม่แน่นอนของอุปสงค์ท่ามกลางผลกระทบของสงครามการค้า เราจึงเชื่อว่า PBV น่าจะเป็นวิธีที่อนุรักษ์นิยมมากกว่าวิธีอื่นๆ ในการประเมินระดับเข้าซื้อที่เหมาะสม เราพบว่าหุ้นโรงกลั่นส่วนใหญ่ซื้อขายที่ระดับใกล้เคียงหรือต่ำกว่า PBV เฉลี่ย 5 ปี ทั้งนี้ช่วงเวลาดังกล่าวยังครอบคลุมปี 2557-58 ที่ราคาน้ำมันและ GRM ร่วงลงแรงครั้งก่อนด้วย เราจึงเห็นโอกาสที่จะเพิ่มสถานะการลงทุนใน TOP PTTGC และ BCP

Top pick ยังคงเป็น IRPC เรายังชอบ IRPC เพราะ PBV อยู่ในระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2Q62 กำไร 1Q62 น่าจะแย่ที่สุดสำหรับปีนี้ และผลการดำเนินงานน่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาสที่เหลือของปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากปริมาณการกลั่นที่กลับสู่ระดับปกติ บัณฑิตเสี่ยงที่สำคัญสำหรับ IRPC คือ ธุรกิจปิโตรเคมีของบริษัท ซึ่งได้รับผลกระทบจากกรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนตั้งแต่ปีที่ผ่านมา upside จากราคาหุ้นปัจจุบันของ ESSO กว้างขึ้น หลังจากราคาหุ้นลดลง 14% ในเดือนที่ผ่านมา ทั้งๆ ที่กำไร 1Q62 แข็งแกร่งมากกว่าคาด ธุรกิจการตลาดจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกำไร เนื่องจากบริษัทขยายสถานีบริการน้ำมันอย่างต่อเนื่อง

Singapore GRM (hydrocracking) vs. ผลตอบแทนตลาดจากหุ้นโรงกลั่น



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	20F	19F
BCP	Buy	29.5	40.0	40.3	9.2	9.0
ESSO	Buy	10.0	12.0	27.0	6.8	5.9
IRPC	Buy	4.7	7.0	53.8	8.2	7.0
PTT	Buy	46.5	55.0	22.8	10.2	9.5
PTTEP	Buy	126.5	150.0	22.1	14.0	12.2
SPRC	Buy	9.4	13.0	43.3	14.0	6.5
TOP	Buy	60.3	80.0	37.6	8.6	7.1
Average				35.3	10.1	8.2

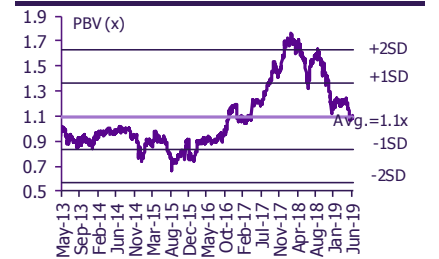
Source: SCBS Investment Research

Price performance

P/BV (x)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	(0.8)	(7.1)	(16.9)	(3.9)	(9.7)	(15.3)
ESSO	(2.9)	(5.7)	(26.5)	(5.9)	(8.3)	(25.0)
IRPC	(4.0)	(16.8)	(25.9)	(7.0)	(19.2)	(24.5)
PTT	(1.6)	(3.6)	(7.0)	(4.6)	(6.3)	(5.2)
PTTEP	(1.6)	6.3	(5.6)	(4.6)	3.3	(3.8)
SPRC	(4.1)	(11.8)	(33.2)	(7.0)	(14.3)	(31.9)
TOP	(6.2)	(12.7)	(26.5)	(9.1)	(15.1)	(25.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETENERG



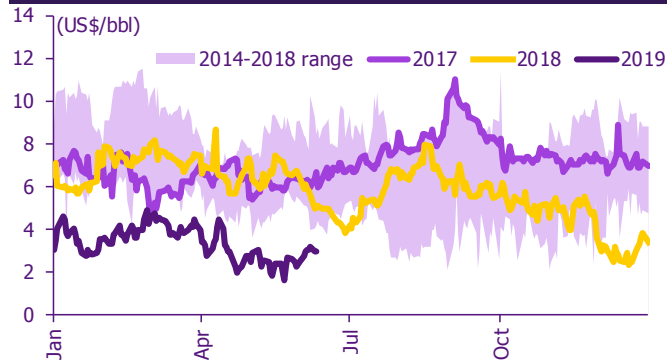
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

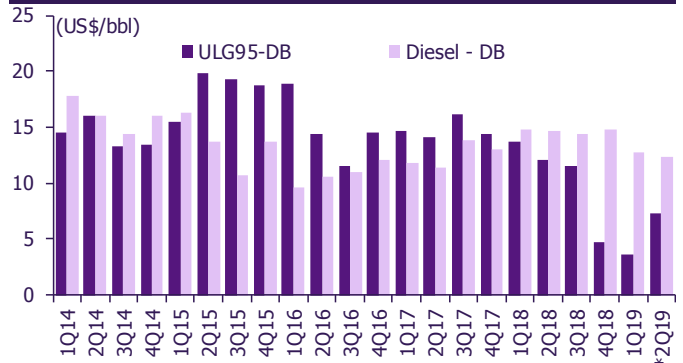
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Gross refining margin (Singapore)



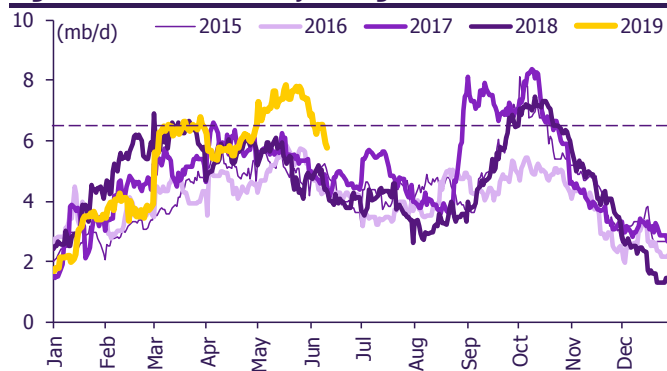
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Crack spread – gasoline vs. diesel



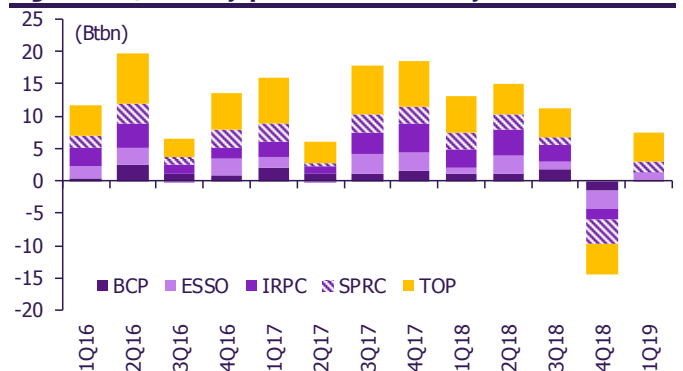
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Global refinery outage



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly profit – oil refinery



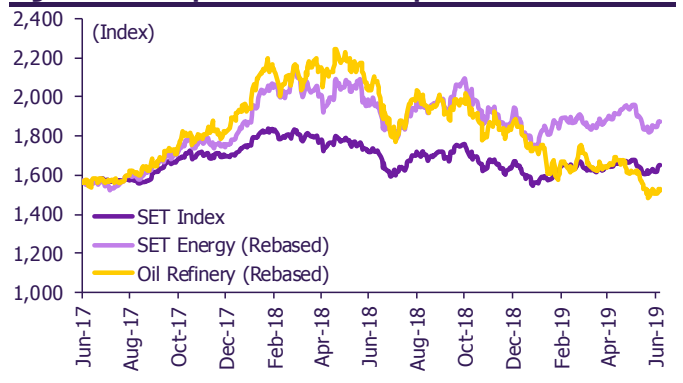
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 5: Maintenance shutdowns

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
BCP			14-21 days (Jul-Aug) HCU shutdown for catalyst changing	
ESSO			60 days (Sep-Oct) Major T/A of CDU and aromatics plant	
IRPC	28 days (Feb) Maintenance shutdown of RDCC and hyahl unit			
PTTGC			54 days (Oct-Nov) Major T/A of refinery	
SPRC			45-60 days (Nov-Dec) Major T/A of refinery and capacity expansion	
TOP		30-45 days (Jun-Jul) Major T/A of CDU#3 and aromatics plant		

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6: Price performance comparison



Source: 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	29.50	40.0	40.3	14.7	9.2	9.0	(55)	59	2	1.0	0.9	0.9	6	10	10	4.6	4.7	5.4	7.8	7.4	7.0
ESSO	Buy	10.00	12.0	27.0	15.6	6.8	5.9	(69)	129	14	1.3	1.1	1.0	8	18	18	2.0	7.0	8.0	13.0	6.3	5.1
IRPC	Buy	4.74	7.0	53.8	14.0	8.2	7.0	(36)	71	16	1.1	1.0	1.0	8	13	14	4.0	6.1	7.2	8.6	6.1	5.5
SPRC	Buy	9.35	13.0	43.3	27.6	14.0	6.5	(80)	97	115	1.1	1.0	0.9	4	7	15	6.3	4.3	7.7	8.4	5.3	2.8
TOP	Buy	60.25	80.0	37.6	11.9	8.6	7.1	(53)	39	20	1.0	0.9	0.8	8	11	12	4.4	4.8	5.6	5.4	5.6	6.1
Average					16.7	9.3	7.1	(57)	54	20	1.1	1.0	0.9	7	12	14	4.3	5.4	6.8	8.7	6.2	5.3

Source: SCBS Investment Research



ปัจจัยพื้นฐานดี แต่ valuation ดึงตัว

เราคาดว่า การขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่จะช่วยกระตุ้นให้สินเชื่อของทั้ง KTC และ AEONTS เติบโตในปี 2562 แต่ในเวลาเดียวกัน ทั้งสองบริษัทก็จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้น เราคาดว่าทั้งสองบริษัทจะรายงานผลประกอบการที่น่าพอใจสำหรับไตรมาสที่กำลังจะมาถึง เพราะเป็นไฮซีซั่น เราแนะนำ "Neutral" ทั้งสองบริษัท เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้นค่อนข้างเต็มมูลค่าแล้ว

สินเชื่อจะเติบโตมากขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจใหม่ เราคาดว่าสินเชื่อของทั้ง KTC และ AEONTS จะเติบโตเพิ่มขึ้นในปี 2562 เนื่องจากทั้งสองบริษัทขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ KTC เพิ่งจัดตั้งบริษัทย่อยที่บริษัทถือหุ้น 75% (อีก 25% ถือโดย KTB) เพื่อให้บริการสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันภายใต้โครงการสินเชื่อนาโนและพีโกไฟแนนซ์ (คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดไม่เกิน 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล) ใน 2Q62 AEONTS เริ่มให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองในปีที่ผ่านมา และวางแผนเพิ่มสัดส่วนของสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองจากไม่ถึง 1% ของสินเชื่อทั้งหมดในปี FY2561 สู่ 5% ของสินเชื่อทั้งหมดในปี FY2562 ธปท. ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลเพื่อขยายขอบเขตของธุรกิจให้ครอบคลุมถึงสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ เพิ่มเติมจากสินเชื่อไม่มีหลักประกัน โดยกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยที่ 28% มีผลบังคับใช้ในเดือนก.พ. ปีนี้ เราคาดว่า KTC และ AEONTS จะขยายธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถภายใน 1 หรือ 2 ปีนี้

ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น KTC คาดว่าจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปีเพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจสินเชื่อ นาโนและพีโกไฟแนนซ์ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าแต่มีความเสี่ยงสูงกว่าสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล LLR coverage ระดับสูงที่ 604% ของ KTC น่าจะช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองที่เกิดจากการขยายธุรกิจกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เราคาดว่า KTC จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นใน 2H62 และปี 2563 สำหรับ AEONTS เราคาดว่า credit cost จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 6.6% ในปี FY2561 สู่ 6.8% ในปี FY2562 และ 6.8% ในปี FY2563 โดยมีสาเหตุมาจากการบังคับใช้มาตรฐานบัญชี IFRS9 ในเดือนม.ค. 2563

พริวิผลประกอบการ 1QFY62 ของ AEONTS เราคาดว่ากำไรของ AEONTS จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 935 ลบ. (+1% YoY, +16% QoQ) ใน 1QFY62 (มี.ค.-พ.ค.) ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้น (จากไฮซีซั่นของสินเชื่อส่วนบุคคล และการขยายธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองเชิงรุก) NIM จะอยู่ในระดับทรงตัว รายได้จากหนี้สูญได้รับคืนอย่างต่อเนื่อง ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง (ไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษจากการตั้งสำรองนโยบายพนักงานและการต่ออายุของสินทรัพย์เกิดขึ้นอีก) และการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นเพื่อสนับสนุนการขยายสินเชื่อ ในขณะที่เมื่อเทียบ YoY เราคาดว่ารายได้ที่สูงขึ้นจะถูกหักล้างโดยการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น

พริวิผลประกอบการ 2Q62 ของ KTC เราคาดว่ากำไรของ KTC จะเพิ่มขึ้น 22% YoY แต่ทรงตัว QoQ ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้น QoQ (ไฮซีซั่นสำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล) พร้อมกับแนวโน้มทรงตัวสำหรับ NIM รายได้จากหนี้สูญได้รับคืน และค่าใช้จ่ายตั้งสำรอง ในขณะที่เมื่อเทียบ YoY เราคาดว่ารายได้ที่เติบโตดีจะช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต 22%

แนะนำ "Neutral" ทั้ง KTC และ AEONTS valuation ของ KTC และ AEONTS ค่อนข้างดึงดูดเมื่อเทียบกับแนวโน้มการเติบโตของบริษัท ดังนั้นเราจึงแนะนำ "Neutral" ทั้ง KTC และ AEONTS แม้เราชอบปัจจัยพื้นฐานของทั้งสองบริษัท แต่เราต้องการเข้าซื้อหุ้นสองตัวนี้ในราคาที่ถูกลงกว่านี้

Valuation summary

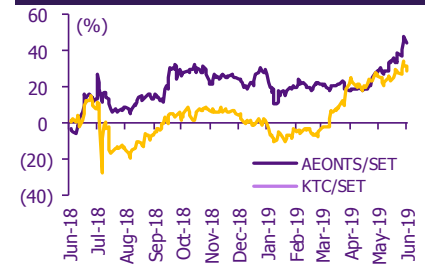
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
AEONTS	Neutral	218.0	230.0	8.1	13.3	2.6
KTC	Neutral	41.3	40.0	(0.7)	17.3	5.2
Average					15.3	3.9

Source: SCBS Investment Research

Price performance

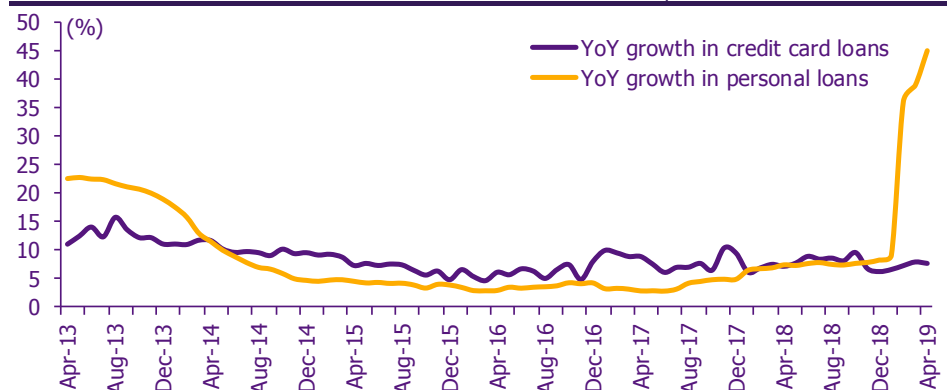
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	14.7	22.1	46.3	11.2	18.7	49.2
KTC	6.5	33.1	21.3	3.2	29.3	23.7

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การรวมสินเชื่อจำนำทะเบียนรถเข้ามาทำให้การเติบโตของสินเชื่อส่วนบุคคลบิดเบือนตั้งแต่ก.พ. 62



Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

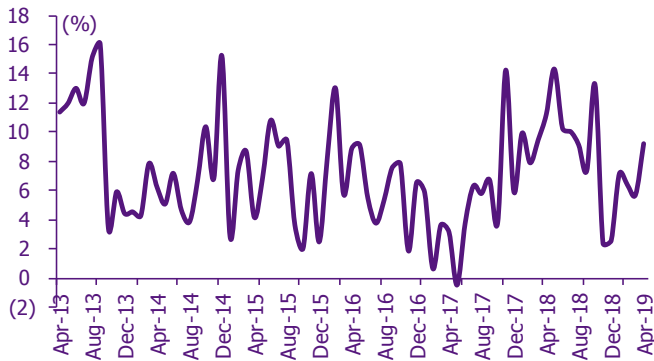
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

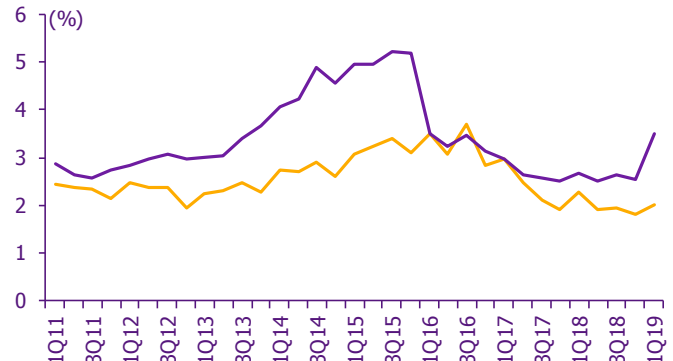
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: YoY growth in credit card spending



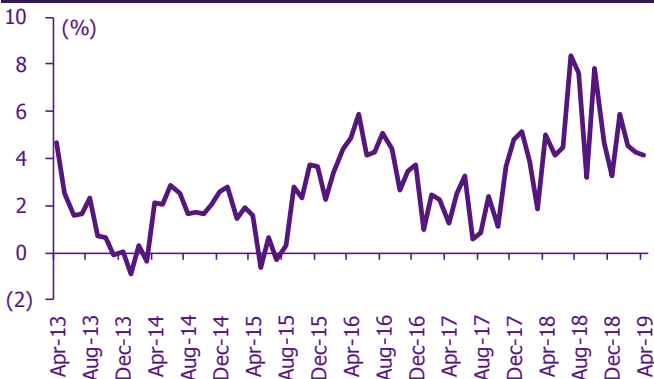
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Credit card and personal loan NPLs



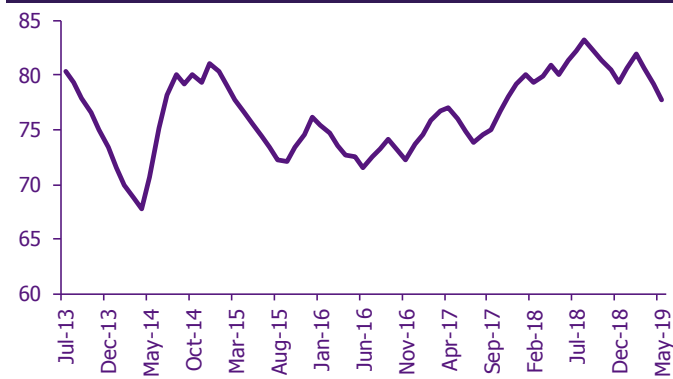
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



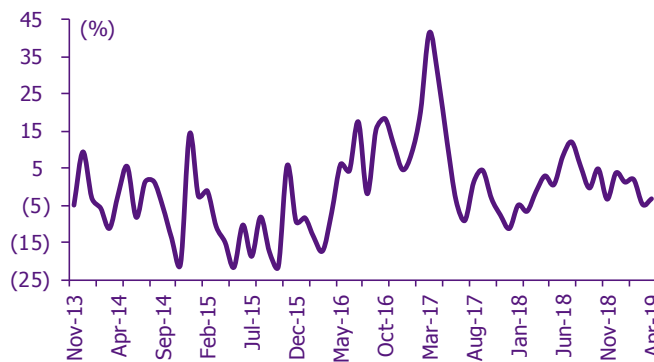
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



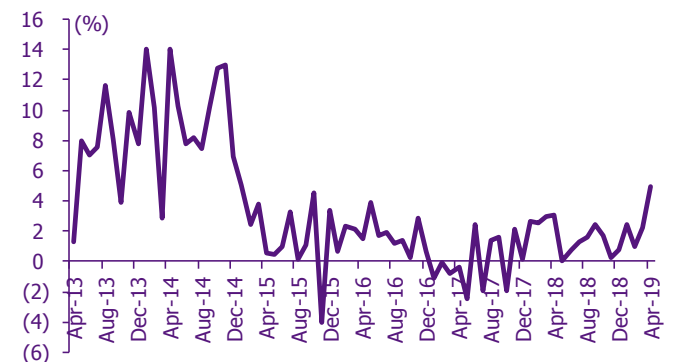
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income growth



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY growth in 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	Neutral	218.00	230.0	8.1	15.5	13.3	11.5	18	17	16	3.0	2.6	2.2	21	21	21	2.2	2.6	3.1
KTC	Neutral	41.25	40.0	(0.7)	20.7	17.3	15.5	56	20	12	6.5	5.2	4.3	36	33	30	1.9	2.3	2.6
Average					18.1	15.3	13.5	37	18	14	4.8	3.9	3.3	28	27	26	2.0	2.5	2.8

Source: SCBS Investment Research



ได้แรงหนุนจากต้นทุนอาหารสัตว์บกและราคาปลาหน้าต่ำ

ใน 2Q62TD เราพบพัฒนาการเชิงบวกในธุรกิจสัตว์บกในประเทศจากต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงอย่างต่อเนื่อง และราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรของ GFPT และ CPF ปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาปลาหน้า (spot price) ที่ปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีก็เป็นที่ปัจจัยบวกต่ออัตรากำไรของ TU ในขณะที่ราคาหมูในเวียดนามปรับตัวลดลง YoY เป็นครั้งแรกใน 2Q62TD โดยมีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดของโรค ASF ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ CPF ใน 2Q62 top picks ของเรา คือ GFPT และ TU

ธุรกิจสัตว์บกในประเทศ: ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลงท่ามกลางราคาผลิตภัณฑ์สูง ธุรกิจหมูราคาหมูยังอยู่ที่ระดับสูงสุดในรอบ 3 ปี เป็นเดือนที่ 4 ติดต่อกันที่ 74 บาท/กก. (+23% YoY แต่ทรงตัว MoM) ในเดือนพ.ค. และ 74 บาท/กก. (+23% YoY และ +1% QoQ) ใน 2Q62TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 58 บาท/กก. สะท้อนถึงอุปทานที่ลดลง ทั้งนี้ 2Q62TD ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลงต่อ โดยราคาข้าวโพดลดลงสู่ 8.9 บาท/กก. (-15% YoY และ -7% QoQ) และราคากากถั่วเหลืองก็ลดลงสู่ 14.5 บาท/กก. (-11% YoY แต่ทรงตัว QoQ) ราคาที่ดีขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้นถึง 72% YoY ใน 2Q62TD ธุรกิจไก่ ราคาก็ยังอยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี เป็นเดือนที่ 3 ติดต่อกันที่ 35 บาท/กก. (+9% YoY แต่ทรงตัว MoM) ในเดือนพ.ค. และ 35 บาท/กก. (+9% YoY และ +3% QoQ) ใน 2Q62TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 32-33 บาท/กก. โดยเกิดจากอุปทานที่ลดลง ราคาที่ดีขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 62% YoY ใน 2Q62TD

ธุรกิจหมูในเวียดนาม: ราคาผลิตภัณฑ์ลดลง FAO รายงานการระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ลุกลามเข้าสู่จีนในเดือนส.ค. 2561, เวียดนามในเดือนก.พ. และกัมพูชาในเดือนเม.ย. รายงานข่าวระบุว่า มีสุกรประมาณ 100-150 ล้านตัวถูกทำลายในจีน (20-30% ของสุกรมีชีวิตทั้งหมด), ประมาณ 1.7 ล้านตัวในเวียดนาม (5% ของสุกรมีชีวิตทั้งหมด) และประมาณ 2,000 ตัวในกัมพูชา การแพร่ระบาดของโรค ASF ส่งผลทำให้ราคาหมูในเวียดนามปรับตัวลดลง YoY เป็นครั้งแรก สู่ VND35,000/กก. (-21% YoY และ -16% MoM) ในเดือนพ.ค. เท้ากับจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการ และ VND38,236/กก. (-10% YoY และ -18% QoQ) ใน 2Q62TD

สำหรับ CPF นับถึงปัจจุบัน ผลกระทบต่อปริมาณการขายอาหารสัตว์ในจีนของบริษัทมีจำกัด เนื่องจาก CPF ขายผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์ให้กับฟาร์มสุกรขนาดใหญ่เป็นส่วนใหญ่ ในเวียดนาม ธุรกิจฟาร์มของ CPF ได้รับผลกระทบจากราคาหมูในตลาดที่ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากการขายอย่างตื่นตระหนกของผู้ประกอบการฟาร์มขนาดเล็กเพราะเกรงว่าโรค ASF จะแพร่ระบาดมายังสุกรของตน CPF คาดว่าราคาหมูในเวียดนามจะต่ำสุดใน 2Q62 ต่อจากนั้นจะปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 2H62 ภายหลังจากการปรับอุปทานลดลงอย่างมาก และการควบรวมกันในตลาดมากขึ้น (ผู้ประกอบการฟาร์มสุกรขนาดเล็กมีจำนวนน้อยลง)

ธุรกิจสัตว์น้ำ: ต้นทุนวัตถุดิบอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ หนา ราคาปลาหน้าห้องแกลบลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีที่ US\$1,200/ตัน (-25% YoY และ -17% MoM) ในเดือนพ.ค. และ US\$1,325/ตัน (-21% YoY และ -9% QoQ) ใน 2Q62TD TU คาดว่าราคาวัตถุดิบปลาหน้าจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปจนเดือนก.ค. และจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในเดือนส.ค.-ก.ย. จากปัจจัยฤดูกาล เนื่องจากราคาปลาหน้า (spot price) ปรับตัวลดลง และ TU เก็บสต็อกวัตถุดิบไว้นานถึง 3-6 เดือน ดังนั้นเราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบที่แท้จริงของบริษัทจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยจนถึง 3Q62 **แชลมอน** ราคาแชลมอนลดลงสู่ NOK65/กก. (-6% YoY แต่ +4% QoQ) ใน 2Q62TD กุ้ง ราคากุ้งในประเทศยังอยู่ในระดับต่ำที่ 133 บาท/กก. (+5% YoY แต่ -13% MoM) ใน 2Q62TD

Top picks: GFPT และ TU top picks ของเรา คือ GFPT และ TU ซึ่งกำไรจะฟื้นตัวในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจไก่ที่ดีขึ้นและอัตรากำไรจากธุรกิจหมูที่กว้างขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CPF	Buy	28.75	32.0	13.6	23.6	20.1	1.1	1.0
GFPT	Buy	16.20	19.0	19.1	14.2	12.4	1.5	1.3
TU	Buy	18.70	23.5	28.7	16.6	14.8	1.8	1.7
Average					18.1	15.8	1.4	1.4

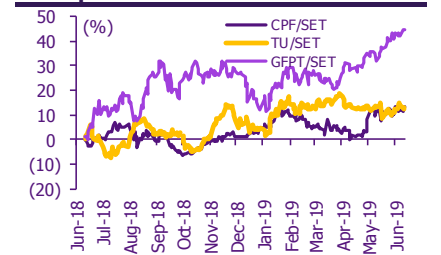
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	9.5	8.5	15.0	6.2	5.5	17.2
GFPT	7.3	17.4	35.0	4.0	14.1	37.6
TU	1.1	0.0	6.3	(2.0)	(2.8)	8.3

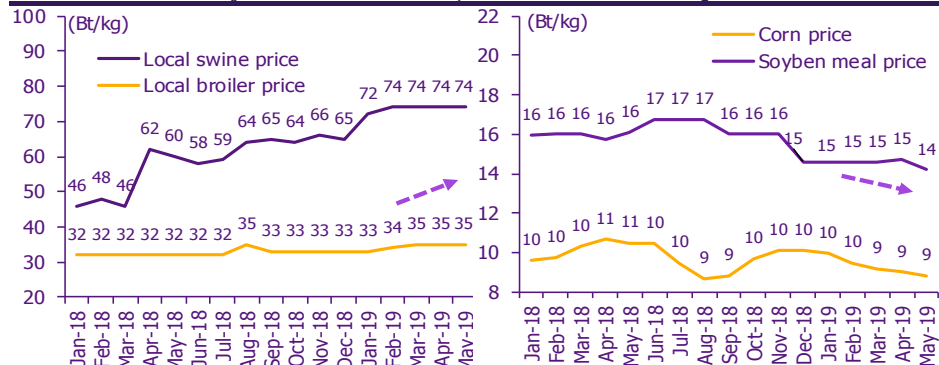
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาสัตว์บกในประเทศสูงต่อเนื่องท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ที่ลดลงใน 2Q62TD

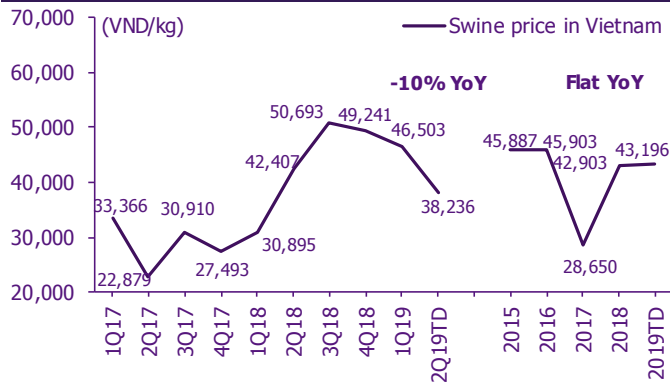


Source: Industry sources and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

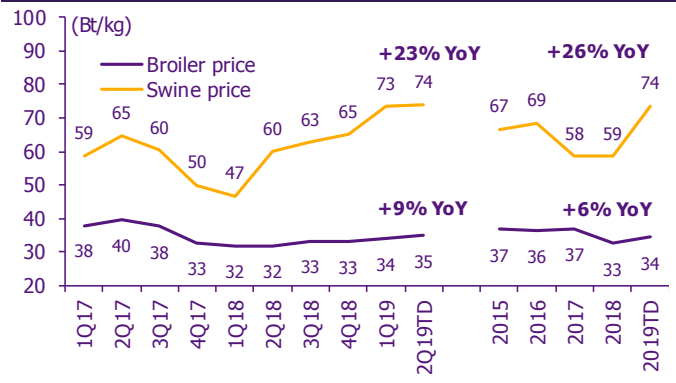
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1004
 sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: In 2Q19TD, swine price in Vietnam dropped YoY for the first time from the ASF outbreak



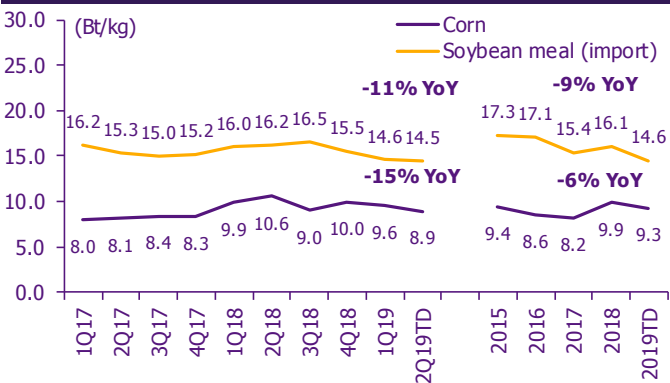
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2Q19TD, local swine and broiler price grew 23% YoY and 9% YoY, respectively



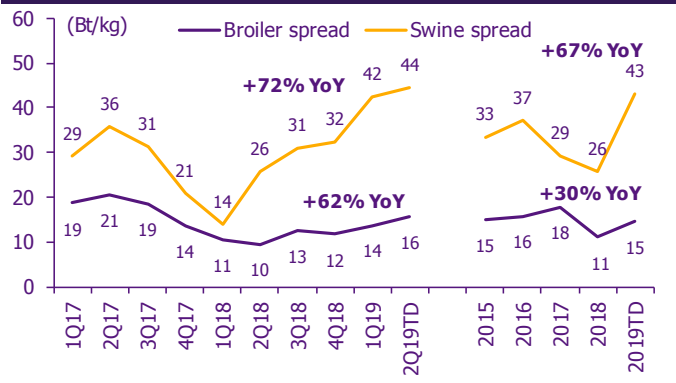
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2Q19TD, corn costs dropped 15% YoY, while soybean meal cost declined 11% YoY



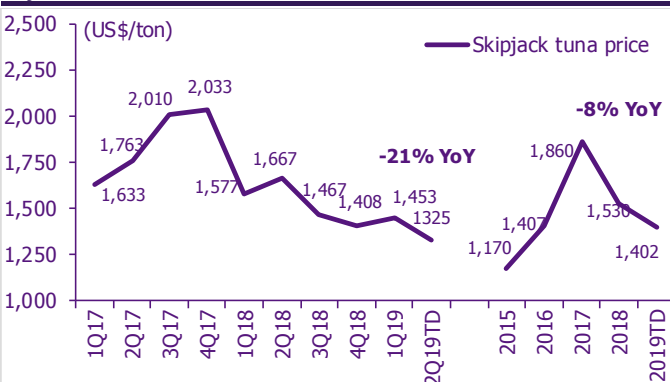
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2Q19TD, local swine and broiler spreads (price minus feed costs) widened YoY



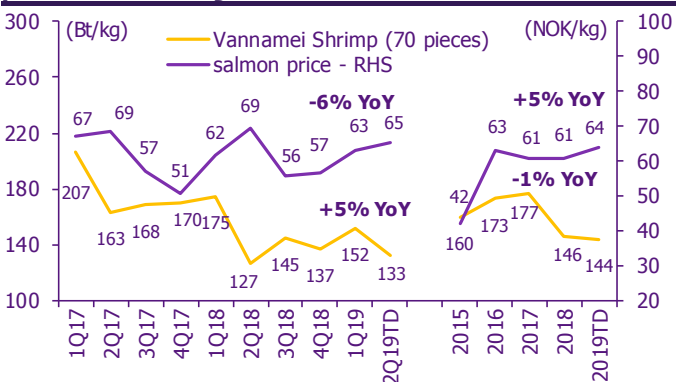
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 2Q19TD, skipjack tuna price dropped to a 3-year low



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 2Q19TD, local shrimp price and salmon price were manageable



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	28.75	32.0	13.6	35.0	23.6	20.1	4	49	17	1.1	1.1	1.0	3	5	5	2.3	2.3	2.3	14.8	12.5	11.8
GFPT	Buy	16.20	19.0	19.1	17.8	14.2	12.4	(35)	25	15	1.6	1.5	1.3	9	11	11	1.5	1.8	1.8	8.4	7.7	7.1
TU	Buy	18.70	23.5	28.7	22.0	16.6	14.8	(15)	33	12	1.9	1.8	1.7	9	11	12	2.1	3.0	3.4	16.2	13.7	12.5
Average					24.9	18.1	15.8	(15)	35	15	1.5	1.4	1.4	7	9	10	2.0	2.4	2.5	13.1	11.3	10.5

Source: SCBS Investment Research

เชื่อมั่นในผลประกอบการ

ท่ามกลางความผันผวนของตลาดหุ้นในระยะสั้น เรามองว่า **CHG (top pick อันดับหนึ่ง)** และ **BCH (top pick อันดับสอง)** เป็นหุ้นปลอดภัยในกลุ่มการแพทย์ เพราะมีความเชื่อมั่นในผลประกอบการ กำไรที่คาดว่าจะชะลอตัวลงใน **2Q62** ไม่ใช่แนวโน้ม และเรามองว่าเป็นโอกาสให้เข้าซื้อเพื่อผลประกอบการที่จะปรับตัวดีขึ้นใน **2H62**

กำไรจะชะลอตัวลงใน **2Q62** แต่จะดีขึ้นใน **2H62** โดยปกติแล้วไตรมาสที่สองมักจะเป็นไตรมาสที่กำไรชะลอตัวลง และใน 2Q62 ผู้ให้บริการทางการแพทย์จะรับรู้ค่าใช้จ่ายพนักงานพิเศษเพื่อปฏิบัติตาม พ.ร.บ. คุ้มครองแรงงานฉบับใหม่ (ยกเว้น BDMS ซึ่งรับรู้ไปแล้วใน 1Q62) นอกจากนี้โรงพยาบาลที่ให้บริการผู้ป่วยในโครงการประกันสังคม (BCH และ CHG) ยังจะได้รับผลกระทบด้านลบจากการตั้งสำรองที่อาจเกิดขึ้น เนื่องจากสำนักงานประกันสังคมจ่ายเงินจริงสำหรับการให้บริการรักษาโรคที่มีค่าใช้จ่ายสูง (RW>2) ต่ำกว่าจำนวนที่บันทึกเป็นรายได้ไปก่อนหน้านี้ที่ ~60 ลบ. สำหรับ BCH (~5% ของประมาณการกำไรปี 2562) และ ~20 ลบ. สำหรับ CHG (~3%) อย่างไรก็ตาม หลังจากฐานสูงใน 1H62 ผ่านพ้นไป เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้และอัตรากำไรที่สูงขึ้นจากการให้บริการเฉพาะทางเพิ่มเติมที่จะช่วยกระตุ้นให้ปริมาณผู้ป่วยและรายได้จากกลุ่มโรคที่มีความรุนแรงปรับตัวเพิ่มขึ้น

จับตาหลักเกณฑ์ แต่เน้นถึงตอนนี้ผลกระทบมีจำกัด เมื่อวันที่ 30 พ.ค. คณะกรรมการกลางว่าด้วยราคาสินค้าและบริการ (กกร.) ได้อนุมัติหลักเกณฑ์ที่กำหนดให้โรงพยาบาลเอกชนทุกแห่งแสดงราคาค่าบริการทางการแพทย์ (ราคายา เวชภัณฑ์ และบริการทางการแพทย์) ให้ชัดเจน เพื่อให้ผู้ป่วยสามารถตัดสินใจในฐานข้อมูลที่ได้รับได้ดีขึ้นก่อนที่จะเข้ารับการรักษา และโรงพยาบาลเอกชนต้องเปิดโอกาสให้ผู้ป่วยเลือกซื้อยาจากภายนอกโดยออกใบสั่งยาให้ เรามองว่าการเปิดเผยราคาจะมีผลกระทบจำกัดต่อโรงพยาบาลเอกชน เนื่องจากโรงพยาบาลส่วนใหญ่ปฏิบัติตามแนวทางดังกล่าวอยู่แล้ว ทั้งนี้ หลักเกณฑ์ใหม่นี้เป็นประกาศของกระทรวงพาณิชย์ (สำหรับฝั่งผู้บริโภค) ไม่ได้เป็นประกาศจากกระทรวงสาธารณสุขซึ่งเป็นผู้กำกับดูแลโรงพยาบาลเอกชนโดยตรง เรามองว่าตลาดมีความกังวลต่อแนวทางการกำหนดราคาค่าบริการทางการแพทย์ที่เหมาะสมในอนาคต และเรคาดว่ากระทรวงสาธารณสุขจะเข้ามามีบทบาทมากขึ้น เพื่อหาแนวทางที่เป็นธรรมแก่ทุกฝ่ายซึ่งรวมถึงผู้บริโภคและโรงพยาบาลเอกชน

ชอบ CHG และ BCH เพราะเชื่อมั่นในผลประกอบการ เราเลือก CHG เป็น top pick อันดับหนึ่งของเรา ตามมาด้วย BCH เป็น top pick อันดับสอง เพราะเชื่อมั่นในผลประกอบการ ทั้งนี้ผลประกอบการของ CHG อยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ 3Q61 เพราะถูกจุดรั้งโดยผลขาดทุนที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ แต่สถานการณ์กำลังจะเปลี่ยนไป เนื่องจากการดำเนินงานที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ปรับตัวดีขึ้น ซึ่งจะช่วยให้ขาดทุนลดลง และเรคาดว่าผลประกอบการของ CHG จะกลับคืนสู่แนวโน้มขาขึ้นใน 2H62 ราคาหุ้น CHG ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 10% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากผลประกอบการ 1Q62 ออกมาดีเกินคาด อย่างไรก็ตาม เรามองว่าเป็นแค่การรีบาวด์ เนื่องจากราคาหุ้นยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2561 (ก่อนปรับตัวลดลงแรงเพราะผลประกอบการใน 2H61 อ่อนแอ) อยู่ 20% ราคาหุ้น BCH ลดลงมาแล้ว 4% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา หลังจากผลประกอบการ 1Q62 ออกมาดีกว่าคาด เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BCH จากการดำเนินงานที่เติบโตมากขึ้นที่ World Medical Hospital (WMC) และเล็งเห็นโอกาสที่อัตรากำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่โรงพยาบาลที่อภิเกรตขึ้นมา เรากอด BDMS ออกจากการเป็น top pick ของเรา (แต่ยังแนะนำซื้อ) หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 5% ใน 2Q62TD เพราะราคาหุ้นมี upside สุราคาดเป้าหมายน้อยกว่า CHG และ BCH



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	26.0	30.0	17.7	37.0	31.6	5.2	4.8
BH	Neutral	173.0	185.0	8.7	28.8	27.0	6.2	5.5
CHG	Buy	2.3	2.7	20.3	38.1	31.7	6.8	6.3
Average					34.1	29.8	6.2	5.6

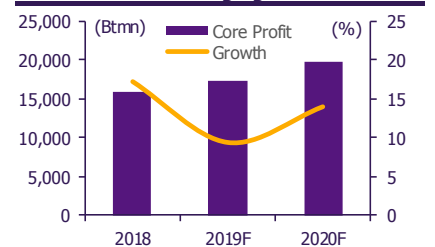
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	(3.5)	1.2	2.5	(6.4)	(1.6)	4.4
BDMS	4.0	10.6	4.4	0.8	7.5	6.4
BH	6.1	(3.1)	(9.4)	2.9	(5.8)	(7.7)
CHG	9.6	20.6	(2.6)	6.3	17.3	(0.7)

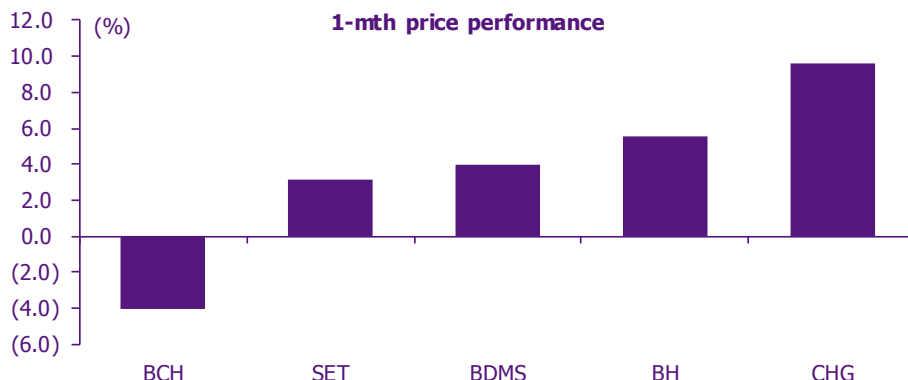
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

CHG ปรับตัว outperform หลังจากผลประกอบการ 1Q62 ออกมาดีเกินคาด

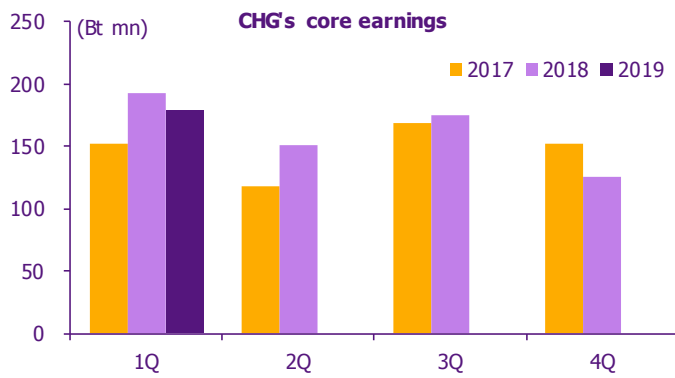


Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

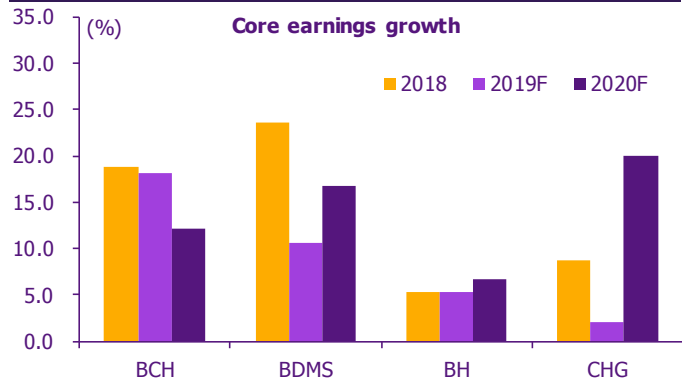
ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: CHG's earnings trending down since 3Q18



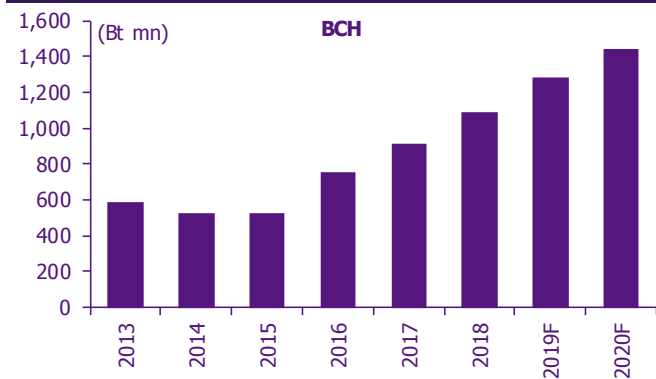
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Earnings growth comparison



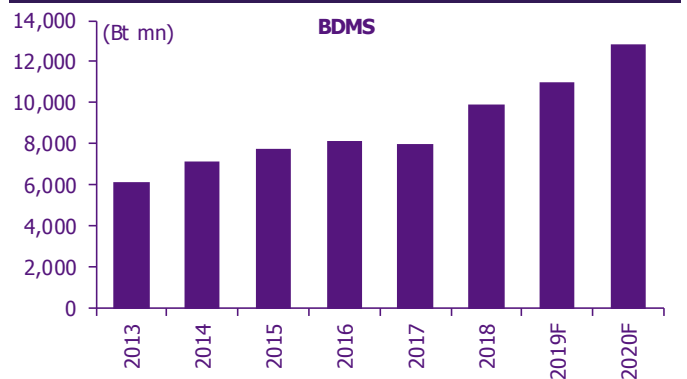
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH earnings forecast



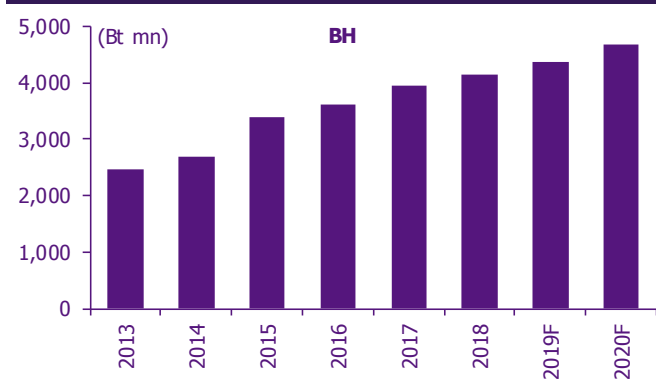
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS earnings forecast



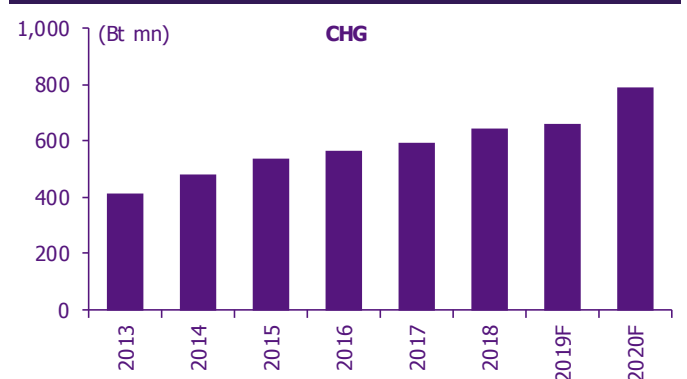
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BH earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CHG earnings forecast



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
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	26.00	30.0	17.7	40.9	37.0	31.6	22.7	10.7	16.8	5.8	5.2	4.8	14	14	15	1.2	2.3	1.7	25.5	22.1	19.3
BH	Neutral	173.00	185.0	8.7	30.4	28.8	27.0	5.3	5.3	6.7	6.8	6.2	5.5	23	22	21	1.7	1.7	1.9	23.2	17.9	16.4
CHG	Buy	2.28	2.7	20.3	38.9	38.1	31.7	8.8	2.1	20.1	7.0	6.8	6.3	18	17	20	2.2	1.8	2.2	24.5	23.5	19.5
Average					37.1	34.1	29.8	13.9	9.1	13.9	6.7	6.2	5.6	18	18	19	1.6	1.9	1.9	23.4	20.1	17.6

Source: SCBS Investment Research



แนวโน้มเชิงแกร่ง

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มที่แข็งแกร่งของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมในประเทศไทย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายที่ดิน (+34% YoY) และกำไร (+32% YoY) ของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปีนี้ สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนส่งผลให้อันดับดัชนีความเชื่อมั่นการลงทุนระหว่างประเทศ (FDI confidence index) ของจีนปรับตัวลดลงจาก #1 ในระหว่างปี 2547-2555 สู่ #7 ในปีนี้ เราคาดว่าประเทศไทยจะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากการโยกเม็ดเงิน FDI ออกจากจีน สำหรับ top picks ของกลุ่ม เราเลือก ROJNA เพราะ valuation ถูก บวกกับมี upside จากมูลค่าแฝงของสินทรัพย์ และ AMATA เพราะทำธุรกิจเกี่ยวกับนิคมอุตสาหกรรมเพียงอย่างเดียว และมีที่ดินรอการพัฒนาที่ราคาสูงขึ้นในพื้นที่ EEC มากที่สุด

ยอดขายที่ดินชะลอตัวใน 1Q62 แต่ยังมีลูกค้ารออยู่จำนวนมาก ยอดขายที่ดินของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราชะลอตัวที่ 387 ไร่ใน 1Q62 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 14% ของประมาณการปี 2562 ของเรา อย่างไรก็ตาม เนื่องจากมีลูกค้าหลายรายที่กำลังเจรจาซื้อที่ดินรวมมากกว่า 2,800 ไร่ ดังนั้นผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจึงน่าจะขายยอดขายที่ดินได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ การสัมภาษณ์ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมทำให้เราทราบมาว่า มีลูกค้าจำนวนมากอยู่ระหว่างการเจรจา ซึ่งจะสะท้อนถึงยอดขายที่สูงขึ้น เราเชื่อว่ารัฐบาลใหม่จะเร่งพัฒนา EEC ซึ่งจะดึงดูดเม็ดเงิน FDI เข้ามา และจะส่งผลทำให้ความต้องการที่ดินในนิคมอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินของเราไว้ที่ 1,400 ไร่ (+43%) สำหรับ WHA, 988 ไร่ (+17%) สำหรับ AMATA และ 450 ไร่ (+50%) สำหรับ ROJNA

สถานการณ์ดั้งเคียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนส่งผลกระทบต่อ FDI ของจีน เนื่องจากสถานการณ์ดั้งเคียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ทวีความรุนแรงมากขึ้น ดัชนีความเชื่อมั่นการลงทุนระหว่างประเทศ (FDI confidence index) ของ A.T. Kearney ซึ่งจัดอันดับประเทศที่มีแนวโน้มดึงดูดเม็ดเงินลงทุนได้มากที่สุดในระยะ 3 ปีข้างหน้า ชี้ให้เห็นว่าอันดับของจีนปรับลดลงจากอันดับ 1 ในระหว่างปี 2547-2555 สู่อันดับ 5 ในปี 2561 และอันดับ 7 ในปี 2562 การสำรวจของ DSG Asia แสดงให้เห็นว่าผู้ตอบแบบสอบถามชาวอเมริกันซึ่งมีธุรกิจทำเงิน 35.4% กำลังพิจารณาที่จะย้ายโรงงานผลิตจากจีนไปยังประเทศอื่น ๆ โดยมีสาเหตุมาจากสงครามการค้า และ 18.5% วางแผนย้ายฐานการผลิตมายังประเทศในกลุ่มอาเซียน อุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มย้ายฐานการผลิตออกจากจีน ได้แก่ สินค้าอุปโภคบริโภค อุปกรณ์ฮาร์ดแวร์เทคโนโลยีและโทรคมนาคม การผลิตรถยนต์ และเคมีภัณฑ์ การสำรวจของ Teikoku Data Bank ชี้ให้เห็นว่าจำนวนบริษัทญี่ปุ่นในจีนลดลง 2% จากปี 2559 สู่ 13,685 บริษัทในเดือนพ.ค. 2562 การสำรวจของ Eurasia Group แสดงให้เห็นว่าบริษัทเทคโนโลยีของอเมริกันบางแห่งได้ระงับการลงทุนในจีน และย้ายฐานการผลิตมายังอาเซียน

ประเทศไทยมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากสถานการณ์ดั้งเคียดทางการค้า สงครามการค้าส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานของภาคการผลิตลดลง และเรามองว่าประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการโยกเม็ดเงินลงทุนออกจากจีนและสหรัฐฯ เราเริ่มเห็นการย้ายฐานการผลิตของบริษัทชั้นนำมายังประเทศไทย ได้แก่ Panasonic, Toshiba Machinery, Daikin Industry, Fujitsu General และ Sharp บริษัทสหรัฐฯ ก็ย้ายออกจากจีนด้วยเช่นกัน ได้แก่ Google (สื่งไอที), Nintendo (สื่งไอที), Wistron Corporation (ผู้ผลิตซอฟต์แวร์ให้กับ FB และ MS), และบริษัทร่วมทุนระหว่าง Apple กับ Foxconn Technology Group (ผู้ผลิต iPhone)

Top picks: ROJNA และ AMATA เราชอบแนวโน้มที่แข็งแกร่งของอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมในประเทศไทย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนยอดขายที่ดินและแนวโน้มการเติบโตของกำไรของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรม เราเลือก ROJNA เป็น top pick เพราะ valuation ถูก โดยซื้อขายที่ BV บวกกับมี upside จากมูลค่าแฝงของสินทรัพย์ และ AMATA เพราะทำธุรกิจเกี่ยวกับนิคมอุตสาหกรรมเพียงอย่างเดียว และมีที่ดินจำนวนมากซึ่งจะได้รับประโยชน์จากราคาที่ดินที่สูงขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AMATA	Buy	23.5	32.0	39.1	13.9	11.3	1.7	1.6
AMATAV	Neutral	5.0	5.8	16.8	13.8	11.9	1.5	1.4
ROJNA	Buy	5.7	8.5	56.5	16.5	11.9	1.0	0.9
WHA	Buy	4.6	6.0	33.6	20.8	16.5	2.1	2.0
Average					16.3	12.9	1.6	1.5

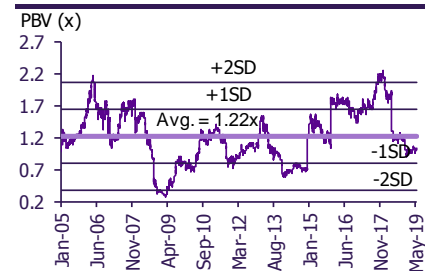
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	7.8	11.9	6.3	4.5	8.8	8.4
AMATAV	3.7	1.2	(27.0)	0.6	(1.6)	(25.6)
ROJNA	14.4	11.9	(8.1)	10.9	8.8	(6.3)
WHA	8.6	9.6	8.1	5.3	6.6	10.2

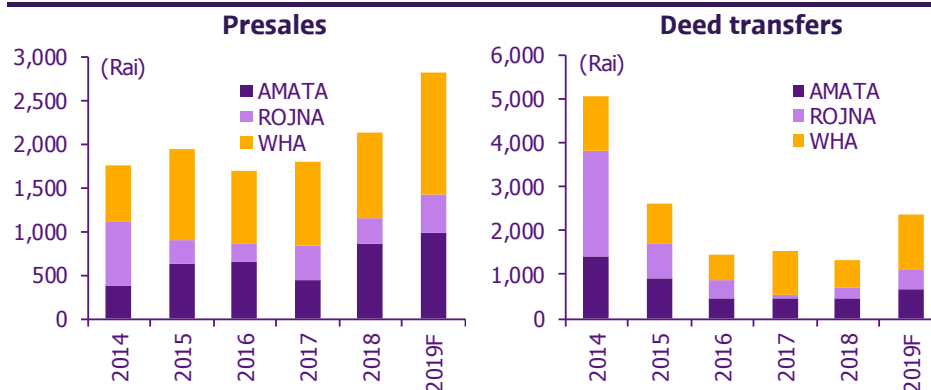
Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

ยอดขายที่ดินและยอดโอนกรรมสิทธิ์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

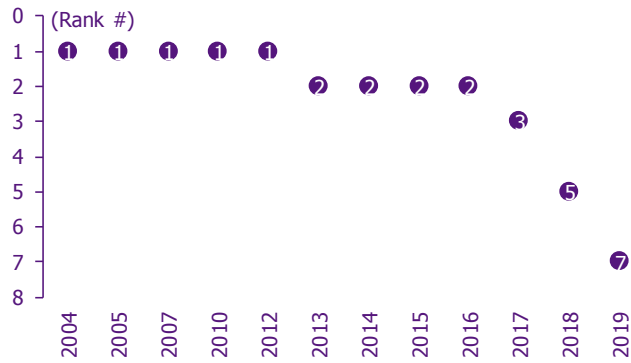


Source: Company, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

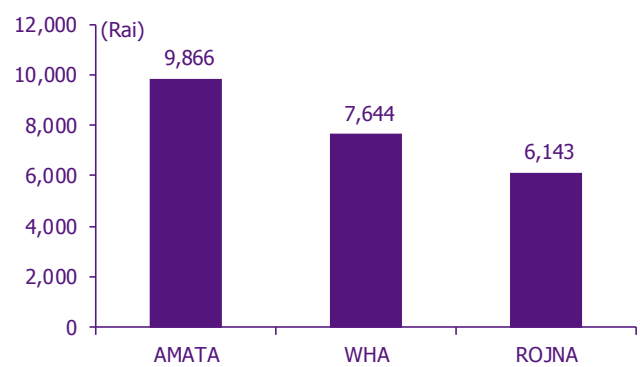
สิริกรย์ กฤษณิพัทธ์
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1020
 sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: China's FDI confidence index ranking fell from #1 in 2004-2012 to #5 in 2018 and #7 in 2019



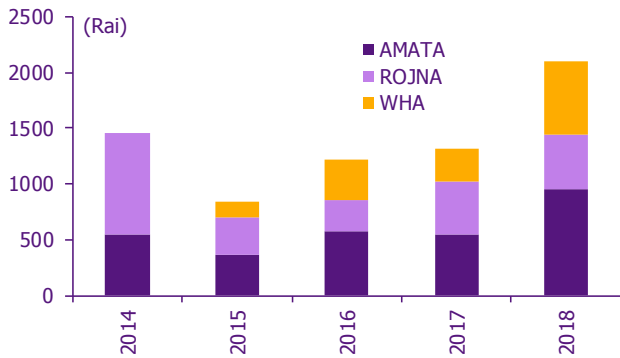
Source: A.T. Kearney

Figure 2: Land bank in EEC for our universe



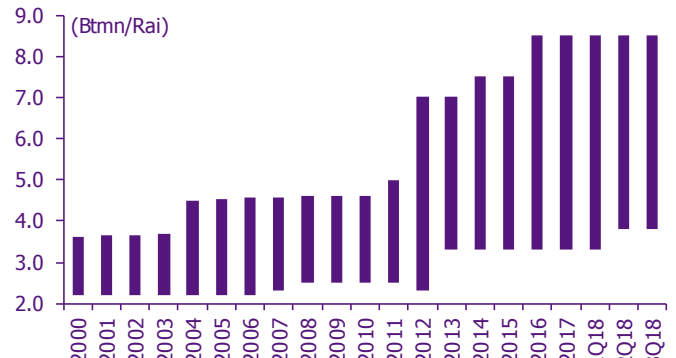
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 3: Backlog jumped in 2018, providing income for 2019-2020



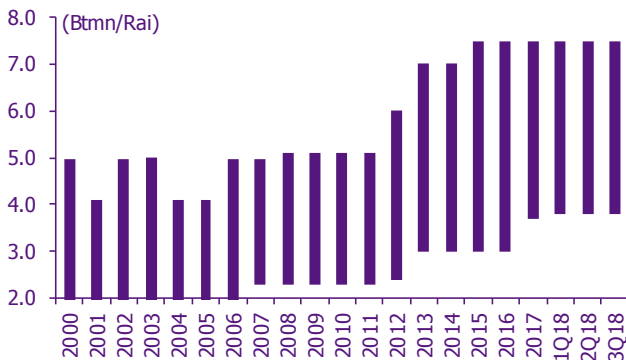
Source: Company

Figure 4: List price for IE in Chonburi



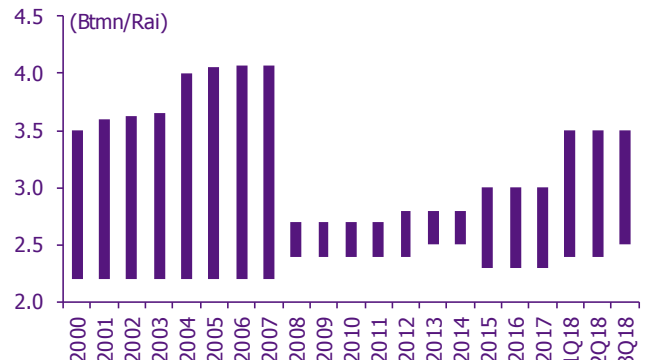
Source: CBRE

Figure 5: List price for IE in Rayong



Source: CBRE

Figure 6: List price for IE in Chachoengsao



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	23.50	32.0	39.1	20.1	13.9	11.3	(19)	45	23	1.9	1.7	1.6	8	11	13	1.7	2.9	3.6	19.7	21.8	17.8
AMATAV	Neutral	5.00	5.8	16.8	11.8	13.8	11.9	(21)	(15)	16	1.7	1.5	1.4	13	11	11	0.8	0.8	0.8	10.2	13.0	11.6
ROJNA	Buy	5.65	8.5	56.5	36.2	16.5	11.9	14	119	39	0.9	1.0	0.9	2	4	5	10.6	6.1	8.4	10.7	9.4	8.2
WHA	Buy	4.56	6.0	33.6	22.5	20.8	16.5	5	8	26	2.4	2.1	2.0	10	10	11	1.8	2.0	2.5	29.3	24.4	21.4
Average					22.6	16.3	12.9	(5)	39	26	1.7	1.6	1.5	8	9	10	3.7	3.0	3.8	17.5	17.2	14.7

Source: SCBS Investment Research



ปี 2562 ยังคงเป็นปีที่ยากลำบาก

ปี 2562 จะเป็นปีที่ยากลำบากอีกปีสำหรับบริษัทประกันภายใต้การวิเคราะห์ของเรา BLA จะเผชิญความเสี่ยงที่เบี้ยประกันรับรายใหม่จะปรับตัวลดลง THREL จะมี combined ratio ที่แย่ง และเบี้ยประกันรับเติบโตน้อยลง และแม้ผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวดีขึ้น เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้นอีก แต่ความสามารถในการทำกำไรจะยังคงอ่อนแอ เราชอบ BLA มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มประกัน เพราะ valuation น่าสนใจ

BLA: เบี้ยประกันรับจะลดลง แต่สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว ใน 4M62 เบี้ยประกันรับทั้งหมดของ BLA ลดลง 20% YoY โดยเบี้ยประกันรับรายใหม่ลดลง 47% YoY เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 7% โดยเบี้ยประกันรับรายใหม่จะลดลง 15% ในปี 2562 (เทียบกับ -8% YoY ในปี 2561) โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) ผลกระทบตลอดทั้งปีจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance ของ AIA กับ BBL และ 2) จำนวนเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาเพิ่มขึ้น BLA กำลังมองหาพันธมิตรธุรกิจ bancassurance รายใหม่ เพิ่มเติมจาก BBL เราเชื่อว่า BLA ถูกตลาดลงโทษมากเกินไปจากกรณี BBL จับมือเป็นพันธมิตรกับ AIA เนื่องจากราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก โดยซื้อขายต่ำกว่า EV ปี 2561 ของบริษัทอยู่ 23%

THREL: Combined ratio จะแย่ง และเบี้ยประกันรับจะเติบโตน้อยลง combined ratio ของ THREL มีแนวโน้มที่จะสูงกว่าปกติชั่วคราวในระหว่างปี 2561-2563 (90% ในปี 2561 และปี 2562 และ 89% ในปี 2563) เนื่องจากเงินสำรองกรรมประกันชีวิตสำหรับผลิตภัณฑ์ระยะยาว (ประกันชีวิตส่วนบุคคลและประกันชีวิตคุ้มครองเงินซื้อ) จะเพิ่มขึ้นจากการตั้งสำรองพิเศษปีละ 80 ลบ. ในปี 2561 และปี 2562 และ 30 ลบ. สำหรับปี 2563 โดยมีสาเหตุมาจากการเรียกกลับส่วนของการประกันภัยต่อ (recapture) เพื่อลดสัญญาระยะยาวบางส่วน (ซึ่งจะส่งผลทำให้มูลค่าเงินสดของเงินสำรองปรับตัวเพิ่มขึ้น) เพื่อลดภาระการตั้งสำรองระยะยาว เพิ่มความสามารถในการจัดหาเงินทุนสำหรับโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ และลดผลกระทบจากมาตรฐานบัญชี IFRS17 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตลดลงจาก 12% ในปี 2561 สู่ 8% ในปี 2562 (2% YoY ใน 1Q62) เนื่องจากบริษัทตั้งเป้าปรับส่วนผลิตภัณฑ์ โดยจะลดสัดส่วนผลิตภัณฑ์ระยะสั้น (ประกันสุขภาพและประกันชีวิตกลุ่ม) ลงจาก 52% ในปี 2561 สู่ระดับไม่เกิน 50% (48% ใน 1Q62) เพื่อคง combined ratio เอาไว้ โดยปกติแล้วผลิตภัณฑ์ระยะสั้นมักจะมี combined ratio สูงที่ระดับประมาณ 90% เทียบกับ 70-80% สำหรับผลิตภัณฑ์ระยะยาว

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวในปี 2562 เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้นอีก (หลักๆ เป็นขาดทุนจากเงินลงทุนที่เกิดจากการปรับมูลค่าทรัพย์สินของเงินลงทุนใน THREL และรายการต่อค้าของสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี) ใน 1Q62 บริษัทจัดประเภทเงินลงทุนส่วนใหญ่ใหม่จากประเภท "เงินลงทุนเพื่อค้า" เป็น "เงินลงทุนเพื่อขาย" โดยเฉพาะเงินลงทุนใน THREL เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 2% ในปี 2561 สู่ 8% ในปี 2562 และปี 2563 และ combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นจาก 113% ในปี 2561 สู่ 103% ในปี 2562 และ 98% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากการหมดลงของประกันคุ้มครองเงินซื้อสำหรับครุ ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ เราคาดว่า ROE จะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังคงอ่อนแอที่ 4% ในปี 2562 และ 7% ในปี 2563

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/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BLA	Buy	28.5	41.0	46.5	9.3	8.5	1.1	1.0
THRE	Sell	0.8	0.8	5.8	20.8	9.5	0.9	0.8
THREL	Neutral	5.4	5.8	13.7	11.1	9.5	2.1	2.0
Average					13.7	9.2	1.4	1.3

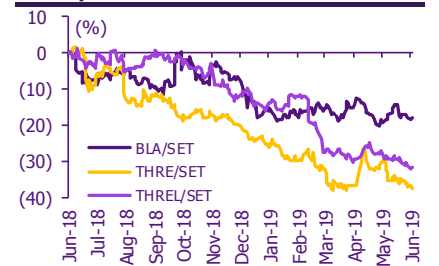
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	5.6	1.8	(18.0)	2.3	(1.1)	(16.4)
THRE	(3.8)	1.3	(38.9)	(6.7)	(1.5)	(37.7)
THREL	(2.7)	(4.4)	(32.9)	(5.7)	(7.1)	(31.6)

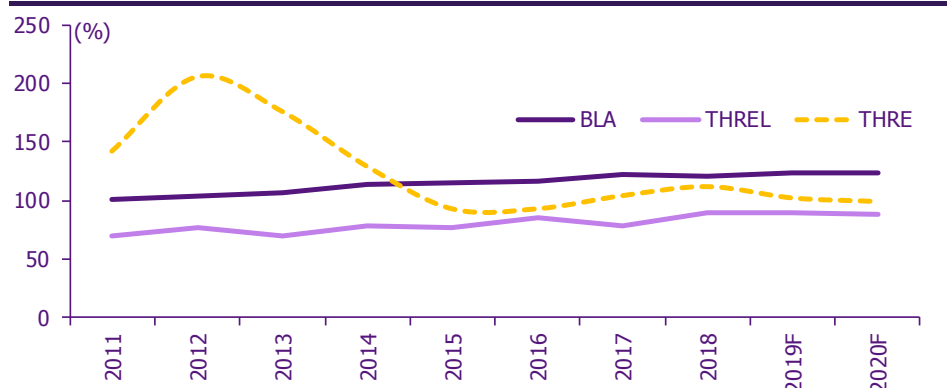
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: The companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

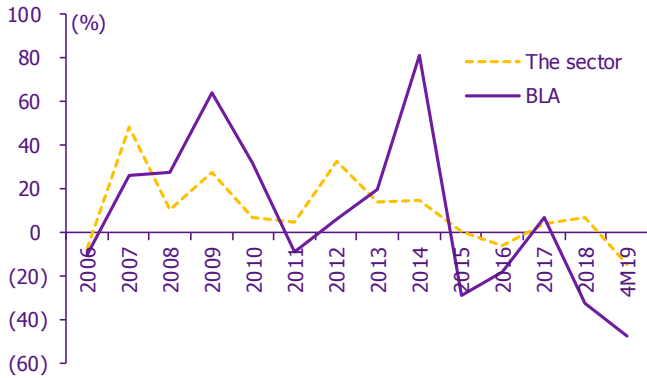
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

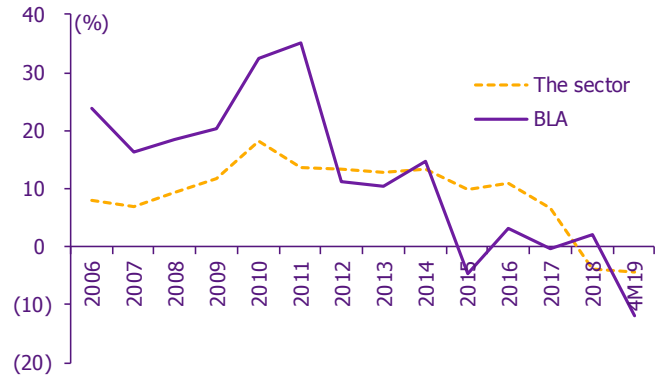
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



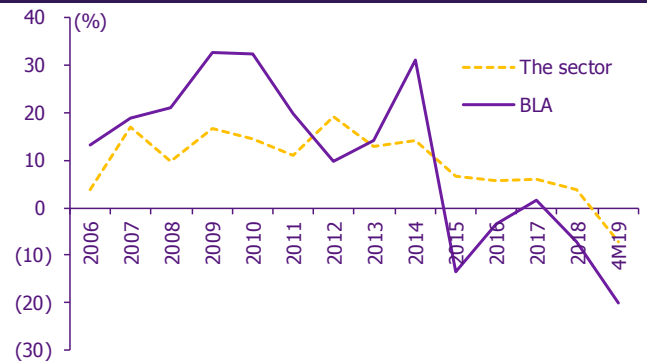
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



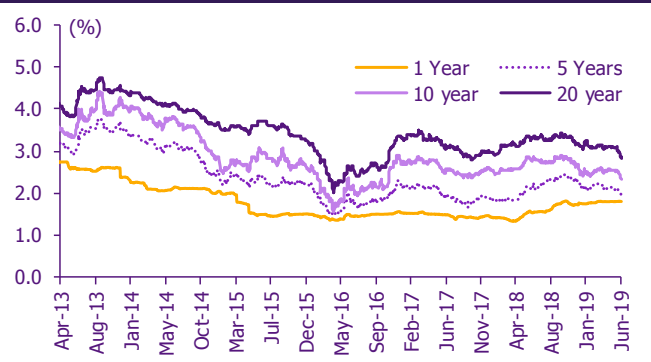
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



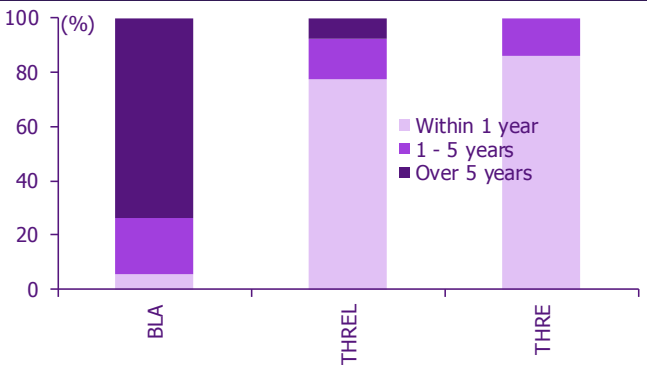
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



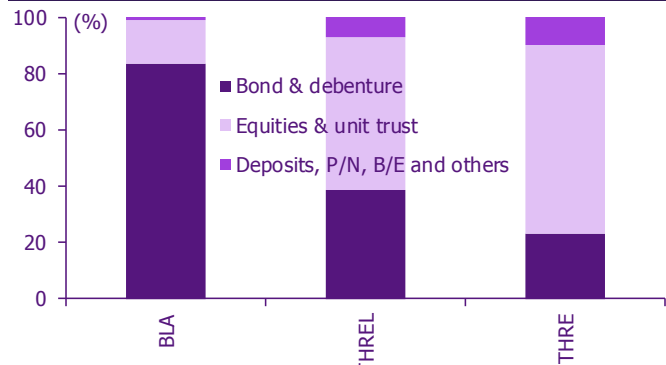
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BLA	Buy	28.50	41.0	46.5	9.8	9.3	8.5	37	5	10	1.3	1.1	1.0	13	13	13	2.6	2.7	2.9
THRE	Sell	0.77	0.8	5.8	n.m.	20.8	9.5	(810)	n.m.	120	0.9	0.9	0.8	(24)	4	9	0.0	1.9	4.2
THREL	Neutral	5.40	5.8	13.7	12.8	11.1	9.5	(42)	15	17	2.3	2.1	2.0	17	20	21	6.5	6.3	7.4
Average					11.3	13.7	9.2	(272)	10	49	1.5	1.4	1.3	2	12	14	3.0	3.6	4.8

Source: SCBS Investment Research



ยังคงชอบ IVL ในภาวะไม่แน่นอนจากสงครามการค้า

ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว underperform ตลาดอย่างต่อเนื่องใน 2Q62TD โดยลดลง 7% จากสิ้น 1Q62 เทียบกับ SET ที่ +1% โดยมีสาเหตุหลักมาจากข้อพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งส่งผลกระทบต่อ sentiment ตลาด นอกจากนี้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีก็ได้รับผลกระทบจากกำลังการผลิตเพิ่มเติมทั้งกำลังการผลิตใหม่และที่เลื่อนมาจากปีก่อน โดยส่วนใหญ่อยู่ในสายโพลีเอทิลีนและอะโรเมติกส์ เรามองมองระมัดระวังต่อกลุ่มปิโตรเคมีต่อไปจนกว่าจะเห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เรายังคงชอบ IVL (ราคาเป้าหมาย 74 บาท) เนื่องจากเป็นหุ้นปิโตรเคมีที่ปลอดภัยท่ามกลางข้อพิพาททางการค้าในปัจจุบัน valuation ที่ P/E 9.8 เท่า (ปี 2562) ยังคงอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 12 เท่า (ปี 2558-2561) โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตและการซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง

กำไรสุทธิ 1Q62 เพิ่มขึ้น 48% QoQ แต่ลดลง YoY กำไรของกลุ่มปิโตรเคมีฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมาก QoQ ใน 1Q62 หลังจากได้รับข่าวตกหนักจากสินค้าคงคลังจำนวนมากใน 4Q61 ซึ่งหลักๆ เกิดขึ้นที่ PTTGC และ IVL โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่ลดลงอย่างมาก ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลงต่อเนื่อง YoY หลักๆ เป็น HDPE ที่ส่วนต่างราคาลดลง 28% YoY และ 10% QoQ ส่วนต่างราคา PX ยังแข็งแกร่งใน 1Q62 แม้อลดลง 9% QoQ ผลการดำเนินงานใน 2Q62 จะมีทิศทางที่คละเคล้ากัน แต่ส่วนใหญ่จะได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง โดย PX จะแย่ที่สุด เพราะส่วนต่างราคาลดลง >20% QoQ เทียบกับ -1% ถึง -3% สำหรับ PE

ส่วนต่างราคา PE อ่อนแอ แต่ทรงตัว QoQ ส่วนต่างราคา HDPE อ่อนแอใน 2Q62 โดยลดลง 23% YoY แต่ค่อนข้างทรงตัว โดยลดลงเพียง 1% QoQ สู่ <US\$600/ตัน ช่องว่างระหว่างส่วนต่างราคา HDPE กับ PP เพิ่มขึ้น QoQ อย่างต่อเนื่อง เราคาดว่าส่วนต่างราคา PP จะดีกว่า PE ในปี 2562 เพราะอุปทานดั้งเดิมมากขึ้นและอุปสงค์แข็งแกร่ง อุปทานโพรพิลีนจะดั้งเดิมขึ้นเมื่อโรงกลั่นน้ำมันในตลาดภูมิภาคลดอัตราการผลิตของหน่วย fluid catalytic cracker (FCC) เนื่องจากจะนำวัตถุดิบตั้งต้น (แก๊สออยล์ที่ได้จากหอกลิ้นสุญญากาศ) มาเพิ่มอุปทานแก๊สออยล์ให้มากที่สุดเพื่อรองรับอุปสงค์ที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนการบังคับใช้มาตรการ IMO2020

ส่วนต่างราคา PX ลดลงอย่างต่อเนื่อง ส่วนต่างราคา PX เทียบกับคอนเดนเสทและ ULG95 ลดลง 24% และ 36% QoQ ใน 2Q62 สู่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ที่ US\$409/ตัน และ US\$305/ตัน ตามลำดับ เพราะกำลังการผลิตเพิ่มเติมในตลาดภูมิภาคทั้งกำลังการผลิตใหม่และที่เลื่อนมาจากปีก่อน ส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์แควบลง ทั้งนี้กำลังการผลิต PX ใหม่ 10.7 ล้านตัน/ปี ในภูมิภาคเอเชีย (หลักๆ ในจีน) จะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาในช่วงที่เหลือของปีนี้

ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดโลกปรับตัวดีขึ้น 14% QoQ สู่ US\$435/ตัน หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากตลาดเอเชีย โดยมีสาเหตุหลักมาจากต้นทุนวัตถุดิบ (PX) ที่ลดลง ในขณะที่กำลังการผลิตใหม่ของโรงงาน PTA ในภูมิภาคเอเชียมีจำกัด เราคาดว่าผู้ผลิต PET/PTA จะได้รับประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากต้นทุน PX ที่ลดลงตลอดปีนี้ เนื่องจากอุปทาน PX ใหม่เข้าสู่ตลาด

ยังคงชอบ IVL หลังจากราคาหุ้นลดลง 6% ใน 2Q62TD เรายังคงชอบ IVL ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้าที่ดำเนินอยู่ในตอนนี้ เราเชื่อว่ากำไรที่อ่อนแอใน 1Q62 จะเป็นไตรมาสที่แย่ที่สุดของปีนี้ และคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวในช่วงที่เหลือของปีนี้ เราคาดว่า 2Q62 จะเป็นไตรมาสที่ดีขึ้น เนื่องจากโรงงาน EO/EG ของ IVL กลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว นอกจากนี้เราก็มองบวกต่อกลยุทธ์ของบริษัทรักษาการกระจายธุรกิจและโรงงานไปสุดตลาดที่สำคัญๆ เพื่อเข้าไปเป็นผู้ประกอบการท้องถิ่นเพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสรรคทางการค้า เราเชื่อว่า IVL จะได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากสงครามการค้าในปัจจุบัน ในขณะที่อุปสงค์จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					19F	20F
GGC	Neutral	11.0	11.0	3.7	9.5	8.9
IVL	Buy	47.3	74.0	59.8	9.9	8.7
PTTGC	Buy	62.3	100.0	67.4	7.5	7.0
Average					8.9	8.2

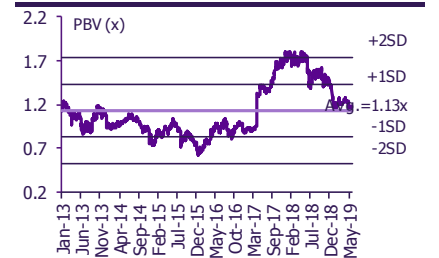
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	3.8	4.8	(19.1)	0.6	1.8	(17.5)
IVL	1.1	(2.1)	(19.2)	(2.0)	(4.8)	(17.7)
PTTGC	(3.5)	(7.4)	(25.4)	(6.4)	(10.0)	(24.0)

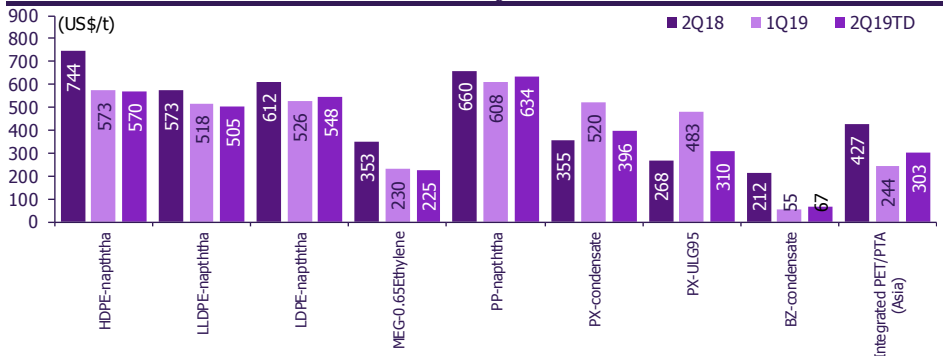
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สำคัญ



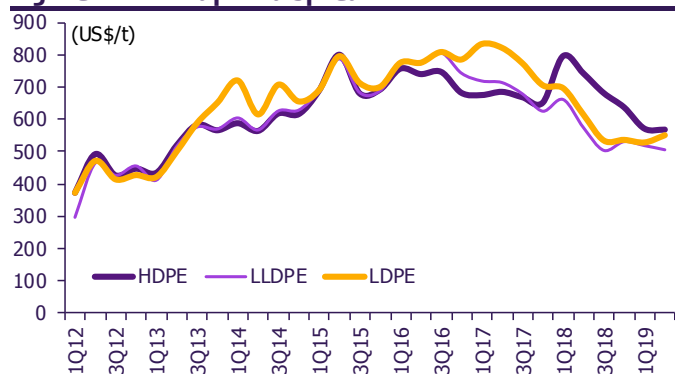
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

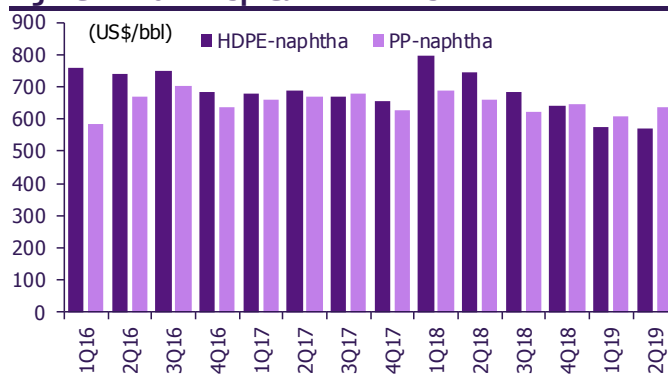
นักวิเคราะห์การลงทุนพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพ์
 0-2949-1005
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE - Naphtha spread



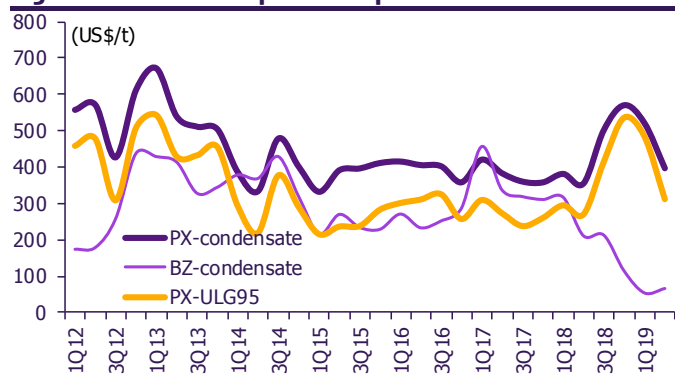
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Product spread – HDPE vs. PP



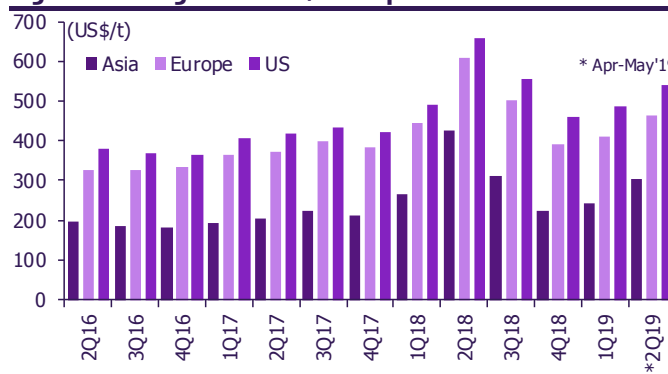
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



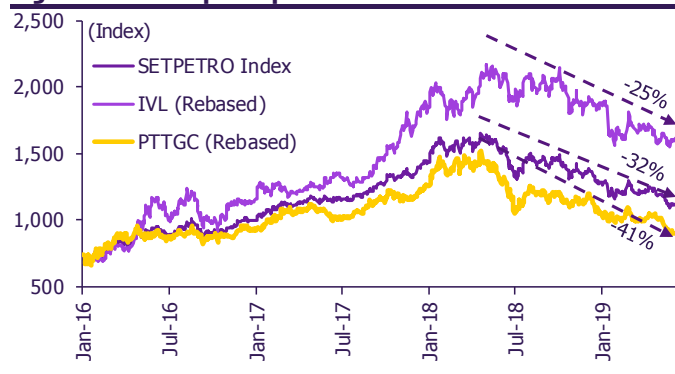
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Integrated PET/PTA spread



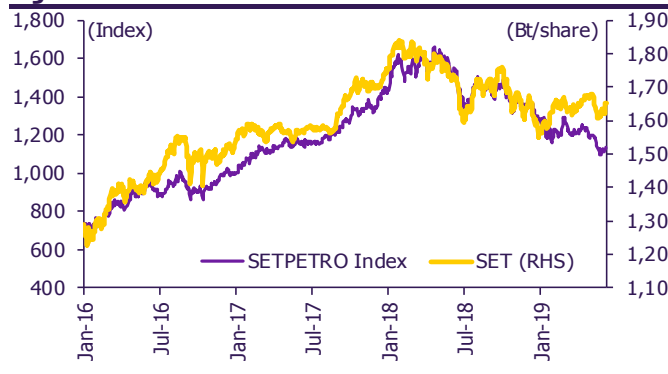
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: SET Petrochemical vs. SET Index



Source: 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
GGC	Neutral	11.00	11.0	3.7	19.9	9.5	8.9	(6)	110	7	1.2	1.0	1.0	5	11	11	0.0	3.7	3.9	9.9	6.2	5.4
IVL	Buy	47.25	74.0	59.8	11.0	9.9	8.7	12	12	14	1.8	1.6	1.4	18	17	18	3.0	3.2	3.6	8.7	7.0	5.9
PTTGC	Buy	62.25	100.0	67.4	6.9	7.5	7.0	(0)	(7)	7	0.9	0.9	0.8	14	12	12	6.8	6.7	7.2	5.4	5.3	4.8
Average					12.6	8.9	8.2	2	38	9	1.3	1.2	1.1	13	14	14	3.3	4.5	4.9	8.0	6.2	5.4

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 14/6/2019 301.12 +0.99 / +0.33% Bt4,659mn
Bloomberg ticker: SETPROP



Sentiment อ่อนแอใน 2Q62

กิจกรรมการตลาดสำหรับตลาดที่อยู่อาศัยชะลอลงใน 1Q62 เพราะมีโครงการเปิดใหม่น้อยลง (-4% YoY) และยอดขายลดลง (-10% YoY) แต่การเร่งโอนกรรมสิทธิ์ช่วยหนุนให้กำไรเติบโต 19% YoY เราคาดว่าจะเห็นการเปลี่ยนแปลงใน 2Q62 โดยการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 112% QoQ จะส่งผลทำให้รายได้เติบโต แต่รายได้จะลดลง ยอดขายรอรับรายได้เพิ่มขึ้นสู่ 1.668 แสนลบ. ใน 1Q62 รองรับการรับรายได้จนถึงปี 2566 top picks คือ AP และ SPALI เพราะมีแนวโน้มเติบโตและผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี

ยอดขายและโครงการเปิดใหม่ชะลอลงใน 1Q62 โครงการเปิดใหม่โดยผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเรา ลดลง 4% YoY สู่ 3.75 หมื่นลบ. (บ้านแนวราบ -7% แต่คอนโด +3%) และยอดขายหดตัวลง 10% YoY สู่ 4.54 หมื่นลบ. ลดลงโดยทั้งบ้านแนวราบ (-4%) และคอนโด (-18%) ยอดขายใน 1Q62 คิดเป็นสัดส่วน 20% ของเป้าหมายที่ผู้ประกอบการวางไว้ทั้งปี AP มียอดขายเติบโตสูงที่สุดคือ 26% YoY เพราะยอดขายบ้านแนวราบทำสถิติสูงสุด และคอนโดที่เปิดตัว 3 โครงการได้กระแสตอบรับที่ดี ในขณะที่ SPALI รั้งท้าย (-29%) เนื่องจากบริษัทเปิดตัวโครงการขนาดเล็กเพียงสองโครงการ

แต่โอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้น รายได้และกำไรปกติรวมทั้งหมดของผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเรา เพิ่มขึ้นที่ 19% YoY สู่ 4.55 หมื่นลบ. และ 7.7 พันลบ. ตามลำดับ โดยเกิดจากลดราคาและการโอนกรรมสิทธิ์เร็วขึ้นก่อนเกณฑ์ LTV ใหม่มีผลบังคับใช้ในวันที่ 1 เม.ย. 2562 บริษัทที่กำไรเติบโตสูงได้แก่ PSH, SIRI, SPALI และ AP ในขณะที่ LH รั้งท้าย เนื่องจากมียอดโอนคอนโดน้อย กำไร 1Q62 คิดเป็นสัดส่วน 23% ของประมาณการกำไรปี 2562 ของเรา ยอดขายรอรับรายได้ (รวม JV) เพิ่มขึ้น 1% สู่ 1.668 แสนลบ. (คอนโด 84% และบ้านแนวราบ 16%) ซึ่งจะสร้างรายได้ไปจนถึงปี 2566 และจะรองรับรายได้ในปี 2562 เฉลี่ย 61%

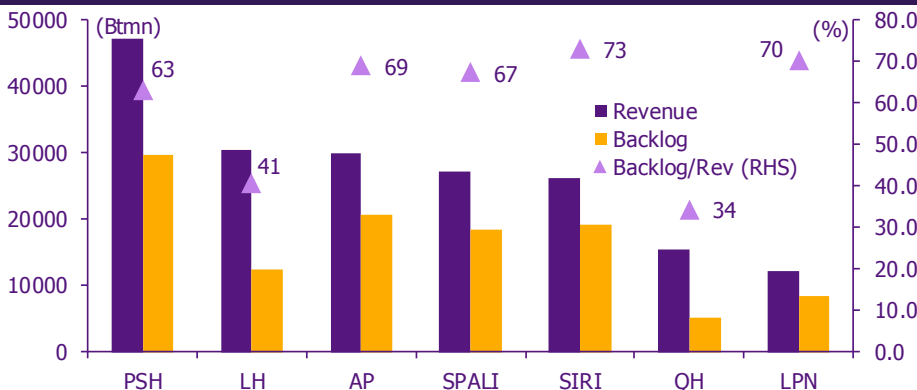
กระแสตอบรับต่อคอนโดใหม่มาคึกคัก ข้อมูลในเดือนพ.ค.-มิ.ย. แสดงให้เห็นว่าอัตราการขายชะลอลงที่ 14-30% สำหรับคอนโดใหม่ระดับกลางถึงบน (30% สำหรับ *The Address ราชเทวี*, 20% สำหรับ *Supalai Icon สาทร*, 14% สำหรับ *Ideo Q พหล-สะพานควาย*) และ 15% สำหรับคอนโดระดับล่าง *Lumpini Ville สุขุมวิท 101/1-ปิ่นเกล้า* เนื่องจากโครงการ *Chapter จุฬา-สามย่าน* มีมูลค่าการขายเพียง 1.3 พันลบ. ดังนั้นการท้ออัตราการขายได้ที่ 70% จึงไม่ใช่เรื่องที่น่าแปลกใจ อัตราการขายมีบทบาทที่สำคัญสำหรับคอนโดใหม่ เราเชื่อว่าผู้ประกอบการอาจจะปรับลดอุปทานใหม่ลง ซึ่งจะส่งผลให้ยอดขายลดลง

สถานการณ์เปลี่ยนใน 2Q62 สถานการณ์ใน 2Q62 จะตรงข้ามกับ 1Q62 โดยโครงการเปิดใหม่ที่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 112% QoQ สู่ 7.93 หมื่นลบ. หนุนให้เรคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้นใน 2Q62 ทั้งๆ ที่อัตราการขายชะลอลง ผู้ประกอบการที่เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นมากที่สุด คือ SPALI (+695% QoQ) ตามมาด้วย SIRI (+388%), PSH (+262%) และ AP (+31%) อย่างไรก็ตาม รายได้จะลดลง QoQ จากการโอนคอนโดน้อยลง เราเชื่อว่ารายได้จะต่ำสุดใน 2Q62 และจะปรับขึ้นต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้

อุปสงค์อ่อนแอ เกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นทำให้ผู้ซื้อบ้านมีความสามารถในการขอลินเชื่อลดน้อยลง ส่งผลทำให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อ/อัตราการยกเลิกสัญญาเพิ่มขึ้นสู่ 20-40% เราคาดว่าอุปสงค์ปีนี้จะลดลง (เราเชื่อว่าลดลง 5-10%) และคุณภาพของยอดขายรอรับรายได้ลดลง โดยเฉพาะตลาดระดับล่าง

Top picks คือ AP และ SPALI เราชอบ AP และ SPALI เพราะมียอดขายรอรับรายได้จำนวนมากที่จะสร้างรายได้ไปจนถึงปี 2565-2566 และจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตอย่างราบรื่นในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ 4.4-4.8% นอกจากนี้ AP ยังมีแนวโน้มที่จะทำยอดขายและรายได้บ้านแนวราบได้สูงกว่าคาดด้วย

ยอดขายรอรับรายได้ (รวมหุ้นใน JV) รองรับรายได้ 61% ที่คาดการณ์ไว้ในปี 2562



Source: Company, 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
AP	Buy	7.8	10.0	33.0	6.8	6.0	0.9	0.8
LH	Buy	11.3	13.0	21.4	15.0	14.2	2.7	2.7
LPN	Neutral	7.3	7.0	5.6	6.7	6.1	0.8	0.8
PSH	Neutral	21.3	20.5	3.7	7.6	7.4	1.1	1.0
QH	Buy	3.1	3.8	31.1	7.9	7.2	1.2	1.1
SIRI	Neutral	1.4	1.4	8.9	9.9	8.4	0.7	0.7
SPALI	Buy	23.0	27.0	22.2	7.7	7.0	1.3	1.2
Average					8.8	8.0	1.2	1.2

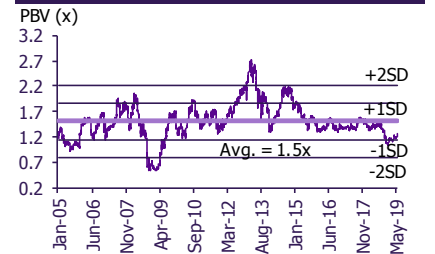
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	4.0	14.7	(12.4)	0.8	11.5	(10.7)
LH	7.6	8.7	(0.9)	4.3	5.6	1.0
LPN	6.6	8.1	(28.4)	3.3	5.1	(27.0)
PSH	10.4	18.3	(1.8)	7.0	15.0	0.1
QH	4.1	4.8	(1.9)	0.9	1.8	(0.0)
SIRI	(0.7)	5.3	(16.7)	(3.7)	2.3	(15.0)
SPALI	5.0	25.0	(7.3)	1.8	21.5	(5.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกานท์ กฤษณีนิพัทธ์

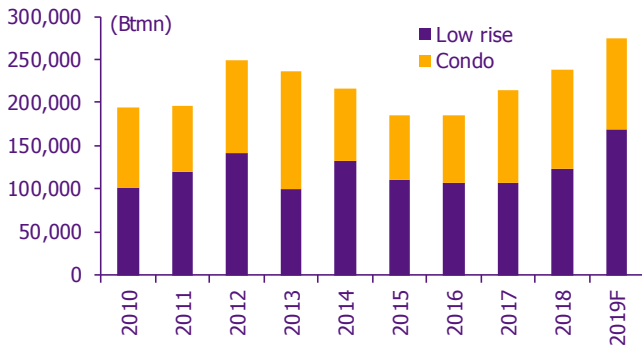
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1020

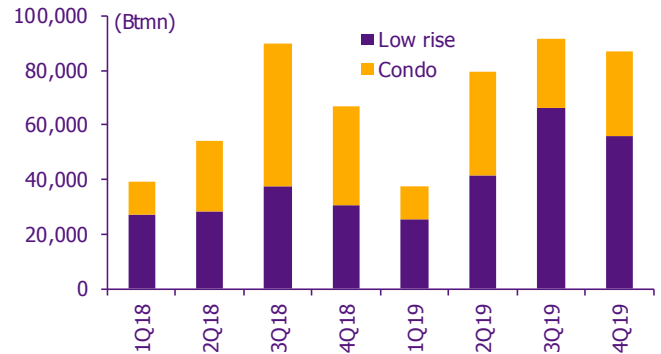
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: New launches will rise 15% in 2019 (low-rise +37%, condo -8%)



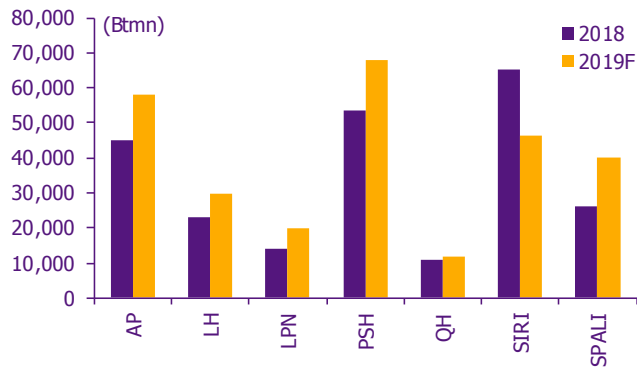
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 2: Planned quarterly new launches to peak in 3Q19



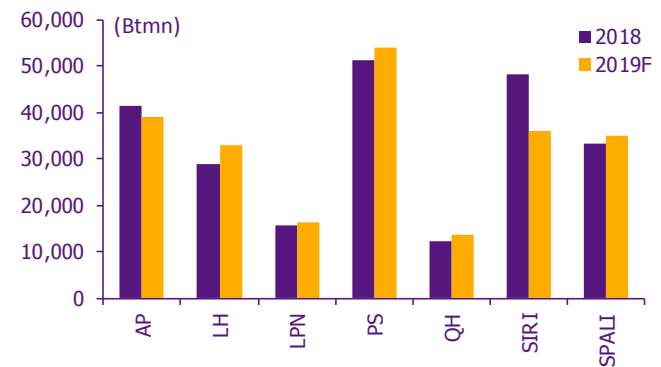
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Total new launches by developer



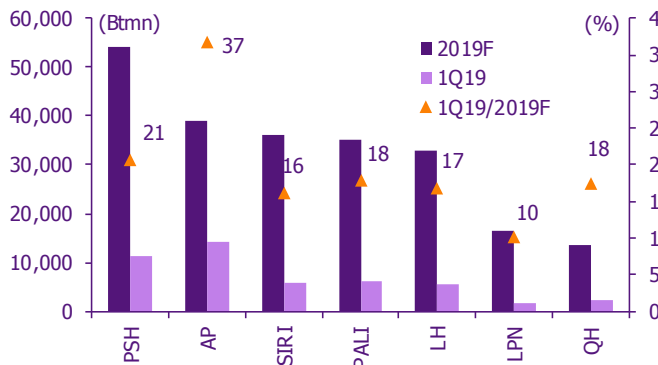
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 4: Presales target by developer



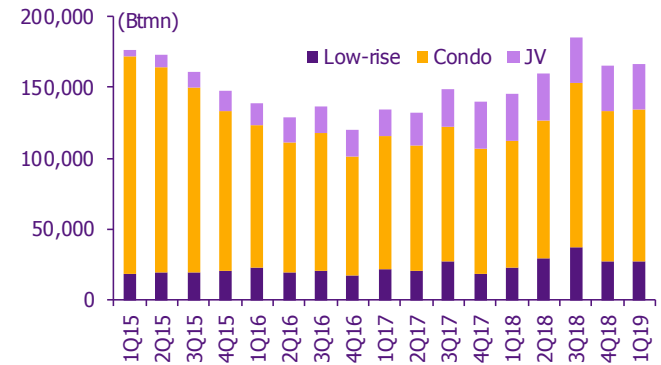
Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Figure 5: 1Q19 total presales reached 20% of 2019F



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

Figure 6: Backlog up marginally 1% QoQ in 1Q19



Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, 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
AP	Buy	7.80	10.0	33.0	6.4	6.8	6.0	25	(6)	13	1.0	0.9	0.8	17	14	15	5.1	4.8	5.5	9.1	10.1	9.3
LH	Buy	11.30	13.0	21.4	14.4	15.0	14.2	5	(4)	6	2.7	2.7	2.7	19	18	19	6.6	6.3	6.7	13.4	15.2	14.5
LPN	Neutral	7.30	7.0	5.6	7.9	6.7	6.1	28	18	9	0.8	0.8	0.8	11	12	13	8.2	9.7	10.6	8.6	8.3	8.3
PSH	Neutral	21.30	20.5	3.7	7.7	7.6	7.4	10	2	2	1.2	1.1	1.0	15	14	14	7.3	7.5	7.6	8.7	7.9	7.8
QH	Buy	3.08	3.8	31.1	8.5	7.9	7.2	17	8	10	1.3	1.2	1.1	15	15	16	7.1	7.7	8.4	10.6	10.1	9.5
SIRI	Neutral	1.40	1.4	8.9	9.9	9.9	8.4	(29)	1	18	0.7	0.7	0.7	7	7	8	5.7	8.9	10.4	17.8	18.7	16.8
SPALI	Buy	23.00	27.0	22.2	8.5	7.7	7.0	(15)	11	10	1.5	1.3	1.2	19	18	18	4.3	4.8	5.3	8.2	7.3	6.7
Average					9.1	8.8	8.0	6	4	10	1.3	1.2	1.2	15	14	14	6.4	7.1	7.8	10.9	11.1	10.4

Source: SCBS Investment Research



ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี แต่แนวโน้มอ่อนแอ

เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET และ ASP ลดลง เพื่อสะท้อนตัวเลข YTD ที่แยกว่าคาด เราคาดว่ากำไร 2Q62 ของทั้งสองบริษัทจะฟื้นตัว QoQ พร้อมกับผลตอบแทนจากเงินปันผลระหว่างกาลในระดับปานกลาง เรียงคงคำแนะนำ "Neutral" หุ้นสองตัวนี้ แต่ปรับราคาเป้าหมาย MBKET ลดลงเล็กน้อย

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 ลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ลดลงสู่ 4.45 หมื่นลบ. ใน 2Q62 (ณ วันที่ 12 มิ.ย.) ลดลง 15% YoY แต่เพิ่มขึ้น 12% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.18 หมื่นลบ. ทั้งนี้เพื่อสะท้อนถึงตัวเลขดังกล่าว เราจึงปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 ลดลงจาก 4.5 หมื่นลบ. สู่ 4.3 หมื่นลบ. เทียบกับ 5.06 หมื่นลบ. ในปี 2561 เราคาดว่าจะเห็นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงสู่ 4.0 หมื่นลบ. ในปี 2563 เนื่องจากเงินลงทุนในกองทุน LTF จะไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้อีกต่อไป

ปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ลดลง ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงจาก 6.18% ใน 1Q62 สู่ 5.82% ใน 2Q62 (ณ วันที่ 12 มิ.ย.) ต่ำกว่าระดับ 6.14% ในปี 2561 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงจาก 1.92% ใน 1Q62 สู่ 1.7% ใน 2Q62 (ณ วันที่ 12 มิ.ย.) ต่ำกว่าระดับ 2.29% ในปี 2562 อย่างมาก เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET ลดลงจาก 6.1% สู่ 6.0% และปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ ASP ลดลงจาก 2% สู่ 1.85% เพื่อสะท้อนตัวเลขใน 2Q62

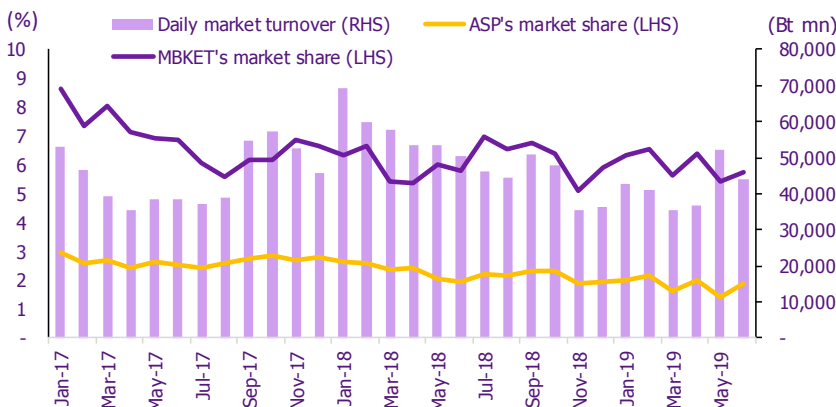
พริ้วผลประกอบการ 2Q62 ของ MBKET: กำไรลดลง YoY เพิ่มขึ้น QoQ เราคาดการณ์กำไร 2Q62 ที่ 65 ลบ. (-42% YoY, +103% QoQ) เมื่อเทียบ YoY กำไรสุทธิที่คาดว่าจะลดลง 42% ใน 2Q62 มีสาเหตุมาจากรายได้ค่านายหน้าและรายได้ค่าธรรมเนียมอื่นๆ ที่ลดลง 26% YoY ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ กำไรสุทธิที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 103% ใน 2Q62 สะท้อนถึงรายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล กำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น และค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง พร้อมกับรายได้ค่านายหน้าที่ลดลง 2%

พริ้วผลประกอบการ 2Q62 ของ ASP: กำไรเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เราคาดว่ากำไร 2Q62 จะเพิ่มขึ้น 12% YoY และ 5% QoQ สู่ 125 ลบ. เมื่อเทียบ YoY เราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น 12% จะช่วยชดเชยรายได้ค่านายหน้าที่คาดว่าจะลดลงถึง 34% ในขณะที่เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่ากำไร 2Q62 จะเพิ่มขึ้น 5% โดยเกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมธุรกิจจิวเวลรี่ที่เพิ่มขึ้นจากการดีล IPO หุ้น ALL (มูลค่า IPO อยู่ที่ 2.74 พันลบ.) และรายได้ดอกเบี้ยและเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ซึ่งจะช่วยชดเชยรายได้ค่านายหน้าที่คาดว่าจะลดลง 9% และกำไรจากเงินลงทุนที่คาดว่าจะลดลงถึง 47%

เงินปันผลระหว่างกาล สำหรับ MBKET เราคาดการณ์เงินปันผลเล็กน้อยที่ 0.23 บาท/หุ้น สำหรับ 1H62 ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 100% ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 2.8% สำหรับ ASP เราคาดการณ์เงินปันผล 10 บาท/หุ้น สำหรับ 1H62 (เท่ากับเงินปันผลใน 1H61) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 82% ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 3.7%

คงคำแนะนำ "Neutral" เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าพอใจ เราคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP และ MBKET เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2562 ที่น่าพอใจในระดับ 5.9% สำหรับ MBKET และ 6.6% สำหรับ ASP เราปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลงจาก 9.8 บาท สู่ 8.2 บาท เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการรายได้ค่านายหน้าลดลง ในขณะที่เรายังคงราคาเป้าหมายของ ASP ไว้ที่ 3 บาท เนื่องจากการปรับประมาณการรายได้ค่านายหน้าลดลงถูกชดเชยโดยการปรับประมาณการกำไรจากเงินลงทุนเพิ่มขึ้น

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าคาด



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
ASP	Neutral	2.7	3.0	17.7	13.6	12.9	1.2	1.2
MBKET	Neutral	8.4	8.2	3.5	17.0	21.3	1.1	1.1
Average					15.3	17.1	1.2	1.2

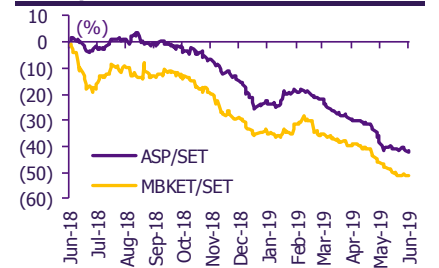
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	3.1	(13.5)	(30.1)	(0.1)	(15.9)	(28.7)
MBKET	(4.5)	(17.6)	(40.0)	(7.5)	(19.9)	(38.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

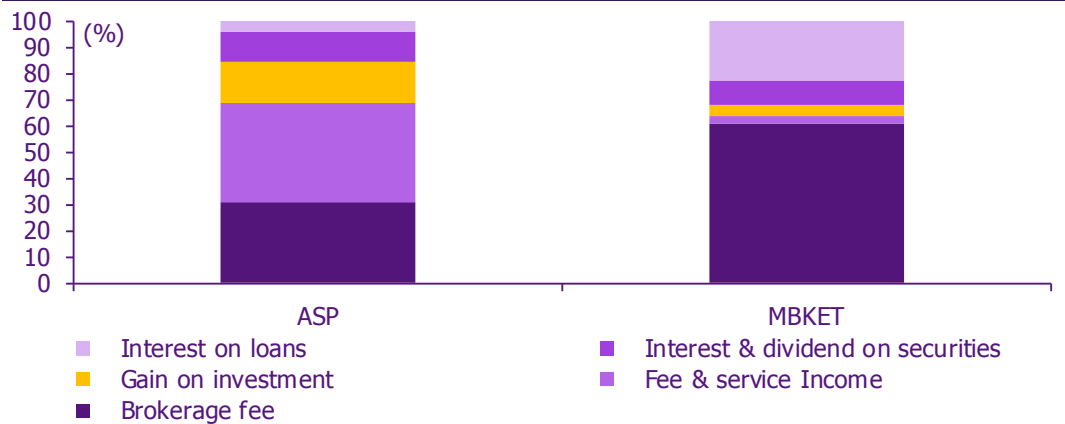
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at 2019F various daily mkt. turnover		
Bt40bn	2.8	6.1
Bt43bn — base case	3.0	8.2
Bt46bn	3.1	10.4
2019F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.19	0.36
Bt43bn — base case	0.20	0.49
Bt46bn	0.21	0.63
2019F DPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt40bn	0.17	0.36
Bt43bn — base case	0.18	0.49
Bt46bn	0.19	0.63
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	2.70	3.0	17.7	13.1	13.6	12.9	(41)	(4)	6	1.2	1.2	1.2	9	9	9	7.4	6.6	7.0
MBKET	Neutral	8.40	8.2	3.5	12.3	17.0	21.3	(39)	(28)	(20)	1.1	1.1	1.1	8	6	5	8.2	5.9	4.7
Average					12.7	15.3	17.1	(40)	(16)	(7)	1.1	1.2	1.2	9	8	7	7.8	6.2	5.8

Source: SCBS Investment Research



เผชิญความท้าทายหลายอย่าง

เราไม่ได้มีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มสื่อสาร ซึ่งเรามองว่าจะเผชิญกับความท้าทายหลายอย่างใน 2H62 เราเชื่อว่าการสร้างรายได้จากบริการข้อมูล (data monetization) ยังไม่น่าจะเกิดขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ ARPU มี upside จำกัด การประมูลใบอนุญาต 5G ที่น่าจะเกิดขึ้นใน 4Q62 เป็นปัจจัยเสี่ยงอีกอย่างหนึ่ง เนื่องจากเราไม่คิดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะได้รับประโยชน์ในระยะเวลาอันสั้น ความท้าทายอีกอย่างหนึ่ง คือ การแข่งขันที่สูงขึ้นหลังจากรายการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ระบบ 2G ในเดือนค.ค. 2562 ADVANC (ราคาเป้าหมาย 215 บาท) เป็น top pick ของเราในกลุ่มนี้

การสร้างรายได้จากบริการข้อมูล (data monetization) ยังคงเป็นสิ่งที่ท้าทาย ข้อมูลแทบจะเป็นเครื่องมือที่เหลืออยู่เพียงอย่างเดียวที่จะช่วยกระตุ้นการเติบโตให้กับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ เนื่องจากอัตราส่วนจำนวนเลขหมายโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อประชากรรวมอยู่ที่ 139% แล้ว อย่างไรก็ตาม การแข่งขันที่รุนแรงส่งผลทำให้ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ยังไม่สามารถทำเงินจากบริการข้อมูล (data monetization) ได้ ทั้งๆ ที่จำนวนผู้ใช้บริการในระบบรายเดือน (ซึ่ง ARPU สูงกว่าระบบเติมเงินอยู่ 200-300%) และผู้ใช้บริการข้อมูลเพิ่มขึ้น แนวโน้มเช่นนี้ก็เกิดขึ้นในสิงคโปร์และออสเตรเลียด้วยเช่นกัน トラบโดที่แนวโน้มเช่นนี้ยังเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรของกลุ่มสื่อสารจะมีแนวโน้มที่ไม่น่าดีใจ

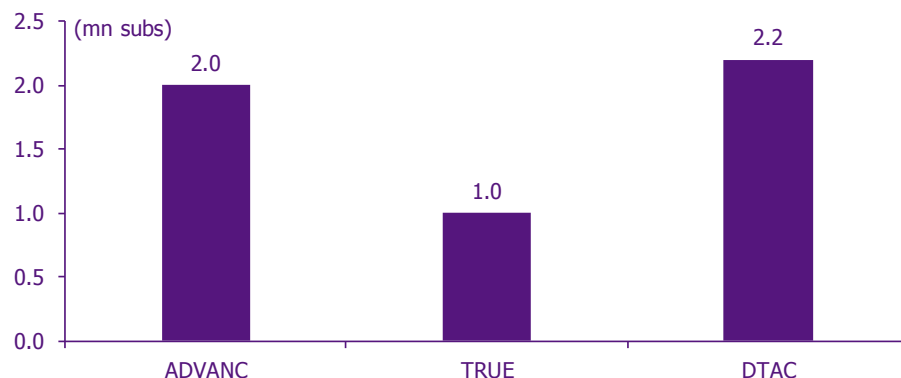
ความเสี่ยงจากการประมูลใบอนุญาต 5G ที่กำลังจะมาถึง นอกเหนือจากคลื่น 700MHz แล้ว กสทช.ก็วางแผนที่จะจัดการประมูลใบอนุญาตคลื่น 2600MHz 26GHz และ 28GHz ใน 4Q62 ด้วย ซึ่งจะสร้างความเสี่ยงต่อผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกราย เนื่องจากเราไม่เห็นประโยชน์ใดๆ ในระยะเวลาอันสั้นจากการเริ่มให้บริการ 5G ข้อเรียกร้องที่ Singtel มีต่อหน่วยงานกำกับดูแลกิจการสื่อสารโทรคมนาคมของสิงคโปร์เมื่อไม่นานนี้ โดยร้องขอใบอนุญาต 5G ฟรี และข้อมูลการศึกษาของ GSMA Intelligence เกี่ยวกับบริการ 5G ในจีน ช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าโอกาสที่จะกำหนดค่าบริการ 5G สูงกว่า 4G สำหรับกลุ่มลูกค้ารายย่อยมีจำกัด และรายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่แก่กลุ่มลูกค้ารายย่อยคิดเป็นสัดส่วน 40-80% ของรายได้ทั้งหมดสำหรับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ไทย

การหยุดให้บริการ 2G จะทำให้การแข่งขันสูงขึ้นใน 4Q62 นักลงทุนควรระวังปัจจัยคุกคามที่อาจเกิดขึ้นนี้ การหยุดให้บริการ 2G ทำให้เกิดความกังวล 2 ประการ ประการแรก การหยุดให้บริการ 2G อาจส่งผลกระทบต่ออัตราค่าโทรศัพท์จากการขายเครื่องโทรศัพท์ เนื่องจากผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายอาจจะต้องจ่ายเงินอุดหนุนราคาเครื่องโทรศัพท์ให้กับผู้ใช้บริการ 2G เนื่องจาก กสทช. ระบุว่า ผู้ใช้บริการ 2G ไม่จำเป็นต้องจ่ายเงินเพิ่มเพื่อเปลี่ยนไปใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ด้วยเทคโนโลยีที่ทันสมัยกว่า ประการที่สอง เราเชื่อว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่บางรายอาจจะใช้โอกาสนี้ตั้งผู้ให้บริการมาจากคู่แข่ง โดยเสนอโปรโมชั่นเชิงรุก

การลดต้นทุนจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรปี 2562 เติบโต เราคาดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ 3 ราย จะรายงานกำไร 3.84 หมื่นลบ. ในปี 2562 เพิ่มขึ้น 18.9% YoY ที่สำคัญคือ กำไรที่เพิ่มขึ้นจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลดต้นทุนแทนที่จะเป็นรายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากเราคาดว่ารายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะเติบโตเพียง 0.7% ทั้งนี้ DTAC ได้รับความช่วยเหลือจากรัฐบาลเกี่ยวกับภาษีกับ กสท จำนวน 6 พันลบ. ใน 4Q61 และคาดว่าจะจ่ายคืนกำไรภายใต้สัมปทาน (สิ้นสุดใน 3Q61) ของบริษัทจะลดลงมากถึงประมาณ 1.2 หมื่นลบ. ในปี 2562

ADVANC เป็น top pick ของเรา ADVANC เป็นหุ้นที่ปลอดภัยที่สุดในจำนวนผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ 3 ราย เพราะกระแสเงินสดแข็งแกร่ง และผลตอบแทนจากเงินปันผลดี เราชอบ TRUE (Neutral, ราคาเป้าหมาย 5.3 บาท) เพราะผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ upside สุราคาเป้าหมายของเรามีจำกัด แม้ DTAC (Neutral, ราคาเป้าหมาย 51.5 บาท) ก็มีโมเมนตัมกำไรที่ดีในปี 2562 แต่จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลดต้นทุน เพราะคาดว่ารายได้จากการให้บริการไม่รวมค่า IC จะลดลง YoY ทั้งนี้เราคาดว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายจะเข้าร่วมประมูลใบอนุญาตคลื่น 700MHz

ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ประมาณ 5.2 ล้านเลขหมายใช้โครงข่าย 2G



Source: SCBS Investment Research, NBTC

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
ADVANC	Buy	198.5	215.0	12.0	19.0	17.8	8.8	7.6
DTAC	Neutral	51.5	51.5	2.1	23.3	23.2	4.7	4.3
TRUE	Neutral	5.3	5.3	1.6	84.2	99.3	1.3	1.3
Average					42.2	46.8	4.9	4.4

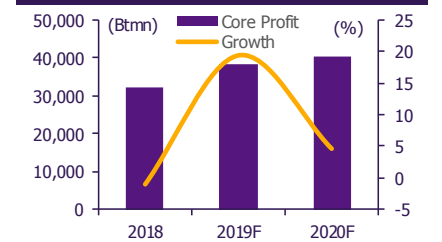
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	6.4	10.0	4.2	3.2	6.9	6.2
DTAC	(1.4)	(2.4)	12.0	(4.4)	(5.1)	14.1
TRUE	7.3	10.4	(20.9)	4.0	7.3	(19.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดธิภัทร, CFA, FRM

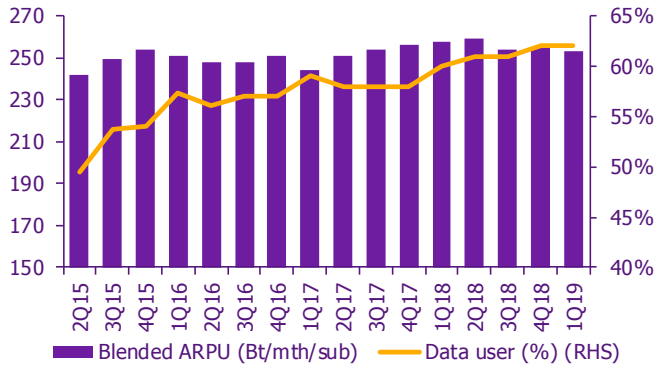
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

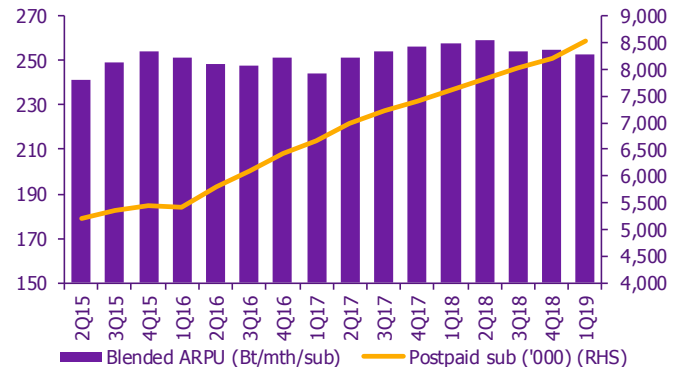
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

Figure 1: Rising data users are not translating into higher ARPU for ADVANC



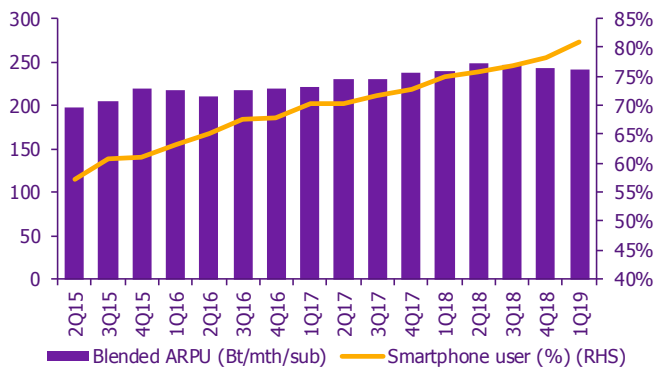
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ... nor is more postpaid subscribers, whose ARPU is normally higher



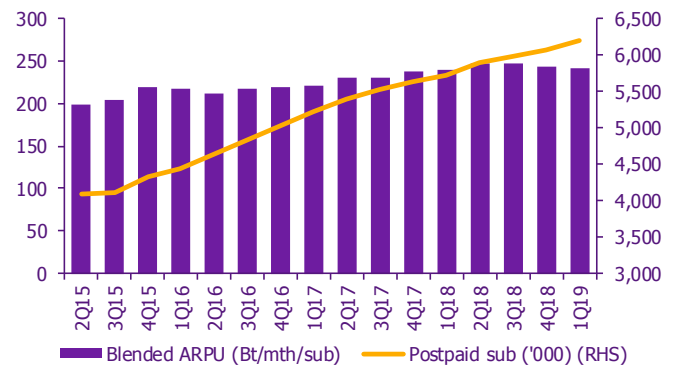
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Rising smartphone users not translating into higher ARPU for DTAC



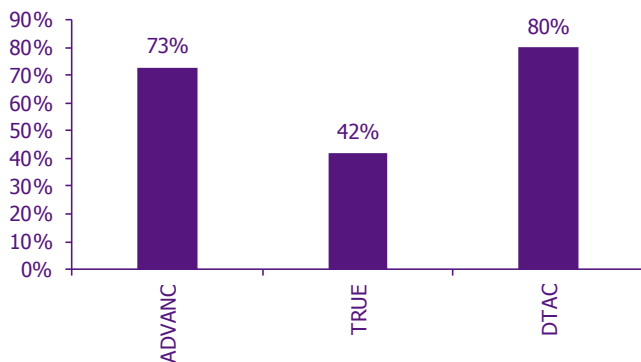
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ... nor is rising postpaid subscribers, whose ARPU is normally higher



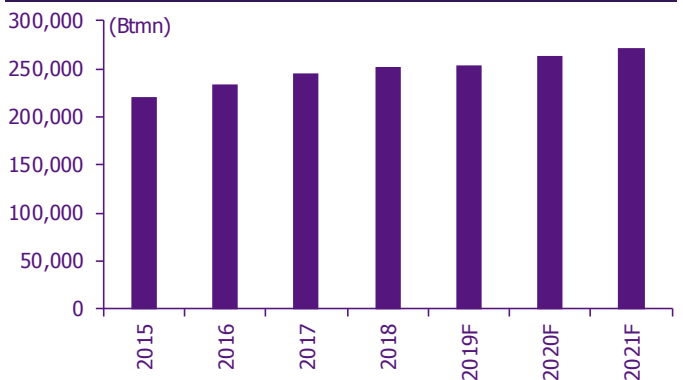
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: Mobile retail segment accounts for 40-80% of ADVANC, DTAC and TRUE revenue



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Sector mobile revenue is expected to grow at 0.7% in 2019F



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
ADVANC	Buy	198.50	215.0	12.0	20.0	19.0	17.8	(1)	5	7	10.2	8.8	7.6	55	50	46	3.6	3.7	3.9	9.3	8.7	8.6
DTAC	Neutral	51.50	51.5	2.1	n.m.	23.3	23.2	n.m.	n.m.	1	5.6	4.7	4.3	(17)	22	19	2.0	2.1	2.2	7.9	6.8	7.1
TRUE	Neutral	5.30	5.3	1.6	25.1	84.2	99.3	n.m.	(70)	(15)	1.3	1.3	1.3	5	2	1	1.7	1.6	0.5	5.8	9.0	8.7
Average					22.6	42.2	46.8	(1)	(32)	(3)	5.7	4.9	4.4	14	24	22	2.4	2.5	2.2	7.7	8.2	8.1

Source: SCBS Investment Research



ฟื้นตัวช้า แต่สถานการณ์ดูดีขึ้น

2Q62 เป็นช่วงเวลาที่เจ็บเหงาสำหรับผู้ประกอบการโรงแรมตามคาด โดย SETTOURISM ปรับตัวลดลง 13% ใน 2Q62TD (เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 2%) หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงใน 1Q62 อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีการฟื้นตัวอย่างช้าๆ โดยมีสาเหตุมาจากตลาดจีนที่อ่อนแอ แต่เรามองว่าน่าจะกลับมาเติบโตตามปกติใน 2H62 จากกรณีที่รัฐบาลลดอายุมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival ออกไปจนถึงเดือน ต.ค. 2562 เรายังคงมองบวกเชิงบวกในระยะยาวต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย ERW และ MINT เป็น top picks ของเรา

ช่วงเวลาที่เจ็บเหงาและ performance แย่แย่ใน 2Q62TD 2Q62 เป็นช่วงเวลาที่เจ็บเหงาสำหรับผู้ประกอบการโรงแรมตามคาด โดย SETTOURISM ปรับตัวลดลง 13% ใน 2Q62TD เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 2% CENTEL เป็นหุ้นที่ปรับตัวแย่ที่สุดที่ -17% ตามมาด้วย ERW ที่ -8% ในขณะที่ MINT ปรับตัว outperform ที่ +1% performance ที่แย่แย่เกิดขึ้นหลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงใน 1Q62 และผลการดำเนินงาน 1Q62 ออกมาอ่อนแอ จากการที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวใน 1Q61 มีฐานที่สูงส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยใน 1Q62 เติบโตต่ำเพียง 1.5% YoY (แต่เพิ่มขึ้น 11% QoQ) สู 10.7 ล้านคน เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีน (ซึ่งเป็นตลาดสำคัญของการท่องเที่ยวไทย โดยคิดเป็น 28% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) ลดลง 2% YoY ไส้ซึ้นที่อ่อนแอใน 1Q62 เป็นสาเหตุทำให้ RevPar ของโรงแรมในประเทศไทยลดลง 9% YoY สำหรับ ERW, 6% YoY สำหรับ CENTEL และ 6% YoY สำหรับ MINT

ฟื้นตัวช้า แต่สถานการณ์ดูดีขึ้น จากข้อมูลล่าสุดนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนเม.ย. เพิ่มขึ้นเพียง 3% YoY สู 3.2 ล้านคน และนักท่องเที่ยวจากจีนลดลง 9% YoY ข้อมูลเบื้องต้นจาก AOT แสดงให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยชะลอตัวต่อเนื่องในเดือนพ.ค. แต่สถานการณ์ดูดีขึ้นในเดือนมิ.ย. จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT อยู่ในระดับทรงตัวในเดือนพ.ค. (เทียบกับ +3% YoY ในเดือนเม.ย.) แต่เติบโต 6% YoY ในวันที่ 1-8 มิ.ย. เรามองว่าการต่ออายุมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) แบบกระชั้นชิดอาจจะเป็นสาเหตุทำให้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอ่อนแอในเดือนพ.ค. เนื่องจากรัฐบาลได้ประกาศต่ออายุมาตรการนี้เมื่อวันที่ 24 เม.ย. ก่อนหมดอายุในวันที่ 30 เม.ย. เพียง 6 วัน (ต่ออายุออกไปจนถึงวันที่ 30 ต.ค. 2562) ซึ่งอาจทำให้นักท่องเที่ยวมีเวลาน้อยในการจัดทำแผนเดินทาง อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการต่ออายุมาตรการนี้จะช่วยสนับสนุนอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยใน 2H62 และคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะเดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2562 เพิ่มขึ้น 7% สู 40.8 ล้านคน ทั้งนี้อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยทำฐานต่ำใน 2H61 เพราะจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนปรับตัวลดลงหลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือล่มในเดือนก.ค. 2561

ERW และ MINT เป็น top picks ERW เป็น top pick อันดับหนึ่งของเรา เนื่องจาก ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว ดังนั้นบริษัทจึงน่าจะได้รับประโยชน์โดยตรงจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น ERW ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2562 ระดับ 12 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัท เพราะถูกจัดรั้งโดยกำไรที่ชะลอตัวลงใน 1Q62 และหลังจากนั้นบริษัทก็ปรับเป้าอัตรากำไรเติบโตของรายได้ลดลง เรามองว่า valuation ระดับต่ำจะช่วยป้องกันความเสี่ยงขาลงของราคาหุ้นได้ กำไรของ MINT (โดยปกติแล้วจะอ่อนตัวลงตามฤดูกาลใน 2Q) จะมีการเปลี่ยนแปลงใหม่ในปีนี้ โดยเกิดจากการรวมผลการดำเนินงานของ NH Hotel Group (NHH, 70% ของรายได้จากโรงแรมที่บริษัทเป็นเจ้าของ) ที่ 2Q เป็นไส้ซึ้นของ NHH ที่ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งที่สุด ด้วยเหตุนี้ กำไรของ MINT จะแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการโรงแรมใน 2Q62 โดยจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งทั้ง YoY และ QoQ (เทียบกับคู่แข่งอย่าง ERW และ CENTEL ที่กำไรจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CENTEL	Neutral	36.3	46.0	28.7	21.8	19.1	3.3	3.0
ERW	Buy	6.5	9.0	39.9	24.9	22.4	2.6	2.4
MINT	Buy	39.5	47.0	20.4	25.3	21.9	2.1	2.0
Average					24.0	21.1	2.7	2.5

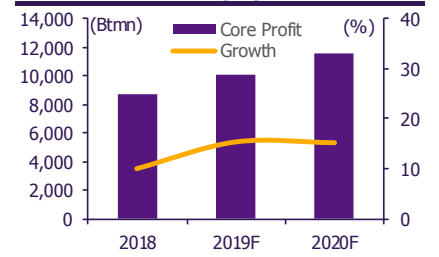
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	(0.7)	(15.7)	(19.9)	(3.7)	(18.1)	(18.3)
ERW	(1.5)	(9.1)	(19.3)	(4.5)	(11.6)	(17.7)
MINT	6.8	3.3	15.3	3.5	0.4	17.6

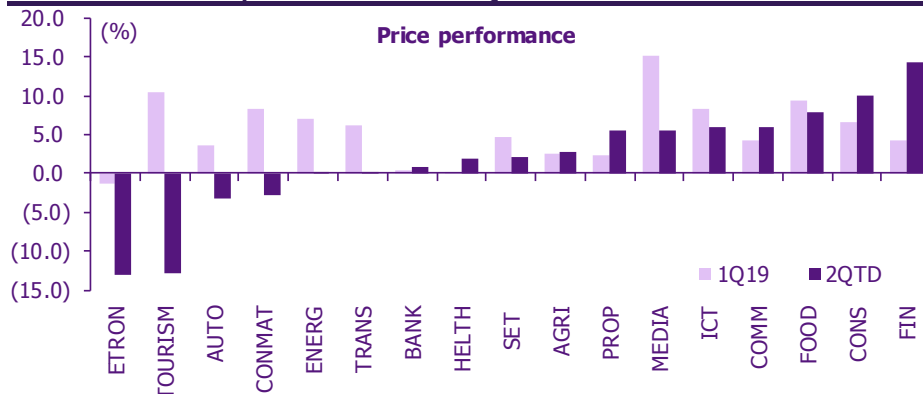
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ช่วงเวลาที่เจ็บเหงาและ performance แย่แย่ใน 2Q62TD



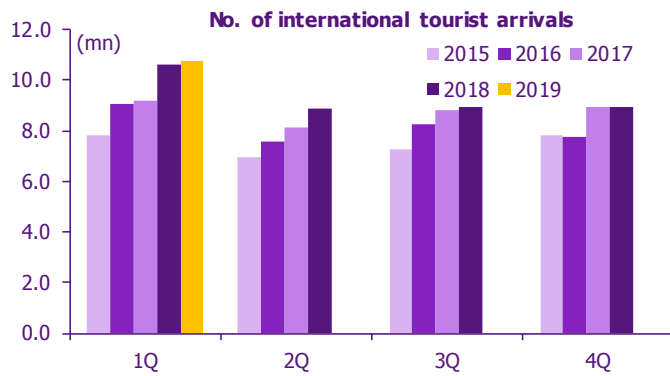
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

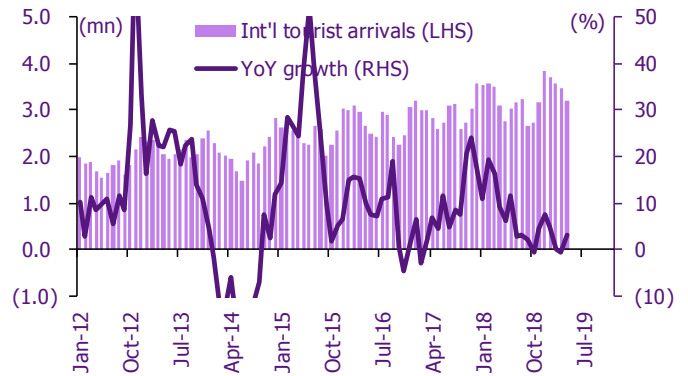
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: High base for Thai tourism in 1Q18



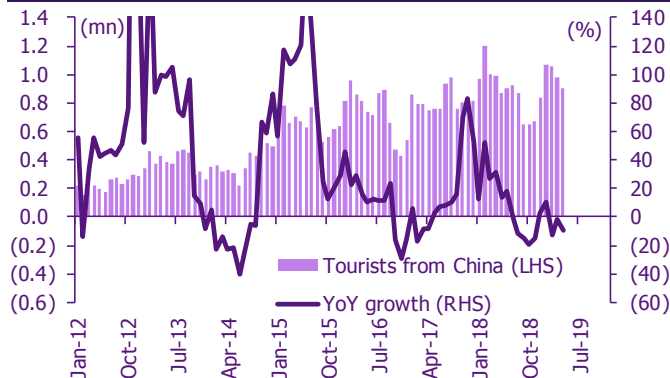
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism was slow in April



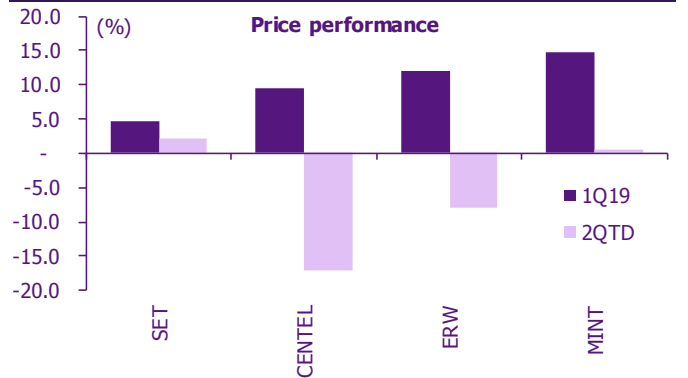
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Slow China market



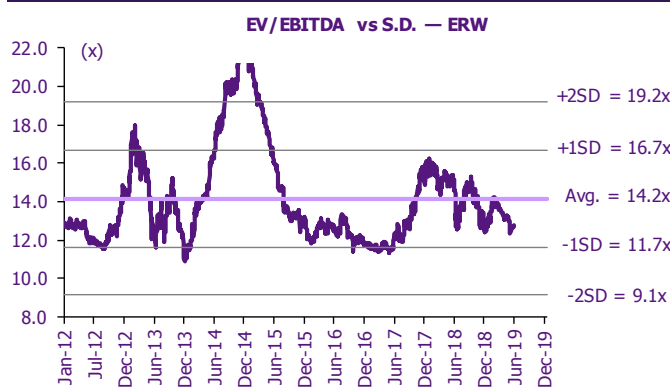
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 4: Price performance



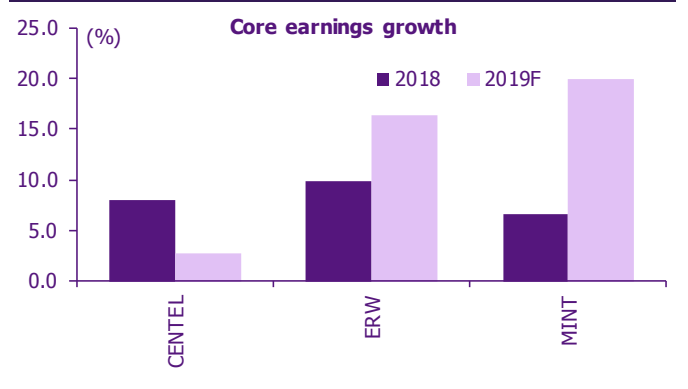
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Core earnings growth comparison



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
CENTEL	Neutral	36.25	46.0	28.7	22.4	21.8	19.1	8.0	2.7	14.4	3.6	3.3	3.0	17.1	15.9	16.5	1.8	1.8	2.1	10.9	11.0	10.3
ERW	Buy	6.50	9.0	39.9	29.0	24.9	22.4	9.8	16.4	11.2	2.8	2.6	2.4	10.0	10.9	11.3	1.4	1.4	1.6	12.9	12.2	11.1
MINT	Buy	39.50	47.0	20.4	30.4	25.3	21.9	6.6	19.9	15.8	2.2	2.1	2.0	9.0	8.4	9.2	1.0	1.4	1.6	18.8	13.0	11.7
Average					27.3	24.0	21.1	8.1	13.0	13.8	2.9	2.7	2.5	12.0	11.8	12.4	1.4	1.5	1.8	14.2	12.1	11.0

Source: SCBS Investment Research

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 14 มิ.ย. 62



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				29.8		2,737	2,887	3,283						25.7	23.4	20.7				3.23	2.97	2.72	14	13	14	
CENTEL	Neutral	36.25	46.00	26.9	43.4	2,182	2,241	2,564	1.62	1.66	1.90	8	3	14	22.4	21.8	19.1	9.9	10.9	12.1	3.65	3.31	3.00	17	16	17
ERW	Buy	6.50	9.00	38.5	8.1	555	646	719	0.22	0.26	0.29	10	16	11	29.0	24.9	22.4	2.3	2.5	2.7	2.82	2.63	2.45	10	11	11
Transportation & Logistics				2.9		22,527	35,375	43,615						41.6	31.9	23.6				3.44	3.25	3.03	0	7	12	
Aviation																										
AAV	Buy	4.02	5.80	44.3	4.7	-68	968	1,205	-0.01	0.20	0.25	n.m.	n.m.	24	n.m.	20.1	16.2	4.2	4.3	4.4	0.95	0.93	0.91	(0)	5	6
AOT	Neutral	66.75	70.00	4.9	70.5	25,036	28,540	29,404	1.75	2.00	2.06	15	14	3	38.1	33.4	32.4	10.1	11.0	12.0	6.61	6.07	5.54	18	19	18
THAI	Sell	10.20	10.00	(2.0)	10.4	-10,364	-2,670	2,566	-4.75	-1.22	1.17	n.m.	74	n.m.	n.m.	n.m.	8.7	9.4	8.8	10.0	1.09	1.16	1.02	(40)	(13)	13
Mass Transit																										
BEM	Neutral	11.50	11.00	(4.3)	11.7	5,317	4,774	5,894	0.35	0.31	0.39	70	(10)	23	33.1	36.8	29.8	2.1	2.3	2.5	5.37	5.03	4.69	17	14	16
BTS	Buy	11.80	11.00	(6.8)	12.6	2,606	3,763	4,547	0.22	0.32	0.38	46	44	21	53.6	37.1	30.7	3.7	3.8	4.0	3.19	3.08	2.97	6	8	10
Infrastructure Fund						13,922	15,796	20,838						14.6	13.1	12.9				1.03	1.01	1.02	8	8	9	
DIF	Buy	16.40	17.50	6.7	16.5	8,467	10,394	11,389	0.88	1.05	1.07	(10)	20	1	18.7	15.6	15.4	15.2	15.6	15.6	1.08	1.05	1.05	7	7	7
JASIF	Buy	10.40	11.50	10.6	11.4	5,455	5,402	9,449	0.99	0.98	0.99	0	(1)	1	10.5	10.6	10.5	10.7	10.8	10.6	0.97	0.96	0.98	9	9	12
mai						533	660	758						17.0	13.7	11.8				2.88	2.66	2.06				
DOD	Buy	10.10	14.10	39.6	11.1	305	380	416	0.74	0.93	1.01	1	0	0	13.6	10.9	10.0	2.9	3.1	3.4	3.50	3.25	2.99	0	0	0
JKN	Buy	8.60	13.00	51.2	11.6	228	280	342	0.42	0.52	0.63	0	0	0	20.4	16.6	13.6	3.8	4.2	7.6	2.26	2.07	1.14	0	0	0
SCBS Coverage		1672.33		15.6		742,470	816,682	906,439	95.36	104.90	116.42	(6)	10	11	17.5	15.9	14.4				1.75	1.63	1.52	11	11	12

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 14 มิ.ย. 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
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F			
Tourism & Leisure				29.8					1.59	1.62	1.83	11.89	11.62	10.71	5	6	10	13,396	16,340	17,929		65,274	0.38
CENTEL	Neutral	36.25	46.00	26.9	43.4	0.65	0.66	0.76	1.79	1.83	2.10	10.92	10.99	10.33	5	3	10	4,843	6,786	8,505	1,350	48,938	0.29
ERW	Buy	6.50	9.00	38.5	8.1	0.09	0.09	0.10	1.38	1.41	1.56	12.86	12.25	11.08	4	9	10	8,552	9,554	9,424	2,513	16,336	0.10
Transportation & Logistics				2.9					2.57	1.61	1.92	22.09	19.16	16.80	-10	37	15	170,387	205,027	197,959		1,311,461	7.65
Aviation																							
AAV	Buy	4.02	5.80	44.3	4.7	0.34	0.10	0.12	8.33	2.48	3.09	17.42	8.62	7.62	-53	104	14	16,680	16,987	17,315	4,850	19,497	0.11
AOT	Neutral	66.75	70.00	4.9	70.5	1.05	1.00	1.03	1.57	1.50	1.54	23.87	21.40	20.01	10	11	7	-54,899	-55,592	-58,815	14,286	953,570	5.56
THAI	Sell	10.20	10.00	(2.0)	10.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.64	8.05	5.87	-43	38	27	137,585	130,050	119,381	2,183	22,264	0.13
Mass Transit																							
BEM	Neutral	11.50	11.00	(4.3)	11.7	0.17	0.22	0.27	1.46	1.90	2.35	22.89	19.75	19.90	9	9	3	47,683	35,046	43,741	15,285	175,778	1.03
BTS	Buy	11.80	11.00	(6.8)	12.6	0.18	0.25	0.31	1.49	2.16	2.61	34.60	38.00	30.60	27	22	23	23,338	78,536	76,336	11,894	140,352	0.82
Infrastructure Fund									7.42	7.55	7.63	15.76						25,807	25,818	33,199		215,262	1.26
DIF	Buy	16.40	17.50	6.7	16.5	1.02	1.04	1.04	6.19	6.32	6.37	18.63	17.14	15.78	52	19	8	25,844	26,298	26,121	9,638	158,062	0.92
JASIF	Buy	10.40	11.50	10.6	11.4	0.90	0.91	0.92	8.65	8.78	8.89	10.54	10.50	10.65	0	0	84	-37	-480	7,078	5,500	57,200	0.33
mai									4.51	4.89	5.26	8.71	7.21	6.51				1,003	956	911		8,785	0.05
DOD	Buy	10.10	14.10	39.6	11.1	0.71	0.74	0.81	7.04	7.34	8.04	12.49	10.11	9.26	15	123	11	12	12	12	410	4,141	0.02
JKN	Buy	8.60	13.00	51.2	11.6	0.17	0.21	0.21	1.98	2.43	2.48	4.94	4.31	3.77	39	20	15	990	944	899	540	4,644	0.03
SCBS Coverage		1672.33		15.6					3.20	3.37	3.61	11.18	10.31	9.51	-1	8	7	2,108,040	2,017,769	1,780,885		12,209,935	71.22

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 – สาขาสิรินธร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อน๊นปราบ เขตบ่อน๊นปราบศรีอยุธยา
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

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

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า

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

เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 1

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

เชียงใหม่ – สาขาศรีนครพิงค์ 2

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

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

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

หาดใหญ่ – สาขานนราชฎ์ยืนดี (หาดใหญ่)

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