

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 1/56



เล่นหุ้นขนาดกลาง...รอหุ้นใหญ่ฟื้นตัว

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

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

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพจน์ ธนวัฒน์โน
chaipat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

วัสดุก่อสร้าง เหล็ก ขนส่ง

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

พาณิชย์ อาหาร รับเหมาก่อสร้าง

กานจน์ คาบิโย
kanchan.khanijou@scb.co.th, (662) 949-1006

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

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

ยานยนต์ การแพทย์ สื่อและบันเทิง ก่อเกี่ยว

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ฐานิดา ทรงพัฒน์ยสิน
tanida.songphatanayothin@scb.co.th, (662) 949-1012

กลยุทธ์การลงทุนตราสารอนุพันธ์ วิศวกรท่าอากาศยาน

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน

ณาศิส ประเสริฐสกุล
nasis.prasertsakun@scb.co.th, (662) 949-1029

ฐานข้อมูล

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

ฐานข้อมูล

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

บรรณาธิการ

ริคิ คงทอง
rikihall.kongtong@scb.co.th, (662) 949-1034

แปลและเรียบเรียง

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

จัดพิมพ์

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

เลขานุการ

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

SCBS Market Strategy Report



ดูข้อสงวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เล่นหุ้นขนาดกลาง...รอหุ้นใหญ่ฟื้นตัว	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

เอเชีย เอวีเอชั่น (AAV).....	13
บางจากปิโตรเลียม (BCP)	17
บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS).....	21
โกลว์ พลังงาน (GLOW)	25
สามารถคอร์ปอเรชั่น (SAMART)	29

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์.....	35
ธนาคาร	37
วัสดุก่อสร้าง	39
รับเหมาก่อสร้าง	41
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	43
พลังงาน	45
เงินทุนและหลักทรัพย์	47
การแพทย์	49
นิคมอุตสาหกรรม	51
สื่อ	53
ปิโตรเคมี	55
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	57
ค้าปลีก	59
สื่อสาร	61
ท่องเที่ยว	63
ขนส่ง	65
สาธารณูปโภค	67
SCBS Stock Universe	69

This page is left blank intentionally



เล่นหุ้นขนาดกลาง...รอหุ้นใหญ่ฟื้นตัว

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

ณาสก ประเสริฐสกุล
0-2949-1029
nasis.prasertsakun@scb.co.th

ผู้ช่วย:
นรารัตน์ วิสิตนรพัตน์
0-2949-1008
norarit.wisitnorapatt@scb.co.th

ฐานิดา ทรงพัฒนโยธิน
0-2949-1012
tanida.songphatanayothin@scb.co.th

ตลาดหุ้นทั่วโลกแกว่งตัวผันผวนมาตั้งแต่เลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ จากความกังวลเกี่ยวกับปัญหาหน้าผาทางการคลังของสหรัฐฯ (fiscal cliff) เราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 1/56 และยังไม่เห็นสัญญาณฟื้นตัวของเศรษฐกิจในสหรัฐฯ และจีน เราคาดว่าสถานะตลาดหุ้นจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/56 เป็นต้นไป และมองเป้า SET index ปลายปี 2556 ที่ 1,450 จุด ทั้งนี้แม้เราจะต้องจับตาตลาดอย่างระมัดระวังในระยะสั้น แต่เราก็มองว่ามีปัจจัยบวกเฉพาะตัวหลายอย่างด้วยกันที่จะช่วยสนับสนุนให้หุ้นขนาดกลางปรับตัวเพิ่มขึ้นในสถานการณ์ที่ภาวะเศรษฐกิจมหภาคไม่มีความแน่นอนในไตรมาส 1/56 หุ้น top picks ของเราคือ AAV BCP BTS GLOW และ SAMART

มองบวกแบบระมัดระวังต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลกปี 2556 ประเมินการอัตราการขยายตัวของ GDP โลกถูกปรับลดลงมาหลายครั้งด้วยกัน จนมาอยู่ที่ระดับ 3.3% ในปี 2555 แต่หลังจากนั้นคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ระดับ 3.6% ในปี 2556 ความจริงแล้ว เครื่องชี้เศรษฐกิจในสหรัฐฯ และจีนเริ่มส่งสัญญาณมีเสถียรภาพ แม้ยังไม่ฟื้นตัว ในขณะเดียวกัน วิกฤตหนี้ในยุโรปก็อยู่ภายใต้การควบคุมหรืออย่างน้อยก็ได้ปรับตัวแยลงนับตั้งแต่จัดตั้งกองทุน ESM ในเดือนกันยายนและกำลังจะมีการตั้งสหภาพธนาคารยุโรปตอนต้นปี 2556 ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นส่วนใหญ่ในปีนี้ สะท้อนถึงมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้น

เจอแรงกดดันของตลาดตอนต้นไตรมาส 1/56 แต่จะลดน้อยลงในอนาคต ในระยะสั้นเราคาดว่าสถานะตลาดจะปรับตัวแยลงตอนต้นไตรมาส 1 ปี 2556 บนสมมติฐานที่ว่าปัญหาหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) ของสหรัฐฯ ไม่ได้รับการแก้ไขก่อนสิ้นปี 2555 และตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลในเดือน ธ.ค. หลังจากนั้นก็อ่อนตัวลงในเดือน ม.ค. เช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในอดีต เรามองว่าตลาดหุ้นไทยมี downside ในระยะสั้นอยู่ที่ระดับ 1,250 จุด แต่น่าจะปรับตัวกลับขึ้นมาจากดอยสูงเดิมที่ระดับ 1,314 จุดได้อีกครั้ง และมี upside ไปถึงระดับ 1,350-1,370 จุดหลังจากปัญหา fiscal cliff คลี่คลายลง นอกจากนี้เรายังมองเป้า SET index ปลายปี 2556 ที่ 1,450 จุด โดยอิงกับ PE ปี 2556 ระดับ 14 เท่าด้วย

ชอบหุ้นขนาดกลางมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่ในไตรมาส 1/56 เราชอบหุ้นขนาดกลางที่มีปัจจัยบวกสนับสนุนมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่ โดยใช้แนวคิดการวิเคราะห์แบบ bottom-up (จะเลือกเป็นรายบริษัท) ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ได้ผลดีในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา หุ้น top picks ในไตรมาส 1 ปี 2556 ได้แก่:

- **AAV** การประหยัดต้นทุนได้จำนวนมากจากการย้ายไปสนามบินดอนเมืองจะสะท้อนให้เห็นในผลประกอบการไตรมาส 4 ปี 2555 (จะคิดเป็น 50% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา) และจะเห็นผลทั้งปีในปี 2556 (คาดกำไรโต 39%) นอกจากนี้ AAV ยังเป็นหุ้นที่เรามองว่าน่าจะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยด้วย
- **BCP** เราคาดว่าค่าการกลั่นจะกลับคืนสู่ระดับปกติตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2555 เป็นต้นไป ในขณะเดียวกันตลาดก็มีแนวโน้มที่จะให้ความสนใจมากขึ้นต่อธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของ BCP (เฟส 1 กำลังการผลิต 38 เมกะวัตต์ สร้างเสร็จแล้ว และจะเริ่มทยอยเดินเครื่องกำลังการผลิต 80 เมกะวัตต์ได้ในระยะ 2 ปีข้างหน้า)
- **BTS** ถ้าไม่มีแนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ในระยะ 2 ไตรมาสข้างหน้า นอกเหนือจากผลการดำเนินงานจากการดำเนินธุรกิจปกติจะแข็งแกร่งแล้ว ถ้าไร้พิษ (ถ้าไร้จากการขายที่ดินและหุ้น VGI) ก็จะช่วยสนับสนุนกำไรสุทธิให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลพิเศษเพราะมีงบดุลที่แข็งแกร่งด้วย
- **GLOW** การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก GHECO-One ตลอดทั้งปีมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิของ GLOW เติบโตสูงถึง 51% ในปี 2556 และยังมี upside เพิ่มเติมจากการขึ้นค่า Ft ด้วย (การปรับค่า Ft ขึ้นทุกๆ 1 สตางค์ จะช่วยหนุนให้กำไรของ GLOW ปรับเพิ่มขึ้นได้ 40 ล้านบาท)
- **SAMART** มีข่าวดีหลายอย่างรออยู่ ได้แก่ การประมูลโครงการไอซีที (ไตรมาส 1-2 ปี 2556) การเข้าซื้อหุ้นบริษัท เทต้า จำกัด การขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัลทีวี และการนำธุรกิจ call center เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในไตรมาส 3 ปี 2556

1Q13 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AAV	Buy	4.32	5.3	22.7	19.7	14.1	12.5	(3.9)	39.3	13.2	1.10	1.08	1.00	11.1	7.9	8.3	0.0	0.0	0.0	8.1	5.8	5.1
BCP	Buy	27.50	32.0	21.1	12.3	8.9	7.9	(62.1)	38.8	12.7	1.18	1.09	1.01	9.5	12.7	13.3	4.7	4.7	5.1	7.2	6.4	5.7
BTS	Buy	6.25	7.8	26.5	48.6	34.3	27.8	23.1	41.6	23.4	1.72	1.71	1.64	3.6	5.0	6.0	3.5	1.7	2.2	26.9	21.7	15.6
GLOW	Buy	70.50	82.0	20.3	19.2	12.8	12.4	23.4	50.5	2.6	2.82	2.50	2.28	15.2	20.8	19.2	3.0	4.0	4.1	11.4	9.0	8.6
SAMART	Buy	11.20	14.0	30.1	11.8	10.5	10.2	16.6	12.6	3.1	1.62	1.44	1.29	14.6	14.5	13.4	4.6	5.1	4.9	6.7	6.2	5.5
Average					22.3	16.1	14.2	(0.6)	36.6	11.0	1.69	1.56	1.44	10.8	12.2	12.0	3.2	3.1	3.3	12.1	9.8	8.1

Source: SCBS Investment Research

GDP โลกจะฟื้นตัวดีขึ้น เล็กน้อยในปี 2556

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

รายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับล่าสุดของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ที่เผยแพร่ในเดือน ต.ค. มีการปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกลดลงทั้งในปี 2555 และปี 2556 แต่ยังคงมองเหมือนเดิมว่าอัตราเติบโตของ GDP โลกจะชะลอตัวลงในปี 2555 หลังจากนั้นก็จะปรับตัวเร่งขึ้นในปี 2556 โดยปัจจุบันคาดว่า GDP โลกจะเติบโต 3.3% ในปี 2555 (เทียบกับประมาณการเดือน ก.ค. ที่ 3.5%) และ 3.6% ในปี 2556 (เทียบกับประมาณการเดือน ก.ค. ที่ 3.9%)

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

(unit: %)	Projections				Difference from July 2012 WEO update	
	2010	2011	2012	2013	2012	2013
World Output¹	5.1	3.8	3.3	3.6	-0.2	-0.3
Advanced Economies	3.0	1.6	1.3	1.5	-0.1	-0.3
United States	2.4	1.8	2.2	2.1	0.1	-0.1
Euro Area	2.0	1.4	-0.4	0.2	-0.1	-0.5
Germany	4.0	3.1	0.9	0.9	0.0	-0.5
France	1.7	1.7	0.1	0.4	-0.2	-0.5
Italy	1.8	0.4	-2.3	-0.7	-0.4	-0.4
Spain	-0.3	0.4	-1.5	-1.3	-0.1	-0.7
Japan	4.5	-0.8	2.2	1.2	-0.2	-0.3
United Kingdom	1.8	0.8	-0.4	1.1	-0.6	-0.3
Canada	3.2	2.4	1.9	2.0	-0.2	-0.2
Other Advanced Economies ²	5.9	3.2	2.1	3.0	-0.4	-0.4
Newly Industrialized Asian Economies	8.5	4.0	2.1	3.6	-0.6	-0.6
Emerging Mkts & Developing Countries³	7.4	6.2	5.3	5.6	-0.3	-0.2
Central and Eastern Europe	4.6	5.3	2.0	2.6	0.1	-0.2
Commonwealth of Independent States	4.8	4.9	4.0	4.1	-0.1	0.0
Russia	4.3	4.3	3.7	3.8	-0.3	-0.1
Excluding Russia	6.0	6.2	4.7	4.8	0.2	0.2
Developing Asia	9.5	7.8	6.7	7.2	-0.4	-0.3
China	10.4	9.2	7.8	8.2	-0.2	-0.2
India	10.1	6.8	4.9	6.0	-1.3	-0.6
ASEAN - 5 ⁴	7.0	4.5	5.4	5.8	0.0	-0.3
Latin America and the Caribbean	6.2	4.5	3.2	3.9	-0.2	-0.3
Brazil	7.5	2.7	1.5	4.0	-1.0	-0.7
Mexico	5.6	3.9	3.8	3.5	-0.1	-0.2
Middle East and North Africa	5.0	3.3	5.3	3.6	-0.2	0.0
Sub-Saharan Africa	5.3	5.1	5.0	5.7	-0.1	0.0
South Africa	2.9	3.1	2.6	3.0	0.0	-0.3
Memorandum						
European Union	2.1	1.6	-0.2	0.5	-0.2	-0.5
World Growth Based on Mkt Exchange Rates	4.1	2.8	2.6	2.9	-0.1	-0.3
World Trade Volume (goods and services)	12.6	5.8	3.2	4.5	-0.6	-0.7
Imports						
Advanced Economies	11.4	4.4	1.7	3.3	-0.2	-0.9
Emerging Market and Developing Economies	14.9	8.8	7.0	6.6	-0.8	-0.4
Export						
Advanced Economies	12.0	5.3	2.2	3.6	-0.1	-0.7
Emerging Market and Developing Economies	13.7	6.5	4.0	5.7	-1.7	-0.5

Note: Real effective exchange rate are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 30 - August 27, 2012. When economies are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted

1 The quarterly estimates and projections account for 90 percent of the world purchasing-power-parity weights.

2 Excludes the G7 economies (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

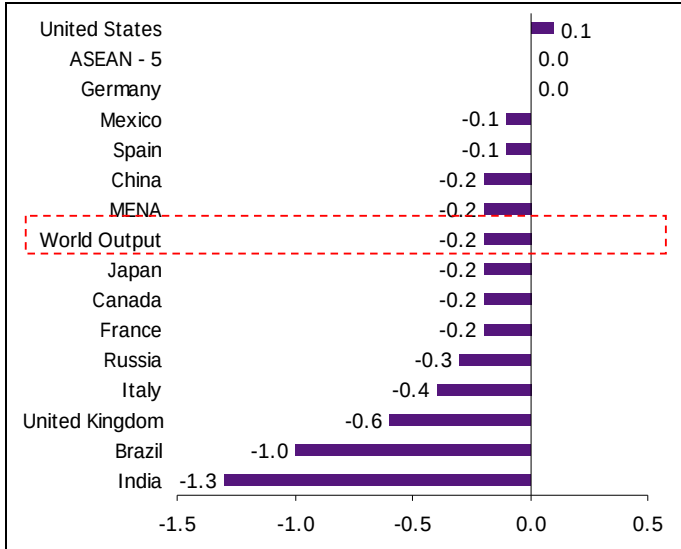
3 The quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of the emerging and developing economies

4 Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand and Vietnam

Source: IMF

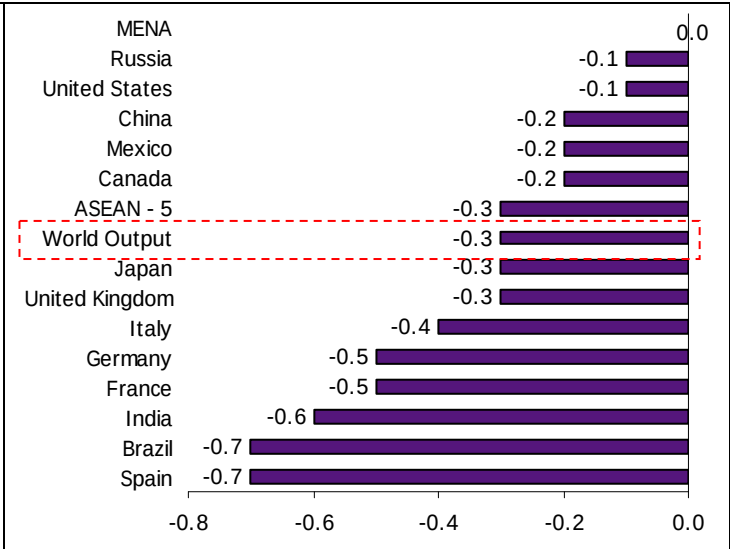
ทั้งนี้เราพบการปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ลดลงในเกือบทุกประเทศ ประเทศที่ถูกปรับประมาณการ GDP ลงมากในปี 2555 คือ อินเดีย (-1.3%) บราซิล (-1%) และสหราชอาณาจักร (-0.60%) และปี 2556 คือ บราซิล (-0.70%) สเปน (-0.70%) อินเดีย (-0.60%) เยอรมัน (-0.50%) และฝรั่งเศส (-0.50%)

Figure 2: การปรับประมาณการ GDP ปี 2555



Source: SCBS Investment Research

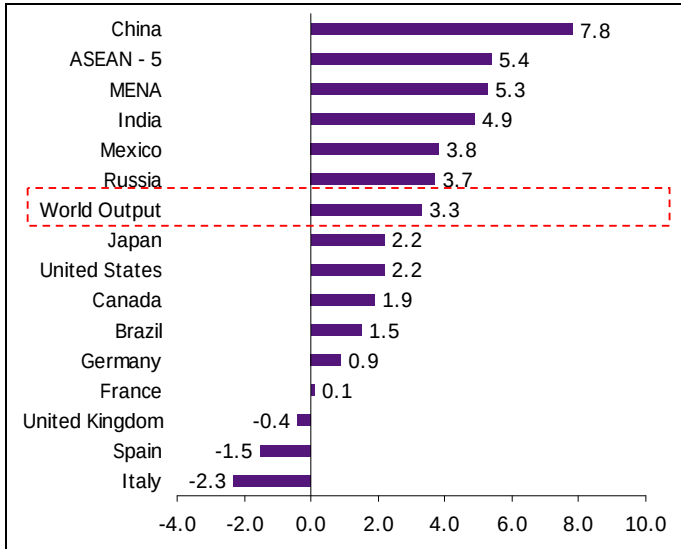
Figure 3: การปรับประมาณการ GDP ปี 2556



Source: SCBS Investment Research

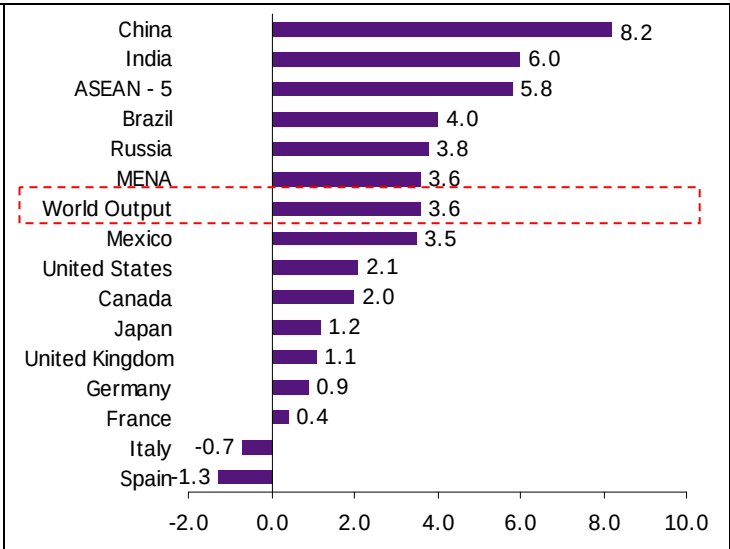
ประเทศที่คาดว่าจะมีอัตราเติบโตของ GDP สูงที่สุดในปี 2555 คือ จีน (+7.8%) ตามมาด้วย ASEAN-5 (ซึ่งประกอบด้วย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ ไทย และเวียดนาม ที่ +5.4%) และ MENA (ตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือที่ +5.3%) ส่วนปี 2556 คือ จีน (+8.2%) อินเดีย (+6.0%) และ ASEAN-5 (+5.8%) ประเทศที่คาดว่าจะรายงานอัตราเติบโตของ GDP ตีลบในปี 2555 คือ อิตาลี (-2.3%) สเปน (-1.5%) และสหราชอาณาจักร (-0.4%) ส่วนปี 2556 คือ สเปน (-1.3%) และ อิตาลี (-0.7%)

Figure 4: ประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2555



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: ประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2556



Source: SCBS Investment Research

สหรัฐฯ

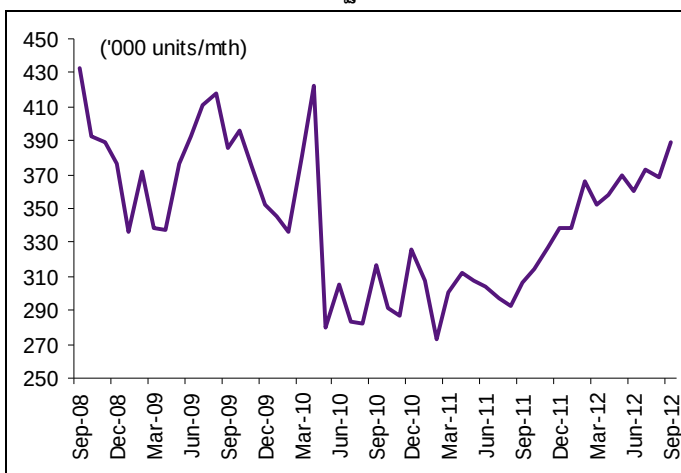
IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP สหรัฐฯ เล็กน้อยมาอยู่ที่ +2.2% ในปี 2555 และ +2.1% ในปี 2556 ทั้งนี้ IMF เผยแพร่รายงานออกมาก่อนพายุเฮอริเคนแซนดี้เข้าถล่มสหรัฐฯ รายงานข่าวที่อ้างถึงผู้สังเกตการณ์ตลาดระบุว่า พายุเฮอริเคนแซนดี้สร้างความเสียหายแก่สหรัฐฯ ราว 3-5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในขณะที่คาดว่าจะส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัว (อัตราขยายปีปรับฤดูกาล หรือ SAAR) ของ GDP สหรัฐฯ ในระดับ 0.30-0.50% เนื่องจากผลกระทบจะเกิดขึ้นในช่วงสั้นๆ ดังนั้นเหตุการณ์นี้จะทำให้ IMF มีแนวโน้มปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2555 ลดลง แต่ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2556 เพิ่มขึ้น

ตลาดที่อยู่อาศัย

พบสัญญาณฟื้นตัวใน
ตลาดที่อยู่อาศัย

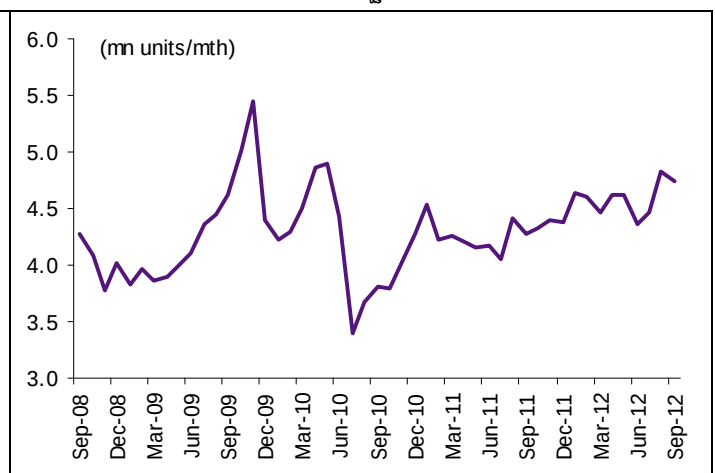
ณ จุดนี้ สิ่งสำคัญที่ต้องจับตามอง คือ รัฐบาลสหรัฐฯ จะจัดการอย่างไรกับปัญหาหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) แต่ก่อนที่เราจะพูดถึงเรื่องนี้ สิ่งที่น่าสนใจและเห็นได้ในตอนนี้คือภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ แสดงสัญญาณของการมีเสถียรภาพมากขึ้น แม้ยังไม่ฟื้นตัวดีขึ้น ตลาดที่อยู่อาศัยในสหรัฐฯ (ซึ่งถูกมองว่าเป็นต้นตอของปัญหาเศรษฐกิจในปัจจุบัน) มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ US Census Bureau รายงานยอดขายบ้านใหม่ในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 5.7% จากเดือนก่อนหน้าสู่ระดับ 389,000 ยูนิต สูงที่สุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2553 ซึ่งเป็นช่วงที่ยอดขายบ้านใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเครดิตภาษีให้กับผู้ซื้อบ้านครั้งแรก และสูงกว่ายอดขายบ้านใหม่จำนวน 306,000 ยูนิตในเดือน ก.ย. 2554 อยู่ 27.1% ข้อมูลสถิติล่าสุดจาก National Association of Realtors (NAR) ก็ออกมาในด้านบวกด้วยเช่นกัน ได้แก่ 1) ยอดขายบ้านมือสองของสหรัฐฯ ในเดือน ก.ย. อยู่ที่ 4.75 ล้านยูนิต ลดลงเล็กน้อยในอัตรา 1.7% จากระดับในเดือน ส.ค. แต่สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อนอยู่ 11%; 2) ราคาบ้านในสหรัฐฯ อยู่ที่ระดับ 183,900 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ยูนิต เพิ่มขึ้น 11.3% จากปีก่อน; 3) สต็อกบ้านในสหรัฐฯ อยู่ที่ 2.32 ล้านยูนิต (สามารถขายได้เป็นเวลา 5.9 เดือน) ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบหลายปี; และ 4) ระยะเวลาขายในตลาดปรับลดลงเหลือ 70 วัน เทียบกับ 100 วันในเดือน ก.ย. 2554

Figure 6: ยอดขายบ้านใหม่ในสหรัฐฯ



Source: U.S. Census Bureau

Figure 7: ยอดขายบ้านมือสองในสหรัฐฯ



Source: National Association of Realtors

ประเด็นเรื่อง Fiscal Cliff
ยังเป็นความเสี่ยงใหญ่สุด
ในระยะสั้น แต่น่าจะ
สามารถหลีกเลี่ยงได้

หน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff)

ประธานาธิบดี บารัค โอบามา ได้รับชัยชนะเลือกตั้งให้กลับมาดำรงตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ อีกครั้ง โดยเอาชนะคู่แข่งอย่างนายมิตต์ รอมนีย์ จากพรรครีพับลิกัน ด้วยคะแนนจากประชาชนผู้ออกเสียง (popular vote) ประมาณ 51% และคะแนนคณะผู้แทนเลือกตั้ง (electoral vote) 332 เสียง ในขณะที่สภาคองเกรสยังมีสมาชิกจากทั้งสองพรรค (ณ วันที่ 11 พ.ย. 2555) โดยเดโมแครตครองเสียงส่วนใหญ่ในสภาสูง (เดโมแครต 53 เสียง รีพับลิกัน 45 เสียง และอิสระ 2 เสียง) และรีพับลิกันครองเสียงส่วนใหญ่ในสภาล่าง (รีพับลิกัน 233 เสียง เดโมแครต 194 เสียง และอิสระ 8 เสียง)

หลังจากการเลือกตั้งผ่านพ้นไป ความสนใจทั้งหมดจะจับจ้องไปที่ภาวะหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) ซึ่งเป็นภาวะที่รัฐบาลสหรัฐฯ จะต้องเริ่มดำเนินการลดการใช้จ่ายและปรับขึ้นภาษีโดยอัตโนมัติเมื่อเข้าสู่ปี 2556 US Congressional Budget Office (CBO) คาดการณ์ว่า ถ้าเกิดภาวะหน้าผาทางการคลัง อัตราเติบโตของ GDP สหรัฐฯ จะติดลบที่ -0.5% และอัตราการว่างงานจะปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 9.1% ในปี 2556 สหรัฐฯ น่าจะสามารถหลีกเลี่ยงภาวะหน้าผาทางการคลังได้ เนื่องจากทั้งสองพรรคดูเหมือนจะเห็นพ้องต้องกันว่าไม่ต้องการให้สหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอย

ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์ (SCB EIC) ได้ประเมินสถานการณ์ข้อถกแถลงการเจรจาในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) และแบ่งภาพรวมความเป็นไปได้กว้าง ๆ ออกเป็น 3 สถานการณ์ด้วยกัน ในรายงาน Outlook ไตรมาส 4/55 ได้แก่ 1) ข้อตกลงเกิดขึ้นก่อนสิ้นปี 2555 2) ข้อตกลงเกิดขึ้นต้นปี 2556 และ 3) ข้อตกลงเกิดขึ้นช่วงกลาง-ปลายปี 2556 เมื่อพิจารณาจากภาวะปัจจุบัน สถานการณ์ที่ 2 มีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นมากที่สุด

ภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ และ
สถานการณ์เลวร้ายสุด
น่าจะจบลงแล้ว

การปฏิรูปเศรษฐกิจ
เกิดขึ้นแล้ว

การเติบโตทางเศรษฐกิจ
ชะลอตัวลงจากฐานสูง;
PMI และยอดค้าปลีกฟื้น
ตัวดีขึ้น

ยุโรป

ภาวะเศรษฐกิจในยุโรปอ่อนแอที่สุด โดย IMF คาดการณ์ว่าอัตราเติบโตของ GDP ยุโรปจะติดลบที่ -0.2% ในปี 2555 และ
จะฟื้นตัวเล็กน้อยกลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกที่ 0.5% ในปี 2556 อิตาลีและสเปนเป็นประเทศที่เกิดภาวะเศรษฐกิจ
ถดถอย โดยคาดว่าจะมีอัตราเติบโตของ GDP ติดลบที่ระดับ -2.3% และ -1.5% ในปี 2555 และ -0.7% และ -1.3% ในปี
2556 ตามลำดับ

วิกฤตหนี้ยุโรปที่เกิดขึ้นเป็นเวลานานเป็นสาเหตุทำให้ตลาดการเงินทั่วโลกผันผวนอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เรา
เชื่อว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อไปอีกในระยะ 12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากประเทศที่ประสบปัญหาที่มีการเจรจาต่อรอง
ใช้มาตรการรัดเข็มขัดเพื่อแลกกับความช่วยเหลือทางการเงิน หลังจากกรีซอนุมัติมาตรการรัดเข็มขัดและปฏิรูปครั้งใหม่
จำนวน 1.35 หมื่นล้านยูโรสำหรับปี 2556-2557 เพื่อขอรับความช่วยเหลือทางการเงินจำนวน 3.15 หมื่นล้านยูโร สเปนกับ
อิตาลีมีแนวโน้มที่จะเป็นประเทศสำคัญที่ต้องจับตาในปี 2556 สเปนมีภาระหนี้สินที่จะต้องชำระคืนรวม 1.37 แสนล้านยูโร
ในปี 2556 โดยหนี้จำนวน 4.2 หมื่นล้านยูโรมีกำหนดชำระคืนในไตรมาส 1 ปี 2556

ในอนาคต เราจะให้ความสำคัญน้อยลงเกี่ยวกับผลกระทบของวิกฤตหนี้ยุโรปต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน เนื่องจากการ
ปฏิรูปได้เกิดขึ้นเรียบร้อยแล้ว ได้แก่ การจัดตั้งกองทุนกลไกการเสถียรภาพยุโรป (ESM) ในเดือน ก.ย. 2555 โดย
สามารถปล่อยกู้ได้สูงสุด 5 แสนล้านยูโร นอกจากนี้ก็จะมีการจัดตั้งสหภาพธนาคารยุโรปขึ้นในปี 2556 เพื่อใช้เป็นกลไก
ควบคุมการเงินกลาง (SSM) สำหรับธนาคารในยุโรป วัตถุประสงค์ในการจัดตั้งสหภาพธนาคารยุโรป คือ เพื่อฟื้นฟูความ
เชื่อมั่นในยุโรปและสร้างหน่วยงานกำกับดูแลธนาคารที่มีธนาคารกลางยุโรป (ECB) เป็นผู้นำ โดยมีการเสนอให้ประกาศใช้
หลักเกณฑ์กำกับดูแลธนาคารในยุโรปภายในต้นปี 2556

Figure 8: กรอบการกำกับดูแลสำหรับสหภาพธนาคารยุโรป

กลไกกำกับดูแลกลาง (single supervisory mechanism : SSM)	ธนาคารกลางยุโรป (ECB) จะค่อยๆ เข้าไปกำกับดูแลโดยอัตโนมัติ: • 1 มกราคม 2556 - สำหรับสถาบันที่ปล่อยสินเชื่อที่ได้รับหรือ ขอเงินทุนจากภาครัฐ • 1 กรกฎาคม 2556 - สำหรับธนาคารที่มี 'ความสำคัญต่อ ระบบ' • 1 มกราคม 2557 สำหรับทุกธนาคารในยูโรโซน
A Single rulebook	สำนักงานการธนาคารยุโรป(EBA) จะจัดทำหนังสือคู่มือกำกับดูแล ให้สอดคล้องกับ single rulebook ของธนาคารกลางยุโรป (ECB)
Common deposit protection	พัฒนาระบบเงินฝากที่มีระบบคุ้มครองเงินฝากมากกว่าระบบ รับประกันเงินฝากของแต่ละประเทศซึ่งรับประกันเงินฝากที่ 100,000 ยูโรต่อผู้ฝากเงิน 1 รายต่อแห่งมีผลเมื่อวันที่ 31 ธันวาคม 2553
Single bank resolution mechanism	เสนอกรอบการทำงานเกี่ยวกับการฟื้นฟูและแก้ปัญหาสถาบันที่ ปล่อยสินเชื่อและบริษัทเพื่อการลงทุน

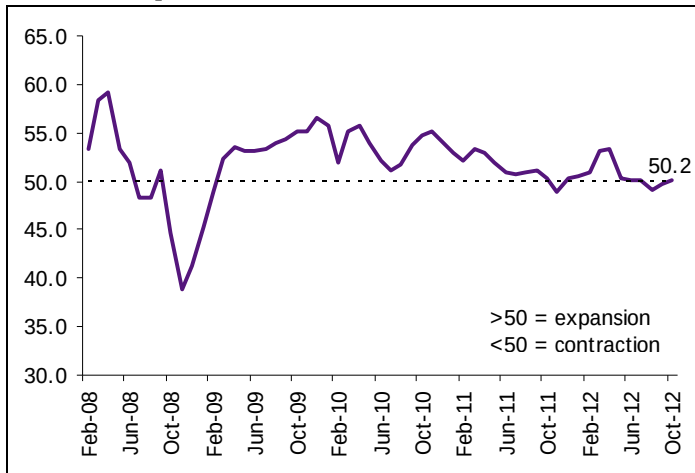
Source: European Commission, SCBS Investment Research

จีน

อัตราเติบโตของ GDP จีนคาดว่าจะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ระดับ 7.8% ในปี 2555 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดในรอบหลายปีที่ผ่านมา
ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 8.2% ในปี 2556 ทั้งนี้หลังจากเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงมาเป็นเวลา 7 ไตรมาส อัตราเติบโตของ
GDP จีนก็มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นจากระดับ 7.4% ในไตรมาส 3 ปี 2555 สู่ระดับ 7.7% ในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยอิงกับ
ประมาณการของนักเศรษฐศาสตร์ส่วนใหญ่ในตลาด ความจริงแล้วเครื่องชี้เศรษฐกิจจีนก็ส่งสัญญาณถึงการปรับตัวดีขึ้น
โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตเบื้องต้นในเดือน พ.ย. ของจีนอยู่ที่ 50.4 ปรับตัวเพิ่มขึ้น (>50) เป็นครั้งแรก
ในรอบ 13 เดือน ในขณะที่เดียวกัน ยอดค้าปลีกในเดือน ต.ค. ของจีนก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 14.5% จากช่วงเดียวกันของปี
ก่อน สูงที่สุดในรอบ 3 เดือน และอัตราเงินเฟ้อในเดือน ต.ค. ก็ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 1.7%

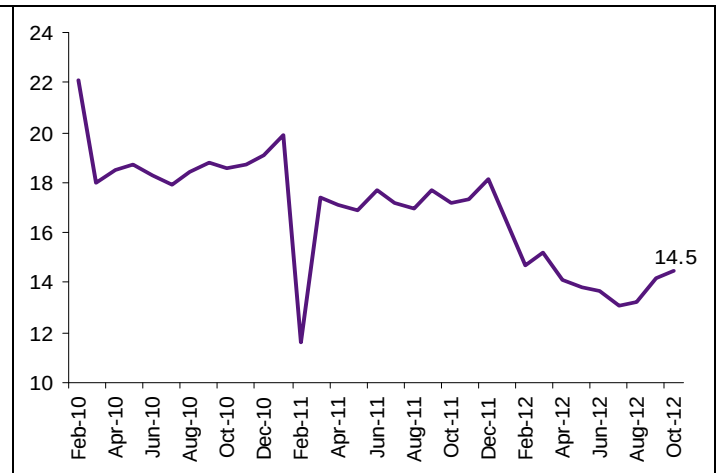


Figure 9: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ของจีน



Source: Bloomberg

Figure 10: อัตราเติบโตของยอดค้าปลีกจีน (%YoY)



Source: Bloomberg

ในขณะที่เราไม่คิดว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงด้านนโยบายการเงินและการคลังมากนัก เพราะจีนเพิ่งเปลี่ยนผู้นำทางการเมืองในรอบ 10 ปีไปเมื่อไม่นานนี้ แต่เราคาดว่าจะเห็นการผลักดันมาตรการที่ช่วยสนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจ (เช่น ลดอัตราดอกเบี้ย และใช้จ่ายงบประมาณ) ออกมามากขึ้น ในระยะกลาง ผู้นำจีนคนใหม่จะสนับสนุนการปฏิรูปเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ได้แก่ การเปิดเสรีอัตราดอกเบี้ย การหันมาระดมทุนด้วยการออกพันธบัตรแทนการกู้ยืมเงินจากธนาคาร และการแลกเปลี่ยนเงินหยวนได้อย่างเสรี

ไทย

ในรายงาน *Outlook ไตรมาส 4/2012* ของ SCB EIC มีการปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ของประเทศไทยลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5.3% ในปี 2555 และ 4.6% ในปี 2556 การส่งออกชะลอตัวเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้ปรับประมาณการ GDP ลดลง ในขณะที่อุปสงค์ภายในประเทศยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะการลงทุนภาคเอกชน

SCB EIC คาดว่าอัตราการขยายตัวของการส่งออกจะฟื้นตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 6.5% ในปี 2556 เทียบกับระดับ 4% ในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุตสาหกรรมยานยนต์และอุตสาหกรรมอาหาร อย่างไรก็ตามสิ่งที่น่าสนใจในปี 2556 คือ การลงทุนภาครัฐที่คาดว่าจะขยายตัว 16.1% ในปี 2556 จาก 5.2% ในปี 2555 โดยส่วนใหญ่จะเกิดจากการใช้จ่ายลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานจำนวน 2.27 ล้านล้านบาทในปี 2555-2559

Figure 11: สรุปประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญของ SCB EIC

Key indicators	2011	Unit	Actual	SCB EIC forecast				Consensus		BOT	
	Share (%)			2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012		2013
Real GDP growth		% YoY	0.1%	0.4%	4.2%	2.4%	14.9%	5.3%	4.6%	4.3%	5.0%
Demand-side											
Private consumption	52.0%	% YoY	1.3%	2.9%	5.3%	5.8%	7.6%	5.4%	4.1%	4.1%	3.9%
Public consumption	10.1%	% YoY	1.1%	-0.2%	5.6%	3.0%	7.0%	3.7%	5.0%		5.2%
Investment (GFCF)	21.5%	% YoY	3.3%	5.2%	10.2%	9.9%	20.0%	11.1%	7.2%	6.9%	
Private investment	16.8%	% YoY	7.2%	9.2%	11.8%	11.5%	18.9%	12.7%	5.0%		9.1%
Public investment	4.7%	% YoY	-8.7%	-9.6%	4.0%	5.0%	25.0%	5.2%	16.1%		22.0%
Supply-side											
Agriculture	8.6%	% YoY	4.1%	3.4%	1.3%	4.1%	4.3%	3.3%	3.1%		
Manufacturing	39.0%	% YoY	-4.3%	-4.3%	2.7%	-1.0%	30.0%	5.5%	4.8%		
Services	52.4%	% YoY	2.9%	3.5%	5.9%	4.8%	7.6%	5.4%	4.8%		
External sector											
Export of Goods (USD)		% YoY	14.0%	-1.4%	2.0%	-4.8%	24.0%	4.0%	6.5%	9.7%	10.8%
Import of Goods (USD)		% YoY	25.3%	10.4%	9.5%	-0.6%	15.2%	8.3%	5.1%	7.8%	10.1%
Current account		USD bln	5.9	1.4	-2.4	-1.9	0.6	-2.3	1.9	1.3	0.4
Key rates											
Headline inflation		% YoY	3.8%	3.4%	2.5%	2.9%	3.8%	3.2%	3.3%	3.2%	3.4%
Core inflation		% YoY	2.4%	2.7%	2.0%	1.8%	2.1%	2.2%	2.0%		1.9%
Policy rate (RP-1D) (end period)		% p.a.	3.25%	3.00%	3.00%	3.00%	2.50%	2.50%	2.25%		
THB/USD (end period)		THB/USD	31.2	30.8	31.6	30.8	30.5	30.5	31.0		
THB/EUR (end period)		THB/EUR	41.0	41.1	40.0	39.6	39.1	39.1	40.1		
THB/JPY (end period)		THB/100JPY	40.2	37.2	39.6	39.6	38.7	38.7	38.2		
THB/CNY (end period)		THB/CNY	4.9	4.9	5.0	4.9	4.8	4.8	5.0		
Oil prices – Brent (period average)		USD/bbl	111.1	118	110	109	111	112	112		

* For 12Q3, actuals are reported for Key rates, Oil prices and International tourists.

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

คาดลดอัตราดอกเบี้ยลง
อีก 2 ครั้งในไตรมาส
4/55 และไตรมาส 1/56

สำหรับด้านนโยบายการเงิน SCB EIC คาดว่า กนง.จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีกครั้งก่อนสิ้นปีนี้ และจะปรับลงอีกครั้งในไตรมาส 1 ปี 2556 ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลงเหลือ 2.25% ในขณะเดียวกัน อัตราเงินเฟ้อจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว โดยคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อทั่วไปและอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานที่ระดับ +3.2% และ +2.2% ในปี 2555 และ +3.3% และ +2.0% ในปี 2556 ตามลำดับ

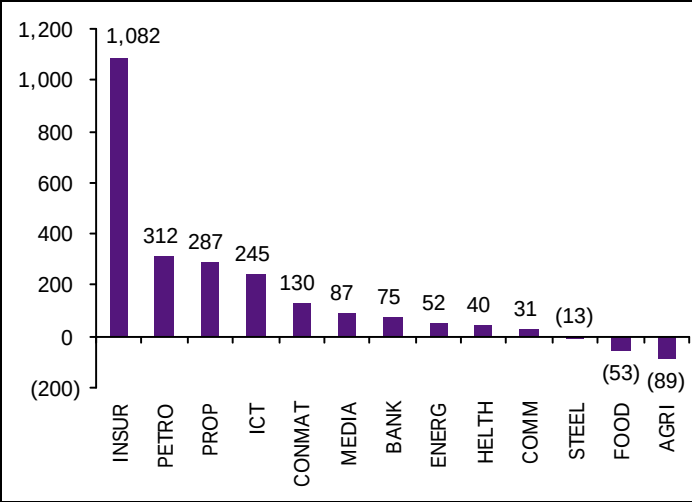
ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ผลการดำเนินงานบริษัท
จดทะเบียนฟื้นตัวดีขึ้นมาก
ในไตรมาส 3/55

บริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของเราประกาศผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยมีกำไรสุทธิรวมทั้งหมด 2.17 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 34% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้น 64% จากไตรมาสก่อนหน้า ส่วนใหญ่เกิดจากราคาน้ำมันดิบที่ฟื้นตัวขึ้นมากและผลกระทบต่อเนื่องที่มีต่อบริษัทในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี กำไรสุทธิรวมทั้งหมดในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 มีจำนวน 5.64 แสนล้านบาท ค่อนข้างทรงตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อน

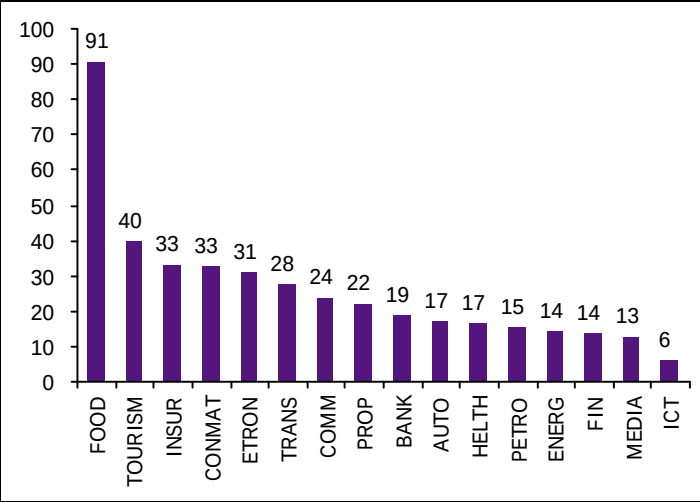
กลุ่มที่กำไรสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนมากที่สุด 3 กลุ่มแรก คือ: 1) กลุ่มการแพทย์ +81.5% 2) กลุ่มยานยนต์ +50% และ 3) กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ +37% ในทางกลับกัน กลุ่มที่กำไรสุทธิปรับตัวลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนมากที่สุด 3 กลุ่มแรก คือ: 1) กลุ่มเหล็ก ซึ่งมีขาดทุนสุทธิ 2) กลุ่มธุรกิจการเกษตร ซึ่งมีขาดทุนสุทธิ และ 3) กลุ่มวัสดุก่อสร้าง

Figure 12: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิไตรมาส 4/55



Source: SCBS Investment Research

Figure 13: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติปี 2556



Source: SCBS Investment Research

Figure 14: Sector valuation and forecasts

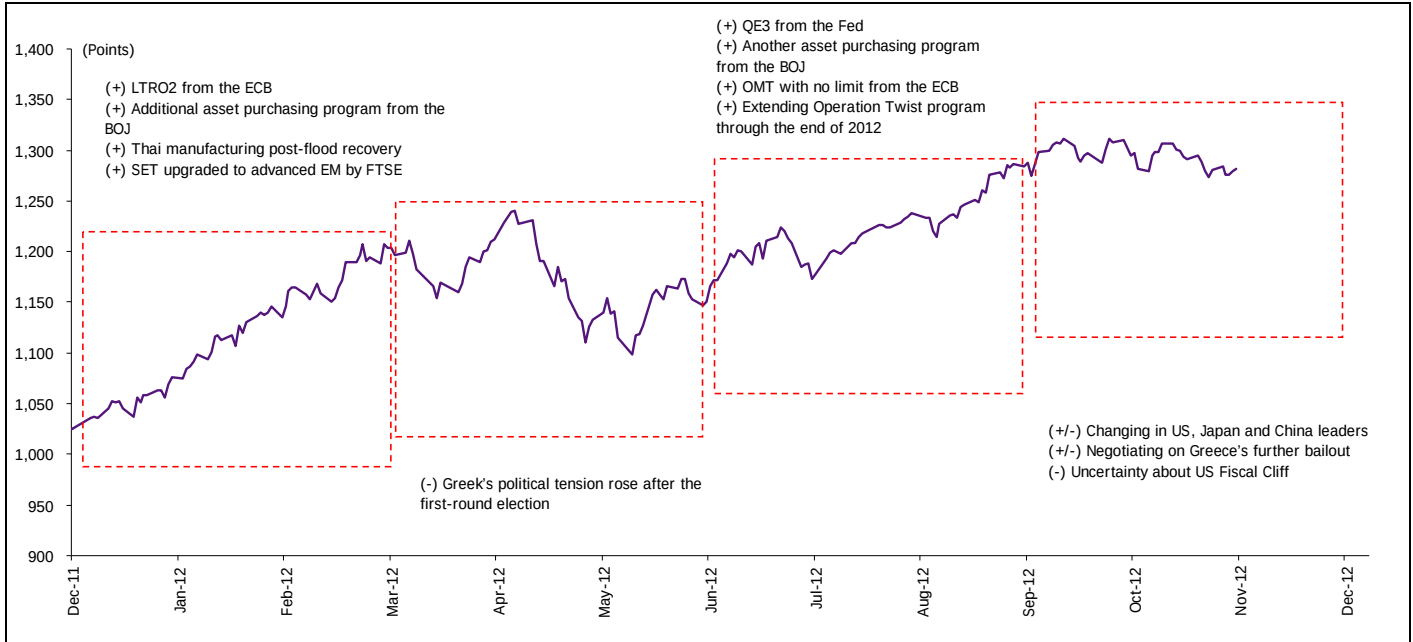
	Core PE (x)			Core Profit Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
Agribusiness	n.m.	9.87	7.88	n.m.	n.m.	0.25	1.51	1.39	1.50	(0.50)	14.65	18.30	1.40	4.20	6.99
Automotive	10.25	8.77	7.78	70.85	16.97	12.69	1.57	1.41	1.26	16.29	16.94	17.09	3.45	3.88	4.37
Banking	11.75	9.87	8.75	27.24	19.00	12.86	1.73	1.54	1.38	15.89	16.52	16.62	0.67	0.77	0.87
Commerce	30.37	24.57	19.29	31.33	23.57	27.40	8.91	7.70	6.55	32.12	33.62	36.69	2.11	2.69	2.38
Construction Materials	21.31	16.04	13.06	(15.26)	32.87	22.79	2.43	2.25	2.07	11.63	14.57	16.52	2.71	3.47	4.22
Electronic Components	13.34	9.08	8.23	19.59	31.21	10.28	1.26	1.14	1.06	10.01	13.15	13.33	4.59	5.65	6.00
Energy & Utilities	9.66	8.44	7.51	2.37	14.41	12.38	1.46	1.31	1.17	15.91	16.30	16.42	4.41	4.89	5.58
Finance & Securities	13.03	11.45	11.20	91.29	13.85	2.17	1.76	1.65	1.55	13.92	14.87	14.26	4.78	5.12	5.21
Food & Beverage	30.19	15.83	13.32	(30.97)	90.68	18.89	2.91	2.67	13.24	11.55	17.57	33.32	3.07	3.88	6.19
Health Care Services	26.57	22.74	19.71	46.86	16.82	15.36	4.62	4.14	3.69	22.47	21.77	21.92	1.63	1.89	2.18
ICT	20.10	18.90	15.85	21.01	6.33	19.25	5.97	6.18	6.84	31.02	30.22	32.18	5.46	5.69	6.45
Insurance	15.61	11.73	9.55	1.06	33.08	22.85	3.33	2.70	2.20	23.33	25.41	25.35	1.61	2.14	2.63
Media & Publishing	22.72	20.13	18.78	25.82	12.89	7.19	7.20	6.84	6.57	32.64	34.84	35.68	4.17	4.64	4.98
Petrochemicals & Chemicals	11.19	9.70	8.37	(16.46)	15.39	15.81	1.36	1.24	1.13	12.64	13.38	14.13	3.58	3.95	4.99
Property Development	14.21	11.61	9.70	45.93	22.35	19.71	2.32	2.11	1.89	17.47	19.03	20.57	4.37	4.80	6.77
Steel	n.m.	26.91	5.74	(171.51)	n.m.	368.93	1.16	1.11	0.94	(85.01)	4.21	17.71	-	1.05	1.05
Tourism & Leisure	35.68	25.53	20.07	74.26	39.75	27.21	3.98	3.64	3.28	11.55	14.89	17.18	1.12	1.54	1.95
Transportation & Logistics	28.68	20.73	16.49	196.68	27.76	20.00	1.13	1.10	1.05	4.19	5.37	6.49	2.45	2.36	2.80
SCBS Universe	15.91	13.01	11.26	11.54	22.33	15.56	2.10	1.90	1.76	15.28	16.74	17.73	3.7	4.1	4.8

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 1/56 และกลยุทธ์การลงทุน

ปี 2555 ถือเป็นปีที่ดีปีหนึ่งสำหรับตลาดหุ้นไทย SET ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 26.68% ตั้งแต่วันที่ 2555 จนถึงเดือน ต.ค. และสามารถทำจุดสูงสุดใหม่ในรอบ 16 ปีที่ระดับ 1,314 จุดในเดือน ต.ค. ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดภูมิภาคโดยดัชนี MSCI Asia ex Japan ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาเพียง 12.72% ตั้งแต่วันที่ 2555 จนถึงเดือน ต.ค.

Figure 15: เหตุการณ์สำคัญในตลาดหุ้นไทยในปี 2555

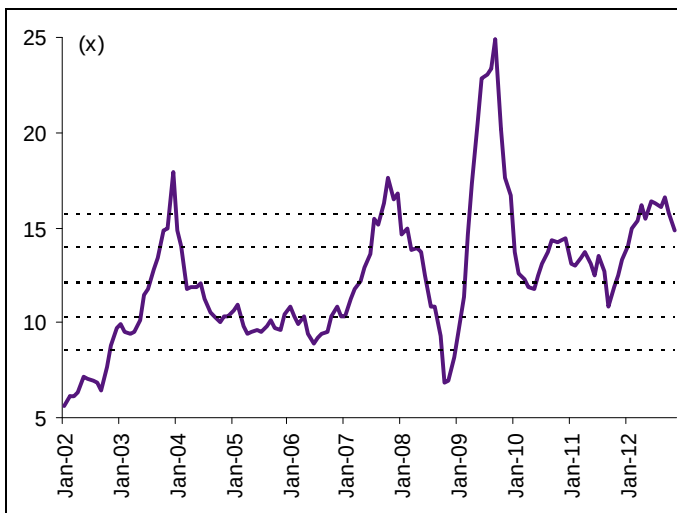


Source: SET, SCBS Investment Research

เป้า SET index ปลายปี 2556 อยู่ที่ 1,450 จุด

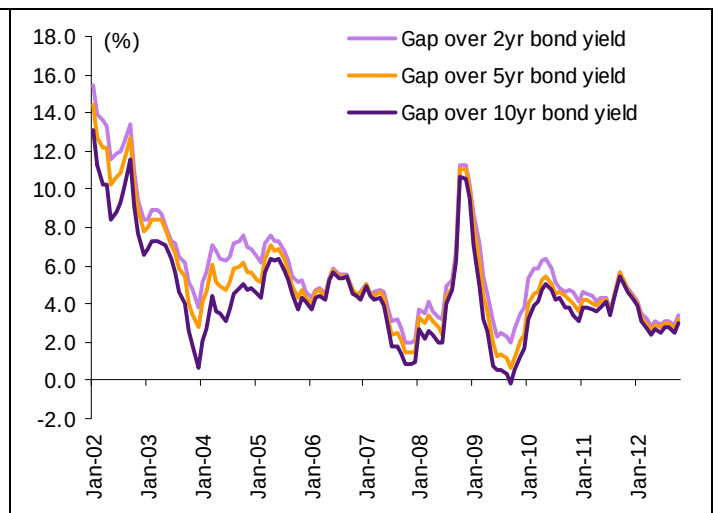
เราคำนวณ EPS ของ SET index ได้ที่ 77 บาท/หุ้นในปี 2554 และนำประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิสำหรับหุ้นในการวิเคราะห์ของเรามาคำนวณหา EPS ของ SET ได้ที่ 90 บาท/หุ้นในปี 2555 และ 103 บาท/หุ้นในปี 2556 ซึ่งหมายความว่า SET index จะเทรดที่ PER ระดับ 14.3 เท่าในปี 2555 และ 12.5 เท่าในปี 2556 เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ผ่านมาที่ระดับ 11.8 เท่า เราใช้สมมติฐาน PER เหมาะสมที่ระดับ 14 เท่า (ใกล้เคียงกับระดับ 0.5SD ของ PER เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี และ earnings yield สูงกว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอยู่ 4%) และได้เป้า SET index ปลายปี 2556 ที่ระดับประมาณ 1,450 จุด

Figure 16: SET index historical PER



Source: SCBS Investment Research

Figure 17: Earnings yield gap over government bond

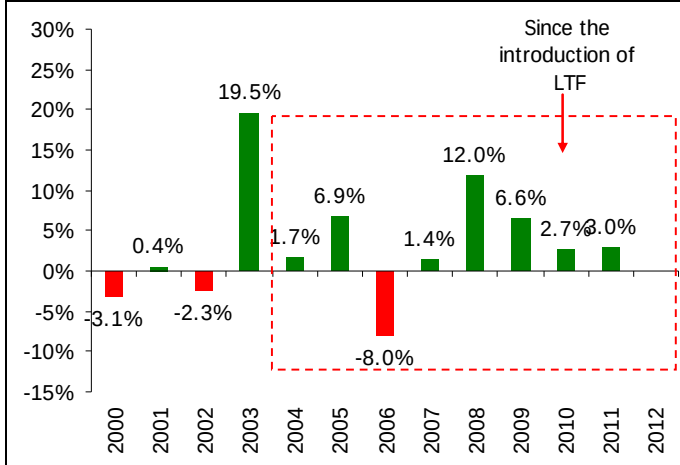


Source: SCBS Investment Research

สภาวตลาดมีแนวโน้ม
ปรับตัวเยื้องตอนต้น
ไตรมาส 1/56

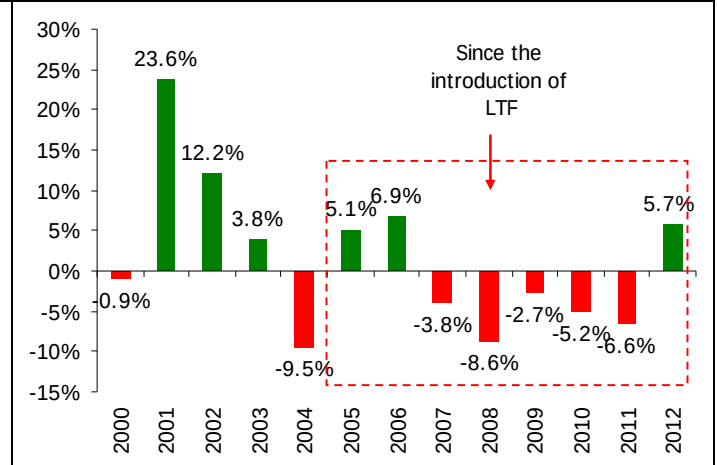
นับตั้งแต่มีการออกกองทุนหุ้นระยะยาว (LTF) บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุนก็พบเม็ดเงินจากนักลงทุนไหลเข้ามามากในเดือน ธ.ค. เพื่อให้ได้รับสิทธิประโยชน์ในการลดหย่อนภาษี ซึ่งดูเหมือนจะสร้างปัจจัยฤดูกาลขึ้นมาใหม่ โดยพบว่าตลาดหุ้นจะปรับตัวขึ้นมากในเดือน ธ.ค. และหลังจากนั้นก็อ่อนตัวลงในเดือน ม.ค. ในครั้งนี้ เราคาดว่าประเด็นหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) ของสหรัฐฯ จะยังไม่ได้รับการแก้ไขตอนต้นปี 2556 ซึ่งจะเพิ่มแรงกดดันขาหลังต่อ sentiment ตลาด โดย SET index จะมี downside อยู่ที่ระดับ 1,250 จุด แต่เมื่อปัญหาหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) ของสหรัฐฯ ได้ข้อยุติซึ่งน่าจะเกิดขึ้นราวกลางถึงปลายไตรมาส 1 ปี 2556 เราคาดว่า SET index จะกลับขึ้นไปทดสอบยอดสูงสุดเดิมที่ 1,314 จุด และมี upside ถึง 1,350-1,370 จุดโดยอิงกับการวิเคราะห์ทางเทคนิค

Figure 18: ผลตอบแทนของ SET index ในเดือน ธ.ค.



Source: SCBS Investment Research

Figure 19: ผลตอบแทนของ SET index ในเดือน ม.ค.



Source: SCBS Investment Research

ใช้แนวคิดการวิเคราะห์แบบ
bottom-up ในหุ้นขนาด
กลาง

ในระยะสั้น เรารู้สึกกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงที่เม็ดเงินต่างชาติจะไหลออกตอนต้นไตรมาส 1 ปี 2556 มากกว่ากลัวว่าจะตกหนักจากปัญหาหน้าผาทางการคลัง (fiscal cliff) ของสหรัฐฯ ได้ข้อยุติเร็วกว่าคาด เราชอบหุ้นขนาดกลางที่มีปัจจัยบวกสนับสนุนมากกว่าหุ้นขนาดใหญ่ โดยใช้แนวคิดการวิเคราะห์แบบ bottom-up (เจาะลึกเป็นรายบริษัท) ซึ่งเป็นกลยุทธ์ที่ใช้ได้ผลดีในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา หุ้น top picks ในไตรมาส 1 ปี 2556 คือ **BTS GLOW BCP SAMART** และ **AAV**

- **AAV** การประหยัดต้นทุนได้จำนวนมากจากการย้ายไปสนามบินดอนเมืองจะสะท้อนให้เห็นในผลประกอบการไตรมาส 4 ปี 2555 (จะคิดเป็น 50% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา) และจะเห็นผลทั้งปีในปี 2556 (คาดกำไรโต 39%) นอกจากนี้ AAV ยังเป็นหุ้นที่เรามองว่าน่าจะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยด้วย
- **BCP** เราคาดว่าค่าการกลั่นจะกลับคืนสู่ระดับปกติตั้งแต่ไตรมาส 4 ปี 2555 เป็นต้นไป ในขณะที่เดียวกัน ตลาดก็มีแนวโน้มที่จะให้ความสนใจมากขึ้นต่อธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของ BCP (เฟส 1 กำลังการผลิต 38 เมกะวัตต์ สร้างเสร็จแล้ว และจะเริ่มทยอยเดินเครื่องกำลังการผลิต 80 เมกะวัตต์ได้ในระยะ 2 ปีข้างหน้า)
- **BTS** ถ้าไม่มีแนวโน้มทำจุดสูงสุดใหม่ในระยะ 2 ไตรมาสข้างหน้า นอกเหนือจากผลการดำเนินงานจากการดำเนินธุรกิจปกติจะแข็งแกร่งแล้ว กำไรพิเศษ (กำไรจากการขายที่ดินและหุ้น VGI) ก็จะช่วยสนับสนุนกำไรสุทธิให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้บริษัทยังมีแนวโน้มจ่ายเงินปันผลพิเศษเพราะมีงบดุลที่แข็งแกร่งด้วย
- **GLOW** การรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจาก GHECO-One ตลอดทั้งปีมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิของ GLOW เติบโตสูงถึง 51% ในปี 2556 และยังมี upside เพิ่มเติมจากการขึ้นค่า Ft ด้วย (การปรับค่า Ft ขึ้นทุกๆ 1 สตางค์ จะช่วยหนุนให้กำไรของ GLOW ปรับเพิ่มขึ้นได้ 40 ล้านบาท)
- **SAMART** มีข่าวดีหลายอย่างรออยู่ ได้แก่ การประมูลโครงการไอซีที (ไตรมาส 1-2 ปี 2556) การเข้าซื้อหุ้นบริษัทเทต้า จำกัด การขยายธุรกิจสู่ธุรกิจดิจิทัลทีวี และการนำธุรกิจ call center เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในไตรมาส 3 ปี 2556

1Q13 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AAV	Buy	4.32	5.3	22.7	19.7	14.1	12.5	(3.9)	39.3	13.2	1.10	1.08	1.00	11.1	7.9	8.3	0.0	0.0	0.0	8.1	5.8	5.1
BCP	Buy	27.50	32.0	21.1	12.3	8.9	7.9	(62.1)	38.8	12.7	1.18	1.09	1.01	9.5	12.7	13.3	4.7	4.7	5.1	7.2	6.4	5.7
BTS	Buy	6.25	7.8	26.5	48.6	34.3	27.8	23.1	41.6	23.4	1.72	1.71	1.64	3.6	5.0	6.0	3.5	1.7	2.2	26.9	21.7	15.6
GLOW	Buy	70.50	82.0	20.3	19.2	12.8	12.4	23.4	50.5	2.6	2.82	2.50	2.28	15.2	20.8	19.2	3.0	4.0	4.1	11.4	9.0	8.6
SAMART	Buy	11.20	14.0	30.1	11.8	10.5	10.2	16.6	12.6	3.1	1.62	1.44	1.29	14.6	14.5	13.4	4.6	5.1	4.9	6.7	6.2	5.5
Average					22.3	16.1	14.2	(0.6)	36.6	11.0	1.69	1.56	1.44	10.8	12.2	12.0	3.2	3.1	3.3	12.1	9.8	8.1

Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

Top Picks



This page is left blank intentionally



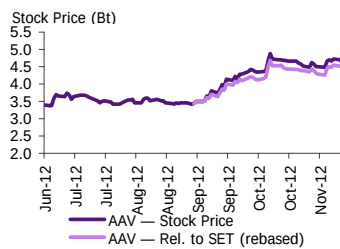
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 23) (Bt)	4.32
12-m target price (Bt)	5.30
Upside (Downside) to TP (%)	22.69
Mkt cap (Btbn)	20.95
Mkt cap (US\$mn)	683

Bloomberg code	AAV TB
Reuters code	AAV.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.20
Sector % SET	3.06
Shares issued (mn)	4,850
Par value (Bt)	0
12-m high / low (Bt)	5 / 3
Avg. daily 6m (US\$mn)	11.21
Foreign limit / actual (%)	0 / 0
Free float (%)	25.0
Dividend policy (%)	NA

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-6.1	24.9	-
Relative to SET	-5.1	20.5	-

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงในไตรมาส 4/55 และปี 2556

เราคาดว่า AAV จะรายงานกำไรจากการดำเนินงานที่ปรับขึ้นจำนวนมากในไตรมาส 4/55 (50% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา) จากช่วง high season และการประหยัดต้นทุนได้จากการย้ายไปสนามบินดอนเมือง กำไรจากการดำเนินงานที่ปรับขึ้นปี 2556 มีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 39% (เกินค่าเฉลี่ยกลุ่มขนส่งที่ 26%) จากปัจจัยเฉพาะตัวบริษัท ทั้งการย้ายไปสนามบินดอนเมือง และการขยายฝูงบิน รวมถึงปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม ตามแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจสายการบิน ต้นทุนต่ำ Valuation ของ AAV ไม่แพง โดยเทรดที่ PE ปี 56 ระดับ 14 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรเฉลี่ย 26% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 5.3 บาท

คาดมีกำไรจากการดำเนินงานที่ปรับขึ้นจำนวนมากในไตรมาส 4/55 AAV มีแนวโน้มรายงานกำไรจากการดำเนินงานที่ปรับขึ้นจำนวนมากในไตรมาส 4 ปี 255 โดยจะคิดเป็น 50% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของเรา และ 60% ของประมาณการกำไรปี 2555 ของตลาด การรับมอบเครื่องบินใหม่ 3 ลำ (+13% ของฝูงบินที่มีอยู่) จะช่วยสนับสนุนรายได้ค่าโดยสารในไตรมาส 4 ปี 2555 ซึ่งเป็นช่วง high season ของธุรกิจ นอกจากนี้บริษัทก็จะได้รับประโยชน์เพิ่มเติมจากการขึ้นค่าธรรมเนียมขึ้นกระเป๋ามือถือตอนปลายไตรมาส 2 ปี 2555 และในไตรมาส 3 ปี 2555 และการขึ้นค่าธรรมเนียมน้ำมันสำหรับเส้นทางบินระหว่างประเทศ (40% ของเส้นทางบินทั้งหมด) ตั้งแต่กลางเดือน ก.ย. 2555 การย้ายไปดอนเมืองในเดือน ต.ค. ช่วยให้บริการประหยัดต้นทุนได้จากการลดค่าธรรมเนียมการใช้น้ำมันลง 30% ในไตรมาส 4 ปี 2555 และต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง 1-2% จากรันเวย์ที่สั้นลงและไม่ต้องใช้เวลาในการนำเครื่องขึ้น-ลง

กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงในปี 2556 ที่ 39% กำไรจากการดำเนินงานที่ปรับขึ้นปี 2556 ของ AAV มีแนวโน้มเติบโต 39% (คาดการณ์โดย SCBS และตลาด) สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มขนส่งที่ 25% โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยเฉพาะตัวบริษัทและปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม สำหรับปัจจัยเฉพาะตัวบริษัท นอกเหนือจากการประหยัดต้นทุนได้ตลอดทั้งปีจากการใช้สนามบินดอนเมือง (คิดเป็น 50% ของอัตราเติบโตของกำไรปี 2556) แล้ว AAV ยังจะได้รับประโยชน์จากการขยายฝูงบิน (+6 ลำ หรือ +22% ของฝูงบินทั้งหมด) เพิ่มเส้นทางบินในจุดหมายปลายทางที่มีความต้องการเดินทางสูง (ภายในประเทศ อินโดจีน และจีนตอนใต้) และเพิ่มสัดส่วนรายได้อื่นต่อยอดขาย (+0.5%) ผ่านทางการแนะนำบริการใหม่ (Red Carpet ในเดือน ธ.ค. 2555, in-flight entertainment ในไตรมาส 1 ปี 2556 รวมถึงบริการ lounge และ fly-thru ในปี 2556) ส่วนปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม บริษัทจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจสายการบินต้นทุนต่ำ ทั้งนี้ความสามารถในการรองรับผู้โดยสารของสายการบินราคาต้นทุนต่ำคิดเป็นสัดส่วน 32% ของจำนวนที่นั่งผู้โดยสารทั้งหมดในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ยังต่ำกว่าระดับ 39% ของภูมิภาคยุโรป

Valuation ไม่แพง Valuation ของ AAV ไม่แพง โดยเทรดที่ PE ปี 2556 ระดับ 14 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรเฉลี่ย 26% ต่อปีในระยะ 2 ปีข้างหน้า

คงคำแนะนำ "ซื้อ" เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" AAV ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2556 ที่ 5.3 บาท ซึ่งอิงกับ PE 17 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าในระดับเฉลี่ย 26% ต่อปี (+0.5SD จาก PE ย้อนหลัง 7 ปีของ Air Asia Berhad เทียบกับการเติบโตของกำไรเฉลี่ยที่ 20%) เราชอบ AAV เพราะ 1) ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 เพราะเป็นช่วง high season ของธุรกิจ และต้นทุนจะลดลงจากการย้ายไปดอนเมือง; 2) กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตที่อัตราเฉลี่ย 26% ต่อปี โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยเฉพาะตัวบริษัทเอง คือ การย้ายไปดอนเมือง และการขยายฝูงบิน รวมถึงปัจจัยเฉพาะอุตสาหกรรม คือ ธุรกิจสายการบินต้นทุนต่ำมีแนวโน้มเติบโตในระยะยาว; และ 3) Valuation ไม่แพง

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btbn)	6,049	8,123	20,067	24,702	29,791
EBITDA	(Btbn)	1,010	1,064	2,555	4,003	4,752
Core profit	(Btbn)	827	936	1,006	1,482	1,679
Reported profit	(Btbn)	1,005	1,014	15,747	1,482	1,679
Core EPS	(Bt)	0.20	0.23	0.22	0.31	0.35
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E, core	(x)	21.43	18.92	19.69	14.13	12.48
EPS growth, core	(%)	n.m.	13.28	-3.91	39.30	13.24
P/BV, core	(x)	n.m.	2,315.29	1.10	1.08	1.00
ROE	(%)	(56.54)	(196.74)	11.12	7.90	8.32
Dividend yield	(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	(x)	17.36	16.23	8.13	5.82	5.08

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	6,049	8,123	20,067	24,702	29,791
Cost of goods sold	(4,983)	(6,915)	(17,109)	(20,347)	(24,779)
Gross profit	1,067	1,208	2,957	4,354	5,012
SG&A	(119)	(180)	(652)	(778)	(864)
Other income	182	226	522	642	775
Interest expense	(122)	(92)	(70)	(207)	(333)
Pre-tax profit	827	936	2,235	3,369	3,815
Corporate tax	0	0	(350)	(674)	(763)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	(880)	(1,213)	(1,373)
Core profit	827	936	1,006	1,482	1,679
Extra-ordinary items	178	78	14,741	0	0
Net Profit	1,005	1,014	15,747	1,482	1,679
EBITDA	1,010	1,064	2,555	4,003	4,752
Core EPS (Bt)	0.20	0.23	0.22	0.31	0.35
Net EPS (Bt)	0.25	0.25	3.44	0.31	0.35
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	2,035	1,451	3,149	4,451	6,006
Total fixed assets	690	772	27,011	30,732	34,292
Total assets	2,726	2,224	30,160	35,183	40,298
Total loans	101	262	2,325	4,586	6,524
Total current liabilities	3,685	2,162	4,606	5,349	6,263
Total long-term liabilities	1	54	1,896	3,858	5,545
Total liabilities	3,686	2,216	6,502	9,207	11,808
Paid-up capital	410	410	485	485	485
Total equity	(959)	8	23,658	25,977	28,490
BVPS (Bt)	(0.23)	0.00	3.94	4.01	4.31

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	827	936	1,006	1,482	1,679
Depreciation and amortization	62	36	249	426	604
Operating cash flow	(37)	673	17,438	2,261	2,764
Investing cash flow	(111)	(118)	(26,491)	(4,150)	(4,166)
Financing cash flow	100	(107)	9,974	2,859	2,746
Net cash flow	(48)	448	920	970	1,345

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	17.6	14.9	14.7	17.6	16.8
Operating margin(%)	15.7	12.7	11.5	14.5	13.9
EBITDA margin(%)	16.7	13.1	12.7	16.2	16.0
EBIT margin(%)	22.6	19.9	20.6	23.4	22.3
Net profit margin(%)	16.6	12.5	78.5	6.0	5.6
ROE (%)	(104.7)	13257.7	87.1	7.6	8.0
ROA (%)	36.9	45.6	52.2	4.2	4.2
Net D/E (x)	0.2	(58.1)	0.0	0.1	0.1
Interest coverage (x)	8.3	11.6	36.3	19.3	14.3
Debt service coverage (x)	8.3	5.5	8.0	5.4	4.0
Payout Ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total revenue	1,894	2,233	2,483	3,572	4,426
Cost of goods sold	(1,734)	(1,859)	(2,056)	(3,418)	(3,993)
Gross profit	161	373	427	154	433
SG&A	(105)	(129)	(158)	(139)	(299)
Other income	40	53	49	100	117
Interest expense	(9)	(5)	(3)	(0)	(0)
Pre-tax profit	86	293	315	115	252
Corporate tax	0	0	0	(48)	(61)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	17	(90)
Core profit	86	293	315	84	101
Extra-ordinary items	9	17	2	14,733	6
Net Profit	96	309	316	14,817	108
EBITDA	103	298	326	130	271
Core EPS (Bt)	0.02	0.07	0.08	0.02	0.02
Net EPS (Bt)	0.02	0.08	0.08	3.22	0.02

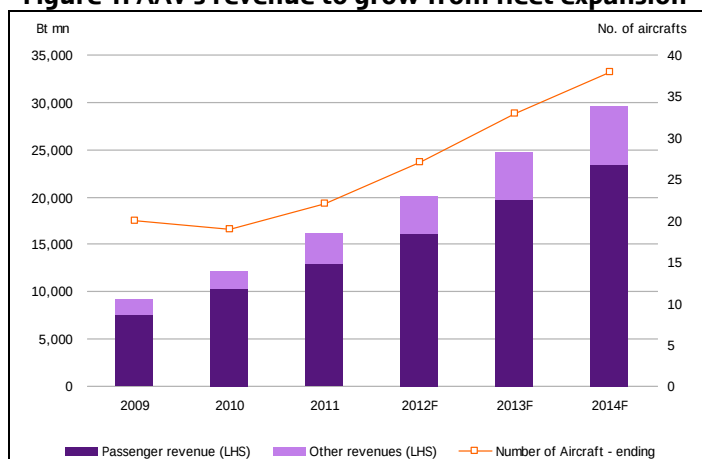
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total current assets	1,380	1,451	1,798	6,102	6,193
Total fixed assets	744	772	778	23,297	24,622
Total assets	2,123	2,224	2,576	29,399	30,815
Total loans	377	262	7	12	1,071
Total current liabilities	2,239	2,162	2,203	4,097	4,293
Total long-term liabilities	170	54	50	108	1,109
Total liabilities	2,409	2,216	2,252	4,205	5,402
Paid-up capital	410	410	410	485	485
Total equity	(286)	8	324	17,760	25,413
BVPS (Bt)	(0.07)	0.00	0.08	3.86	5.24

Main Assumptions

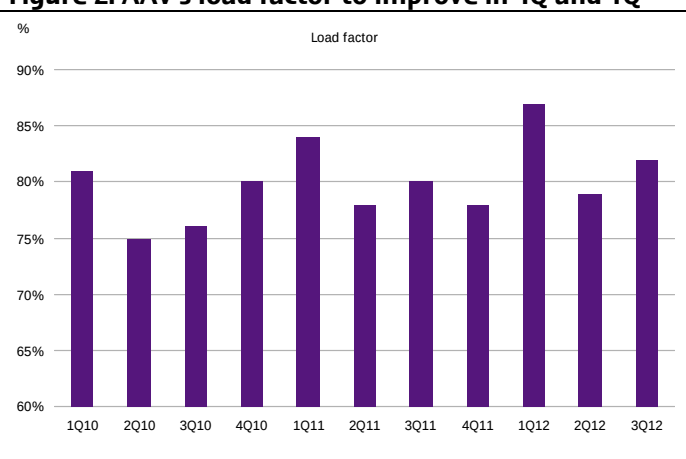
	2010	2011	2012F	2013F	2014F
load factor (%)	78.0%	80.0%	82.3%	82.0%	82.0%
ASK growth (%)	16.8%	21.0%	20.0%	22.0%	18.0%
RPK growth (%)	20.4%	24.8%	23.0%	21.5%	18.0%
Passenger yield (Bt/RPK)	1.73	1.76	1.77	1.78	1.80
Jet fuel price (US\$/Barrel)	88.3	125.0	127.0	128.0	130.0
FX (Bt/US\$)	31.7	30.3	31.0	30.5	30.5

Figure 1: AAV's revenue to grow from fleet expansion



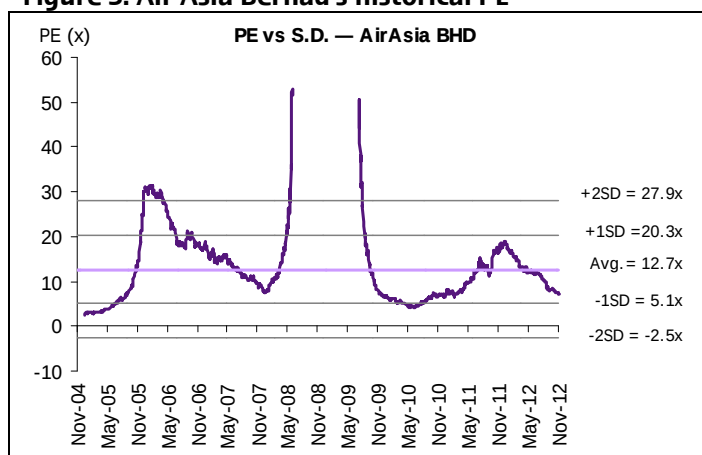
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: AAV's load factor to improve in 4Q and 1Q



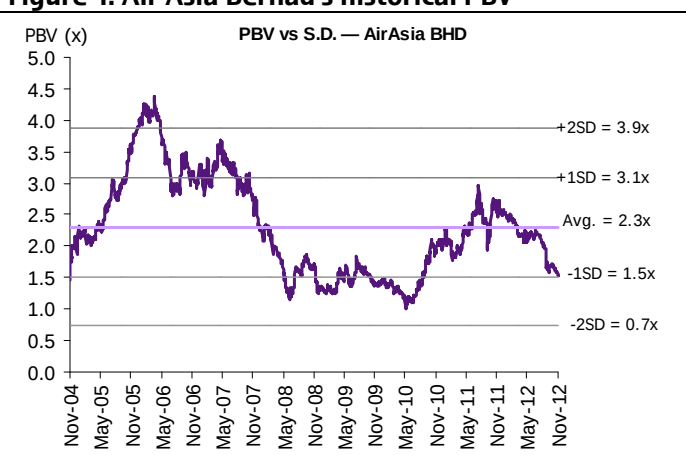
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Air Asia Berhad's historical PE



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Air Asia Berhad's historical PBV



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Regional airline peers

Company name	Country	Mkt Cap US mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			12-14F CAGR (%)	EV/EBITDA (x)				PBV (x)				ROE (%)			
			2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F		2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F			
Full service carriers																					
China Southern Airlines	China	4,967	11.1	8.2	7.3	-51.9	36.0	11.5	23.1	6.1	5.2	4.6	0.81	0.73	0.66	7.5	9.3	10.0			
China Eastern Airlines	China	5,069	8.5	6.5	6.0	-38.0	31.9	7.5	19.1	5.4	4.6	4.1	1.05	0.89	0.76	12.8	15.6	14.7			
Air China	China	9,088	13.1	9.5	8.3	-45.6	37.5	14.4	25.5	6.7	5.8	5.2	1.07	0.96	0.87	8.4	10.2	11.3			
Cathay Pacific Airways	Hong Kong	6,942	47.1	16.1	10.5	-79.3	193.1	53.7	112.3	9.8	7.3	6.0	0.94	0.89	0.84	2.0	6.9	8.8			
All Nippon Airways	Japan	7,565	14.6	11.8	10.6	21.2	23.6	11.4	17.3	4.5	4.1	3.8	0.81	0.78	n.a	5.8	6.5	7.0			
Malaysian Airline System	Malaysia	1,136	n.m	n.m	13.4	70.1	91.6	n.m.	n.m.	273.5	10.7	6.8	n.a	1.72	1.54	-42.4	4.3	18.2			
Singapore Airlines Ltd	Singapore	9,926	28.5	18.7	14.3	-28.4	52.5	30.4	41.0	4.0	3.4	3.0	0.93	0.90	n.a	3.4	5.0	6.3			
Asiana Airlines	South Korea	1,111	8.7	7.4	4.6	675.1	17.8	61.1	37.8	6.8	6.1	5.3	1.13	0.93	0.72	13.7	13.9	18.2			
Eva Airways	Taiwan	1,837	25.8	13.0	9.4	980.0	98.5	39.2	66.2	7.8	6.4	5.8	1.32	1.20	1.07	5.9	10.4	11.7			
Thai Airways Int.	Thailand	1,501	11.1	9.2	6.5	n.m.	19.8	42.1	30.5	5.7	5.1	4.6	0.68	0.64	0.59	7.1	7.4	9.6			
Average			18.7	11.2	9.1	167.0	60.2	30.1	41.4	33.0	5.9	4.9	0.97	0.96	0.88	2.4	9.0	11.6			
Low cost carriers																					
AirAsia BHD	Malaysia	2,599	8.0	8.2	7.0	79.0	-1.4	16.1	7.0	7.8	6.8	6.1	n.a	1.28	1.10	19.7	17.6	17.2			
Asia Aviation	Thailand	664	17.5	12.6	9.6	-2.0	38.8	30.6	34.6	10.3	5.8	4.2	1.28	1.34	1.19	85.5	15.5	13.1			
Cebu Air	Philippines	898	10.2	9.0	10.3	0.4	13.2	-12.3	-0.3	6.7	5.7	5.7	1.59	1.37	1.34	16.7	16.8	13.9			
Tiger Airways Holdings	Singapore	466	n.m	16.4	10.6	64.4	n.m.	54.1	n.m.	n.a.	24.7	9.3	2.10	1.79	n.a	-0.8	13.4	12.9			
Average			11.9	11.5	9.4	35.5	16.9	22.1	13.8	8.2	10.8	6.3	1.66	1.44	1.21	30.3	15.8	14.3			
	China		10.9	8.0	7.2	-45.2	35.1	11.1	22.5	6.1	5.2	4.6	0.98	0.86	0.76	9.6	11.7	12.0			
	Hong Kong		47.1	16.1	10.5	-79.3	193.1	53.7	112.3	9.8	7.3	6.0	0.94	0.89	0.84	2.0	6.9	8.8			
	Japan		14.6	11.8	10.6	21.2	23.6	11.4	17.3	4.5	4.1	3.8	0.81	0.78	0.00	5.8	6.5	7.0			
	Malaysia		4.0	4.1	10.2	74.5	45.1	8.1	3.5	140.6	8.8	6.5	0.00	1.50	1.32	-11.3	11.0	17.7			
	Philippines		10.2	9.0	10.3	0.4	13.2	-12.3	-0.3	6.7	5.7	5.7	1.59	1.37	1.34	16.7	16.8	13.9			
	Singapore		28.5	17.5	12.5	18.0	52.5	42.3	41.0	4.0	14.1	6.2	1.51	1.34	n.m.	1.3	9.2	9.6			
	South Korea		8.7	7.4	4.6	675.1	17.8	61.1	37.8	6.8	6.1	5.3	1.13	0.93	0.72	13.7	13.9	18.2			
	Taiwan		25.8	13.0	9.4	980.0	98.5	39.2	66.2	7.8	6.4	5.8	1.32	1.20	1.07	5.9	10.4	11.7			
	Thailand		14.3	10.9	8.1	-1.0	29.3	36.4	32.6	8.0	5.5	4.4	0.98	0.99	0.89	46.3	11.4	11.4			
Average			18.3	10.9	9.3	182.6	56.48	27.87	37.0	21.6	7.0	5.4	1.03	1.10	0.87	10.0	10.9	12.3			

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

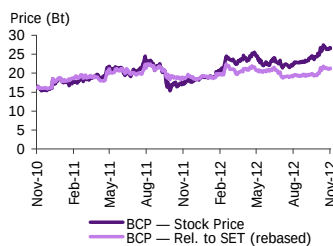


ข้อ

Stock data

Last close (Nov 23) (Bt)	27.50
12-m target price (Bt)	32.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.36
Mkt cap (Btbn)	37.87
Mkt cap (US\$mn)	1,234
Bloomberg code	BCP TB
Reuters code	BCP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.35
Sector % SET	20.27
Shares issued (mn)	1,377
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	29.5 / 17.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.45
Foreign limit / actual (%)	25 / 23
Free float (%)	62.7
Dividend policy (%)	≥ 30

Share Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.8	20.6	53.6
Relative to SET	3.9	16.4	17.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ผลการดำเนินงานกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP ด้วยราคาเป้าหมาย 32 บาท/หุ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง เนื่องจากโรงกลั่นของบริษัทกลับมาดำเนินการผลิตได้ตามปกติแล้ว ผลประกอบการไตรมาส 3 ปี 2555 พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าผลการดำเนินงานของ BCP มีความแข็งแกร่งมากกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ในสถานการณ์ที่ต้องหยุดเดินเครื่องโรงกลั่นนอกแผนเป็นเวลากว่า 1 ไตรมาส เราคาดการณ์ถึงแนวโน้มผลการดำเนินงานที่สดใสในไตรมาส 4 ปี 2555 และปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากค่าการกลั่นที่ดี และกำไรที่จากธุรกิจพลังงานทดแทน แนวโน้ม Upside จะมาจากเงินชดเชยความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้ในไตรมาส 3 ปี 2555

แนวโน้มเป็นบวกในไตรมาส 4/55 ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2555 ของ BCP มีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะค่าการกลั่นดีแม้ปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า และปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลั่นเพิ่มขึ้นเป็น 90,000 บาร์เรล/วัน (เพิ่มขึ้นจาก 38,000 บาร์เรล/วันในไตรมาส 3 ปี 2555) ค่าการกลั่นพื้นฐานน่าจะอยู่ที่ระดับประมาณ 8 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับระดับ 14 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3 ปี 2555 เราเชื่อว่าค่าการกลั่นพื้นฐานที่ลดลงสะท้อนถึงการกลับมาเปิดดำเนินการหน่วย CDU-3 ที่ให้ผลผลิตน้อยลงในเดือน ต.ค. นอกจากนี้ผู้บริหารก็คาดว่าจะราคาน้ำมันดิบดูไบจะแกว่งตัวในกรอบแคบๆ ที่ 103-107 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะมีกำไรขาดทุนจากสต็อกน้ำมันเล็กน้อยในปี 2555 เนื่องจากต้นทุนน้ำมันดิบของบริษัทอยู่ที่ระดับ 106 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล

การซ่อมบำรุงอย่างเข้มงวดมากขึ้นจะหนุนให้ดำเนินการได้อย่างราบรื่นมากขึ้น BCP เปลี่ยนนโยบายซ่อมบำรุงใหญ่มาเน้นการป้องกันเพิ่มมากขึ้น โดยจะทำการซ่อมบำรุงใหญ่ทุกๆ 18 เดือน แทนที่จะเป็นทุกๆ 2 ปี เหตุเพลิงไหม้ในเดือน ก.ค. 2555 ได้พิสูจน์ให้เห็นว่ารอยรั่วเพียงเล็กน้อย (50 ไมโครเมตร) สามารถสร้างความเสียหายอย่างหนักได้ รวมถึงค่าเสียโอกาส โดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาส 3 ปี 2555 ซึ่งเป็นช่วงที่ค่าการกลั่นอยู่ในระดับที่ดี อย่างไรก็ตาม ประกันภัยครอบคลุมความเสียหายที่เกิดขึ้นครั้งนี้ โดยประกอบด้วยประกันความเสียหายในส่วนสินทรัพย์จำนวน 800 ล้านบาท และประกันความเสียหายจากธุรกิจหยุดชะงัก BCP กำลังเจรจากับบริษัทประกันภัยเกี่ยวกับเงินชดเชยความเสียหายจากการหยุดชะงักทางธุรกิจ ซึ่งสามารถรับเงินชดเชยได้บางส่วนในไตรมาส 4 ปี 2555 ขณะที่เงินชดเชยส่วนใหญ่จะได้รับในปี 2556

จะทยอยรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ BCP พัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เฟสแรกเสร็จแล้ว โดยมีกำลังการผลิตรวม 38 เมกะวัตต์ และจะเริ่มทยอยเดินเครื่องกำลังการผลิตส่วนที่เหลืออีก 80 เมกะวัตต์ในปี 2556-57 บริษัทคาดว่า EBITDA จากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะปรับเพิ่มขึ้นจากจำนวน 400 ล้านบาทในปี 2555 เป็น 1.4 พันล้านบาทในปี 2556 และคาดว่าธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์จะสร้างส่วนแบ่ง 21% ของ EBITDA ทั้งหมดภายในปี 2559 เพิ่มขึ้นจากเพียง 6% ในปี 2555

เติบโตต่อเนื่องในระยะยาว EBITDA ของ BCP น่าจะเพิ่มขึ้นสู่จำนวนมากกว่า 9 พันล้านบาทในปี 2556 โดยอิงกับปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลั่นเฉลี่ย 110,000 บาร์เรล/วัน เราคาดว่า EBITDA ในปี 2556 อาจสูงถึง 1 หมื่นล้านบาท เทียบกับจำนวน 5.5 พันล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 ถ้ารวมเงินชดเชยความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้เข้ามา EBITDA จะปรับขึ้นสู่จำนวน 1.3 หมื่นล้านบาทภายในปี 2559 หลังจากกำลังการกลั่นของบริษัทปรับเพิ่มขึ้นเป็น 140,000 บาร์เรล/วัน เมื่อบริษัทติดตั้งหน่วย CDU ใหม่แทนหน่วย CDU-3 ในปี 2557 ซึ่งจะทำให้ปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลั่นเฉลี่ยปรับเพิ่มขึ้นเป็น 120,000 บาร์เรล/วัน

Valuation และคำแนะนำ เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” BCP เพราะผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยมีราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี sum-of-the-parts ที่ 32 บาท/หุ้น (มูลค่าธุรกิจโรงกลั่นอิงกับ PBV ที่ 1.3 เท่า และมูลค่าธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์คำนวณจากวิธี DCF) ปัจจุบัน BCP เทรดที่ P/E ปี 2556 เพียง 8.5 เท่า ในขณะที่ถ้าไม่มีแนวโน้มเติบโตสูงที่ระดับ 39% เทียบกับ P/E เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคและ P/E เฉลี่ยของตลาดที่ 13 เท่า ปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาดโดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวและกำลังการผลิตเพิ่มเติม และการหยุดผลิตนอกแผน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	136,369	158,610	147,922	201,511	201,631
EBITDA	(Btmn)	5,531	10,380	7,059	8,615	9,496
Core profit	(Btmn)	1,711	6,888	2,949	4,259	4,801
Reported profit	(Btmn)	2,796	5,610	4,449	4,259	4,801
Core EPS	(Bt)	1.49	5.88	2.23	3.09	3.49
DPS	(Bt)	1.05	1.65	1.30	1.30	1.40
P/E, core	(x)	18.4	4.7	12.3	8.9	7.9
EPS growth, core	(%)	66.1	293.3	(62.1)	38.8	12.7
P/BV, core	(x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	7.1	26.3	9.5	12.7	13.3
Dividend yield	(%)	3.8	6.0	4.7	4.7	5.1
EV/EBITDA	(x)	7.7	5.0	7.2	6.4	5.7

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	136,369	158,610	147,922	201,511	201,631
Cost of goods sold	130,020	147,984	140,849	192,031	191,448
Gross profit	6,350	10,626	7,073	9,480	10,183
SG&A	3,406	3,841	2,958	4,030	4,033
Other income	717	1,542	800	820	840
Interest expense	879	783	628	706	742
Pre-tax profit	2,782	7,544	4,087	5,364	6,049
Corporate tax	995	615	1,117	1,073	1,210
Equity a/c profits	0	(18)	10	10	10
Minority interests	(76)	(22)	(30)	(43)	(48)
Core profit	1,711	6,888	2,949	4,259	4,801
Extra-ordinary items	1,085	(1,278)	1,500	0	0
Net Profit	2,796	5,610	4,449	4,259	4,801
EBITDA	5,531	10,380	7,059	8,615	9,496
Core EPS (Bt)	1.49	5.88	2.23	3.09	3.49
Net EPS (Bt)	2.44	4.79	3.36	3.09	3.49
DPS (Bt)	1.05	1.65	1.30	1.30	1.40

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	32,084	31,294	29,283	35,214	36,249
Total fixed assets	26,328	30,309	35,276	37,749	39,055
Total assets	58,413	61,603	64,558	72,963	75,304
Total loans	19,617	18,582	18,315	20,715	20,115
Total current liabilities	17,580	14,541	17,318	20,810	20,759
Total long-term liabilities	18,052	17,183	14,869	17,270	16,671
Total liabilities	35,632	31,724	32,187	38,080	37,430
Paid-up capital	1,177	1,377	1,377	1,377	1,377
Total equity	22,616	29,729	32,191	34,660	37,602
BVPS (Bt)	19.22	21.59	23.38	25.17	27.31

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	1,711	6,888	2,949	4,259	4,801
Depreciation and amortization	1,870	2,053	2,345	2,545	2,705
Operating cash flow	6,933	1,120	10,784	2,258	7,522
Investing cash flow	(1,360)	(6,003)	(7,307)	(5,014)	(4,007)
Financing cash flow	1,400	(205)	(2,224)	653	(2,410)
Net cash flow	6,973	(5,088)	1,254	(2,103)	1,105

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	4.7	6.7	4.8	4.7	5.1
Operating margin(%)	2.2	4.3	2.8	2.7	3.1
EBITDA margin(%)	4.1	6.5	4.8	4.3	4.7
EBIT margin(%)	2.7	5.2	3.2	3.0	3.4
Net profit margin(%)	2.1	3.5	3.0	2.1	2.4
ROE (%)	7.1	26.3	9.5	12.7	13.3
ROA (%)	3.0	11.5	4.7	6.2	6.5
Net D/E (x)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4
Interest coverage (x)	6.3	13.3	11.2	12.2	12.8
Debt service coverage (x)	2.0	3.0	2.2	1.6	1.8
Payout Ratio (%)	43.0	34.5	38.7	42.0	40.2

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total revenue	39,772	40,172	47,610	40,362	33,322
Cost of goods sold	38,233	38,364	44,281	39,316	32,557
Gross profit	1,540	1,808	3,329	1,045	766
SG&A	849	1,305	835	902	887
Other income	415	74	79	140	67
Interest expense	187	195	191	204	270
Pre-tax profit	918	382	2,382	80	(324)
Corporate tax	250	(472)	751	(476)	250
Equity a/c profits	(15)	(4)	2	(9)	(8)
Minority interests	(9)	15	(12)	(15)	(4)
Core profit	644	865	1,621	531	(586)
Extra-ordinary items	(40)	(333)	817	(916)	1,658
Net Profit	604	532	2,438	(385)	1,072
EBITDA	1,595	1,164	3,130	837	579
Core EPS (Bt)	0.47	0.63	1.18	0.39	(0.43)
Net EPS (Bt)	0.44	0.39	1.77	(0.28)	0.78

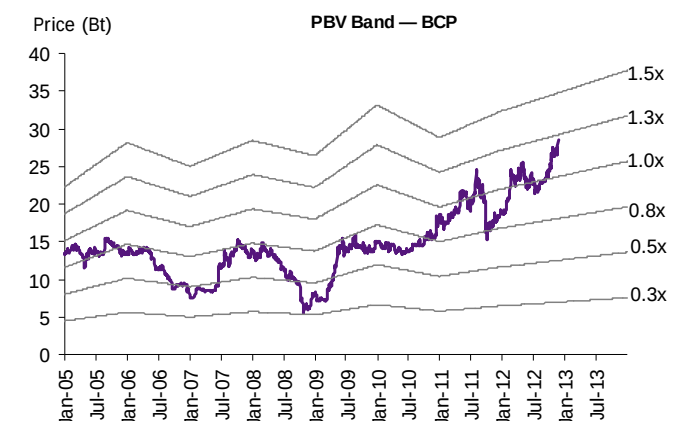
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total current assets	32,545	31,294	37,041	32,797	35,194
Total fixed assets	30,217	30,309	30,147	31,129	31,884
Total assets	62,762	61,603	67,188	63,927	67,078
Total loans	17,834	18,582	16,596	16,345	19,779
Total current liabilities	16,524	14,541	17,872	13,529	16,385
Total long-term liabilities	16,905	17,183	16,986	19,813	19,515
Total liabilities	33,428	31,724	34,858	33,343	35,900
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Total equity	29,168	29,729	32,167	30,406	30,996
BVPS (Bt)	21.18	21.59	23.36	22.08	22.51

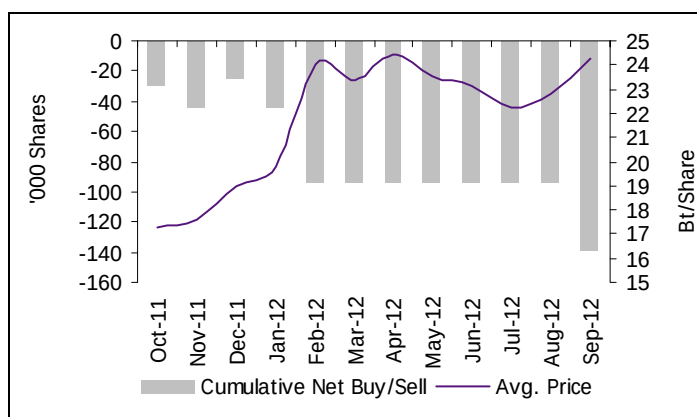
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Crude run (kbd)	87.8	85.0	80.0	103.0	103.0
Base GRM (US\$/bbl)	5.63	6.71	6.38	6.49	6.49
Marketing margin (Bt/litre)	0.55	0.54	0.55	0.55	0.55
Total capacity - Solar (MW)	0	0	38	38	38
Profit contribution - Solar (Bt, mn)	0	0	161	388	396
FX (Bt/US\$)	31.60	30.50	30.50	30.50	30.50

PBV Band Chart

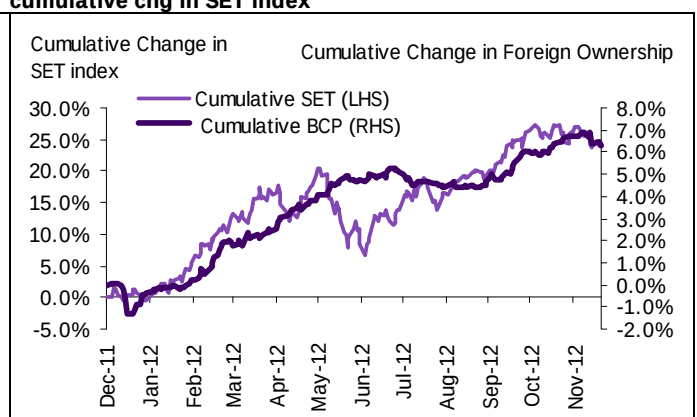


12-Month Cumulative directors trade



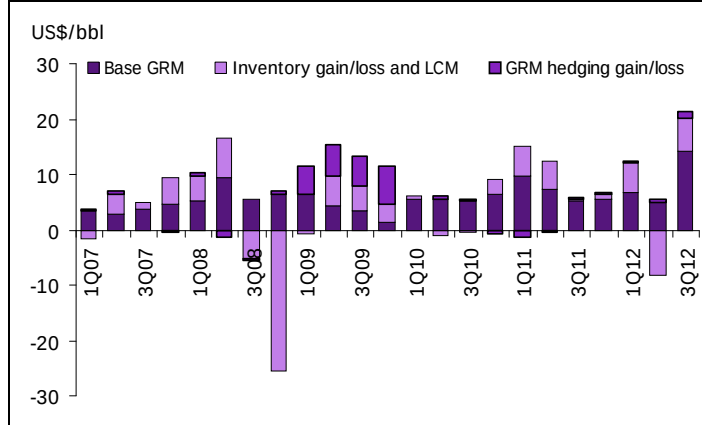
Source: SEC

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



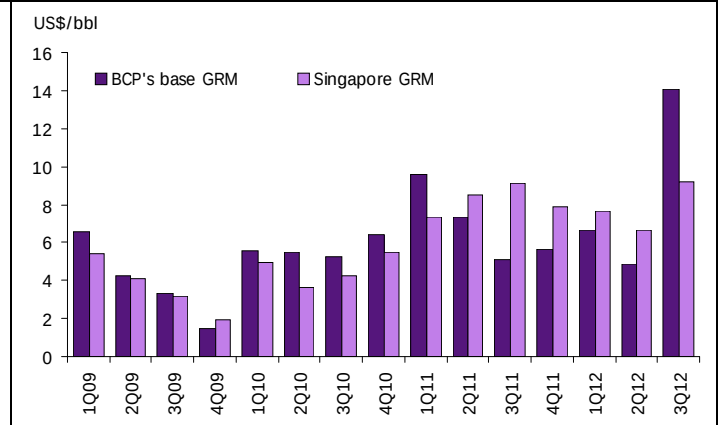
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BCP – market GRM & stock gain



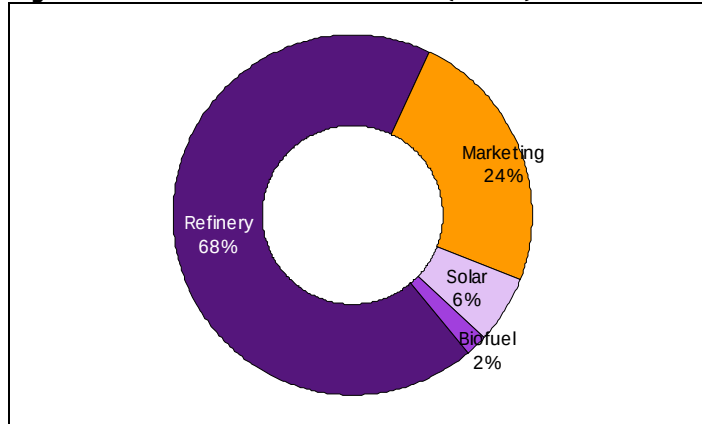
Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 2: BCP's market GRM vs. Singapore GRM



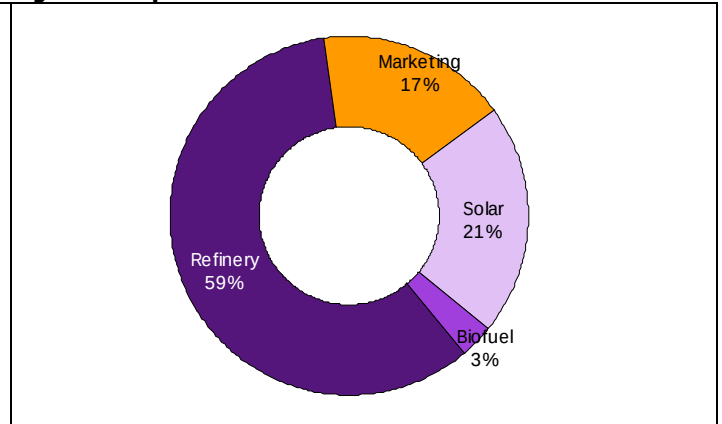
Source: BCP, Reuters, SCBS Investment Research

Figure 3: BCP – EBITDA breakdown (2012F)



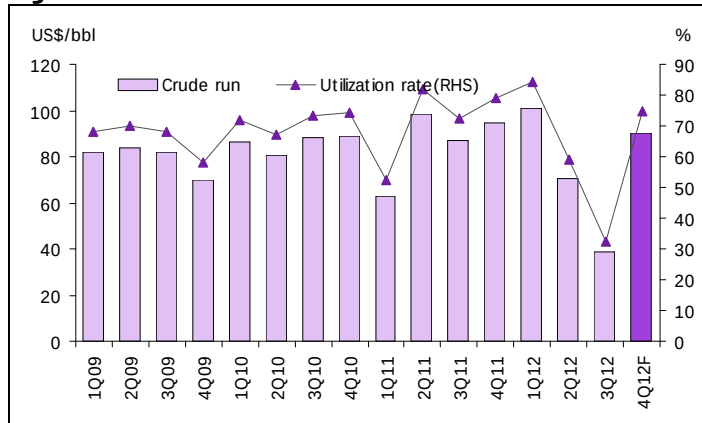
Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 4: Expected EBITDA breakdown for 2016F



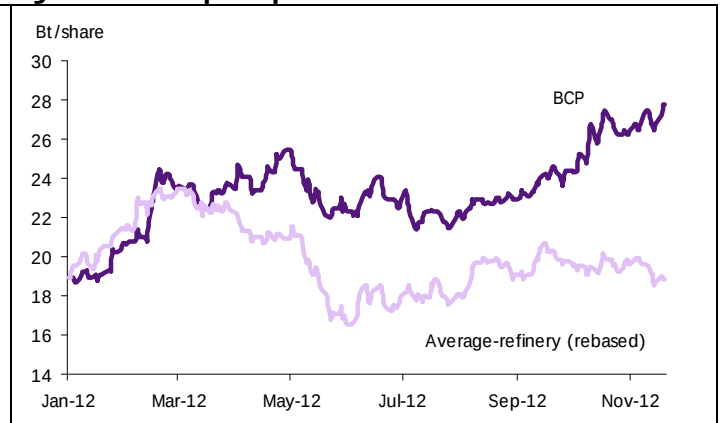
Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 5: BCP – crude run



Source: BCP, SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



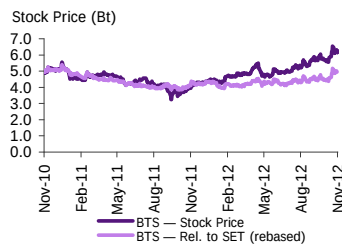
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 23) (Bt)	6.25
12-m target price (Bt)	7.80
Upside (Downside) to TP (%)	24.80
Mkt cap (Btbn)	66.19
Mkt cap (US\$mn)	2,156

Bloomberg code	BTS TB
Reuters code	BTS.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.62
Sector % SET	3.02
Shares issued (mn)	10,591
Par value (Bt)	4
12-m high / low (Bt)	6.8 / 0.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.93
Foreign limit / actual (%)	30 / 11
Free float (%)	51.4
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	11.6	19.0	51.3
Relative to SET	12.8	14.9	15.8

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

แนวโน้มธุรกิจสถานี

กำไรของ BTS มีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในงวดครึ่งหลังปีบัญชี 56 (ต.ค.55-มี.ค. 56) จาก 1) กำไรพิเศษจากการขายหุ้น VGI/ที่ดิน จำนวน 2.2 พันล้านบาทในไตรมาส 3 ปีบัญชี 56; 2) แนวโน้มที่จะมีกำไรจากการขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิจากการดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนกรุงเทพมหานครหลักให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน จำนวน 4 พันล้านบาท-1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4 ปีบัญชี 56; และ 3) กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากทุกธุรกิจ (ระบบขนส่งมวลชน สื่อโฆษณา และอสังหาริมทรัพย์) นอกจากนี้ BTS ยังมีแนวโน้มที่จะประกาศจ่ายเงินปันผลพิเศษด้วยเพราะมีเงินสด/กำไรพิเศษจำนวนมาก เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BTS ด้วยราคาเป้าหมายที่คำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 7.8 บาท

กำไรสุทธิงวดครึ่งหลังปีบัญชี 56 จะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เราคาดว่ากำไรสุทธิงวดครึ่งหลังปีบัญชี 2556 (ต.ค. 55 - มี.ค. 56) ของ BTS จะสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยเราคาดว่า BTS จะบันทึกกำไรพิเศษจำนวน 2.2 พันล้านบาท (รวมอยู่ในประมาณการของเราแล้ว) ในไตรมาส 3 ปีบัญชี 2556 ซึ่งประกอบด้วยกำไร 1.6 พันล้านบาทจากการขายหุ้น VGI เพื่อจดทะเบียนซื้อขายในตลาดฯ และกำไร 680 ล้านบาทจากการขายที่ดินที่สุขุมวิท ขณะที่ในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556 บริษัทอาจจะบันทึกกำไรพิเศษจำนวน 4 พันล้านบาท ถึง 1 หมื่นล้านบาท จากการขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิซึ่งจะได้รับจากการดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนกรุงเทพมหานครหลักตามสัญญาสัมปทานให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน (ยังไม่ได้นำมารวมในประมาณการของเรา) โดยอิงกับเป้าหมายที่ได้รับจากการขายรายได้ที่ 5-6 หมื่นล้านบาทของบริษัทฯ นอกจากนี้ กำไรปกติจากการดำเนินงานในงวดครึ่งหลังปีบัญชี 2556 มีแนวโน้มแข็งแกร่ง จาก: 1) จำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น ตามการเพิ่มจำนวนตู้โดยสาร (+23%) และการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ (วงเวียนใหญ่-บางหว้า) ในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556; 2) รายได้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากสื่อโฆษณาที่ไม่เกี่ยวข้องกับบระบบรถไฟฟ้าของ BTS (สัญญาบริหารพื้นที่สื่อโฆษณา มีคดีมีเดียฉบับใหม่กับ Big C/Big C Extra) และสื่อโฆษณาระบบรถไฟฟ้าของ BTS (ตู้โดยสารใหม่); และ 3) การโอนคอนโด Abstracts สุขุมวิท 66/4 ในงวดครึ่งหลังปีบัญชี 2556 และพลอยอินทรีในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556

มีโอกาสดำเนินการปันผลพิเศษ BTS มีโอกาสดำเนินการปันผลพิเศษโดยอิงกับเงินสดส่วนเกิน และกำไรจากการขายที่ดินกับการนำหุ้น VGI เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดฯ ที่ 6 พันล้านบาท (0.6 บาท/หุ้น) และ 2.5 พันล้านบาท (0.3 บาท/หุ้น) ตามลำดับ รวมถึงแนวโน้มที่จะได้เงินเพิ่มเติม 2.3-2.9 หมื่นล้านบาท (2.3-2.9 บาท/หุ้น) และกำไรเพิ่มเติม 4 หมื่นล้านบาทถึง 1 หมื่นล้านบาท (0.4-1.0 บาท/หุ้น) จากการขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิจากการดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนกรุงเทพมหานครหลักให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน ซึ่งส่วนใหญ่เราคาดว่าบริษัทจะเก็บไว้สำหรับการลงทุนในอนาคต ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลย้อนหลังในปีบัญชี 2555 พบว่า BTS ประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลตอนต้นเดือน ม.ค. และจ่ายเงินปันผลในเดือน ก.พ.

กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน บริษัท ระบบขนส่งมวลชนกรุงเทพ จำกัด (มหาชน) (BTSC ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ BTS ถือหุ้นอยู่ 97.46%) วางแผนขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิซึ่งจะได้รับจากการดำเนินงานระบบรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนกรุงเทพมหานครหลักตามสัญญาสัมปทานให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556 โดย BTS มีแนวโน้มที่จะจองซื้อหน่วยลงทุนจำนวนหนึ่งในสามของจำนวนหน่วยลงทุนทั้งหมด เราคำนวณอย่างคร่าวๆ ได้ว่าบริษัทจะบันทึกกำไรพิเศษจากรูกรถนี้เป็นเงิน 4 พันล้านบาท ถึง 1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556 ในขณะที่กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติในปีบัญชี 2557-58 จะไม่เปลี่ยนแปลงมากนัก โดยอิงกับอัตราการจ่ายเงินปันผล 90% ของกองทุน (ไม่มีค่าเสื่อมราคา/ค่าใช้จ่ายภาษี) การขายหุ้น 67% ส่วนแบ่งกำไร 55% จากรูกรถระบบขนส่งมวลชน (สายหลัก) และค่าธรรมเนียมการบริหารที่ 2% ของรายได้รูกรถระบบขนส่งมวลชน (สายหลัก) ในขณะที่เงินที่บริษัทตั้งเป้าว่าจะได้รับจากรูกรถนี้จำนวน 5-6 หมื่นล้านบาท ค่อนข้างใกล้เคียงกับประมาณการของเรา แต่เรามองว่าอาจจะ Upside จากแนวโน้มการเข้าลงทุนในโครงการขนส่งมวลชนเส้นทางใหม่ที่จะเปิดประมูลในปีหน้า

คำแนะนำ “ซื้อ” เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BTS ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2556 ซึ่งคำนวณได้จากวิธี SOTP ที่ 7.8 บาท ซึ่งเป็นราคาเป้าหมายกรณี fully diluted แต่ยังไม่ได้รวม Upside จากสัญญาการให้บริการเดินรถและซ่อมบำรุงฉบับใหม่ที่ 0.3 บาท/หุ้น ราคาเป้าหมายของเราประกอบด้วยมูลค่าธุรกิจระบบขนส่งมวลชนที่ 5.5 บาท/หุ้น (คำนวณได้จากวิธี DCF ปลายปีบัญชี 2573 โดยใช้ WACC 9% และอัตราเติบโต 0%) มูลค่าธุรกิจสื่อโฆษณาที่ 1.3 บาท/หุ้น (ราคาตลาด) และมูลค่าธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ 1.0 บาท/หุ้น (มูลค่าทางบัญชี)

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	5,892	7,976	9,959	12,651	13,516
EBITDA	(Btmn)	1,693	2,973	3,568	4,318	4,820
Core profit	(Btmn)	(333)	952	1,363	1,929	2,381
Reported profit	(Btmn)	252	2,106	3,889	1,929	2,381
Core EPS	(Bt)	(0.05)	0.10	0.13	0.18	0.22
DPS	(Bt)	0.22	0.30	0.22	0.11	0.13
P/E, core	(x)	N.A.	58.8	47.8	33.8	27.4
EPS growth, core	(%)	N.A.	N.A.	23.1	41.6	23.4
P/BV, core	(x)	1.21	1.52	1.69	1.68	1.61
ROE	(%)	0.7	5.7	10.1	5.0	5.9
Dividend yield	(%)	3.6	4.9	3.6	1.8	2.2
EV/EBITDA	(x)	44.5	29.5	26.6	21.4	15.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Bt mn)

FY March 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	5,892	7,976	9,959	12,651	13,516
Cost of goods sold	3,357	4,020	5,178	7,012	7,226
Gross profit	2,535	3,956	4,782	5,640	6,290
SG&A	1,283	1,389	1,564	1,708	1,865
Other income	180	122	90	127	135
Interest expense	1,602	1,432	1,457	1,191	1,051
Pre-tax profit	(170)	1,257	1,850	2,867	3,508
Corporate tax	106	173	296	573	702
Equity a/c profits	1	(2)	0	0	0
Minority interests	(58)	(130)	(192)	(365)	(426)
Core profit	(333)	952	1,363	1,929	2,381
Extra-ordinary items	585	1,153	2,527	0	0
Net Profit	252	2,106	3,889	1,929	2,381
EBITDA	1,693	2,973	3,568	4,318	4,820
Core EPS (Bt)	(0.05)	0.10	0.13	0.18	0.22
Net EPS (Bt)	0.03	0.23	0.37	0.18	0.22
DPS (Bt)	0.22	0.30	0.22	0.11	0.13

Profit and Loss Statement (Bt mn)

FY March 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	2,011	2,057	2,192	2,209	2,454
Cost of goods sold	992	1,051	1,078	1,114	1,182
Gross profit	1,019	1,007	1,115	1,096	1,272
SG&A	351	338	389	353	392
Other income	68	21	11	26	21
Interest expense	356	357	366	373	378
Pre-tax profit	380	332	371	396	523
Corporate tax	52	37	41	56	88
Equity a/c profits	0	0	(0)	(0)	1
Minority interests	(56)	(19)	(34)	(17)	(41)
Core profit	273	276	296	324	395
Extra-ordinary items	1,009	53	63	(14)	296
Net Profit	1,282	329	359	309	691
EBITDA	807	762	808	849	996
Core EPS (Bt)	0.031	0.030	0.032	0.036	0.043
Net EPS (Bt)	0.143	0.036	0.039	0.034	0.074

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	6,024	7,868	8,931	11,193	12,115
Total fixed assets	52,180	51,761	52,145	48,141	45,477
Total assets	58,204	59,629	61,076	59,334	57,591
Total loans	31,868	32,997	31,926	29,747	11,768
Total current liabilities	3,662	8,338	8,071	12,102	19,448
Total long-term liabilities	22,531	21,619	21,647	18,156	7,885
Total liabilities	26,193	29,957	29,718	30,258	27,333
Paid-up capital	35,769	36,600	36,600	36,600	36,600
Total equity	37,509	36,932	38,545	38,670	40,369
BVPS (Bt)	5.09	4.05	3.64	3.65	3.81

Balance Sheet (Btmn)

FY March 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	7,032	7,783	7,868	8,197	7,752
Total fixed assets	57,869	59,388	51,761	59,078	57,811
Total assets	64,901	67,171	59,629	67,276	65,563
Total loans	33,136	34,580	32,997	35,344	29,842
Total current liabilities	6,143	7,543	8,338	8,176	9,429
Total long-term liabilities	21,103	21,624	21,619	21,778	17,181
Total liabilities	27,246	29,167	29,957	29,954	26,610
Paid-up capital	36,600	36,600	36,600	36,642	38,667
Total equity	37,656	38,004	36,932	37,321	38,953
BVPS (Bt)	4.21	4.15	4.04	4.11	4.19

Cash Flow Statement (Btmn)

FY March 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	(333)	952	1,363	1,929	2,381
Depreciation and amortization	(1,187)	(1,503)	(1,620)	(1,799)	(1,941)
Operating cash flow	1,360	544	3,616	2,832	4,157
Investing cash flow	(24,794)	(1,059)	(50)	1,857	2,407
Financing cash flow	22,782	666	(3,343)	(2,483)	(3,864)
Net cash flow	(652)	152	223	2,205	2,700

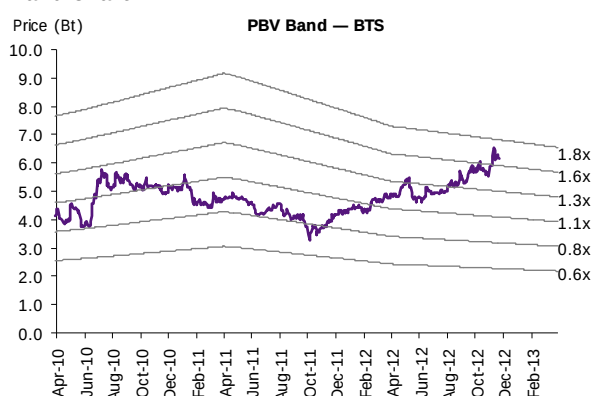
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
No. of riderships ('000 per day)	397.8	481.3	543.9	587.4	634.4
Fare rate (Bt/trip)	24.4	24.4	24.9	25.4	25.9
Income from train O&M (Bt mn)	316	818	1,109	1,490	1,692
Media rev from BTS (Bt mn)	1,370	1,959	2,728	3,124	3,623
Media rev from non-BTS (Bt mn)	496	823	1,399	1,608	1,866
Property revenue (Bt mn)	560	535	871	2,268	1,862

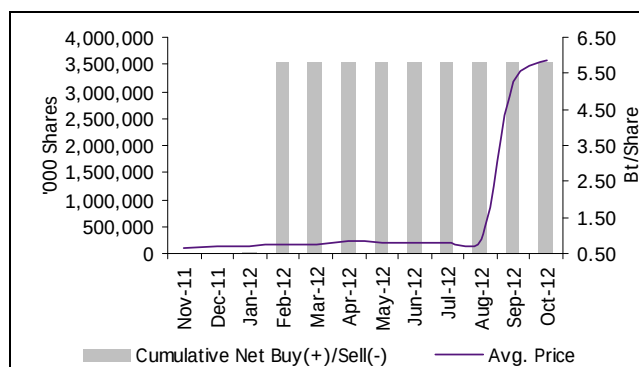
Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	43.0	49.6	48.0	44.6	46.5
Operating margin(%)	21.2	32.2	32.3	31.1	32.7
EBITDA margin(%)	28.7	37.3	35.8	34.1	35.7
EBIT margin(%)	24.3	33.7	33.2	32.1	33.7
Net profit margin(%)	4.3	26.4	39.1	15.2	17.6
ROE (%)	0.7	6.0	10.6	5.3	6.2
ROA (%)	1.8	3.6	4.3	4.9	5.5
Net D/E (%)	80.1	85.7	77.1	70.9	22.1
Interest coverage (x)	1.1	2.1	2.4	3.6	4.6
Payout Ratio (%)	41.6	129.9	60.0	60.0	42.6

PBV Band Chart

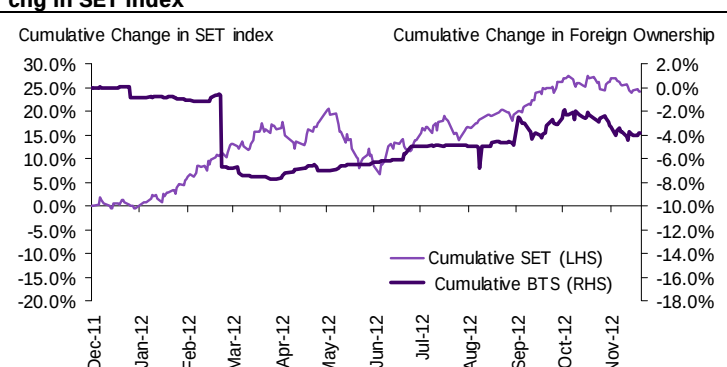


12-Month Cumulative directors trade



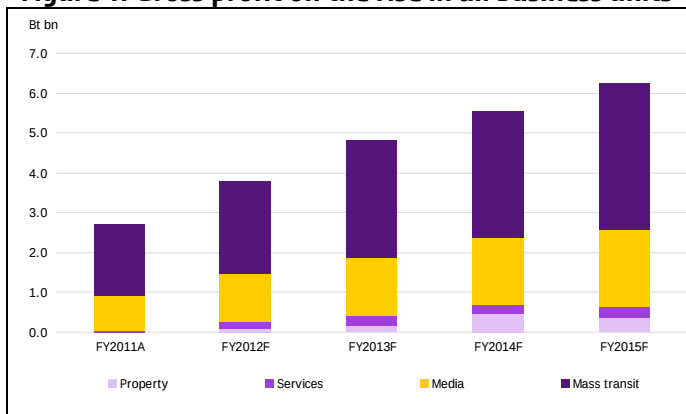
Source: SEC

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



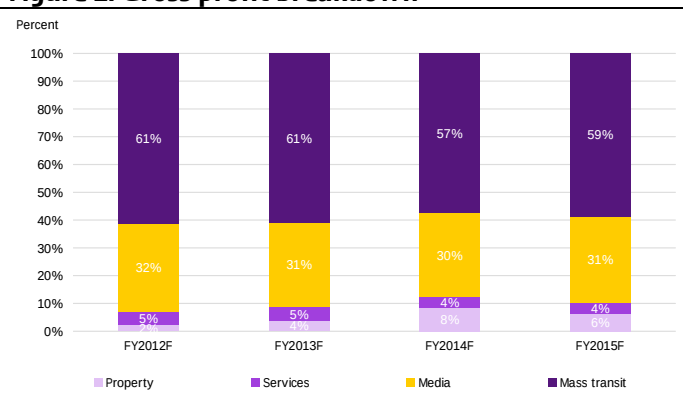
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Gross profit on the rise in all business units



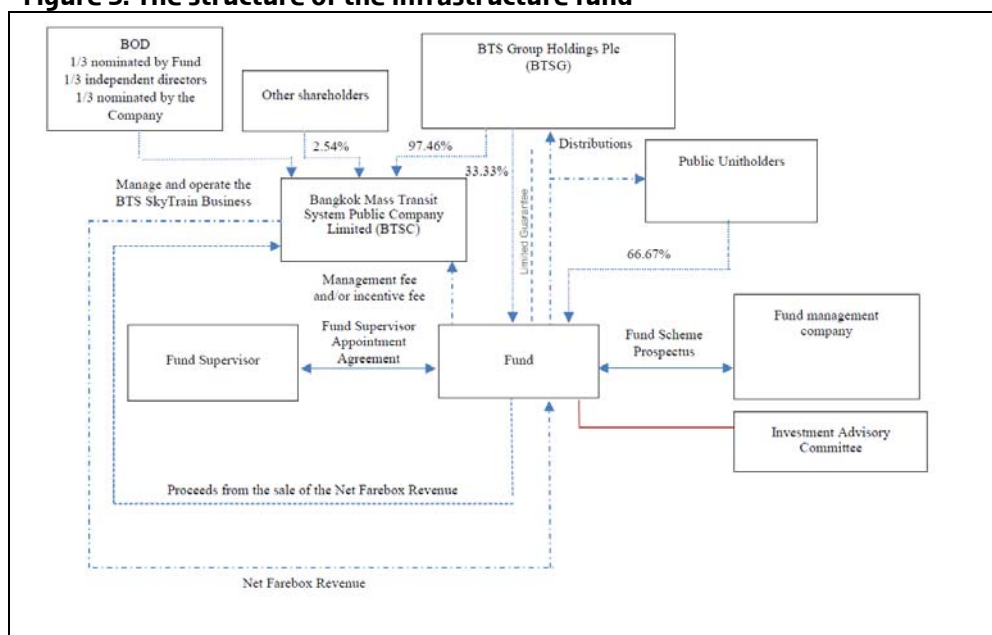
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Gross profit breakdown



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: The structure of the infrastructure fund



Source: Company data

Figure 4: BTS mass transit system – only revenue from the core system will be sold to the infrastructure fund

Mass transit	Length (km)	Startup period	Details	BTS's revenue recognition
BTS SkyTrain				
Core system				
Silom (Taksin Bridge-Mochit) and Sukhumvit (Onnut-Mochit)	23.5	Dec-99	Civil works: BTO/ E&M works: BOT	Based on the ridership and fare rate
Extension line				
Silom extension (Taksin Bridge-Wongwianyai)	2.2	May-09	O&M contract	Operation fee
Sukhumvit extension (Onnut-Bearing)	5.3	Aug-11	O&M contract	Operation fee
Silom extension (Wongwianyai-Bangwa)	5.3	Dec-12	O&M contract	Operation fee
MRT				
MRT (Chong Nonsi-Ratchapruk)	17.0	May-10	O&M contract	Operation fee

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Potential new investments in mass transit projects

Potential investments in mass transit projects	Distance (km)	Project value (Btmn)	Timeline for bidding
Green line from Mochit to Saphan Mai and Bearing to Samut Prakan	25	64,543	2013
Pink line from Khae Rai to Minburi	36	42,067	2013
Light Rail transit line from Bangna to Suvarnabhumi Airport	18	25,000	Under process of approval
Total (Civil work and E&M)	79	131,610	
Expected E&M		60,000	

Source: Company data and MRTA

This page is left blank intentionally



ซื้อ

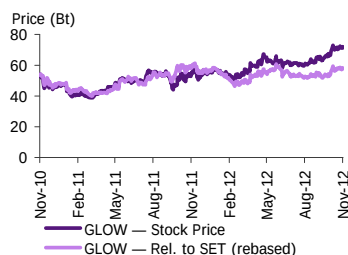
ได้เวลากีบเกี่ยวพล

Stock Data

Last close (Nov 23) (Bt)	70.50
12-m target price (Bt)	82.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.31
Mkt cap (Btbn)	103.13
Mkt cap (US\$mn)	3,359

Bloomberg code	GLOW TB
Reuters code	GLOW.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.96
Sector % SET	20.16
Shares issued (mn)	1,463
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	73 / 50
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.26
Foreign limit / actual (%)	100 / 44
Free float (%)	30.9
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-1.1	12.4	35.6
Relative to SET	0.0	8.4	3.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ถึงเวลาแล้วที่ GLOW จะเก็บเกี่ยวผลประโยชน์หลังจากใช้เวลาหลายปีในการขยายการลงทุน ซึ่งรวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหิน GHECO-One ที่จะเป็นปัจจัยสำคัญในการสนับสนุนผลการดำเนินงานตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป และโครงการโรงไฟฟ้า IPP ที่บริษัทชนะการประมูลในการประมูล IPP รอบ 2 ในปี 2550 เราคาดว่า GLOW จะรายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในปี 2556 โดยกำไรจะเติบโตสูงถึง 51% อันเป็นผลมาจากการดำเนินงานตลอดทั้งปีของ GHECO-One รวมถึงยอดขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นจากโครงการ SPP เฟส 5 ของบริษัท Upside เพิ่มเติมจะขึ้นอยู่กับ การปรับอัตราค่า Ft ขึ้นอีก

ผลการดำเนินงานจะมีแนวโน้มดีต่อเนื่องในไตรมาส 4/55 และปี 2556 หลังจาก GLOW รายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3 ปี 2555 เราคาดว่าโมเมนตัมผลการดำเนินงานที่ดีเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4 ปี 2555 และปี 2556 ผู้บริหารคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในไตรมาส 4 ปี 2555 น่าจะมีจำนวนไม่ต่ำกว่า 1.8 พันล้านบาท สูงกว่าจำนวน 1.5 พันล้านบาทในไตรมาส 3 ปี 2555 เมื่ออิงกับกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวน 600 ล้านบาทในเดือน ก.ย. ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ การดำเนินงานตลอดทั้งไตรมาสของ GHECO-One และอัตราค่า Ft ที่ 48 สตางค์/KWh ซึ่งหมายความว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติในปี 2555 ของ GLOW น่าจะมีจำนวน 5.4 พันล้านบาทในกรณีฐาน สอดคล้องกับประมาณการปัจจุบันของเรา

กำไรปี 2556 น่าจะยังอยู่ในเกณฑ์ดี กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจะเพิ่มขึ้นสู่จำนวนไม่ต่ำกว่า 7.2 พันล้านบาทในปี 2556 โดยอิงกับผลการดำเนินงานตามปกติในเดือน ก.ย. และมีแนวโน้ม Upside จากต้นทุนถ่านหินที่ลดลงสู่ระดับเพียง 85 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เทียบกับระดับ 114 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราค่าไฟของโรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงกว่า 2 บาท/KWh เทียบกับระดับ 1.9 บาท/KWh ในเดือน ก.ย. 2555 การดำเนินงานตลอดทั้งปีของ GHECO-One จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานในปีหน้า แม้มีแผนหยุดซ่อมบำรุงเป็นเวลา 45 วันในไตรมาส 1 ปี 2556 เพื่อเปลี่ยนอุปกรณ์บางอย่างที่เป็นสาเหตุทำให้เกิดการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนในไตรมาส 3 ปี 2555 หลังจากเพิ่งเริ่มเดินเครื่องผลิต

ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม (Cogeneration) จะฟื้นตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการ SPP เฟส 5 เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมจะปรับเพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่จะมาจากโครงการ SPP เฟส 5 จากระดับที่คาดการณ์ไว้ที่ประมาณ 70% ในปี 2555 สู่ระดับ 80-85% ในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นและผลจากการขายไฟฟ้าแบบ firm กับ กฟผ.เต็มปี นอกจากนี้การได้ลูกค้าอุตสาหกรรมที่ได้รับผลจากเหตุน้ำท่วมของ BSTE ในช่วงเดือน พ.ค.-ต.ค. 2555 กลับคืนมาก็จะเพิ่มเป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ช่วยหนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นจากปีก่อน อย่างไรก็ตาม BSTE ซึ่งเป็นลูกค้าหลักที่ซื้อไอน้ำ (10%) จาก GLOW จะยังปิดดำเนินการอยู่

อัตราค่า Ft น่าจะปรับขึ้นอีกในปี 2556 ทั้ง ๆ ที่คาดว่าต้นทุนเชื้อเพลิงจะลดลง ผู้บริหารมองว่าอัตราค่า Ft มีแนวโน้มที่จะปรับขึ้นอีกในปี 2556 เนื่องจาก กฟผ. ต้องชดเชยภาระจำนวน 1.4 หมื่นล้านบาทที่ต้องแบกรับในปีที่ผ่านมา เพื่อลดผลกระทบของราคาพลังงานที่สูงขึ้นต่อค่าครองชีพในประเทศไทยให้มีน้อยที่สุด ทั้ง ๆ ที่ความจริงแล้วราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้ต้นทุนพลังงานปรับลดลงในปี 2556 เราคาดว่าอัตราค่า Ft ที่ปรับขึ้นทุก ๆ 1 สตางค์ จะหนุนให้กำไรของ GLOW ปรับเพิ่มขึ้น 40 ล้านบาท/ปี

Valuation และคำแนะนำ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" GLOW ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2556 ที่ 82 บาท ซึ่งให้ผลตอบแทนรวม 20% (แนวโน้ม Upside ของราคาหุ้น 16% และผลตอบแทนจากเงินปันผล 4%) นอกจากนี้ยังมีความเป็นไปได้ที่ GLOW อาจจะต้องจ่ายเงินปันผลเพิ่มจากเงินสะสมส่วนเกินของบริษัท เนื่องจากบริษัทไม่มีแผนลงทุนใหญ่ๆ รออยู่ Valuation ปี 2556 ของ GLOW ดูน่าสนใจ โดยเทรดที่ P/E เพียง 12.8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 22 เท่า

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	35,657	40,359	65,069	72,740	71,543
EBITDA	(Btmn)	9,494	10,023	13,981	16,827	16,849
Core profit	(Btmn)	4,062	4,349	5,366	8,078	8,285
Reported profit	(Btmn)	5,716	3,494	5,366	8,078	8,285
Core EPS	(Bt)	2.78	2.97	3.67	5.52	5.66
DPS	(Bt)	1.90	2.01	2.10	2.80	2.90
P/E, core	(x)	25.4	23.7	19.2	12.8	12.4
EPS growth, core	(%)	11.9	7.1	23.4	50.5	2.6
P/BV, core	(x)	3.1	3.0	2.8	2.5	2.3
ROE	(%)	12.5	12.8	15.2	20.8	19.2
Dividend yield	(%)	2.7	2.9	3.0	4.0	4.1
EV/EBITDA	(x)	16.3	16.5	11.4	9.0	8.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	35,657	40,359	65,069	72,740	71,543
Cost of goods sold	29,059	33,570	54,275	58,988	57,885
Gross profit	6,598	6,789	10,794	13,752	13,658
SG&A	501	708	1,812	1,972	1,940
Other income	568	726	163	145	159
Interest expense	1,487	1,679	2,201	1,967	1,716
Pre-tax profit	5,178	5,128	6,945	9,958	10,161
Corporate tax	615	925	540	899	939
Equity a/c profits	0	(0)	0	0	0
Minority interests	(502)	146	(1,039)	(981)	(937)
Core profit	4,062	4,349	5,366	8,078	8,285
Extra-ordinary items	1,654	(854)	0	0	0
Net Profit	5,716	3,494	5,366	8,078	8,285
EBITDA	9,494	10,023	13,981	16,827	16,849
Core EPS (Bt)	2.78	2.97	3.67	5.52	5.66
Net EPS (Bt)	3.91	2.39	3.67	5.52	5.66
DPS (Bt)	1.90	2.01	2.10	2.80	2.90

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	17,717	20,412	22,034	22,986	23,567
Total fixed assets	89,609	99,823	96,988	94,086	91,214
Total assets	107,327	120,235	119,022	117,072	114,781
Total loans	61,791	70,779	64,651	56,385	49,213
Total current liabilities	9,610	12,823	18,032	12,935	18,154
Total long-term liabilities	59,764	68,181	58,393	55,963	43,386
Total liabilities	69,374	81,003	76,425	68,897	61,539
Paid-up capital	14,629	14,629	14,629	14,629	14,629
Total equity	33,784	34,252	36,577	41,173	45,303
BVPS (Bt)	23.09	23.41	25.00	28.15	30.97

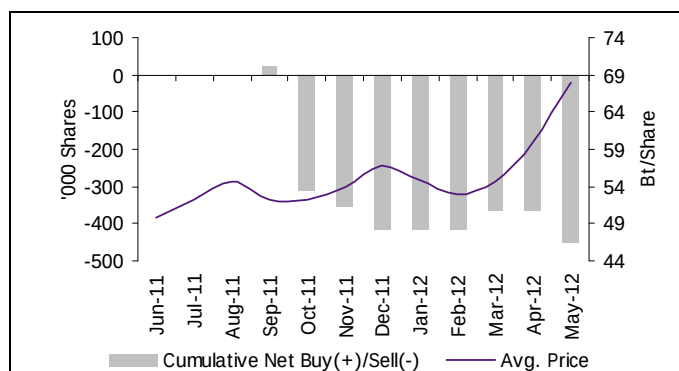
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	4,062	4,349	5,366	8,078	8,285
Depreciation and amortization	2,829	3,216	4,835	4,902	4,972
Operating cash flow	8,596	5,777	9,242	12,247	13,340
Investing cash flow	(24,435)	(13,481)	(2,000)	(800)	(2,100)
Financing cash flow	17,406	3,889	(8,128)	(10,766)	(10,389)
Net cash flow	1,567	(3,816)	(887)	681	851

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	18.5	16.8	16.6	18.9	19.1
Operating margin(%)	17.1	15.1	13.8	16.2	16.4
EBITDA margin(%)	26.6	24.8	21.5	23.1	23.6
EBIT margin(%)	18.7	16.9	14.1	16.4	16.6
Net profit margin(%)	16.0	8.7	8.2	11.1	11.6
ROE (%)	12.5	12.8	15.2	20.8	19.2
ROA (%)	4.2	3.8	4.5	6.8	7.1
Net D/E (x)	1.5	1.8	1.6	1.2	0.9
Interest coverage (x)	6.4	6.0	6.4	8.6	9.8
Debt service coverage (x)	1.6	1.8	2.0	1.6	4.0
Payout Ratio (%)	48.6	84.1	57.3	50.7	51.2

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total revenue	10,780	10,966	10,985	13,412	15,596
Cost of goods sold	8,836	9,599	9,661	11,443	12,933
Gross profit	1,944	1,367	1,323	1,968	2,664
SG&A	170	228	169	162	135
Other income	41	609	1,100	29	34
Interest expense	492	510	439	436	619
Pre-tax profit	1,323	1,239	1,816	781	1,928
Corporate tax	200	203	319	(48)	252
Equity a/c profits	0	(0)	0	(0)	(0)
Minority interests	84	(66)	(441)	225	(342)
Core profit	1,207	970	1,055	1,054	1,335
Extra-ordinary items	(214)	(307)	494	(507)	550
Net Profit	994	663	1,549	547	1,885
EBITDA	2,599	2,676	3,254	2,197	3,691
Core EPS (Bt)	0.83	0.66	0.72	0.72	0.91
Net EPS (Bt)	0.68	0.45	1.06	0.37	1.29

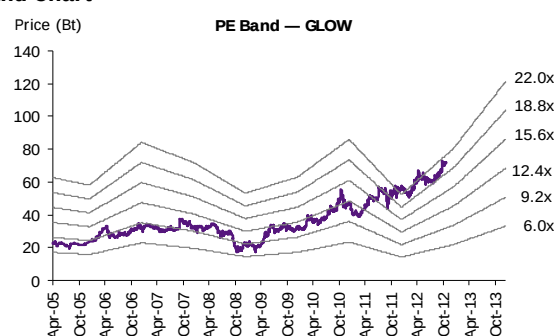
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total current assets	25,058	20,412	20,641	25,885	25,304
Total fixed assets	97,312	99,823	101,076	101,306	102,574
Total assets	122,369	120,235	121,718	127,191	127,878
Total loans	73,868	71,980	70,970	74,664	73,774
Total current liabilities	13,091	12,823	12,752	19,720	20,297
Total long-term liabilities	71,137	68,181	67,395	67,342	66,463
Total liabilities	84,228	81,003	80,147	87,062	86,760
Paid-up capital	14,629	14,629	14,629	14,629	14,629
Total equity	33,574	34,252	35,776	34,544	35,209
BVPS (Bt)	22.95	23.41	24.46	23.61	24.07

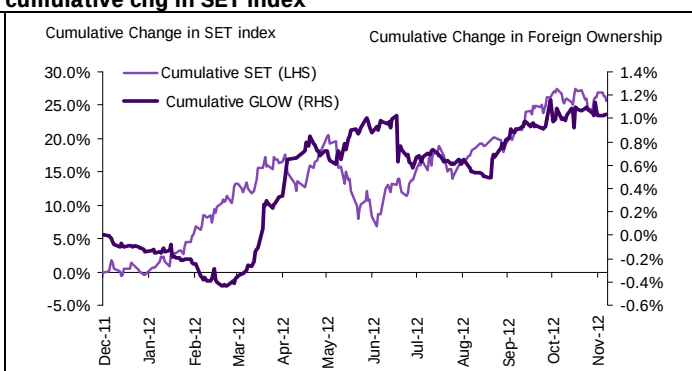
Main Assumptions

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Sales to EGAT by IPP	5,697	4,930	6,798	10,845	10,845
Sales to EGAT by SPP	3,395	4,052	4,975	4,975	4,975
Sales to industrial customers	3,898	4,249	5,592	6,184	6,250
Steam dispatched ('000 tons)	5,372	6,220	7,524	7,793	7,793
Avg eff cost of natural gas (Bt/MMBtu)	227	249	302	280	280
Avg eff cost of coal (US\$/ton)	90	109	126	107	92

PE Band Chart

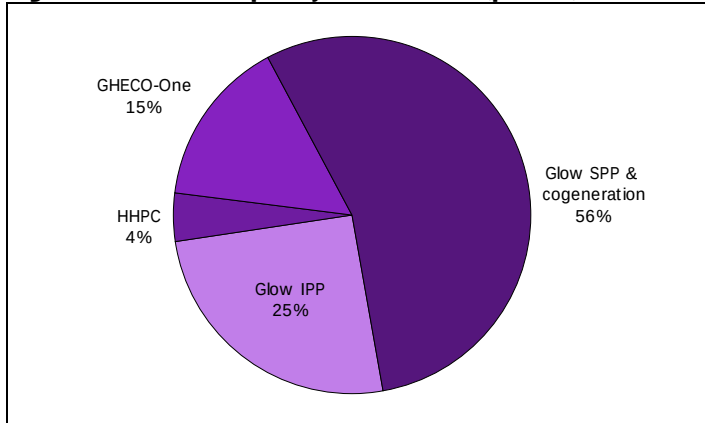


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



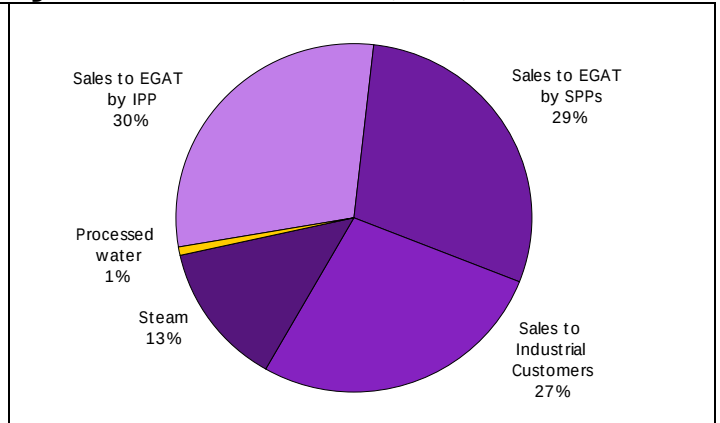
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: GLOW's capacity breakdown (power)



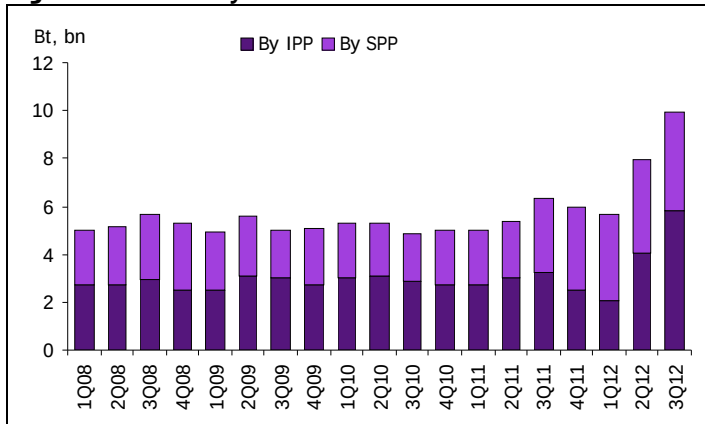
Source: GLOW, SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown (9M12)



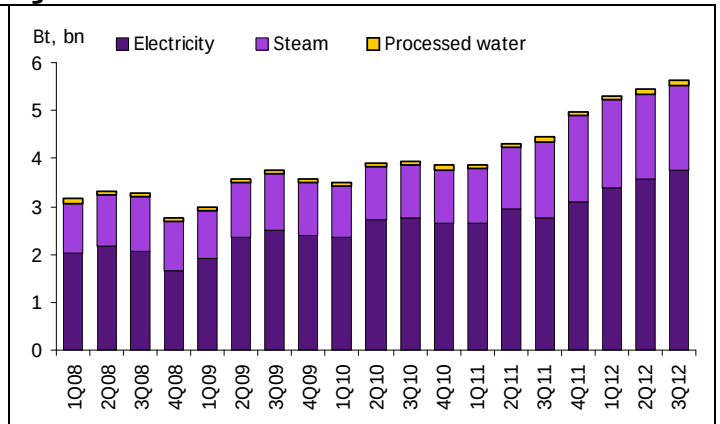
Source: GLOW, SCBS Investment Research

Figure 3: Electricity sales to EGAT



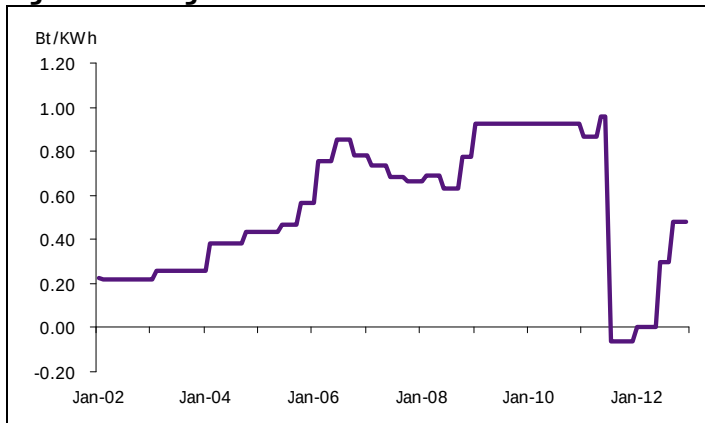
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 4: Sales to industrial customers



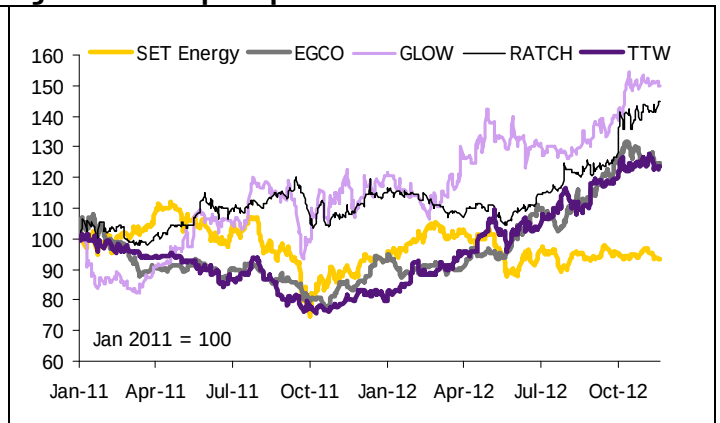
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Change in Ft rates



Source: EPPO, SCBS Investment Research

Figure 6: Share price performance – utilities



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

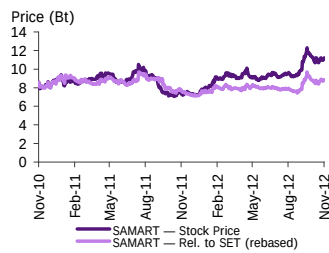
ซื้อ

Stock Data

Last close (Nov 23) (Bt)	11.20
12-m target price (Bt)	14.00
Upside (Downside) to TP (%)	25.00
Mkt cap (Btbn)	11.09
Mkt cap (US\$mn)	361

Bloomberg code	SAMART TB
Reuters code	SAMA.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.10
Sector % SET	11.04
Shares issued (mn)	990
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	12.5 / 7.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.44
Foreign limit / actual (%)	49 / 5
Free float (%)	46.0
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	6.4	23.8	61.4
Relative to SET	5.6	18.3	23.0

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ขยายธุรกิจครั้งใหญ่ทั้งโครงการไอซีทีและไม่เกี่ยวกับไอซีที

ในขณะที่กระแสข่าวเกี่ยวกับการประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz กำลังจะเลื่อนหายไป SAMART ก็จะมีข่าวดีเข้ามาในปี 2556 เริ่มจากโครงการไอซีทีขนาดใหญ่จาก AOT และที่ไอที ตามด้วยการขยายธุรกิจสู่โครงการสาธารณูปโภค การจัดตั้งบริษัทร่วมทุนเพื่อให้บริการโครงข่ายแกตติจิตอลทีวี และการนำบริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจ call center เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ การเคลื่อนไหวเหล่านี้จะทำให้ NAV discount ปรับลดลงจากระดับ 20% ในปัจจุบัน แนะนำ “ซื้อ”

ประมูลโครงการไอซีทีขนาดใหญ่ในไตรมาส 1 และ 2 ปี 2556 เราคาดว่า SAMTEL ซึ่งเป็นบริษัทที่ SAMART ถือหุ้น 70% จะเข้าไปมีส่วนร่วมในโครงการไอซีทีขนาดใหญ่อย่างน้อย 2 โครงการที่จะเปิดประมูลในงวดครั้งแรกปี 2556 คือ 1) โครงการวางระบบข้อมูลการตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (Advanced Passenger Processing Service system: APPS) ของ AOT มูลค่ารวม 5.4 พันล้านบาท ในไตรมาส 1 ปี 2556 และ 2) โครงการติดตั้งโครงข่าย 3G เฟส 2 + LTE ของที่ไอที มูลค่ารวมกว่า 2 หมื่นล้านบาท ในไตรมาส 2 ปี 2556 ประสิทธิภาพทำโครงการใหญ่ๆ ให้กับ AOT และที่ไอทีที่ผ่านๆ มาทำให้ SAMTEL มีโอกาสสูงที่จะชนะประมูลทั้งสองโครงการดังกล่าวข้างต้น ซึ่งเรานำมารวมไว้ในประมาณการของเราแล้ว

ขยายธุรกิจสู่โครงการสาธารณูปโภค SAMART วางแผนขยายธุรกิจสู่โครงการสาธารณูปโภคตั้งแต่ปี 2556 เป็นต้นไปหลังจากเน้นงานโครงการไอซีทีเป็นส่วนใหญ่ บริษัทกำลังดำเนินการเข้าซื้อหุ้น 80% ในบริษัท เทต้า จำกัด ซึ่งประกอบธุรกิจด้านงานก่อสร้างสถานไฟฟ้า ก่อสร้างสายส่งและสายจำหน่ายไฟฟ้า รวมทั้งงานติดตั้งระบบไฟฟ้าและเครื่องกล (M&E) การเข้าซื้อหุ้นบริษัทดังกล่าวจะเปิดโอกาสให้ SAMART ขยายธุรกิจสู่โครงการสาธารณูปโภค ซึ่งเป็นตลาดที่ยังเติบโตและน่าจะมีเสถียรภาพมากกว่าโครงการไอซีที โดยธุรกรรมนี้น่าจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปีนี้ แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า พ.ศ. 2555-2573 ของประเทศไทยระบุว่า ประเทศไทยจะมีกำลังผลิตไฟฟ้าเพิ่มอีกประมาณ 3,000 เมกะวัตต์ต่อปีในระหว่างปี 2556-2558 เทียบกับกำลังผลิตไฟฟ้าเพิ่มเติม 1,871 เมกะวัตต์ในปี 2555

เข้าสู่ธุรกิจดิจิตอลทีวีในฐานะผู้ให้บริการโครงข่าย การคาดการณ์ว่า กสทช.จะออกใบอนุญาตดิจิตอลทีวีในปี 2556 ทำให้ SAMART วางแผนให้บริการโครงข่ายสำหรับดิจิตอลทีวี โดยจะจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจแพร่ภาพกระจายเสียงรายหนึ่งเพื่อลงทุนในระบบ multiplexer แต่เนื่องจากตอนนี้ยังมีความชัดเจนในเรื่องของหลักเกณฑ์และกรอบเวลา ดังนั้นเรายังไม่ได้นำเอารายการนี้เข้ามาใส่ไว้ในประมาณการของเรา

จะปลดล็อกมูลค่าธุรกิจ call center ด้วยการนำหุ้นเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในไตรมาส 3/56 ธุรกิจ call center ของบริษัทเติบโตดีมาก โดยรายได้ในปี 2554 เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากปี 2553 และคาดว่าจะเติบโต 12% สู่จำนวน 750 ล้านบาทในปีนี้ ลูกค้านำใหญ่ คือ Thai Air Asia สำนักงานประกันสังคม ที่ไอที กฟภ. และสำนักงานตำรวจแห่งชาติ นอกจากนี้บริษัทก็กำลังเจรจากับกลุ่มที่มีแนวโน้มเข้ามาเป็นลูกค้าทั้งในประเทศไทย (ธนาคารธนชาติ กระทรวงพาณิชย์) และประเทศเพื่อนบ้านด้วย ธุรกิจนี้ดูมีแนวโน้มที่สดใสจนทำให้ SAMART วางแผนนำบริษัทย่อยแห่งนี้เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในปี 2556 ซึ่งน่าจะเป็นแค่การเริ่มต้นปลดล็อกมูลค่าของบริษัทย่อยที่ไม่ได้จดทะเบียนในตลาดฯ ของบริษัท

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 14 บาท เราประเมินราคาเป้าหมายของ SAMART ซึ่งคำนวณด้วยวิธี SOTP ไว้ที่ 14 บาท ซึ่งประกอบด้วย: 1) ราคาเป้าหมายของ SAMTEL ที่ 21 บาท และ 2) discount 11% ซึ่งเท่ากับระดับ +1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เพื่อสะท้อนถึงแผนขยายการลงทุนสู่ธุรกิจใหม่ โครงการใหม่ๆ ที่จะมีเข้ามาและการขยายธุรกิจ รวมถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2555-2556 ที่คาดว่าจะอยู่ในระดับที่ดีที่ 4.7-5.1% ทำให้เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” SAMART

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Revenue	(Btmn)	15,921	19,767	18,170	20,504	20,967
EBITDA	(Btmn)	2,021	2,841	3,058	3,463	3,644
Core profit	(Btmn)	457	799	934	1,051	1,084
Reported profit	(Btmn)	628	836	1,022	1,051	1,084
Core EPS	(Bt)	0.47	0.81	0.95	1.07	1.10
DPS	(Bt)	0.40	0.52	0.52	0.57	0.55
P/E, core	(x)	23.77	13.66	11.72	10.41	10.10
EPS growth, core	(%)	12.94	74.00	16.58	12.56	3.11
P/BV, core	(x)	1.94	1.82	1.61	1.43	1.28
ROE	(%)	8.64	13.77	14.58	14.51	13.38
Dividend yield	(%)	3.60	4.68	4.68	5.14	4.95
EV/EBITDA	(x)	7.72	6.47	6.66	6.15	5.44

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total revenue	15,921	19,767	18,170	20,504	20,967
Cost of goods sold	12,576	15,987	14,700	16,757	17,131
Gross profit	3,344	3,780	3,553	3,920	4,008
SG&A	2,263	2,132	1,781	1,815	1,856
Other income	80	80	80	0	0
Interest expense	321	391	497	593	588
Pre-tax profit	742	1,370	1,405	1,578	1,634
Corporate tax	132	295	183	189	212
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	153	276	288	337	338
Core profit	457	799	934	1,051	1,084
Extra-ordinary items	171	37	88	0	0
Net Profit	628	836	1,022	1,051	1,084
EBITDA	2,021	2,841	3,058	3,463	3,644
Core EPS (Bt)	0.47	0.81	0.95	1.07	1.10
Net EPS (Bt)	0.64	0.85	1.04	1.07	1.10
DPS (Bt)	0.40	0.52	0.52	0.57	0.55

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Total current assets	8,649	13,053	11,900	13,007	13,008
Total fixed assets	4,880	5,299	8,395	8,986	8,954
Total assets	13,529	18,352	20,296	21,993	21,962
Total loans	5,665	8,539	10,411	11,138	10,245
Total current liabilities	7,330	10,771	10,449	10,737	9,547
Total long-term liabilities	590	1,585	3,034	3,587	3,887
Total liabilities	7,921	12,356	13,483	14,324	13,434
Paid-up capital	980	986	986	986	986
Total equity	5,609	5,995	6,813	7,669	8,529
BVPS (Bt)	5.72	6.08	6.91	7.78	8.65

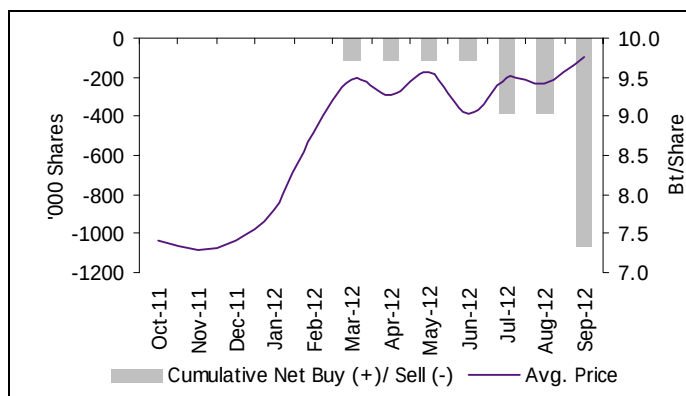
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Core Profit	457	799	934	1,051	1,084
Depreciation and amortization	958	1,081	1,156	1,292	1,422
Operating cash flow	2,998	-896	2,512	1,138	3,070
Investing cash flow	-950	-1,294	-4,350	-1,883	-1,390
Financing cash flow	-2,283	2,535	1,668	532	-1,116
Net cash flow	-235	345	-171	-213	564

Key Financial Ratios

	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Gross margin(%)	21.0	19.1	19.6	19.1	19.1
Operating margin(%)	6.8	8.3	9.8	10.3	10.3
EBITDA margin(%)	12.7	14.4	16.8	16.9	17.4
EBIT margin(%)	4.7	6.9	7.7	7.7	7.8
Net profit margin(%)	3.9	4.2	5.6	5.1	5.2
ROE (%)	14.3	17.8	19.6	18.3	17.3
ROA (%)	4.6	4.6	5.0	4.8	4.9
Net D/E (x)	0.8	1.2	1.4	1.3	1.0
Interest coverage (x)	3.3	4.5	3.8	3.7	3.8
Debt service coverage (x)	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
Payout Ratio (%)	62.4	61.3	50.2	53.5	50.0

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total revenue	6,152	4,417	4,201	3,634	3,966
Cost of goods sold	5,159	3,478	3,370	2,813	3,100
Gross profit	993	938	831	821	866
SG&A	498	605	434	423	448
Other income	60	18	44	58	107
Interest expense	110	126	114	113	126
Pre-tax profit	436	207	306	322	383
Corporate tax	116	20	62	32	51
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	90	39	51	71	82
Core profit	410	226	295	362	415
Extra-ordinary items	29	7	75	13	34
Net Profit	259	155	268	232	284
EBITDA	828	629	707	713	813
Core EPS (Bt)	0.42	0.23	0.30	0.37	0.42
Net EPS (Bt)	0.26	0.16	0.27	0.23	0.29

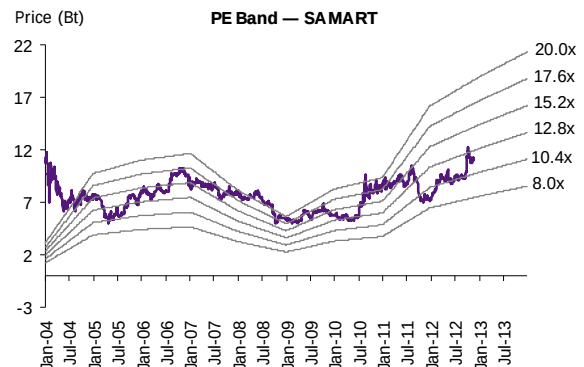
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12
Total current assets	12,782	13,053	12,000	12,340	13,777
Total fixed assets	5,242	5,299	5,201	5,602	6,379
Total assets	18,023	18,352	17,201	17,942	20,156
Total loans	8,414	8,539	7,458	8,330	9,629
Total current liabilities	10,637	10,771	9,269	9,867	11,753
Total long-term liabilities	1,525	1,585	1,501	1,686	1,902
Total liabilities	12,162	12,356	10,770	11,552	13,655
Paid-up capital	986	986	986	989	989
Total equity	5,861	5,995	6,431	6,391	6,501
BVPS (Bt)	5.95	6.08	6.52	6.46	6.57

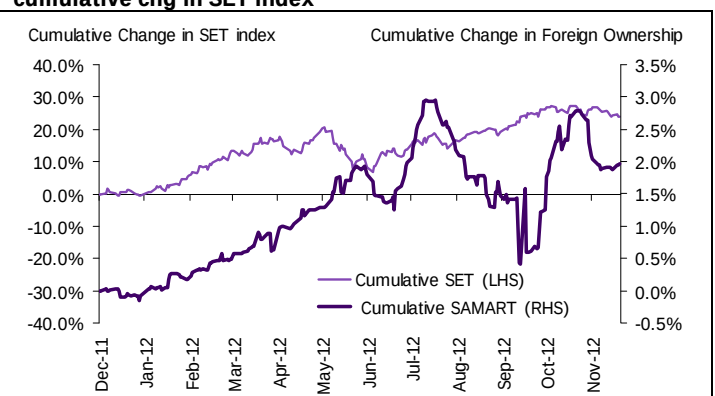
Main Assumptions

	2010	2011F	2012F	2013F	2014F
SAMTEL's revenue	5,614	10,105	8,684	10,990	10,988
SIM's revenue	7,987	6,921	6,889	6,841	7,223
Others' revenue	2,320	2,742	2,597	2,673	2,755

PE Band Chart



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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: SOTP valuation

	% holding		Bt/share	Value	Per SAMART share
				(Btmn)	
SAMTEL	70.60%	Target price (12.8x PER)	21	8,850	8.94
SIM	58.30%	6-month average market price	2.13	5,342	5.40
Others		BV		1,937	1.97
Net debt				-519	(0.52)
Total				15,610	15.78
After 11% discount					14.21

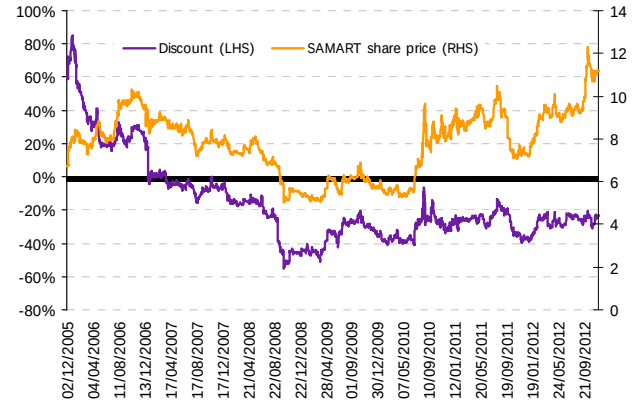
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: Story flows

1Q13F	Auction of AOT's APPS project (under SAMTEL)
	Cabinet approves TOT's 3G phase II project
2Q13F	Auction of TOT's 3G phase II project (under SAMTEL)
3Q13F	New utility project (under its new subsidiary, TEDA)
4Q13F	The listing of call-center business

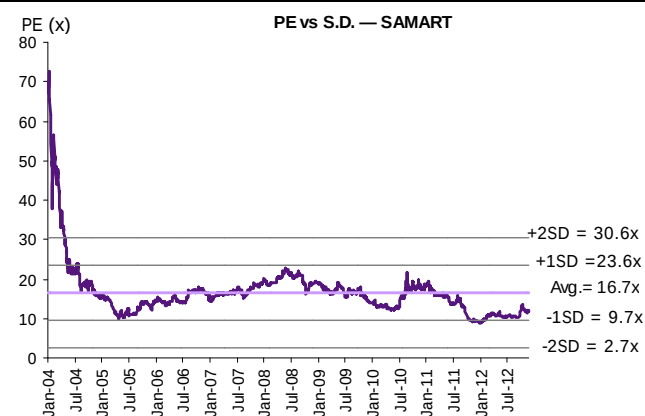
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 3: NAV discount vs share price



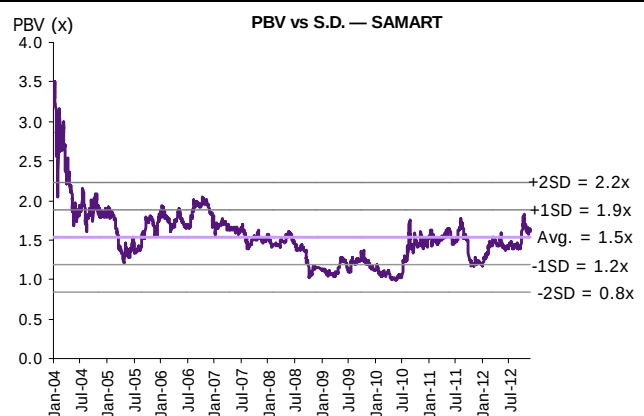
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 4: PE vs SD



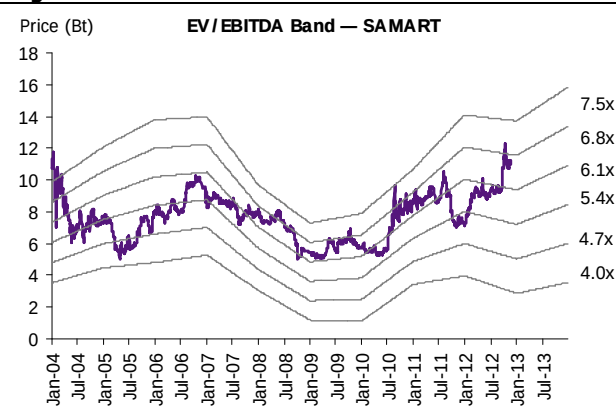
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 5: PBV vs SD



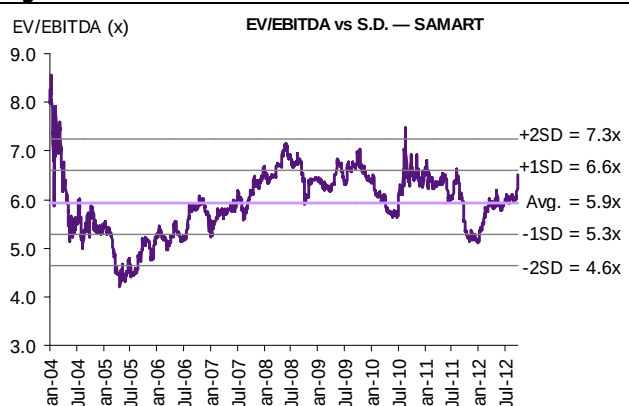
Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 6: EV/EBITDA Band



Source: Company and SCBS Investment Research

Figure 7: EV/EBITDA vs SD



Source: Company and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

กลุ่มอุตสาหกรรม



This page is left blank intentionally



ขับเคลื่อนด้วยความเร็วปกติในปี 2556

รวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- การสิ้นสุดมาตรการคินภาษีสรรพสามิตรถยนต์คันแรกจะทำให้อุตสาหกรรมยานยนต์กลับคืนสู่ภาวะปกติในปี 2556 โดยคาดว่าจะยอดผลิตรถยนต์จะเติบโต 10% ชะลอตัวลงจากระดับ 65% ในปี 2555
- ประโยชน์ในแง่ของอุตสาหกรรมโดยรวมจะมีน้อยลง หุ่นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวจะโดดเด่น
- SAT เป็น top pick เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุด

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 – SAT มีผลการดำเนินงานดีสุด ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 652,000 คันในไตรมาส 3 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 37% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้น 18% จากไตรมาสก่อนหน้า อย่างไรก็ตามในจำนวนหุ่นกลุ่มยานยนต์ที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา พบว่า SAT เป็นหุ่นเพียงตัวเดียวที่รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และกำไรสูงกว่าคาด ขณะที่ STANLY กับ AH มีรายได้ที่ดี แต่อัตรากำไรอยู่ในระดับต่ำ ผลการดำเนินงานของ STANLY ได้รับผลกระทบจากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นและค่าใช้จ่ายจากการเปิดโรงงานใหม่ในระยะแรก ส่วนผลการดำเนินงานของ AH มีความหวังสูง เนื่องจากต้นทุนของบริษัทมักจะผันผวน สะท้อนถึงปัญหาบางอย่างเกี่ยวกับการบริหารต้นทุน

ตัวเลขเกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์: ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ทุกด้านในเดือน ต.ค. ข้อมูลเกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์ทุกด้าน ได้แก่ ยอดผลิตรถยนต์ ยอดขายรถยนต์ในประเทศ และยอดส่งออกรถยนต์ ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน ต.ค. และมีการเติบโตอย่างโดดเด่นเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีฐานต่ำ เนื่องจากผลกระทบจากภาวะน้ำท่วม ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวน 252,000 คัน เพิ่มขึ้นจาก 49,000 คันในช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้น 10% จากเดือนก่อนหน้า ยอดขายรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 143,000 คัน เพิ่มขึ้นจาก 43,000 คันในช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้น 8% จากเดือนก่อนหน้า ยอดส่งออกรถยนต์มีจำนวน 98,000 คัน เพิ่มขึ้นจาก 51,000 คันในช่วงเดียวกันของปีก่อน และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากเดือนก่อนหน้า โดย 10 เดือนแรกของปีการผลิตอยู่ที่ 1.9 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 46% จากปีก่อน เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในปี 2555 จะมีจำนวน 2.4 ล้านคัน เพิ่มขึ้นมากถึง 65% จากปีก่อน โดยมีสาเหตุมาจากการฐานต่ำในปีก่อนเพราะเกิดปัญหาขาดแคลนชิ้นส่วนเนื่องจากเกิดภัยพิบัติในญี่ปุ่นในเดือน มี.ค. 2554 และเกิดสถานการณ์น้ำท่วมในไทยในเดือน ต.ค.-พ.ย. 2554 บวกกับความต้องการซื้อรถยนต์ในประเทศเพิ่มขึ้นเพราะได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการคินภาษีสรรพสามิตให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก

กลับสู่ภาวะปกติในปี 2556 โดยคาดว่าจะยอดผลิตรถยนต์จะเติบโต 10% ยอดผลิตรถยนต์กำลังเข้าสู่โค้งสุดท้ายของการเติบโตด้วยอัตราเร่งในไตรมาส 4 ปี 2555 เนื่องจากผลกระทบจากฐานต่ำเพราะน้ำท่วมในปีก่อนใกล้จะหมดลง ค่ารถยนต์ต่างๆ กลับมาดำเนินการปกติในระดับกำลังการผลิตสูงถึง 100% และมาตรการคินภาษีสรรพสามิตให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกจะสิ้นสุดลงในปีนี้ แม้รัฐบาลได้ขยายเวลาการส่งมอบรถยนต์ภายใต้โครงการนี้ออกไปจนถึงเดือน มี.ค. 2556 (จากเดือน ธ.ค. 2555) แต่ผู้ซื้อก็ยังต้องซื้อในปีนี้ ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าประเด็นนี้เป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นตลาดรถยนต์ในปีหน้า เมื่อสถานการณ์กลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์จะกลับมาเติบโตในอัตราที่เป็นปกติที่ 10% สู่จำนวน 2.6 ล้านคันในปี 2556 โดยจะประกอบด้วยยอดขายรถยนต์ในประเทศ 1.5 ล้านคัน (+5% จาก 1.4 ล้านคันในปี 2555) และยอดส่งออกรถยนต์ 1.2 ล้านคัน (+17% จาก 1.0 ล้านคันในปี 2555) เมื่อมาตรการคินภาษีสรรพสามิตให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกจบลง เราคิดว่าค่ายรถยนต์ต่างๆ จะหันกลับมาสนใจในตลาดส่งออกมากขึ้น ส่งผลให้มีการเติบโตที่สูงกว่าตลาดรถยนต์ในประเทศในปีหน้า

SAT เป็น top pick เพราะมีปัจจัยเฉพาะตัว ราคาหุ่นกลุ่มยานยนต์ปรับตัว underperform ตลาดมาตั้งแต่ต้นไตรมาส 4 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน โดย SAT -4% STANLY -7% และ AH -10% เทียบกับ SET ที่ -1% ซึ่งเรามองว่าสาเหตุเป็นเพราะขาดปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ และประโยชน์ที่อุตสาหกรรมยานยนต์โดยรวมจะได้รับจากการผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นมากในปี 2555 ได้สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว สำหรับปี 2556 เมื่อสถานการณ์ทุกอย่างกลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่าหุ่นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวจะโดดเด่นเหนือตลาดได้ เราเลือก SAT เป็น top pick ของเราในกลุ่มยานยนต์ เนื่องจากมีปัจจัยเฉพาะตัวเกี่ยวกับอัตรากำไรที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงงานผลิตชิ้นส่วนงานหล่อใหม่ (ICP2) ซึ่งจะช่วยให้บริษัทมีความจำเป็นในการจ้างผลิตลดน้อยลง โรงงาน ICP2 ส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้นให้เห็นแล้วในไตรมาส 3 ปี 2555 จากอัตรากำไรขั้นต้นที่มีเสถียรภาพมากขึ้น เราคาดว่า SAT จะเป็นหุ่นที่รายงานกำไรเติบโตสูงที่สุดในกลุ่มยานยนต์ที่ระดับ 23% ในปี 2556

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AH	Sell	19.40	20.0	7.2	9.8	8.5	7.7	n.m.	15.7	10.9	1.15	1.05	0.97	12.3	13.0	13.2	4.4	4.1	4.6	9.3	8.1	7.1
SAT	Buy	27.50	36.0	34.7	11.3	9.2	7.7	90.2	23.2	19.4	1.98	1.73	1.51	18.5	20.1	21.0	3.2	3.8	4.5	7.8	6.0	4.9
STANLY	Buy	211.00	250.0	22.3	10.4	9.1	8.3	62.1	14.1	9.5	1.66	1.48	1.33	17.1	17.2	16.9	3.4	3.9	4.2	5.3	4.4	3.7
Average					10.5	8.9	7.9	76.2	17.7	13.2	1.59	1.42	1.27	16.0	16.8	17.0	3.6	3.9	4.4	7.5	6.2	5.2

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q12 results – SAT did best

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
AH	143	(371)	65	190	168	18.0	(11.4)	(61)	531	615	(117.0)	N.A.	15.7
SAT	233	(106)	191	167	251	7.7	50.4	434	825	1,017	(41.5)	90.2	23.2
STANLY*	451	(39)	316	364	365	(19.0)	0.3	962	1,560	1,780	(32.5)	62.1	14.1
Automotive sector	827	(516)	572	721	785	(5.1)	8.8	1,336	2,917	3,412	(47.1)	118.4	17.0

Source: SCBS Investment Research

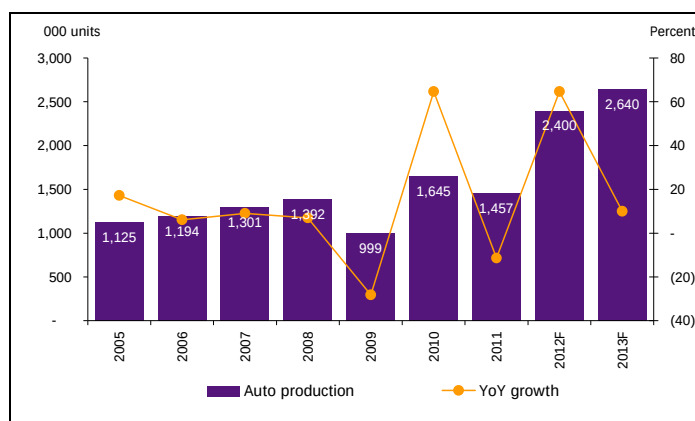
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Oct-12	Oct-11	YoY	Sep-12	MoM	10M12	10M11	YoY
Domestic auto sales	142.8	42.9	233.2%	132.7	7.7%	1,142	714	60.0%
Auto export	98.3	50.9	93.0%	98.3	0.0%	834	691	20.8%
Auto production	252.2	49.4	410.1%	228.5	10.4%	1,954	1,335	46.4%

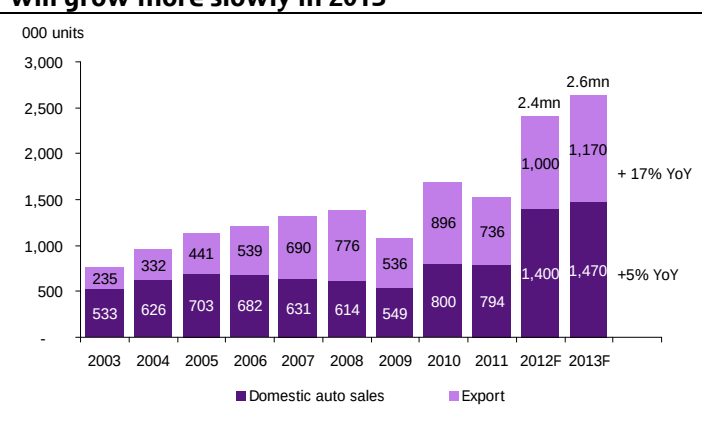
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

Figure 3: 10% growth in auto production in 2013



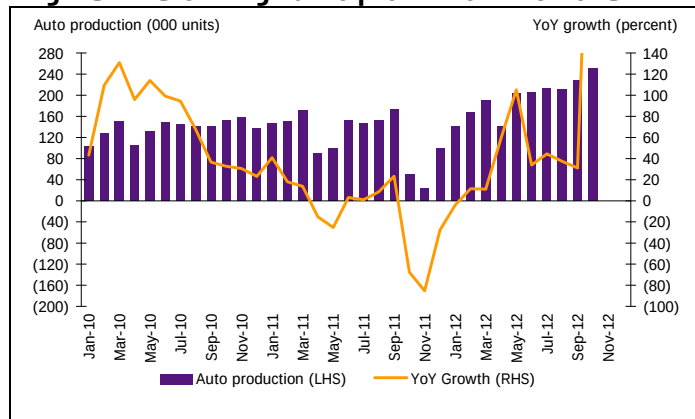
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: Domestic market remains a major driver but will grow more slowly in 2013



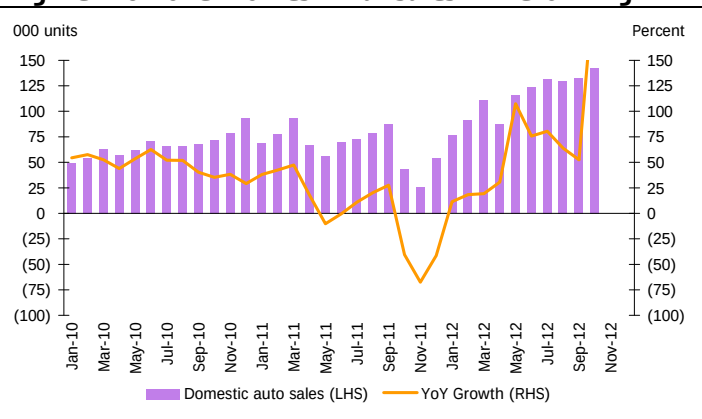
Source: Toyota Motor Thailand, SCBS Investment Research

Figure 5: Record high auto production in October



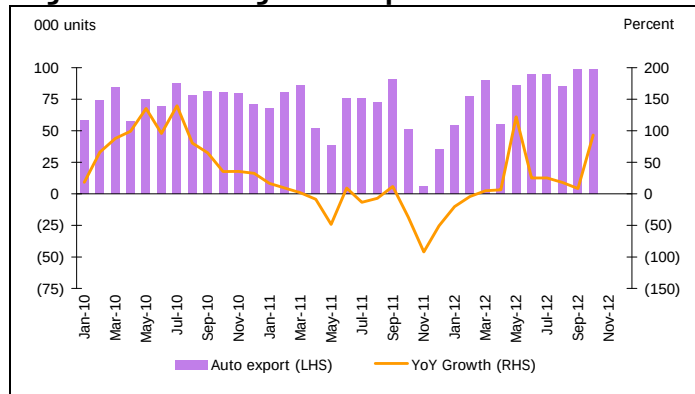
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: October domestic car sales hit record high



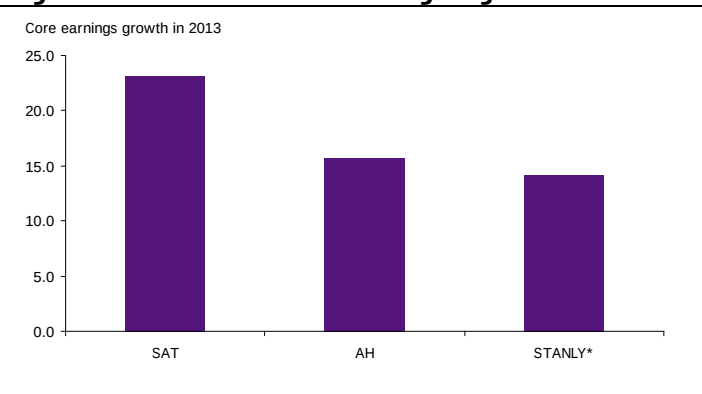
Source: Toyota Motor Thailand, SCBS Investment Research

Figure 7: Record high auto exports in October



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 8: SAT to deliver the strongest growth in 2013



Source: SCBS Investment Research

*STANLY is FY2014 (end of March 2014)

อัตราการเติบโตมีแนวโน้มชะลอตัวลงสู่ระดับเติบโตปานกลาง

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

- ไตรมาส 4/55: คาดสินเชื่อ และรายได้ค่าธรรมเนียมกับประกันจะเติบโตเร่งขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล แต่ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลจะส่งผลทำให้กำไรสุทธิลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า
- ปี 2556: คาดกำไรเติบโตปานกลาง เพราะสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมกับประกันเติบโตน้อยลง ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลงเล็กน้อย แต่จะได้ประโยชน์จากอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ ต้นทุนสินเชื่อ และอัตราภาษีที่ปรับลดลง
- Top picks: KTB กับ KBANK

สรุปผลประกอบการไตรมาส 3/55 กำไรสุทธิไตรมาส 3 ปี 2555 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้น 23% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้า สะท้อนถึง: 1) อัตราการขยายตัวของสินเชื่อที่ต่อเนื่องที่ระดับ 3% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า และ 9% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 นำโดยสินเชื่อรายย่อย ตามด้วยสินเชื่อ SME และสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่; 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยลดลง 0.02% จากไตรมาสก่อนหน้า มาอยู่ที่ระดับ 3.05% เพราะต้นทุนทางการเงินเพิ่มขึ้น (+0.04% จากไตรมาสก่อนหน้า) และอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากปรับตัวลดลงจากการเร่งระดมเงินฝากเพื่อสนับสนุนการขยายสินเชื่อในอนาคต; 3) รายได้ค่าธรรมเนียมและประกันเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในระดับ 3% จากไตรมาสก่อนหน้า; 4) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลดลง; และ 5) คุณภาพสินทรัพย์ทรงตัว โดย NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อย และอัตราการตั้งสำรองต่อหนี้สงสัยจะสูญ (LLR coverage) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากระดับ 114% ณ ไตรมาส 2 ปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 116%

ไตรมาส 4/55: คาดรายได้เพิ่มขึ้นตามปัจจัยฤดูกาล แต่กำไรสุทธิจะลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4 ปี 2555 ของกลุ่มธนาคารจะปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล โดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลและการตั้งค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญเพิ่มสำหรับธนาคารบางแห่ง (หลักๆ คือ KTB และ TCAP) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิของสินเชื่อจะปรับตัวเร่งขึ้น (ทั้งปี 13% เทียบกับ 9% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการสินเชื่อเงินกู้ตามปัจจัยฤดูกาล และไตรมาส 4 ก็เป็นช่วงที่มีรายได้ค่าธรรมเนียมเพิ่มขึ้นมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งจาก bancassurance บัตรเครดิต และกองทุนรวม ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิไตรมาส 4 ปี 2555 ของธนาคารส่วนใหญ่ (ยกเว้น TISCO KK และ TCAP) น่าจะลดลงเล็กน้อย โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบด้านลบจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย

อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิมีแนวโน้มชะลอตัวลงสู่ระดับเติบโตปานกลางในปี 2556 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเติบโตน้อยลงจากระดับ 28% ในปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 20% ในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจาก 1) การขยายสินเชื่อได้น้อยลงจากระดับ 13.4% ในปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 10.6% ในปี 2556 เพราะการลงทุนภาคเอกชนเติบโตน้อยลงและยอดขายรถยนต์ในประเทศชะลอตัวลงหลังสิ้นสุดมาตรการกระตุ้นทางภาษี; 2) ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิลดลง 0.04% เพราะได้รับผลกระทบจากการลดอัตราดอกเบี้ยและการแข่งขันระดมเงินฝากสูงขึ้น; 3) รายได้ค่าธรรมเนียมกับประกันเติบโตน้อยลงจากระดับ 18% ในปี 2555 มาอยู่ที่ระดับ 15% ในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบจากฐานสูง; 4) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ลดลง เพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานเติบโตน้อยลง; 5) ต้นทุนสินเชื่อลดลง; และ 6) อัตราภาษีปรับลดลง 23% เหลือ 20%

KTB กับ KBANK เป็น top picks ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงอันเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายทำให้ Valuation หุ้นกลุ่มธนาคารต่ำกว่าระดับเหมาะสมอยู่ปานกลาง เรายังคงเลือก KTB กับ KBANK เป็นหุ้น top picks ในกลุ่มธนาคาร KTB: 1) การเพิ่มทุนทำให้ปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นหมดไป โดยจะทำให้ธนาคารสามารถเพิ่มอัตราส่วนสำรองต่อสินเชื่อ (LLR coverage) ได้; 2) ความเสี่ยงเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์มีน้อยลงหลังจาก SSI เพิ่มทุน; และ 3) KTB เป็นหุ้นธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น KBANK: 1) รายได้ค่าธรรมเนียมกับประกันมีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุด; 2) อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จะปรับตัวลดลงเมื่อเสร็จสิ้นการอัปเดตระบบไอที; และ 3) KBANK จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากความต้องการสินเชื่อธุรกิจ SME ที่ฟื้นตัวขึ้น

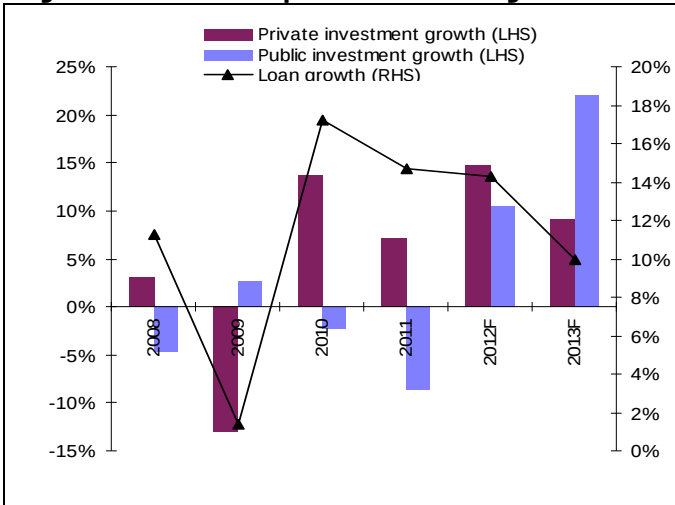
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
BAY	Buy	29.75	35.00	21.6	12.2	10.1	9.0	59.5	21.2	12.5	1.60	1.45	1.31	13.7	15.1	15.4	3.3	4.0	4.5
BBL	Buy	178.50	221.00	28.2	10.5	9.1	8.3	18.5	15.5	9.4	1.28	1.17	1.08	12.7	13.5	13.5	3.8	4.4	4.8
KBANK	Buy	182.00	218.00	22.2	12.4	10.4	9.1	44.6	19.4	14.8	2.37	2.01	1.71	20.7	20.8	20.4	2.0	2.4	2.8
KK	Buy	47.00	47.00	5.1	11.5	9.9	8.6	(9.7)	17.0	15.3	1.16	1.09	1.02	11.9	11.4	12.3	4.3	5.1	5.8
KTB	Buy	17.30	23.00	37.9	10.0	8.2	7.2	13.7	22.5	13.6	1.36	1.22	1.10	15.7	15.8	16.1	6.0	4.9	5.6
LHBANK	Sell	1.34	1.30	(1.1)	23.8	21.4	20.0	30.5	11.1	6.9	1.14	1.10	1.07	4.9	5.2	5.4	1.7	1.9	2.0
TCAP	Buy	34.00	44.00	33.8	8.2	7.7	6.7	10.5	7.0	14.6	1.04	0.85	0.78	13.2	12.2	12.2	4.1	4.4	4.7
TISCO	Buy	44.75	55.00	29.1	8.9	8.0	7.1	11.8	11.4	12.8	1.80	1.60	1.42	21.3	21.1	21.2	5.6	6.2	7.0
TMB	Sell	1.79	1.60	(8.7)	16.1	15.4	13.0	20.6	4.8	18.2	1.40	1.31	1.22	9.0	8.8	9.7	1.9	2.0	2.3
Average					12.7	11.1	9.8	21.3	15.3	13.1	1.56	1.39	1.26	14.3	14.6	14.7	3.6	3.9	4.4

Source: SCBS Investment Research

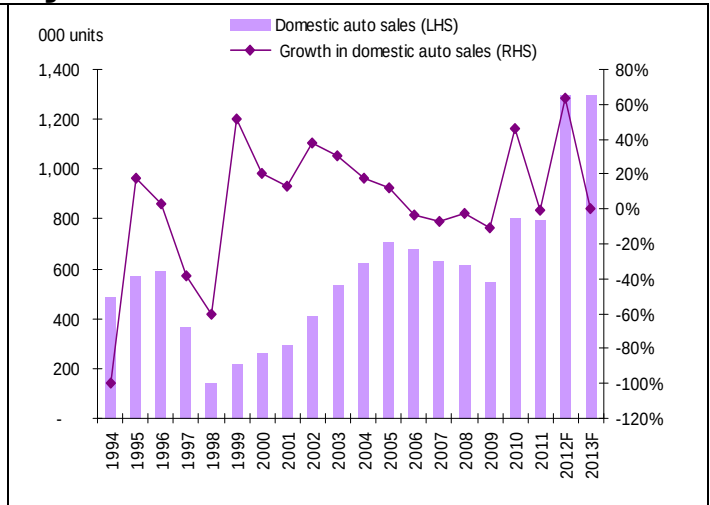
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and public investment growth



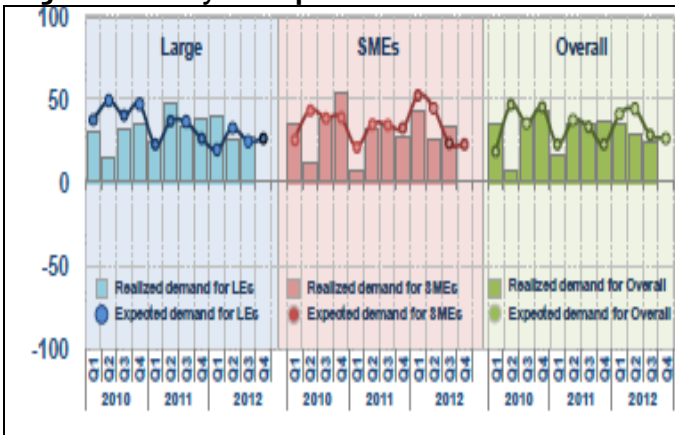
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



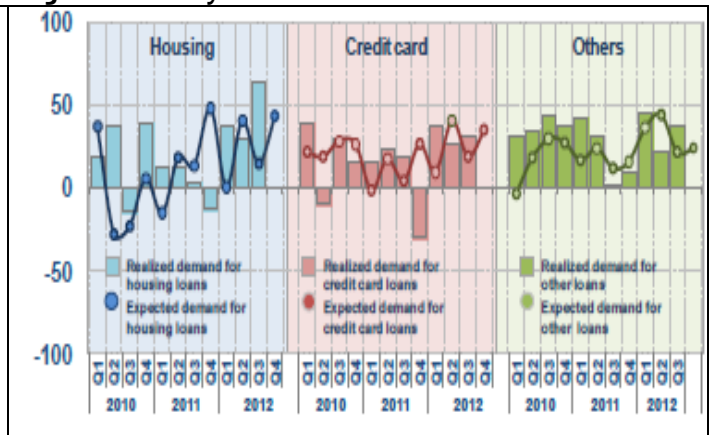
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Survey of corporate & SME loan demand



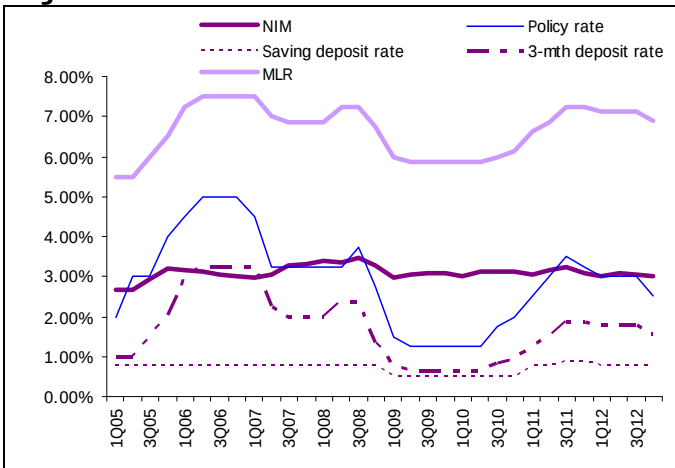
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Survey of consumer loan demand



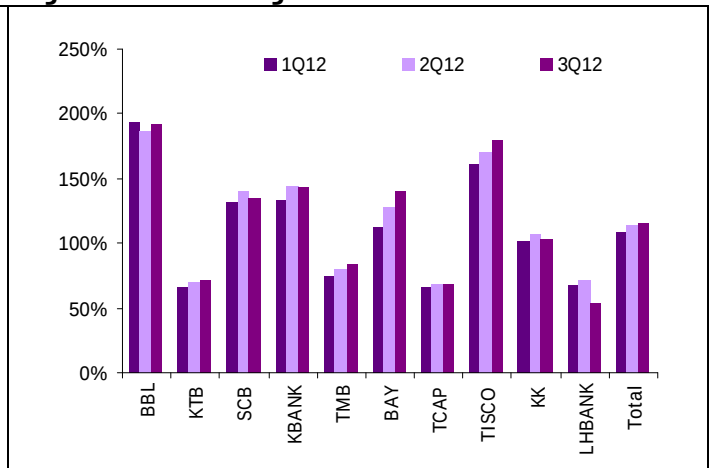
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NIM vs. interest rates



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: Banks and SCBS Investment Research

ปริมาณขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรยังมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

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

- มองบวกต่อฝั่งอุปสงค์เพราะการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะปรับตัวเพิ่มขึ้น
- อัตรากำไรยังคงน่าเป็นห่วงเพราะราคาขายผลิตภัณฑ์ลดลงในขณะที่มีต้นทุนสูง
- **Top pick** คือ SCC เพราะ: 1) ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 น่าจะออกมาดีสุด (มีเพียง SCC เพียงบริษัทเดียวในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่น่าจะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า); และ 2) กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 27% ต่อปี

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างรายงานผลการดำเนินงานแยกลงในไตรมาส 3 ปี 2555 มีเพียง SCC ที่รายงานผลการดำเนินงานดีขึ้น (+2%) โดยหลักๆ เกิดจากกำไรจากสินค้าคงเหลือในธุรกิจเคมีภัณฑ์ บริษัทที่ผลการดำเนินงานแยกลง คือ DRT (-4%) DCC (-8%) และ SCCC (-5%) โดยมีสาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรลดลง เพราะต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น และราคาขายผลิตภัณฑ์ต่ำไปหักล้างกับปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ TPIPL เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานแย่สุด (-77%) เพราะได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคาค่าผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี (LDPE-เอทิลีน) ระดับต่ำ

การลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะสนับสนุนปริมาณขาย เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 10% ในปี 2555 (เทียบกับอัตราเติบโต 8.4% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน) และเติบโต 7.5% ในปี 2556 และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 4% ในปี 2555 (เทียบกับอัตราเติบโต 4% ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน) และเติบโต 8% ในปี 2556 ทั้งนี้ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 12.7% ในปี 2555 (การซ่อมแซมและการลงทุนใหม่หลังน้ำท่วม) และ 5.0% ในปี 2556 (กลับมาเติบโตตามปกติ) ส่วนการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 5.2% ในปี 2555 (ทยอยเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) และ 16.1% ในปี 2556 (เร่งเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) สำหรับภาคเอกชนนั้น (อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย นิคมอุตสาหกรรม และอาคารพาณิชย์) ภายหลังการซ่อมแซมอสังหาริมทรัพย์ที่ได้รับความเสียหายจากน้ำท่วมในงวดครึ่งแรกปี 2555 คาดว่าจะมีกิจกรรมการก่อสร้างใหม่ๆ เพิ่มขึ้นผ่านการเปิดตัวโครงการที่พักอาศัยใหม่ๆ โดยเฉพาะโครงการแนวราบ รวมถึงการย้ายฐานการผลิตของบริษัทญี่ปุ่น และการขยายกำลังการผลิตในนิคมอุตสาหกรรม ส่วนฝั่งภาครัฐ งบประมาณก่อนใหญ่สำหรับโครงการบริหารจัดการน้ำ วงเงินรวม 3.5 แสนล้านบาท จะถูกจัดตั้งในระบบในปี 2556-57 นอกจากนี้ โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล วงเงิน 2.2 ล้านล้านบาท ก็จะช่วยสนับสนุนการลงทุนในปี 2555-62 ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือการดำเนินการตามแผนเหล่านี้ได้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากความล่าช้าเป็นเวลานานของโครงการขนาดใหญ่ๆ ที่ผ่านๆ มา

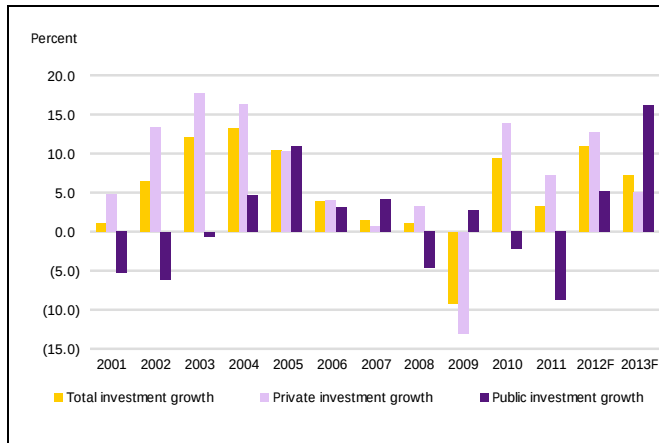
จับตาอัตรากำไรอย่างระมัดระวัง เรายังคงต้องจับตาอัตรากำไรของบริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างอย่างระมัดระวังในระยะใกล้ เพราะ 1) ราคาขายผลิตภัณฑ์ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง (ราคาปูนซีเมนต์: เดือน ต.ค. 2555 ลดลง 2.2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และในช่วง 10 เดือนแรกปี 2555 ลดลง 1.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน; ราคากระเบื้องเซรามิก: เดือน ต.ค. 2555 ทรงตัวจากช่วงเดียวกันของปีก่อน และในช่วง 10 เดือนแรกปี 2555 เพิ่มขึ้น 2.2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยอิงกับข้อมูลจาก REIC); และ 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงสูง โดยต้นทุนถ่านหินคิดเป็นสัดส่วน 35% ของต้นทุนการผลิตปูนซีเมนต์ ต้นทุนก๊าซธรรมชาติคิดเป็นสัดส่วน 30% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องเซรามิกปูพื้น และ 3% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องหลังคา ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ (ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ราคาถ่านหินลดลง 11% และราคาน้ำมันลดลง 4% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) จะไม่สามารถส่งผ่านไปยังต้นทุนการผลิตได้ในทันที เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้หนานึง 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติก็ปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ยประมาณ 6 เดือน แรงกดดันด้านต้นทุนน่าจะลดน้อยลงอย่างเห็นได้ชัดในกลางปีหน้า

SCC เป็น top pick และปรับคำแนะนำสำหรับ DCC ขึ้นเป็น “ซื้อ” เราชอบ SCC มากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง เพราะ: 1) กำไรน่าจะออกมาดีสุดในไตรมาส 4 ปี 2555 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้าจากการกลับมาดำเนินงานตลอดทั้งไตรมาสของโรงงาน BST/Phoenix บวกกับรายได้เงินปันผลจำนวนมากตามฤดูกาล และกำไรจะเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเพราะฐานปีก่อนอยู่ในระดับต่ำจากน้ำท่วม (มีแค่ SCC เพียงบริษัทเดียวในกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่น่าจะรายงานกำไรเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า); และ 2) กำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้ามีแนวโน้มเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 29% ต่อปีในระหว่างปี 2555-57 (สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ 21%) เราปรับคำแนะนำสำหรับ DCC ขึ้นจาก “ขาย” สู่ “ซื้อ” หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลงมาก (-32% ตั้งแต่เราปรับคำแนะนำลงสู่ “ขาย” เมื่อวันที่ 25 เม.ย.) ณ ราคาตอนนี้ เราชอบ DCC เพราะมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 7.0% ในปี 2555 และ 7.9% ในปี 2556 (เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีของบริษัทที่ 6.2%)

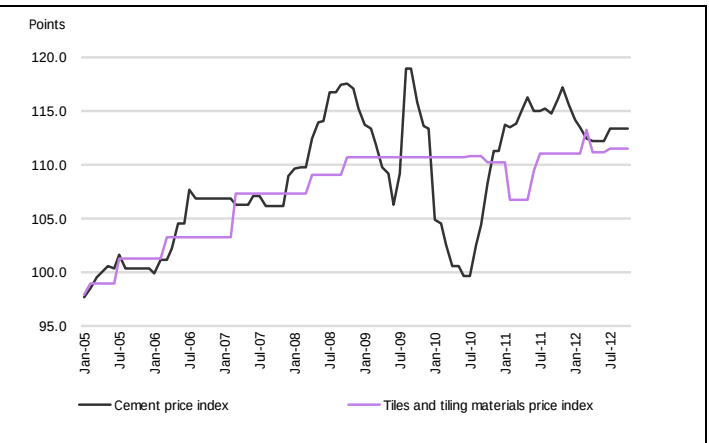
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
DCC	Buy	43.00	50.00	24.2	14.3	12.6	11.0	(1.5)	13.4	15.0	6.73	6.70	6.48	46.4	53.1	59.9	7.0	7.9	9.1	10.0	9.3	8.1
DRT	Neutral	6.85	7.80	20.3	14.3	12.5	11.1	5.1	14.6	13.1	3.30	3.13	2.92	23.5	25.7	27.3	6.1	6.4	7.2	8.7	7.9	7.1
SCC	Buy	390.00	430.00	13.6	19.9	14.9	11.9	(11.9)	33.8	25.0	2.71	2.46	2.21	14.0	17.4	19.6	2.6	3.4	4.2	14.0	10.3	8.5
SCCC	Sell	434.00	400.00	(4.0)	27.1	23.5	21.1	3.8	15.3	11.2	5.71	5.36	5.12	21.3	23.5	24.8	3.1	3.8	4.3	18.4	16.4	15.2
TPIPL	Neutral	14.90	15.00	1.2	105.2	26.3	22.3	(88.7)	299.3	18.0	0.49	0.48	0.47	0.5	1.8	2.1	0.2	0.6	0.7	14.3	9.8	9.0
Average					36.2	18.0	15.5	(18.6)	75.3	16.5	3.79	3.63	3.44	21.2	24.3	26.7	3.8	4.4	5.1	13.1	10.7	9.6

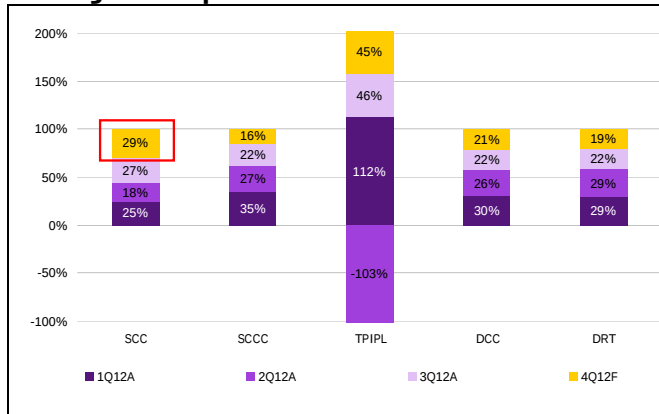
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Private and public investment to rise in 2013

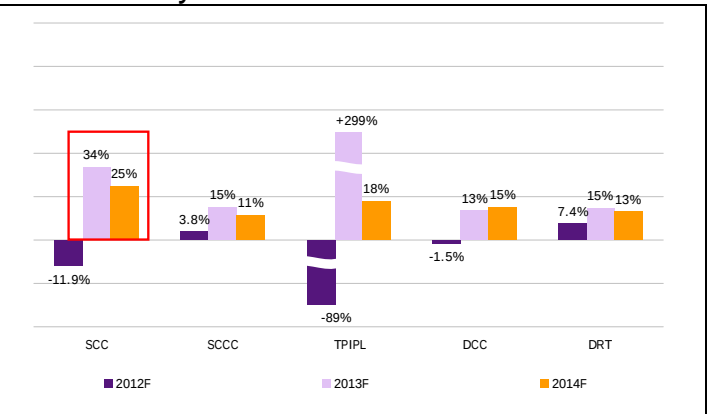
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Wholesale price in 10M12: -2% YoY for cement and +2% YoY for ceramic tile

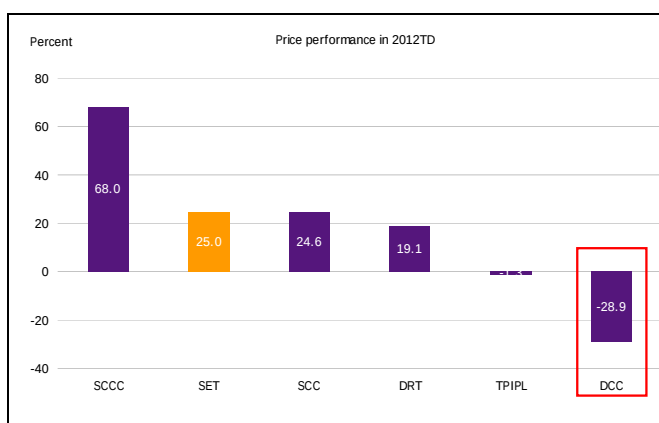
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 3: In 4Q12F, SCC earnings momentum to be stronger than peers

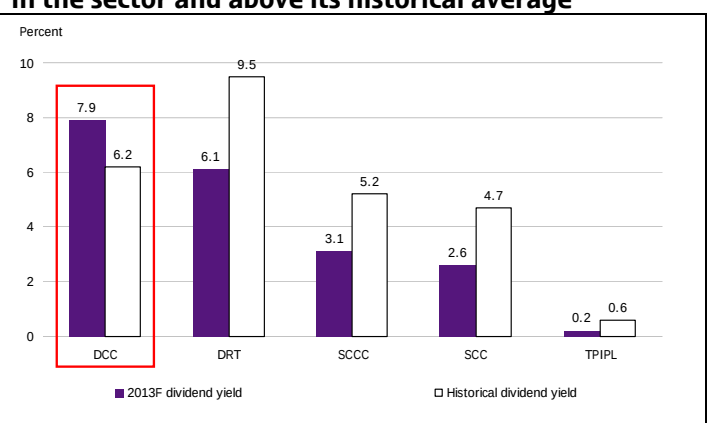
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: SCC earnings growth to beat the sector over the next two years

Source: SCBS Investment Research

Figure 5: DCC is the most laggard play

Source: SCBS Investment Research

Figure 6: DCC's 2013F dividend yield to be the highest in the sector and above its historical average

Source: SCBS Investment Research

ไต่เวลาเดินหน้าโครงการภาครัฐ

กานจน์ คานียอ

0-2949-1006

kanchan.khanijou@scb.co.th

- หุ้นกลุ่มรับเหมาก่อสร้างปรับตัว **outperform** ตลาดอย่างมากในงวดครึ่งหลังปี 55 เนื่องจากรัฐบาลได้ข้อสรุปโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน
- โครงการที่น่าจะเห็นความคืบหน้าในงวดครึ่งแรกปี 56: รถไฟฟ้าสายสีเขียว และรถไฟรางคู่
- รัฐบาลจะต้องเดินหน้าการประมูลเพื่อหนุนให้ราคาหุ้นรับเหมาก่อสร้างปรับตัวขึ้นต่อไปได้อีก
- **STEC** ยังคงเป็นหุ้นเด่นในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ตามด้วย **CK**

รัฐบาลต้องเริ่มเดินหน้ากระบวนการประมูล รัฐบาลสรุปโครงการหลายโครงการด้วยกันที่วางแผนเข้าลงทุน โดยเฉพาะโครงการที่อยู่ภายใต้แผนป้องกันน้ำท่วม งบประมาณ 3.5 แสนล้านบาท และโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน งบประมาณ 2.2 ล้านล้านบาท รายงานข่าวล่าสุดระบุว่า รัฐบาลจะขายเอกสารประกวดราคาโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวในไตรมาส 1 ปี 2556 โดยปัจจุบันรัฐวิสาหกิจที่กำกับดูแลโครงการนี้กำลังขอให้กรม.อนุมัติเพิ่มงบประมาณให้กับโครงการนี้ (วางแผนขยายเส้นทางเดินรถเพิ่มอีก 7.5 กม. ซึ่งจะทำให้มูลค่าโครงการปรับเพิ่มขึ้นอีก 65% เป็น 6 หมื่นล้านบาท) นอกจากนี้ก็กำหนดให้มีการประมูลในรูปแบบ e-auction สำหรับโครงการรถไฟฟ้ารางคู่ 3 สาย มูลค่ารวม 4 หมื่นล้านบาท ในงวดครึ่งแรกปี 2556 ด้วย

งานในมือที่บริษัทรับเหมาก่อสร้างมีอยู่ในปัจจุบันช่วยสนับสนุนรายได้เฉลี่ย 83% ของรายได้ในปี 2556 ณ ไตรมาส 3 ปี 2555 STEC มีงานในมือมูลค่ารวม 4.2 หมื่นล้านบาท CK มีงานในมือมูลค่ารวม 1.27 แสนล้านบาท และ ITD มีงานในมือมูลค่ารวม 1.37 หมื่นล้านบาท ตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบัน STEC เซ็นสัญญางานใหม่ มูลค่า 7.4 พันล้านบาทแล้ว (และกำลังรอ ครม.อนุมัติสัญญาที่ 1 ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดง มูลค่า 1.8 หมื่นล้านบาท) ในขณะที่ CK และ ITD เซ็นสัญญางานใหม่มูลค่า 9.9 หมื่นล้านบาท และ 4.7 หมื่นล้านบาทตามลำดับ ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการงานในปี 2555 ของเรา เราคาดว่ารายได้ของ STEC จะเติบโต 19% ในปี 2556 (งานในมือที่มีอยู่ในปัจจุบันจะช่วยสนับสนุนรายได้ 85% ที่คาดการณ์ไว้ในปี 2556) นอกจากนี้เราก็คาดว่ารายได้ของ CK จะเติบโต 46% (งานในมือช่วยสนับสนุนรายได้ 87% ที่คาดการณ์ไว้ในปี 2556) และรายได้ของ ITD จะเติบโต 25% (งานในมือช่วยสนับสนุนรายได้ 78% ที่คาดการณ์ไว้ในปี 2556)

ปรับประมาณการกำไรหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/55: ปรับขึ้นสำหรับ STEC แต่ปรับลดลงสำหรับ CK และ ITD ก่อนหน้านั้นเราปรับประมาณการกำไรปี 2555 ของ STEC เพิ่มขึ้น 7% เพราะรายได้สูงกว่าคาด ในขณะที่ปรับประมาณการกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติปี 2555 ของ CK ลดลงจาก 497 ล้านบาท เหลือ 200 ล้านบาท โดยมีสาเหตุมาจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ต่ำกว่าคาดในไตรมาส 3 ปี 2555 นอกจากนี้หลังจากเราทบทวนประมาณการกำไรของ ITD เราก็ก็นำประมาณการกำไรปี 2555-57 ของ ITD ลดลง 19-17% เพื่อสะท้อนถึงค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงกว่าคาด สำหรับปี 2555 STEC มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่ผลการดำเนินงานของ CK จะฟื้นตัวกลับมาทำกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ หลังจากรายงานขาดทุนจากการดำเนินงานธุรกิจปกติในปีก่อน แต่กำไรสุทธิจะยังติดลบ (หลักๆ ถูกกดดันจากการตั้งสำรองและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน)

ประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/55 กลางเดือน ก.พ.: STEC อาจจะสร้างเซอร์ไพรส์ เราคาดว่า STEC จะมีกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติจำนวน 227 ล้านบาทในไตรมาส 4 ปี 2555 ลดลง 5% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่เพิ่มขึ้น 26% จากไตรมาสก่อนหน้า ซึ่งสอดคล้องกับประมาณการของตลาด หลังจากเราปรับประมาณการค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น ถ้า STEC สามารถรับรู้รายได้จำนวนมากได้เหมือนกับไตรมาส 3 ปี 2555 เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปี 2555 จะมีแนวโน้มสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 10% ส่วน CK นั้น เราคาดว่ากำไรกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติ 76 ล้านบาทในไตรมาส 4 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 43% จากไตรมาสก่อนหน้าจากการเร่งเดินหน้านำก่อสร้างโครงการใหม่ ในขณะที่เราคาดว่า ITD จะมีกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติเพิ่มขึ้นจากไตรมาส 3 ปี 2555 เล็กน้อย มาอยู่ที่ 81 ล้านบาทในไตรมาส 4 ปี 2555

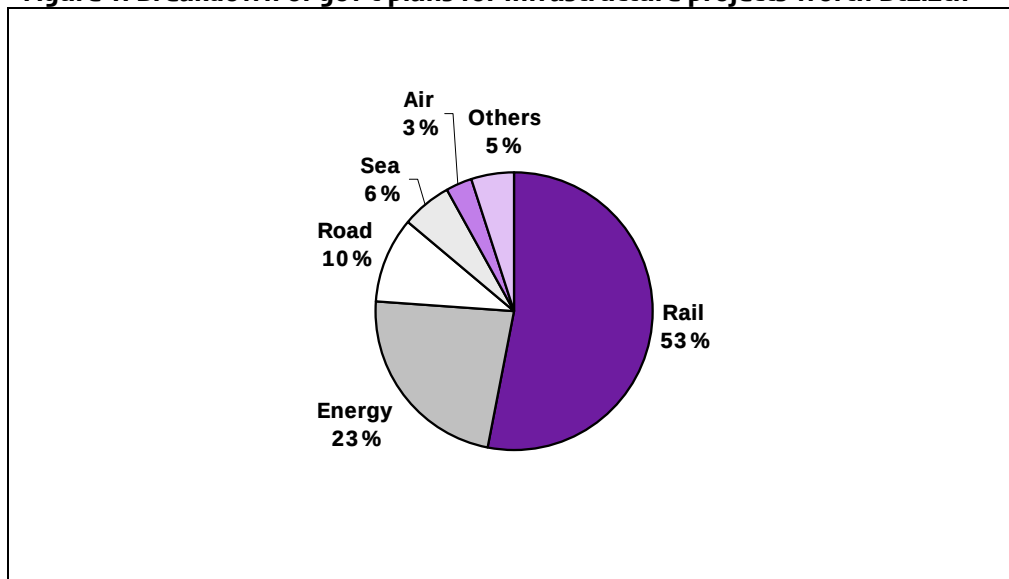
หุ้นรับเหมาก่อสร้างน่าจะปรับตัว **outperform** ตลาดได้อย่างมาก ตั้งแต่เดือน มิ.ย.เป็นต้นมา ราคาหุ้น STEC ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 77% เทียบกับ CK ที่ +32% และ ITD ที่ +20% ในขณะที่ SET +13% ซึ่งเราเชื่อว่าเกิดจากกระแสข่าวด้านบวกจากการที่รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน ปัจจุบัน STEC เทรดที่ P/BV ปี 2556 ระดับ 4.4 เท่า เทียบกับ CK ที่ 2.3 เท่า และ ITD ที่ 1.9 เท่า ซึ่งอยู่ในระดับเดียวกับ P/BV ในช่วง 3-6 เท่าที่หุ้นรับเหมาก่อสร้างเคยเทรดเมื่อครั้งที่รัฐบาลเร่งเดินหน้าโครงการขนาดใหญ่ในอดีต เราเชื่อว่าการที่ราคาหุ้น CK กับ ITD ปรับตัว underperform STEC เกิดจากอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนระดับสูงและความไม่แน่นอนเกี่ยวกับโครงการใหญ่ (โครงการไซยะบุรีของ CK และโครงการทวายของ ITD) ถ้ารัฐบาลเริ่มเดินหน้ากระบวนการประมูลตามที่สัญญาไว้ในงวดครึ่งแรกปี 2556 หุ้นรับเหมาก่อสร้างก็น่าจะปรับตัวขึ้นได้อีก ราคาเป้าหมายใหม่ปลายปี 2556 ของ ITD อยู่ที่ 4.2 บาท/หุ้น

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
CK	Buy	8.95	11.20	27.4	74.1	26.3	22.7	n.m.	182.4	15.6	2.24	2.24	2.14	3.1	8.5	9.6	2.2	2.2	2.2	29.5	35.0	32.9
ITD	Neutral	3.80	4.20	13.2	33.1	29.4	22.5	n.m.	12.7	30.5	1.87	1.84	1.78	5.8	6.3	8.0	2.6	2.6	2.8	10.0	12.3	13.1
STEC	Buy	23.00	28.00	25.0	24.7	21.7	19.1	22.1	13.8	13.8	4.64	4.36	4.08	19.1	20.7	22.1	2.8	3.2	3.7	18.6	15.5	13.4
Average					44.0	25.8	21.4	22.1	69.6	20.0	2.91	2.81	2.67	9.3	11.8	13.2	2.6	2.7	11.6	19.3	20.9	19.8

Source: SCBS Investment Research

โปรดอ่านข้อสงวนสิทธิ์ท้ายรายงานฉบับนี้

Figure 1: Breakdown of gov't plans for infrastructure projects worth Bt2.2tn

Source: OTP, SCBS Investment Research

Figure 2: Mass transit projects worth Bt240bn waiting government action

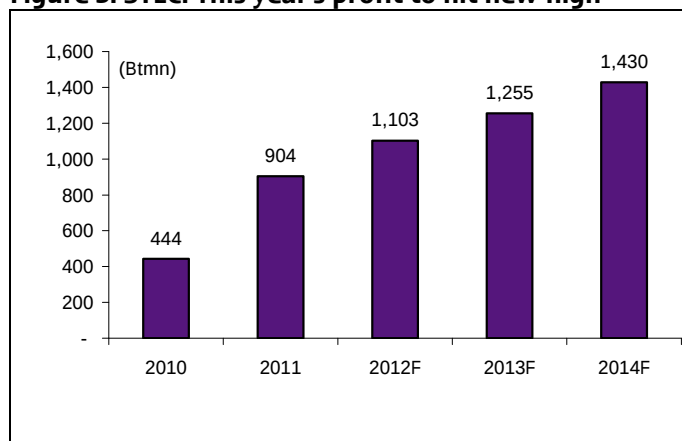
Line	Project description	Civil work (Btbn)	Possibly go up for bidding
Green Line	Morchit-Sapanmai-Khookot	60	1Q13
Pink Line	Kaerai-Pak Kred-Minburi	42	2H13
Orange Line	Talingchan- Minburi	138	4Q13-1Q14
Total		240	

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

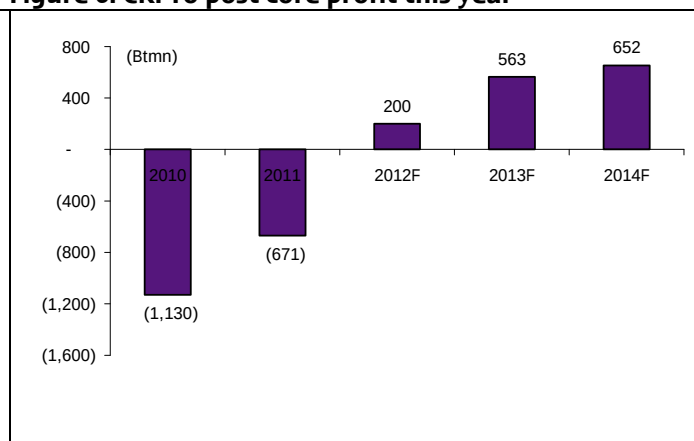
Figure 3: E-auction for double track railway for first 3 routes in 1H13

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

Source: STEC, SCBS Investment Research

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

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: CK: To post core profit this year

Source: Company, SCBS Investment Research

คำสั่งซื้อจะอยู่ในระดับต่ำไปจนถึงไตรมาส 1/56

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

- ไตรมาส 3/55: เกือบทุกบริษัทในการวิเคราะห์ของเรารายงานผลการดำเนินงานแย่งลง
- แนวโน้มระยะสั้นยังแย่ เพราะได้รับผลกระทบจากแนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวในยุโรปและสหรัฐฯ
- จับตาคำสั่งซื้อในไตรมาส 2/56 อย่างใกล้ชิด อาจจะพบสัญญาณฟื้นตัว
- Top pick: KCE และ DELTA

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 บริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในการวิเคราะห์ของเรา (ยกเว้น DELTA) รายงานผลการดำเนินงานที่แย่งลงในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยกำไรลดลง 24-72% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่ SMT ยังคงรายงานขาดทุนจากการดำเนินงาน ทั้งนี้เนื่องจากการฟื้นตัวได้ยังไม่เต็มที่จากสถานการณ์น้ำท่วมรุนแรงในไตรมาส 4 ปี 2554 แล้ว แนวโน้มเศรษฐกิจที่แย่งลงในสหรัฐฯ และยุโรป ก็ทำให้ลูกค้าชะลอคำสั่งซื้อออกไป และบริหารสินค้าคงคลังไว้ให้อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ อัตรากำไรของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ก็ได้รับแรงกดดันจากการขึ้นค่าจ้างตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 ด้วย ในทางกลับกัน กำไรของ DELTA เติบโตสูงถึง 167% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู้จำนวน 1.9 พันล้านบาท ทำสถิติสูงสุดใหม่ในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องของอุปสงค์ในตลาด cloud computing ทั่วโลก และการฟื้นตัวของธุรกิจ solar inverter (ผ่านออสเตรเลียและนิวซีแลนด์ที่เป็นตลาดใหม่) รวมถึงการกลับรายการค่าเผื่อการลดมูลค่าของสินค้าคงเหลือ solar inverter ในไตรมาส 3 ปี 2555

แนวโน้มระยะสั้นยังแย่ เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในระยะสั้น แนวโน้มเศรษฐกิจชะลอตัวในยุโรปและสหรัฐฯ ทำให้คำสั่งซื้อน่าจะอยู่ในระดับต่ำในไตรมาส 4 ปี 2555 ถึงไตรมาส 1 ปี 2556 ทั้งนี้เมื่อดูจากรายงานของ SEMI.ORG พบว่าอัตราส่วน book-to-bill ของผู้ผลิตอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในภูมิภาคอเมริกาเหนือ อยู่ที่ระดับเพียง 0.75 เท่าในเดือน ต.ค. 2555 (หมายถึงยอดคำสั่งซื้อ 75 ดอลลาร์สหรัฐ เทียบกับยอดส่งมอบ 100 ดอลลาร์สหรัฐ) นอกจากนี้แล้ว Semiconductor Industry Association (SIA) ก็รายงานว่า ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกช่วง 9 เดือนแรกของปี 2555 ลดลง 4.3% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู้จำนวน 2.16 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อดูรายละเอียดของยอดขายแยกตามภูมิภาคพบว่า ยอดขายลดลงในทุกภูมิภาค โดยตลาดยุโรปลดลงมากที่สุด (-13% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) เราเชื่อว่าสำนักงานสถิติการค้าเซมิคอนดักเตอร์โลก (World Semiconductor Trade Statistics - WSTS) จะต้องปรับลดประมาณการยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 2555 ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 0.4% สู้จำนวน 3.01 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ

จับตาคำสั่งซื้อในไตรมาส 2/56 อย่างใกล้ชิด อาจจะพบสัญญาณฟื้นตัว ผู้บริหารบริษัทชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ส่วนใหญ่ในการวิเคราะห์ของเรายังคงมุมมองระยะยาวเกี่ยวกับแนวโน้มอุตสาหกรรมในปี 2556 รายงานของ IC Insight ระบุว่า การศึกษาตลาด IC ในช่วงเวลา 30 ปี พบว่ายอดขายมีอัตราเติบโตสูงสุดในไตรมาสที่ 2 ของปีที่ตลาดเติบโตดี (เติบโตเฉลี่ยไม่ต่ำกว่า 10% ต่อปี) ดังนั้นเราจึงมองว่าไตรมาส 2 ปี 2556 อาจจะเป็นไตรมาสที่เราพบสัญญาณการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมเกิดขึ้นได้เร็วที่สุด และจะต้องจับตาดูอย่างใกล้ชิด

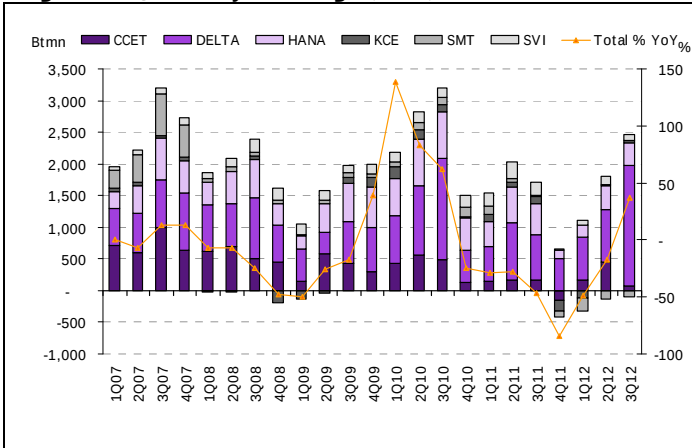
KCE และ DELTA เป็น top picks ปัจจุบันเราแนะนำ "ซื้อ" KCE และ DELTA ด้วยเหตุผลที่ว่าผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้น และปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง ตามลำดับ โอกาสปรับปรุงการผลิตด้วยการติดตั้งสายการผลิตใหม่ที่มีประสิทธิภาพการผลิตสูงขึ้น แทนสายการผลิตเก่า (ซึ่งมีอัตราของเสียจากการผลิตสูง) ที่โรงงาน KCE-Tech หลังน้ำท่วม และใช้เครื่องจักรเพิ่มมากขึ้นจะช่วยลดความผิดพลาดของมนุษย์ลงได้ อีกทั้งยังจะมีลูกค้าใหม่เข้ามาในงวดครึ่งหลังปี 2556 ด้วย ทำให้เรามองว่า KCE เป็นหุ้นที่น่าสนใจในประเด็นผลการดำเนินงานฟื้นตัว โดยคาดว่าจะกำไรปี 2556 จะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 600 ล้านบาท หรือ 1.27 บาท/หุ้น นอกจากนี้เราก็คงชอบ DELTA เพราะคาดว่าจะกำไรปี 2555 จะเติบโตสูงถึง 45% จากปีก่อน ได้ประโยชน์จากธุรกิจ cloud computing ที่มีแนวโน้มสดใส และคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 5.5%

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
CCET	Neutral	2.6	3.1	23.5	12.2	7.7	7.2	154.2	58.4	7.2	0.61	0.58	0.56	5.0	7.7	7.9	6.1	6.1	6.3	9.0	6.6	6.8
DELTA	Buy	29.3	35.0	25.1	9.5	9.2	8.6	45.4	3.0	7.6	1.64	1.50	1.38	18.2	17.0	16.8	5.5	5.5	5.8	5.6	5.1	4.5
HANA	Neutral	21.0	24.0	20.5	13.6	9.5	8.4	(19.6)	43.2	12.4	1.09	1.01	0.96	8.3	11.0	11.7	5.2	6.2	6.7	4.3	3.2	2.6
KCE	Buy	8.7	11.5	36.2	54.6	6.8	6.0	(38.9)	697.9	13.7	1.35	1.17	1.02	2.7	18.3	18.1	3.4	4.0	4.6	11.7	6.6	5.9
SMT	Sell	10.0	9.0	(6.0)	n.m.	12.4	10.3	n.m.	n.m.	19.7	1.94	1.74	1.72	(29.0)	14.9	16.8	0.0	4.0	4.8	(19.3)	8.1	6.5
SVI	Neutral	3.9	4.1	12.7	19.3	10.4	8.9	(43.5)	85.2	17.6	3.16	1.52	1.42	21.5	19.7	16.6	0.0	6.5	6.5	13.1	5.7	5.1
Average					21.8	9.3	8.2	19.5	177.5	13.0	1.63	1.25	1.18	4.5	14.8	14.6	3.4	5.4	5.8	4.1	5.9	5.2

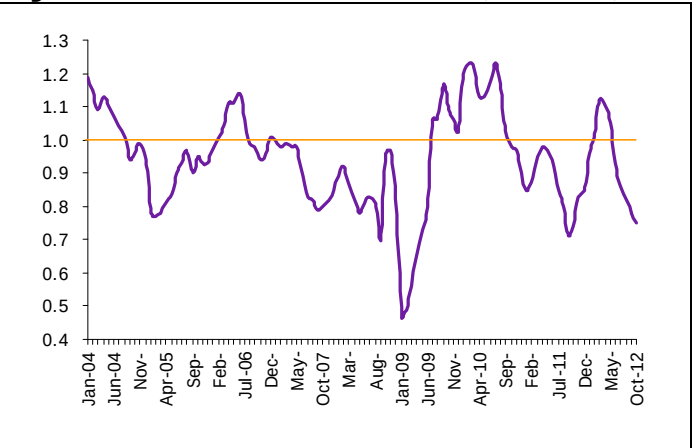
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



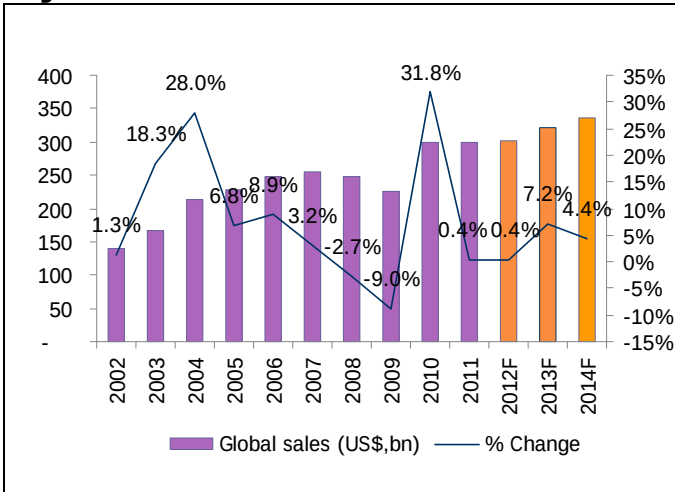
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: N. America book-to-bill ratio (0.75 in Oct)



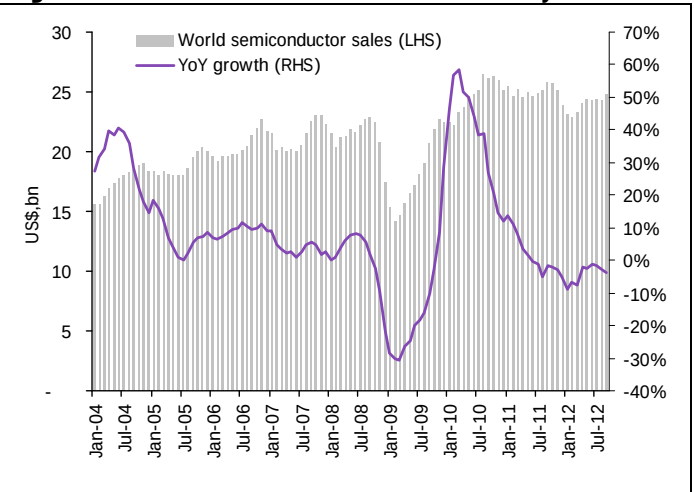
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



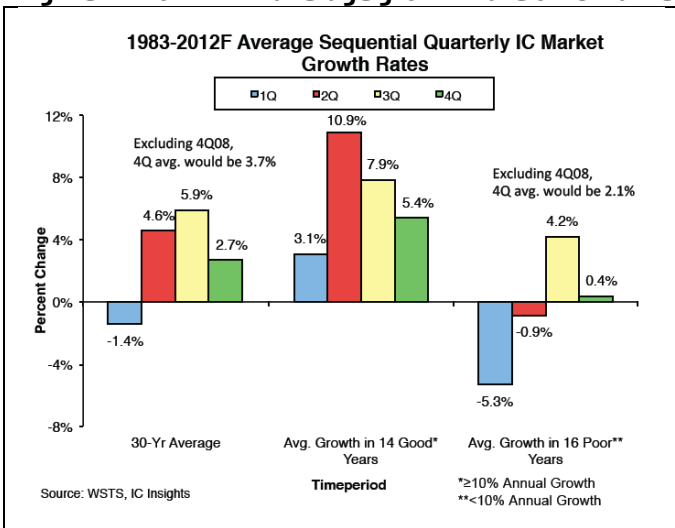
Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



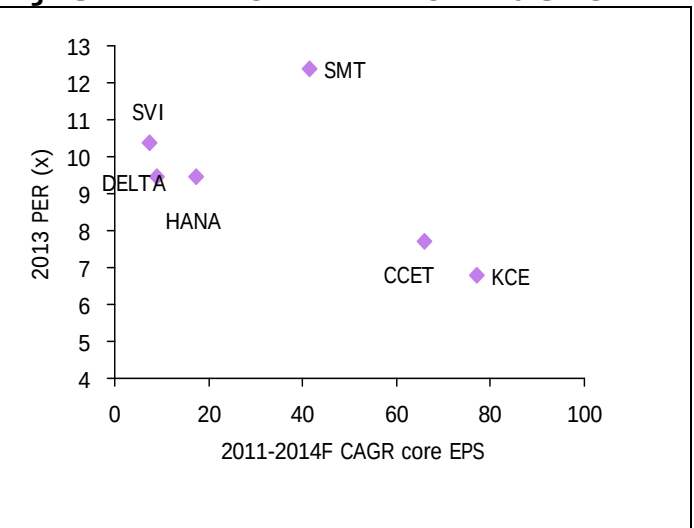
Source: SIA

Figure 5: 1983-2012F average growth rate of IC market



Source: WSTS, IC insights

Figure 6: 2013 PER vs. 2011-2014F CAGR core EPS



Source: SCBS Investment Research

ราคาน้ำมันที่ลดลงทำให้กลุ่มพลังงานดูไม่น่าสนใจ

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

- กำไรของกลุ่มพลังงานน่าจะปรับตัวลดลงในไตรมาส 4/55 หลังจากสูงเป็นพิเศษในไตรมาส 3/55
- ราคาน้ำมันน่าจะลดลงในปี 2556 เนื่องจากอุปทานดิบโตสูงกว่าอุปสงค์
- การลดปริมาณการผลิตและอุปสงค์ตามฤดูกาลน่าจะหนุนให้ราคาถ่านหินปรับตัวเพิ่มขึ้น

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 – กลับมาทำกำไรได้จำนวนมาก ผลการดำเนินงานของบริษัทน้ำมันและก๊าซปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 ไปแล้วตามคาด กำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มนี้รวมกันฟื้นตัวขึ้นอย่างมากในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยหลักๆ เกิดจากกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากของโรงกลั่นที่ได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ PTTEP ก็อยู่เบื้องหลังกำไรที่ดีดังกล่าวด้วย เนื่องจากบริษัททำปริมาณขายได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์และไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้น บริษัทที่ประกอบธุรกิจถ่านหินรายงานกำไรไตรมาส 3 ปี 2555 ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าและช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะราคาถ่านหินลดลงแม้มีมาตรการลดต้นทุนเพื่อพยุงอัตรากำไร

แนวโน้มไตรมาส 4/55 – คาดกำไรลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าจากการดำเนินธุรกิจล้วนๆ ผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2555 มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะไม่มีกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากเหมือนกับไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากราคาน้ำมันเคลื่อนไหวในกรอบแคบๆ ราคาน้ำมันดิบดูไบแกว่งตัวในกรอบ 103-111 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 4 ปี 2555 เทียบกับ 93-116 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3 ปี 2555 เมื่อพิจารณาจากต้นทุนน้ำมัน ณ สิ้นไตรมาส 3 ปี 2555 ที่ระดับประมาณ 111 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และราคาปัจจุบันที่ 109 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ทำให้ราคาถ่านหินถึงขาดทุนจากสต็อกน้ำมันเพียงเล็กน้อยในไตรมาส 4 ปี 2555 ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยในไตรมาส 4 ปี 2555 น่าจะอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้าที่ 106 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ดังนั้นจะส่งผลกระทบต่อราคาขายผลิตภัณฑ์เหลวโดยเฉลี่ยของ PTTEP ในขณะที่ราคาก๊าซน่าจะถูกปรับขึ้นในเดือน ต.ค. เพื่อสะท้อนถึงราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในช่วง 6-12 เดือนที่ผ่านมา

ราคาน้ำมันเฉลี่ยในปี 2556 น่าจะลดลงจากปี 2555 เพราะอุปทานเพิ่มขึ้น อุปทานน้ำมันดิบที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น (ส่วนใหญ่มาจากผู้ผลิต non-OPEC และแหล่งน้ำมันแบบ unconventional) มีแนวโน้มที่จะสร้างแรงกดดันขาลงต่อราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยในปี 2556 ทั้งนี้เมื่ออิงกับการคาดการณ์ของตลาดในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาพบว่า ราคาน้ำมันดิบเบรนท์มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 110 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2556 ลดลงเล็กน้อยจากราคาเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2555 จนถึงปัจจุบันที่ 112 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล IEA คาดการณ์ว่า อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 0.81 ล้านบาร์เรล/วัน (ลดลงจากระดับที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 1.71 ล้านบาร์เรล/วัน) เทียบกับอุปทานน้ำมันเพิ่มเติมทั่วโลก 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน สะท้อนถึงอุปสงค์น้ำมันที่ผลิตโดยโอเปกลดน้อยลง อันจะส่งผลทำให้โอเปกมีกำลังการผลิตสำรองเพิ่มมากขึ้นเพื่อสกัดการพุ่งขึ้นของราคาน้ำมัน ทั้งนี้สมมติฐานราคาน้ำมันของเราเป็นไปในด้านอนุรักษ์นิยมมากกว่าตลาด โดยคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เพียง 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และราคาน้ำมันดิบดูไบที่ 98 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เนื่องจากเรคาดการณถึงอุปสงค์ที่ลดลงอันเป็นผลมาจากวิกฤตหนี้ที่ยืดเยื้อในยุโรป

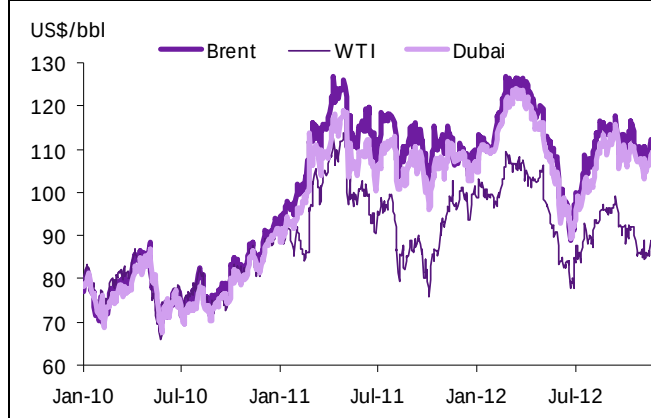
การลดปริมาณการผลิตและอุปสงค์ตามฤดูกาลน่าจะหนุนให้ราคาถ่านหินปรับตัวเพิ่มขึ้น เรายังคงมุมมองที่ว่าราคาถ่านหินน่าจะปรับตัวลดลงถึงจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะค่อยๆ ฟื้นตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลดปริมาณการผลิตและอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล บริษัทผลิตถ่านหินส่วนใหญ่ปรับแผนการผลิตของตนเพื่อรับมือกับราคาถ่านหินที่ปรับตัวลดลงในระยะสั้น นอกจากนี้เราก็คงกังวลความลดน้อยลงจากการส่งออกถ่านหินของสหรัฐฯ เนื่องจากผู้ผลิตถ่านหินคุณภาพต่ำส่วนใหญ่ประสบผลขาดทุนค่อนข้างมาก ณ ราคาถ่านหินปัจจุบัน อุปสงค์ถ่านหินที่เพิ่มขึ้นจากญี่ปุ่นในระยะกลางเพื่อใช้ทดแทนพลังงานนิวเคลียร์น่าจะยังมีให้เห็นต่อไป

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มดีต่อเนื่องไปจนกว่ากำลังการกลั่นเพิ่มเติมจะเริ่มเดินเครื่องผลิตในปี 2558 ค่าการกลั่น (GRM) น่าจะยังอยู่ในระดับที่ดี แต่อาจจะลดลงจากระดับมากเป็นพิเศษในไตรมาส 3 ปี 2555 ผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate จะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นโดยรวมอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้อุปสงค์น้ำมันดีเซลภายในประเทศก็จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องด้วย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนโยบายควบคุมราคาน้ำมันดีเซลไว้ต่ำกว่า 30 บาท/ลิตรของรัฐบาล เราคาดว่ากำลังการกลั่นเพิ่มเติมสุทธิในปี 2556-57 น่าจะมีจำกัด แต่ผลกระทบในปี 2558 เป็นต้นไปน่าจะเป็นอีกเรื่องหนึ่ง

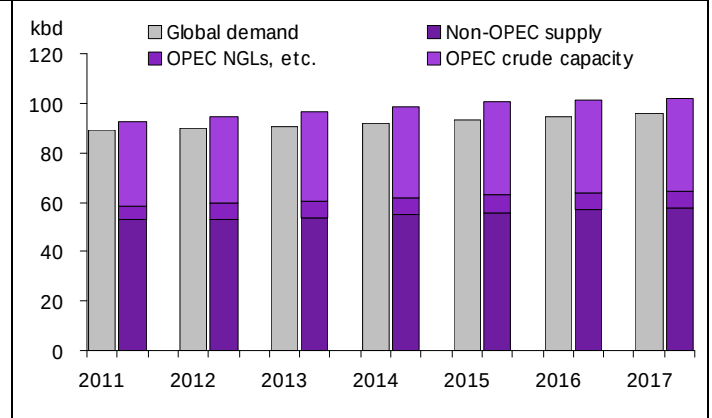
Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
BANPU	Neutral	374.0	490.0	35.0	11.7	9.7	9.8	0.9	20.6	(1.6)	1.26	1.17	1.09	11.1	12.5	11.4	4.5	4.0	4.0	5.6	5.1	5.0
BCP	Buy	27.5	32.0	21.1	12.3	8.9	7.9	(62.1)	38.8	12.7	1.18	1.09	1.01	9.5	12.7	13.3	4.7	4.7	5.1	7.2	6.4	5.7
ESSO	Sell	9.9	8.5	(9.1)	31.3	7.1	6.4	16.5	338.5	11.6	1.36	1.15	1.03	4.4	17.5	17.0	1.0	5.1	6.1	11.5	6.6	5.5
IRPC	Neutral	4.0	4.0	1.5	26.6	11.4	10.2	(47.1)	133.0	11.6	1.08	1.00	0.95	4.1	9.1	9.5	1.0	2.5	5.0	12.8	7.8	7.2
PTT	Buy	312.0	400.0	33.6	8.2	7.5	6.3	(1.4)	8.5	19.2	1.22	1.09	0.97	15.9	15.3	16.3	5.1	5.4	6.4	5.1	5.4	4.6
PTTEP	Buy	158.5	200.0	31.3	8.7	7.9	7.5	28.5	10.2	5.2	2.23	1.89	1.64	27.8	26.0	23.4	4.2	5.1	5.4	3.9	3.5	3.2
TOP	Buy	63.5	76.0	23.6	10.3	10.3	8.8	(17.8)	0.4	17.2	1.40	1.29	1.18	14.2	13.1	14.1	3.9	3.9	4.6	5.9	4.8	3.6
Average					15.6	9.0	8.1	(11.8)	78.6	10.8	1.39	1.24	1.12	12.4	15.2	15.0	3.5	4.4	5.2	7.4	5.7	5.0

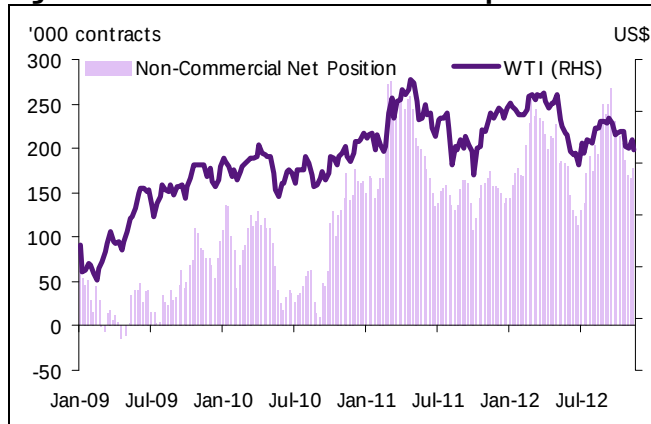
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

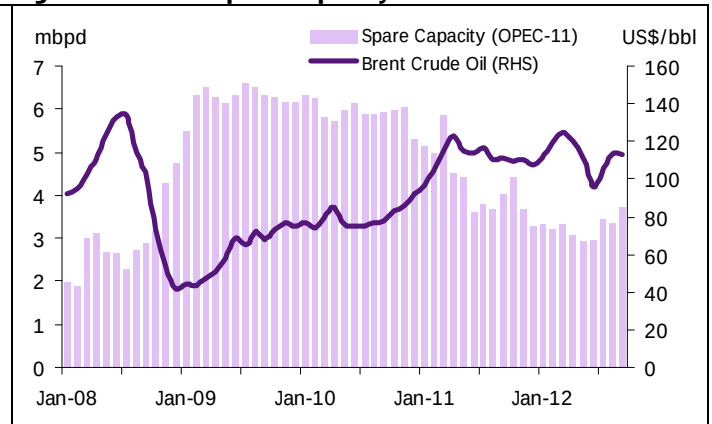
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Global oil demand/supply

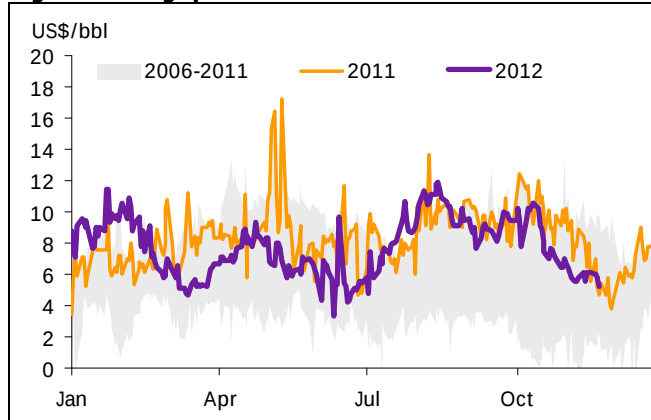
Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

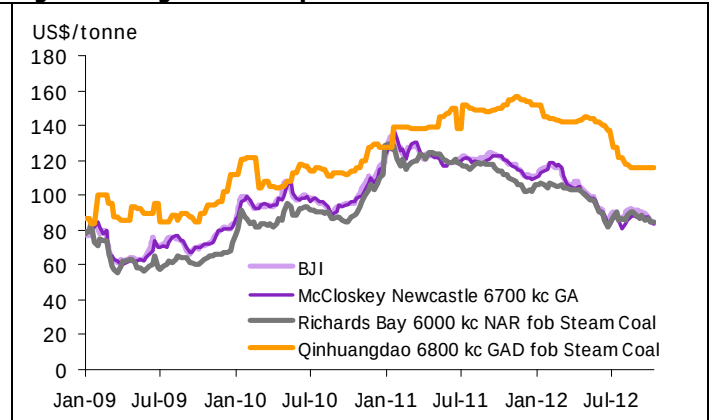
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: OPEC's spare capacity

Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM

Source: Reuters, SCBS Investment Research

Figure 6: Regional coal price

Source: BJI, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Valuation ไม่น่าดึงดูด

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

- ราคาหุ้น AEONTS และ KTC สะท้อนผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นแล้ว
- ASP และ MBKET น่าสนใจในแง่ของเงินปันผลในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ

ผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นมากและโอกาสเติบโตสดใสมากขึ้นของ AEONTS สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว ราคาหุ้น AEONTS ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนถึงผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นมากหลังน้ำท่วมและแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างและการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ไปเรียบร้อยแล้ว ในขณะที่ AEONTS เป็นบริษัท consumer finance ชั้นนำของประเทศไทยที่ตั้งเป้าไปที่ตลาดระดับล่าง ทำให้บริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้าง เพราะทำให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายสินเชื่อส่วนบุคคลขยายใหญ่ขึ้นและทำให้ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์มีน้อยลง เราคาดว่าค่าการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะหนุนให้การขยายสินเชื่อปรับตัวเร่งขึ้นจากระดับ 11% ในปีบัญชี 2554 สู่ระดับ 17% ในปีบัญชี 2555 (สินเชื่อขยายตัว 8% ในช่วงครึ่งแรกปีบัญชี 2555) และระดับ 20% ในปีบัญชี 2556 เงินเดือนข้าราชการขั้นต่ำสำหรับผู้จบปริญญาตรีปรับเพิ่มขึ้นเป็น 15,000 บาท/เดือนตั้งแต่ไตรมาส 2 ปี 2555 และ ณ เดือน เม.ย. 2555 ค่าจ้างรายวันขั้นต่ำก็ปรับเพิ่มขึ้น 36-40% จาก 215-221 บาท/วัน เป็น 300 บาท/วันใน 7 จังหวัด ได้แก่ กรุงเทพฯ และจังหวัดปริมณฑล ส่วนจังหวัดอื่นๆ จะเริ่มปรับค่าจ้างขั้นต่ำขึ้นเป็น 300 บาท/วันในปีหน้า AEONTS วางแผนขยายธุรกิจสู่ประเทศสมาชิกประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) บริษัทถือหุ้น 20% ใน AEON Vietnam และคณะกรรมการบริษัทก็เพิ่งมีมติอนุมัติแผนจัดตั้งบริษัทย่อยในพม่าและลาว

ผลการดำเนินงานของ KTC มีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นมาก แต่ราคาหุ้นสูงกว่ามูลค่า ผลการดำเนินงานของ KTC น่าจะฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 4 ปี 2555 และปี 2556 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทลดค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานและการตั้งสำรองลง แล้วหันกลับมาขยายธุรกิจ KTC เริ่มเน้นลดต้นทุนในไตรมาส 2 ปี 2555 ด้วยการปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ซ้ำซ้อน (เช่น การติดตามหนี้สิน ศูนย์บริการลูกค้าสัมพันธ์ และบริการ telemarketing) มาใช้พนักงานของบริษัทแทน การลดต้นทุนส่งผลดีให้เห็นแล้วในไตรมาส 3 ปี 2555 หลังจากบริษัทบันทึกค่าใช้จ่ายพิเศษเกี่ยวกับค่าธรรมเนียมในการยกเลิกระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ซ้ำซ้อนก่อนกำหนดในไตรมาส 2 ปี 2555 NPL และต้นทุนสินเชื่อของบริษัทปรับตัวลดลงสืบเนื่องมาจากการบริหารจัดการหนี้เชิงรุกมากยิ่งขึ้นในระยะแรกๆ ก่อนที่จะมีการผิมนัดชำระหนี้เกิดขึ้น และการติดตามหนี้ก็มีประสิทธิภาพดีขึ้นด้วยหลังจากบริษัทเปลี่ยนจากระบบการว่าจ้างติดตามหนี้มาใช้พนักงานของบริษัทแทน แม้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ KTC จะฟื้นตัวขึ้นมากในปี 2556 แต่ความสามารถในการทำกำไรยังต่ำเพราะรายได้มีแนวโน้มเติบโตจำกัดเนื่องจากตลาดบัตรเครดิตถึงจุดอิ่มตัวแล้วและการแข่งขันจากธนาคารพาณิชย์ก็สูง ราคาหุ้น KTC สูงกว่ามูลค่า โดยปัจจุบันเทรดที่ PBV ปี 2556 ระดับ 1.4 เท่า เทียบกับ ROE 11%

หุ้นปันผล ASP และ MBKET มีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ เราคาดการณ์เงินปันผลงวดครั้งหลังปี 2555 ของ ASP ที่ 0.14 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน 6.1%) และ MBKET ที่ 0.87 บาท/หุ้น (ผลตอบแทน 6.3%)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AEONTS	Neutral	66.25	51.00	(19.8)	12.1	11.5	11.5	749.7	4.8	0.1	2.38	2.10	1.88	20.9	19.3	17.2	3.2	3.2	3.2
ASP	Neutral	2.32	2.50	16.8	9.5	10.0	10.3	2.3	(5.1)	(2.9)	1.20	1.19	1.18	12.8	12.0	11.6	9.5	9.0	8.8
KTC	Sell	26.50	24.00	(6.0)	27.0	11.7	10.6	n.m.	131.1	10.8	1.34	1.22	1.14	5.1	10.9	11.2	1.5	3.4	3.8
MBKET	Sell	13.90	13.60	6.1	12.4	12.1	11.8	(2.1)	2.2	2.8	1.80	1.80	1.79	14.5	14.9	15.2	8.1	8.2	8.5
Average					15.2	11.3	11.0	250.0	33.3	2.7	1.68	1.58	1.50	13.3	14.3	13.8	5.6	6.0	6.1

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	12.1	2.4
Bt24bn	14.6	2.9
Bt26bn — base case	13.6	2.5
Bt28bn	19.5	3.8
Bt30bn	22.0	4.3
2012F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt22bn	1.11	0.21
Bt24bn	1.10	0.23
Bt26bn — base case	1.09	0.25
Bt28bn	1.08	0.26
Bt30bn	1.07	0.28
2012F DPS (Bt) at 2012F various daily mkt. turnover		
Bt22bn	0.77	0.15
Bt24bn	0.99	0.18
Bt26bn — base case	1.22	0.22
Bt28bn	1.45	0.26
Bt30bn	1.68	0.29
Dividend payout		
2012F	100%	90%
Implied target PE (x)	12.5	10.0

Source: SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ขอบหุ้นที่เติบโตจากธุรกิจหลักสูงที่สุด

- BGH และ BCH รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3/55
- ความสามารถในการให้บริการที่ยังมีเหลืออยู่จะสนับสนุนให้กำไรเติบโตเพิ่มขึ้น
- ขอบหุ้นที่เติบโตจากธุรกิจหลักสูงที่สุด เลือก BGH เป็น top pick

BGH และ BCH รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3/55 BGH และ BCH รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นทั้งผู้ป่วยในประเทศและผู้ป่วยต่างชาติเพราะเป็นช่วงที่มีผู้ป่วยใช้หวัดจำนวนมากในประเทศไทย บวกกับเป็นช่วงเริ่มต้นฤดูกาลท่องเที่ยว กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติของ BH เติบโตน้อยกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มการแพทย์ เนื่องจากความสามารถในการให้บริการที่มีจำกัดทำให้บริษัทไม่สามารถตอบสนองความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จำนวนมากได้ โดยเฉพาะในส่วนของผู้ป่วยใน (IPD) เนื่องจากอัตราการครองเตียงเพิ่มขึ้นไปถึงระดับเตียงที่ 80% แล้ว ส่วนในไตรมาส 4 ปี 2555 เราคาดว่ากำไรของหุ้นโรงพยาบาลทั้งสามตัวจะเติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและฐานต่ำเพราะนำท่วมในปีก่อน ขณะที่กำไรจะลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาล

ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งในปี 2556 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตสูงถึง 47% ในปี 2555 และ 17% ในปี 2556 การเติบโตของกำไรส่วนใหญ่จะมาจาก BGH ที่คาดว่าจะกำไรจะเติบโต 53% ในปี 2555 และ 21% ในปี 2556 กำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นในระยะยาว เนื่องจากสัดส่วนรายจ่ายเพื่อใช้บริการทางการแพทย์ต่อ GDP ในประเทศไทยยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ที่พัฒนาแล้ว และประชากรสูงอายุก็มีแนวโน้มเพิ่มมากขึ้น เรามองว่าผลประโยชน์ของการรวมกลุ่มการแพทย์มีความเสี่ยงลดลงจากรัฐ เพราะการรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็นไม่ใช่สิ่งฟุ่มเฟือย ทำให้กลุ่มการแพทย์มีความอ่อนไหวต่อปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคน้อยกว่ากลุ่มธุรกิจอื่นๆ

ความสามารถในการให้บริการที่ยังมีเหลืออยู่จะสนับสนุนให้กำไรเติบโตเพิ่มขึ้น เรามองว่าบริษัทที่จะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จำนวนมาก คือ บริษัทที่ยังมีความสามารถในการให้บริการเหลืออยู่ โดย BH มีความสามารถในการให้บริการค่อนข้างจำกัดแล้ว เพราะมีอัตราการครองเตียงเฉลี่ย 78% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 เทียบกับ BGH ที่ 68% ในปี 2556 BGH จะเพิ่มจำนวนเตียงในโรงพยาบาลกรุงเทพ (ตั้งอยู่ในซอยศูนย์วิจัย ซึ่งเป็นโรงพยาบาลหลักของบริษัท) อีก 25% ซึ่งจะทำให้จำนวนเตียงเพิ่มขึ้นจาก 480 เตียงในปี 2555 เป็น 600 เตียงในปี 2556 การขยายความสามารถในการให้บริการจะเปิดโอกาสให้ BGH สามารถตอบสนองความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จำนวนมากได้ แต่สำหรับ BH นั้นความสามารถในการให้บริการที่มีจำกัดจะยังคงเป็นอุปสรรคต่อการเติบโตของกำไรในปี 2556 เนื่องจากแผนเพิ่มจำนวนเตียงอีก 100 เตียงจากปัจจุบันที่มีอยู่ 484 เตียง หรือเพิ่มขึ้น 21% จะไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงปี 2557 เนื่องจากบริษัทจะต้องย้ายแผนกบางแผนกออกจากโรงพยาบาลก่อน

มีโอกาสดำเนินธุรกิจได้น้อยลง เน้นสร้างโรงพยาบาลใหม่และขยายพื้นที่โรงพยาบาลเดิม การพูดคุยกับผู้บริหารโรงพยาบาลพบว่า การขยายธุรกิจในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าจะเน้นไปที่การสร้างโรงพยาบาลใหม่และการขยายพื้นที่โรงพยาบาลเดิม เนื่องจากโอกาสในการเข้าซื้อและ/หรือควบรวมกิจการทำได้ยากกว่าแต่ก่อนเพราะราคาแพง เรามีความรู้สึกเป็นบวกมากที่สุดต่อแผนการขยายธุรกิจของ BGH เนื่องจากบริษัทมีแผนสร้างโรงพยาบาลใหม่ในประเทศอาเซียนตอนบน (พม่า ลาว กัมพูชา และเวียดนาม) ซึ่งเป็นตลาดที่มีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยเฉพาะหลังจากเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) BGH กำลังสร้างโรงพยาบาลใกล้กับชายแดนคือ โรงพยาบาลกรุงเทพอุดร (ในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ ใกล้กับประเทศลาว) และโรงพยาบาลกรุงเทพเชียงใหม่ (ในภาคเหนือ ใกล้กับประเทศพม่า) ขณะที่แผนขยายธุรกิจของ BH ส่วนใหญ่เน้นที่กรุงเทพฯ ส่วน BCH กำลังหันมาเจาะตลาดระดับบนผ่านทางโรงพยาบาลใหม่ชื่อว่า "World Medical Center (WMC)" บนถนนแจ้งวัฒนะ ซึ่งจะเปิดให้บริการในเดือน ม.ค. 2556

เน้นการเติบโตจากธุรกิจหลักสูงที่สุด: BGH เป็น top pick กลุ่มการแพทย์ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 3% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 4 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน และในจำนวนหุ้นที่อยู่ในการวิเคราะห์ของเรา พบว่าราคาหุ้น BH ให้ผลตอบแทนเทียบกับ SET ต่ำสุดที่ -9% เทียบกับ BGH ที่ +1% และ BCH ที่ -3% เราคิดว่าตลาดให้น้ำหนักกับปัจจัย เช่น การเติบโตผ่านทางการเข้าซื้อกิจการ มากกว่าปัจจัยอื่นๆ แต่เหตุการณ์ดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้น เราคาดว่าตลาดจะหันมาให้ความสนใจกับการเติบโตจากธุรกิจหลักที่มีอยู่เดิมแทนในปี 2556 ซึ่งจะส่งผลทำให้ความสนใจพุ่งไปที่ BGH เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงที่สุดและ Valuation ก็ไม่แพง โดยเทรดที่ระดับ +0.5SD PE เฉลี่ยย้อนหลังในอดีต ต่ำกว่าคู่แข่งที่เทรดในระดับที่สูงกว่า สะท้อนถึงโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับขึ้นได้อีก

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
BCH	Neutral	9.20	10.30	14.5	20.7	19.7	17.5	31.6	5.3	12.5	4.46	4.00	3.59	22.9	21.4	21.6	2.4	2.5	2.9	11.1	10.3	9.3
BGH	Buy	107.00	135.00	27.9	27.6	22.8	19.5	53.3	20.9	17.2	4.22	3.79	3.38	16.5	17.5	18.3	1.4	1.8	2.1	16.9	14.4	12.3
BH	Sell	74.00	76.00	4.8	31.0	28.2	25.5	36.9	9.9	10.8	7.97	7.01	6.18	28.0	26.4	25.8	1.9	2.1	2.3	12.4	13.7	12.1
Average					26.5	23.6	20.8	40.6	12.0	13.5	5.55	4.93	4.39	22.5	21.8	21.9	1.9	2.1	2.4	13.4	12.8	11.3

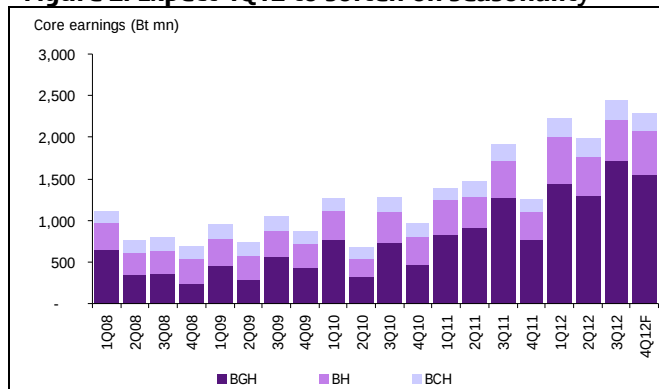
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Expect 4Q12 to soften on seasonality

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BCH	195	161	223	220	239	22.5	8.3	673	885	932	5.3	31.6	5.3
BGH	1,273	891	1,432	1,294	1,711	34.4	32.3	3,907	5,991	7,243	72.2	53.3	20.9
BH	444	279	574	475	496	11.8	4.5	1,510	2,067	2,273	16.6	36.9	9.9
Sector	1,912	1,330	2,228	1,989	2,447	28.0	23.0	6,090	8,944	10,448	70.9	46.9	16.8

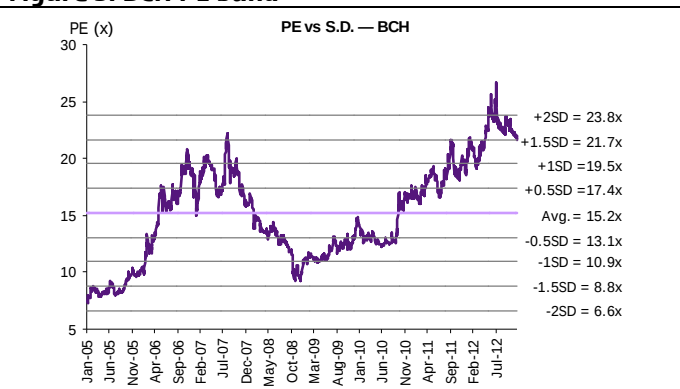
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Expect 4Q12 to soften on seasonality



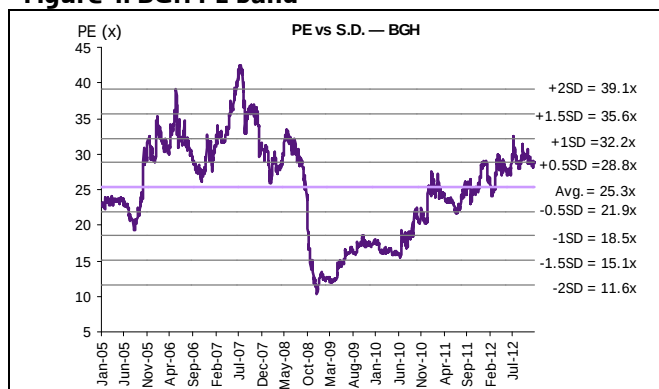
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH PE band



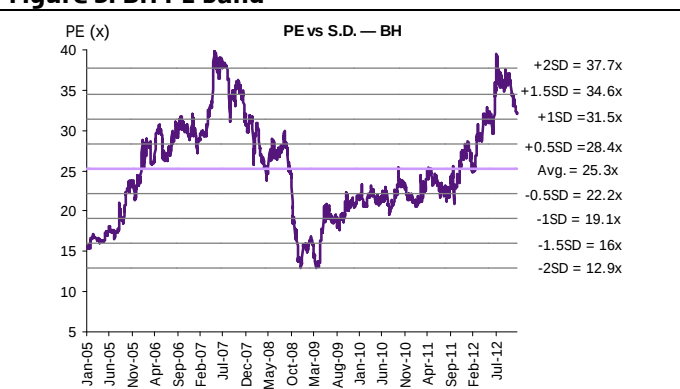
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: BGH PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BH PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Detail of expansions

Year	Hospital	Type	Detail
2012	BGH	New facility	Opening Bangkok Hospital Udon in the northeast part on 12 December 2012
2013	BGH	Expansion	Raising number of beds to 600 in 2013 from 480 now and examination rooms to 380 from 280 in Bangkok Medical Center
	BH	New facility	Opening Soonthonpoo Hospital at Rayong in 2Q13
	BH	Expansion	Opening remaining five floors of Bumrungrad International Clinic building for OPD service by February
	BH	Expansion	Developing land in Sukhumvit Soi 1 for the capacity expansion near the main campus. It will take 18-24 months for construction.
	BCH	New facility	Opening The World Medical Center (WMC) on Cheang Wattana Road by January
2014	BGH	New facility	Opening Bangkok Hospital Chiang Mai in the northern
	BH	Expansion	Adding 100 beds in Bumrungrad International Hospital building
	BCH	Expansion	Adding 100 beds in Kasemrad Sriburin Hospital at Chiang Rai
	BCH	New facility	Building 300-bed hospital on Ramkhamheang Road
2015	BCH	New facility	Building 250-bed hospital at Pattaya. The hospital will use WMC brand
2017	BH	New facility	Opening 200-bed new hospital on Petchburi Road

Source: Company data and SCBS Investment Research

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

ยอดขายที่ดินสูงสุดในไตรมาส 4/55 แต่ต้องระวังปี 2556

- ยอดขายที่ดินในไตรมาส 3/55 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า; มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/55
- AMATA และ ROJNA จะขายที่ดินได้มากที่สุดในไตรมาส 4/55 ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น
- ยังคงมุมมองระมัดระวัง เพราะคาดว่ายอดขายที่ดินจะชะลอตัวลงในปีหน้า
- Top picks: AMATA เพราะมีข่าวดีรออยู่ และ HEMRAJ เพราะโครงสร้างรายได้กระจายตัว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 กำไรไตรมาส 3 ปี 2555 ของ AMATA HEMRAJ และ ROJNA สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เพราะ AMATA มีกำไรพิเศษจากการเปลี่ยนนโยบายบัญชี ส่วน HEMRAJ มีส่วนแบ่งกำไรจาก Gheco-One มากกว่าคาด และ ROJNA รับรายได้จากคอนโดมากกว่าคาด ในขณะที่กำไรของ TICON ต่ำกว่าที่เราคาด และกำไรของ WHA เป็นไปตามคาด ทั้งสองบริษัทนี้มีกำไรน้อยในไตรมาส 3 ปี 2555 เพราะไม่ได้ขายสินทรัพย์

ยอดขายที่ดินในไตรมาส 3/55 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เมื่ออิงกับข้อมูลที่เราได้จาก AMATA และ HEMRAJ พบว่ายอดขายที่ดินในไตรมาส 3 ปี 2555 ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่จำนวน 825 ไร่ ยอดขายที่ดินในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 มีจำนวน 3,352 ไร่ เพิ่มขึ้น 70% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน AMATA ปรับลดเป้าหมายยอดขายที่ดินในปีนี้ลงจากเป้าเดิมที่ 3,000 ไร่ สู่ 2,700-2,800 ไร่ และ ROJNA ก็ปรับลดเป้าหมายยอดขายที่ดินในปีนี้ลงจาก 2,000 ไร่ สู่ 1,500 ไร่ ขณะที่ HEMRAJ คงเป้าหมายยอดขายที่ดินปีนี้ไว้ที่ 2,300 ไร่

AMATA และ ROJNA จะขายที่ดินได้มากที่สุดในไตรมาส 4/55 เมื่อใช้สมมติฐานว่า AMATA และ ROJNA สามารถขายยอดขายที่ดินได้ถึงเป้าที่บริษัทวางไว้ในปีนี้ บริษัททั้งสองแห่งนี้จะขายที่ดินได้อีกทยอยละ 1,400 ไร่ในไตรมาส 4 ปี 2555 ซึ่งคิดเป็น 50% ของเป้าหมายยอดขายที่ดินทั้งปีของ AMATA และ 90% ของเป้าหมายยอดขายที่ดินทั้งปีของ ROJNA การขายยอดขายที่ดินได้จำนวนมากในไตรมาส 4 ปี 2555 น่าจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นสองบริษัทนี้ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น

ยังคงมุมมองระมัดระวังสำหรับยอดขายที่ดินในปีหน้า เราคาดว่านักลงทุนญี่ปุ่นจะย้ายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่องในปีหน้า แต่ความต้องการซื้อที่ดินส่วนใหญ่จะมาจากบริษัทผลิตชิ้นส่วนที่ต้องการแค่ที่ดินขนาดเล็กๆ ไม่เหมือนกับที่ผ่านมาที่ความต้องการซื้อที่ดินมาจากโรงงานประกอบรถยนต์ที่ต้องการที่ดินขนาดใหญ่ เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ และจะจ่อจกรหาขึ้น 4 ปีน่าจะจบลงในปีนี้ ตั้งแต่ปี 2538 เป็นต้นมา ยอดขายที่ดินอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นเป็นเวลา 4 ปี (ปี 2541-2544 และปี 2545-2548) หลังจากนั้นก็ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ประวัติศาสตร์ไม่ได้เกิดซ้ำในปี 2549-2552 เนื่องจากวิกฤตในสหรัฐฯ ส่งผลกระทบบ้างให้เศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวแย่ลงในปี 2551-2552 เราอาจจะมองผิดถ้ามีนักลงทุนใหม่หลายรายเข้ามาในประเทศไทย และ/หรือ มีความต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจำนวนมากก่อนที่หลักเกณฑ์ใหม่ของบีโอไอซึ่งให้สิทธิประโยชน์น้อยลงจะมีผลบังคับใช้

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

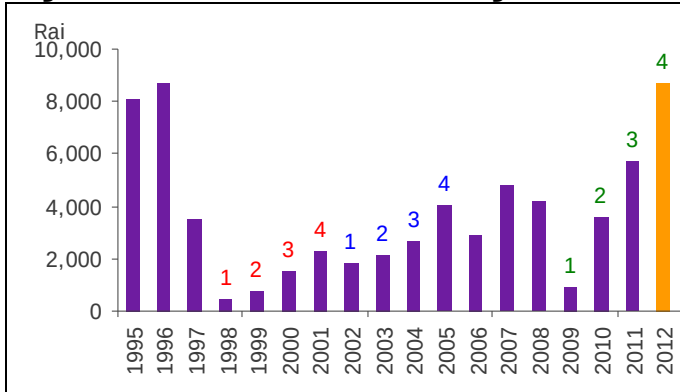
Top picks คือ AMATA กับ HEMRAJ เราชอบ AMATA เพราะจะมีข่าวดีหลายอย่างเข้ามา และ HEMRAJ เพราะโครงสร้างรายได้ของบริษัทกระจายตัวและปลอดภัยมากกว่าบริษัทอื่น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AMATA	Buy	15.30	22.00	49.1	11.1	10.2	7.6	57.9	8.3	35.0	2.07	1.86	1.60	20.1	19.1	22.7	4.3	5.3	6.9	10.2	8.8	6.4
HEMRAJ	Buy	3.18	3.70	21.9	12.6	9.1	7.5	340.9	39.4	20.7	2.73	2.29	1.94	23.9	27.5	28.0	4.0	5.5	6.7	10.7	8.5	6.8
ROJNA	Neutral	9.35	7.30	(18.4)	20.9	18.7	9.5	(23.6)	11.7	97.1	1.28	1.34	1.18	7.0	7.0	13.2	8.6	3.5	6.9	26.6	22.7	10.4
TICON	Neutral	13.00	14.50	22.7	7.7	7.2	6.4	192.2	7.5	12.3	1.47	1.40	1.32	20.8	20.0	21.2	10.4	11.2	12.5	8.6	8.6	8.1
WHA	Buy	19.90	17.50	(8.8)	42.6	12.4	10.6	220.8	243.6	17.3	3.50	3.00	2.56	12.1	26.0	26.1	0.9	3.2	3.8	23.2	9.1	7.3
Average					19.0	11.5	8.3	157.6	62.1	36.5	2.21	1.98	1.72	16.8	19.9	22.2	5.6	5.7	7.3	15.8	11.5	7.8

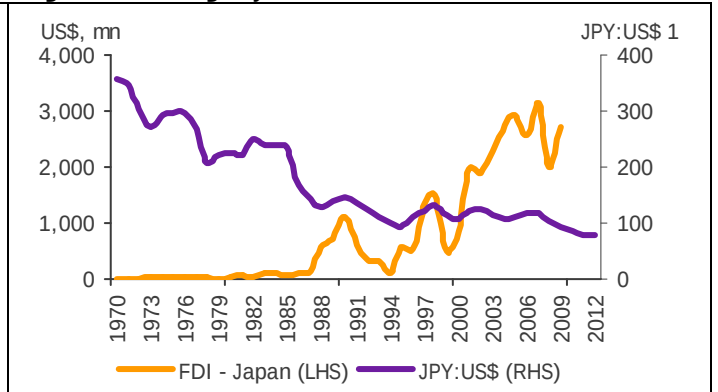
Source: SCBS Investment Research

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



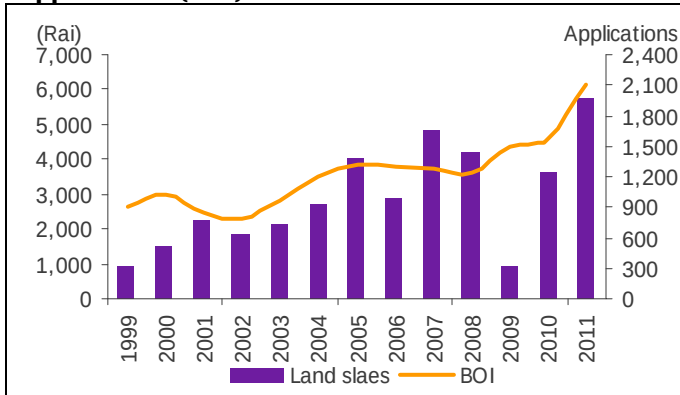
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Stronger yen means more FDI to Thailand



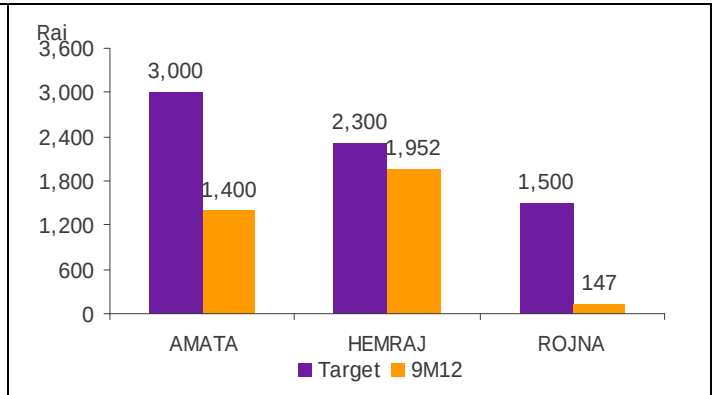
Source: BoT, Reuters

Figure 3: Land sales have good correlation with BoI applications (63%)



Source: BoI, CBRE

Figure 4: Land sales versus targets



Source: Company, SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคเพิ่มขึ้น = เม็ดเงินโฆษณาเพิ่มขึ้น = เติบโต

- การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภายในประเทศเพิ่มขึ้นจะหนุนให้เม็ดเงินโฆษณาปรับตัวเพิ่มขึ้น
- ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: BEC จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ยาก จากประเด็นของการมีส่วนร่วมพัวพันกับการทุจริตคอร์รัปชันของบริษัท ไร้มัน ส่วน MCOT จะเจอกับแรงกดดันด้านต้นทุนเพิ่มขึ้น
- MAJOR: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวในไตรมาส 4/55 - ปี 2556
- ชอบ MAJOR และ MCOT

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 - ฟื้นตัวจากไตรมาสก่อนหน้า โฆษณาดำเนินการเกิดขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 3 ปี 2555 เนื่องจากกลุ่มสื่อ (BEC MAJOR และ MCOT) รายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 3 ปี 2555 ฟื้นตัวดีขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า MAJOR เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวในกลุ่มสื่อที่กำไรลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยมีสาเหตุหลักมาจากอัตราค่าไปปรับตัวลดลง

เม็ดเงินโฆษณาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 4/55 เพราะฐานต่ำ ข้อมูลเดือน ต.ค. ที่จัดทำโดย Nielsen แสดงให้เห็นว่า เม็ดเงินโฆษณาในเดือน ต.ค. มีจำนวน 1.01 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 4% จากเดือนก่อนหน้า โดยส่วนใหญ่ได้รับปัจจัยหนุนจากเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อโทรทัศน์ (คิดเป็น 59% ของเม็ดเงินโฆษณาทั้งหมด) ซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้น 15% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 4% จากเดือนก่อนหน้า เม็ดเงินโฆษณาที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเกิดจากฐานต่ำเพราะเกิดสถานการณ์น้ำท่วมในปีที่ผ่านมา และปัจจัยฤดูกาล เนื่องจากโดยปกติแล้วเม็ดเงินโฆษณาจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 เพราะบริษัทโฆษณาจะใช้งบโฆษณาจำนวนมากเพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายของผู้บริโภคในเทศกาลวันหยุด เม็ดเงินโฆษณาในช่วง 10 เดือนแรกปี 2555 มีจำนวน 9.76 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และเราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาในปี 2555 จะมีจำนวน 1.17 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% จากปีก่อน

การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภายในประเทศเพิ่มขึ้นจะหนุนให้เม็ดเงินโฆษณาโต 5% ในปี 2556 เราคาดว่าเม็ดเงินโฆษณาจะเติบโต 5% สู่จำนวน 1.24 แสนล้านบาทในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภายในประเทศเพิ่มขึ้น จากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำทั่วประเทศ SCB EIC คาดการณ์การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเติบโต 5.4% ในปี 2555 และ 4.1% ในปี 2556 โดยปกติแล้วเมื่อประชาชนมีรายได้ที่ใช้จ่ายได้เพิ่มมากขึ้น ก็มักจะใช้จ่ายเพิ่มมากขึ้น และบริษัทโฆษณาก็ต้องการกระตุ้นให้มีการใช้จ่ายมากขึ้นด้วยการโฆษณา เม็ดเงินโฆษณาที่มีแนวโน้มเติบโตลดลงมาอยู่ที่ระดับ 5% ในปี 2556 เทียบกับ 12% ในปี 2555 ซึ่งเป็นปีที่มีเหตุการณ์ผิดปกติ ได้แก่ ฐานต่ำจากน้ำท่วมในปี 2554 และการใช้เม็ดเงินโฆษณาทางโรงภาพยนตร์เพิ่มขึ้นมากเพราะจำนวนโรงภาพยนตร์เพิ่มมากขึ้นในปี 2555

ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: มีความกังวลเฉพาะตัว อุตสาหกรรมโฆษณามีโมเมนตัมที่ดี และการขึ้นอัตราค่าโฆษณาในเดือน ต.ค. ของช่อง 7 ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายใหญ่สุด (ซึ่งวัดได้จากส่วนแบ่งตลาดเม็ดเงินโฆษณา) จะเป็นประเด็นที่ทำให้ช่องอื่นๆ ได้แก่ BEC และ MCOT ปรับอัตราค่าโฆษณาขึ้นตามได้ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า BEC จะขึ้นอัตราค่าโฆษณาตามทิศทางอุตสาหกรรมโดยรวมได้ค่อนข้างยาก เพราะมีกระแสสังคมกดดันจากการฉ้อโกงล่าหว่า บริษัท ไร้มัน จำกัด (ซึ่งทำการผลิตรายการข่าวให้ BEC) มีส่วนพัวพันกับการทุจริตคอร์รัปชัน ซึ่งยังไม่ได้อื้อสรุปลงสำหรับ MCOT นั้น เรากังวลเกี่ยวกับต้นทุนที่สูงขึ้นจากการผลิตรายการเองเพิ่มมากขึ้นเพื่อสร้างความแข็งแกร่งให้กับช่องโทรทัศน์ของบริษัท

ดิจิทัลทีวีจะใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าจะเกิดขึ้น ตามกรอบเวลาของ กสทช. พบว่า กสทช.จะออกใบอนุญาตออกอากาศในระบบดิจิทัล 2 ประเภท จาก 4 ประเภท ในไตรมาส 4 ปี 2555 คือ 1) การให้บริการสิ่งอำนวยความสะดวก (facility provider) และ 2) การให้บริการโครงข่าย (network provider) อย่างไรก็ตาม เรายังไม่เห็นความคืบหน้าเกี่ยวกับเรื่องนี้เกิดขึ้น โดย MCOT มองว่าการเกิดขึ้นของดิจิทัลทีวีในประเทศไทยจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง และอาจจะใช้เวลานานกว่ากรอบเวลาที่ กสทช.วางไว้ เพราะยังขาดความชัดเจนในหลายประเด็น เช่น ราคาประมูล การอุดหนุนกล่องสัญญาณ และหลักเกณฑ์ของเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม ซึ่งเป็นคู่แข่งโดยตรง

MAJOR: ปรับตัวลงถึงจุดต่ำสุดแล้ว ผลการดำเนินงานช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 ของ MAJOR ปรับตัวลดลงเพราะมีภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายน้อยลง และอัตราค่าไปปรับตัวลดลงโดยมีสาเหตุมาจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำ ค่าเช่าเครื่องฉายภาพยนตร์ระบบดิจิทัล และค่าไฟฟ้า อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานไตรมาส 3 ปี 2555 ปรับตัวดีขึ้น และเราคิดว่าการมีโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายเพิ่มมากขึ้นบวกกับการควบคุมต้นทุนจะช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555

ชอบ MAJOR และ MCOT เราชอบ MAJOR เนื่องจากผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น โดยคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 21% ในปี 2556 หลังจากหดตัวลง 3% ในปี 2555 และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 5% เราชอบ MCOT มากกว่า BEC เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลของ MCOT สูงกว่า BEC ในขณะที่แนวโน้มอัตราเติบโตของกำไรในปี 2556 ของทั้งสองบริษัทไม่ได้แตกต่างกันมากนัก

Valuation Summary

	Rating	Price	Target	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
BEC	Sell	60.75	57.00	(2.1)	26.0	23.1	21.9	32.2	12.6	5.6	14.30	13.04	12.30	58.6	59.0	57.8	3.6	4.1	4.3	14.7	13.8	13.0
MAJOR	Neutral	18.90	21.00	16.1	22.5	18.6	16.6	(3.9)	20.8	11.8	2.79	2.75	2.71	12.5	14.9	16.4	4.7	5.0	5.6	9.8	8.8	8.3
MCOT	Neutral	34.25	38.00	18.1	13.9	12.6	11.6	24.7	10.1	9.4	2.99	2.90	2.79	21.8	23.3	24.6	6.5	7.1	7.8	8.3	7.8	7.2
Average					20.8	18.1	16.7	17.7	14.5	8.9	6.69	6.23	5.93	31.0	32.4	32.9	5.0	5.4	5.9	10.9	10.1	9.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q12 earnings – recovery continued

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
BEC	984	689	1,104	1,244	1,269	28.9	2.0	3,530	4,668	5,257	6.9	32.2	12.6
MAJOR	205	82	161	184	195	(4.8)	6.0	773	761	919	26.2	(1.5)	20.8
MCOT	361	132	355	443	480	33.1	8.2	1,356	1,692	1,862	(4.7)	24.7	10.1
The sector	1,550	904	1,620	1,871	1,944	25.4	3.9	5,659	7,121	8,038	6.0	25.8	12.9

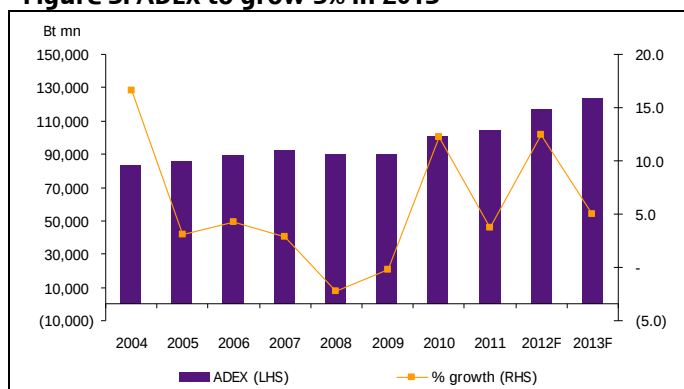
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: October ADEX grew 15% YoY and 4% MoM

	Oct-12	Oct-11	YoY	Sep-12	MoM	10M12	10M11	YoY
TV	5,953	5,167	15.2%	5,710	4.3%	56,692	54,128	4.7%
Radio	563	541	4.1%	551	2.2%	5,228	5,005	4.5%
Newspaper	1,218	1,234	-1.3%	1,189	2.4%	12,368	12,150	1.8%
Magazine	393	522	-24.7%	398	-1.3%	4,292	4,918	-12.7%
Cinema	1,063	548	94.0%	881	20.7%	10,006	6,018	66.3%
Outdoor	366	359	1.9%	396	-7.6%	3,807	3,553	7.1%
TRANSIT	252	235	7.2%	272	-7.4%	2,405	2,191	9.8%
IN STORE	210	144	45.8%	258	-18.6%	2,357	1,349	74.7%
Internet	46	42	9.5%	46	0.0%	474	397	19.4%
Total	10,064	8,792	14.5%	9,701	3.7%	97,629	89,709	8.8%

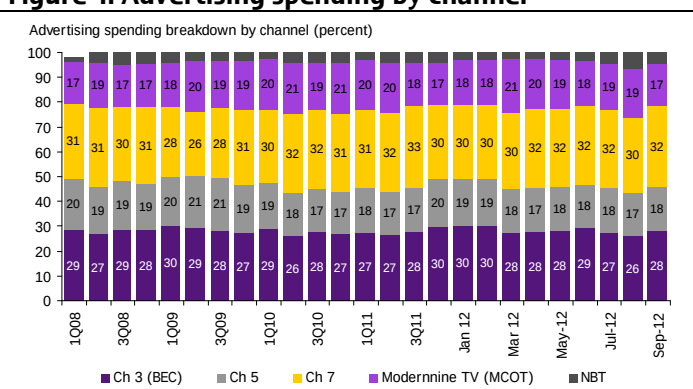
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: ADEX to grow 5% in 2013



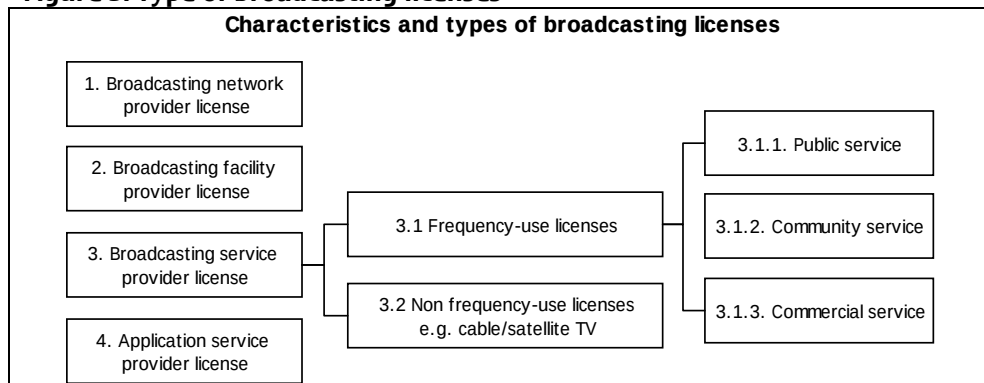
Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Advertising spending by channel



Source: MCOT, Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Type of broadcasting licenses



Source: NBTC, SCBS Investment Research

Figure 6: Digital TV timeline

November 2012	Network provider licenses Facility provider licenses
March 2013	Public service broadcaster licenses, 12 channels Commercial service broadcaster licenses, 24 channels - Children & youth, 5 channels - News, 5 channels - General, 10 channels - High-definition, 4 channels
November 2013	Community service broadcasters licenses, 12 channels

Source: NBTC, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

จีนยังคงเป็นปัจจัยสำคัญ

- กำไรกลุ่มปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวถึงจุดสูงสุดแล้วในไตรมาส 3/55 และจะลดลงในไตรมาส 4/55
- อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังไม่น่าจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น ปัจจัยสำคัญอยู่ที่การฟื้นตัวของอุปสงค์จากจีน
- PTTGC เป็น top pick สำหรับไตรมาส 1/56 เพราะ Valuation ถูก

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55: ผลการดำเนินงานฟื้นตัวเพราะมีกำไรจากสินค้าคงเหลือ กำไรจากสินค้าคงเหลือจำนวนมากเช่นเดียวกับที่เกิดขึ้นกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่น เป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทปิโตรเคมีฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากในไตรมาส 3 ปี 2555 โดยเฉพาะ PTTGC ในขณะที่ราคาผลิตภัณฑ์เฉลี่ยอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้าเพราะอุปสงค์ลดลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งในจีน เนื่องจากตลาดรวมมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรอบใหม่จากรัฐบาล การเปลี่ยนถ่ายผู้นำรัฐบาลจีนในไตรมาส 4 ปี 2555 และภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวในยุโรปทำให้อุปสงค์ในตลาดภูมิภาคชะลอตัวลง

แนวโน้มไตรมาส 4/55 – sentiment ตลาดที่แอ่งในช่วงปลายปีน่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2555 จะปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ปรับตัวลดลงตามฤดูกาล แต่จะดีขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนเพราะผลกระทบจากน้ำท่วม เรามองว่าตลาดคาดว่าอุปสงค์จากจีนจะฟื้นตัวดีขึ้นภายหลังการเปลี่ยนผู้นำ แต่จะยังไม่เห็นผลกระทบด้านบวกจนกว่าจะถึงต้นปีหน้า ดังนั้นเราคาดว่าอัตรากำไรจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปในช่วงที่เหลือของปีนี้

ยังรออุปสงค์จากจีนฟื้นตัว ในขณะที่ราคาโพลีเอทิลีน (PE) ก่อนช่วงทรึงตัวในไตรมาส 2-3 ปี 2555 แต่ราคาเอทิลีนปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือน เราคาดว่าแนวโน้มของนี้จะเกิดขึ้นต่อไปในระยะสั้นโดยจะถูกกดดันจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แคบลงของผู้ผลิต PE ที่ไม่มีสายการผลิตครบวงจร แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่มีความแน่นอนก็เป็นสาเหตุทำให้ราคาเอทิลีนปรับตัวลดลงด้วยเช่นกัน และผู้ซื้อที่ใช้เท่าที่จำเป็นโดยเก็บสินค้าคงคลังไว้น้อยมาก เรายังไม่น่าจะเห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์จนกว่าเศรษฐกิจจีนจะแสดงสัญญาณฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เรายังไม่มั่นใจว่าผู้นำใหม่ของจีนจะประกาศมาตรการกระตุ้นการขยายตัวของเศรษฐกิจอีกหรือไม่ นโยบายที่จะประกาศน่าจะมุ่งเน้นรักษาเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมากกว่า ดังนั้นอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจึงอาจจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง

ส่วนต่างราคาเบนซินน่าจะดีต่อเนื่อง เราคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์ โดยเฉพาะเบนซินน่าจะดีกว่าผลิตภัณฑ์อื่นๆ อย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งแรกปี 2556 เป็นอย่างน้อย ก่อนที่อุปทานใหม่จะเข้าสู่ตลาดในครึ่งปีหลัง ภาวะตลาดเบนซินตึงตัวในสหรัฐฯ และยุโรป โดยมีสาเหตุมาจากการปิดโรงแครกเกอร์แอฟริกาจะเป็นปัจจัยสำคัญในการผลักดันให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวเพิ่มขึ้นทั้งๆ ที่อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำปรับตัวลดลงเพราะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวลงนำโดยยุโรปและจีน

ราคาน้ำมันที่ลดลง สะท้อนถึงความกังวลที่ลดน้อยลงเกี่ยวกับวัตถุดิบ ราคาน้ำมันที่ลดลงเพราะมีอุปทานมากขึ้นน่าจะช่วยให้บริษัทผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีคลายความกังวลลงได้ในปี 2556 ดังนั้นเราจึงเชื่อว่าแม้ราคาผลิตภัณฑ์จะทรงตัวหรือลดลง แต่ก็ไม่น่าจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรมากนัก เราคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในปี 2556 น่าจะยังอยู่ในระดับใกล้เคียงกับปี 2555

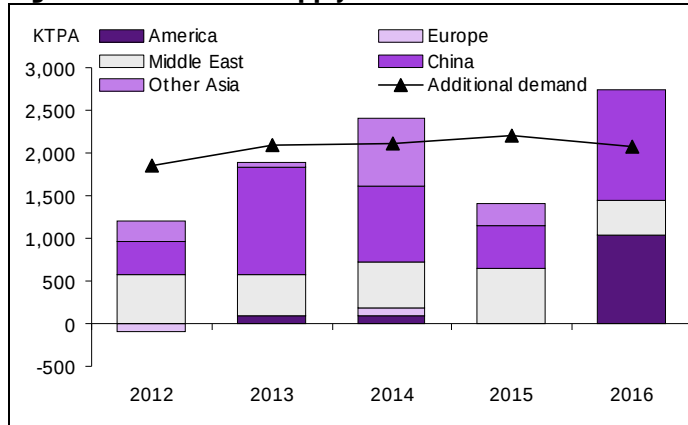
แนะนำซื้อ PTTGC เพียงตัวเดียว เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTTGC เพราะต้นทุนของบริษัทสามารถแข่งขันกับบริษัทอื่นๆ ในตลาดภูมิภาคได้ ทั้งๆ ที่มีการปรับสูตรราคาวัตถุดิบใหม่ ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงประโยชน์จากการรวบรวมธุรกิจโอเลฟินส์เข้ากับธุรกิจอะโรเมติกส์ที่ช่วยกระจายความเสี่ยง เรายังคงมองบวกต่อค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ดีในไตรมาส 4 ปี 2555 ถึงปี 2556 ในขณะที่แนวโน้มของธุรกิจโอเลฟินส์จะได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนวัตถุดิบที่สามารถแข่งขันได้ นอกจากนี้แล้ว PTTGC ก็ดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นปิโตรเคมีตัวอื่นๆ ในประเทศไทยและตลาดภูมิภาค โดยเทรดที่ P/E เพียง 9.3 เท่า (ปี 2556) เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 13.1 เท่า ขณะที่ผลการดำเนินงานของ IVL มีแนวโน้มปรับตัวแอ่งอย่างต่อเนื่อง แม้บริษัทได้เข้าซื้อธุรกิจ MEG ในสหรัฐฯ เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง แนวโน้มตลาด PTA ที่แอ่งในภูมิภาคเอเชียยังคงเป็นปัจจัยคุกคามที่สำคัญต่อผลการดำเนินงานของบริษัท และเรายังมีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรลดลงอีก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
IVL	Neutral	23.2	30.0	32.3	19.5	10.6	9.0	(44.5)	83.1	17.8	1.78	1.58	1.41	9.4	15.8	16.5	1.7	3.0	3.4	10.5	7.2	6.1
PTTGC	Buy	62.5	78.0	29.1	9.6	9.4	8.1	(7.8)	2.2	15.1	1.31	1.21	1.11	13.5	12.7	13.4	4.3	4.3	5.6	6.5	6.0	4.7
Average					14.5	10.0	8.6	(26.2)	42.7	16.4	1.55	1.40	1.26	11.5	14.2	15.0	3.0	3.7	4.5	8.5	6.6	5.4

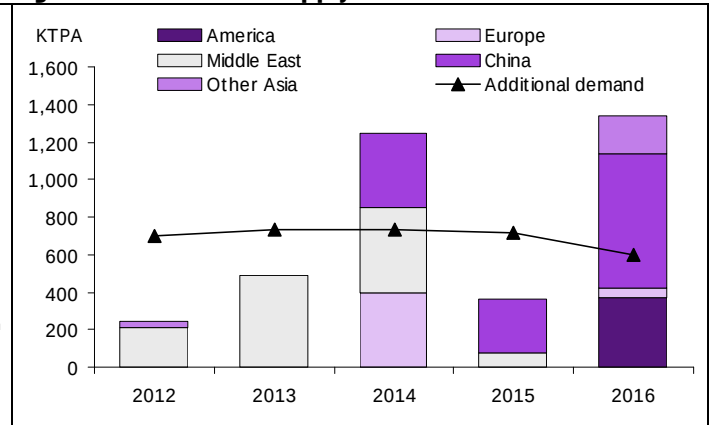
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: LT demand/supply outlook – HDPE



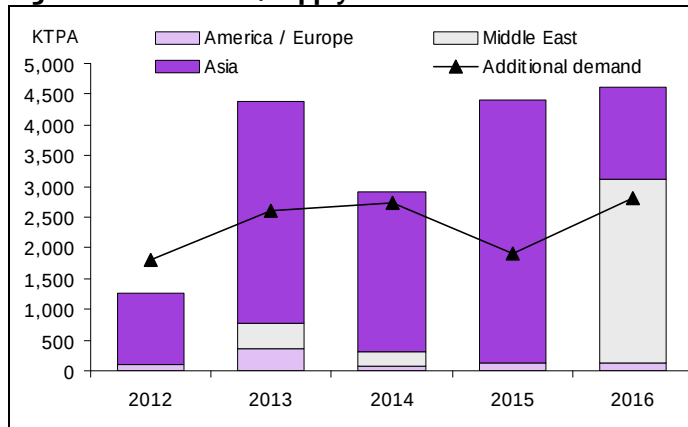
Source: CMAI (Oct 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: LT demand/supply outlook – LDPE



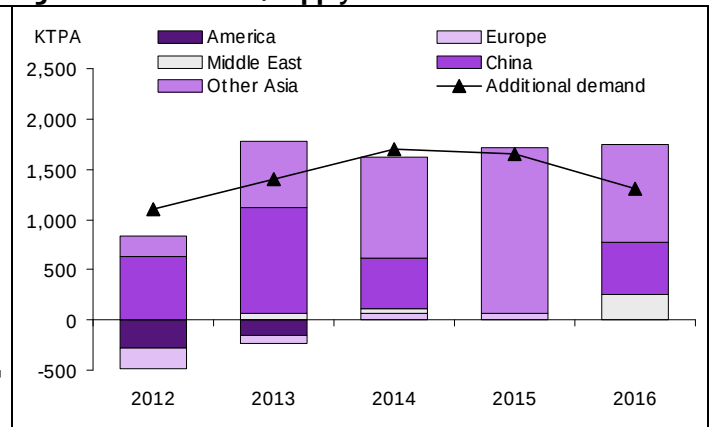
Source: CMAI (Oct 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: LT demand/supply outlook – PX



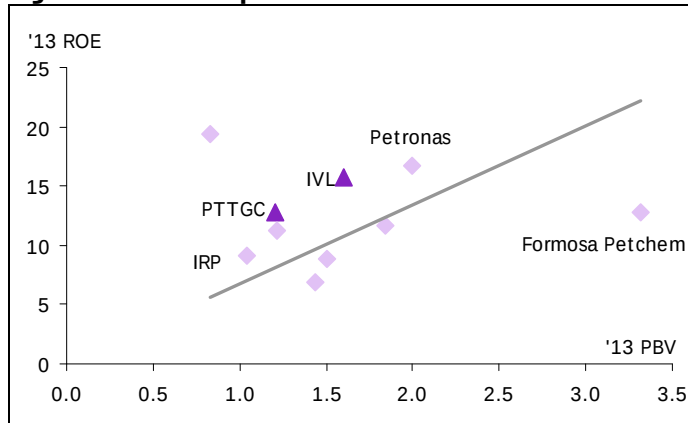
Source: CMAI (Oct 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: LT demand/supply outlook – BZ



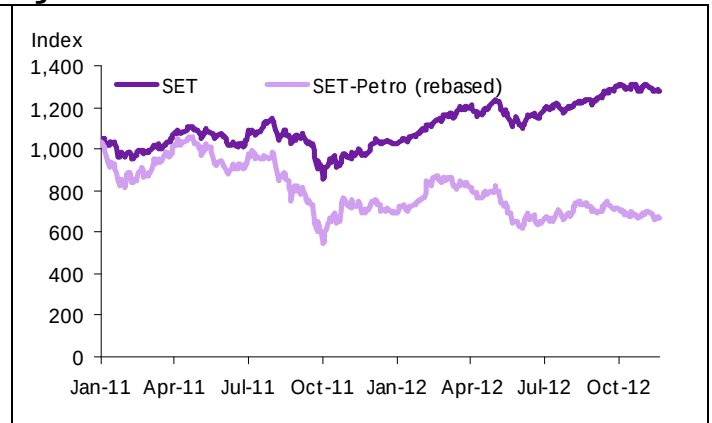
Source: CMAI (Oct 2012), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: Peer comparison



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: SET vs. SET Petrochemical Index



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

อุปสงค์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2556

- ยอดขาย Presales ในไตรมาส 3/55 ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าตามคาด แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/55
- อุปสงค์ในกรุงเทพฯ จะเติบโตในอัตราปกติที่ 5-10%; อุปสงค์ในต่างจังหวัดจะช่วยสนับสนุนให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเติบโตเพิ่มมากขึ้น
- ผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลหมดอายุมีน้อยมาก
- Top picks: QH SIRI และ AP

ยอดขาย Presales ในไตรมาส 3/55 ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า แต่จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/55 ยอดขาย Presales ในไตรมาส 3 ปี 2555 ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ปรับตัวลดลง 14% จากไตรมาสก่อนหน้า สู่จำนวน 3.8 หมื่นล้านบาท ส่งผลให้ยอดขาย Presales ในช่วง 9 เดือนแรกปี 2555 มีจำนวนรวมทั้งสิ้น 1.23 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 21% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และคิดเป็น 76% ของเป้าทั้งปี การเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นและการเน้นโครงการคอนโดมากขึ้นทำให้เราคาดว่ายอดขาย Presales จะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 เรามองว่า AP LH และ LPN มีแนวโน้มทำยอดขาย Presales ได้สูงกว่าเป้า เพราะเป้าเดิมเป็นตัวเลขอนุรักษ์นิยม และอุปสงค์ที่สูงกว่าคาด ส่วน PS กับ QH จะทำยอดขาย Presales ได้ตามเป้า ขณะที่ SIRI และ SPALI น่าจะทำยอดขาย Presales ได้ถึงเป้าที่บริษัทปรับใหม่เป็นครั้งที่สองที่ 4 หมื่นล้านบาท (+84% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ +25% จากเป้าเดิม) และ 1.9 หมื่นล้านบาท (+38% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ +11% จากเป้าเดิม) ตามลำดับ

เติบโตผ่านตลาดต่างจังหวัด ในขณะที่อุปสงค์ที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ และปริมณฑล มีแนวโน้มเติบโตในอัตราปกติที่ 5-10% แต่อุปสงค์ที่อยู่อาศัยในตลาดต่างจังหวัดมีแนวโน้มเติบโตในอัตราที่สูงกว่าโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของเมือง รายได้ที่เพิ่มขึ้นของประชาชนที่อาศัยอยู่ในเมืองสนับสนุนให้มีการอพยพย้ายถิ่นจากเมืองสู่ต่างจังหวัด ทำให้เกิดความต้องการซื้อบ้านที่สร้างโดยบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ซึ่งจะช่วยหนุนให้บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเติบโตต่อไปในอนาคต ทั้งนี้สำหรับหุ้นในการวิเคราะห์ของเรานั้น LH LPN PS QH SIRI และ SPALI มีโครงการอยู่หลายแห่งในต่างจังหวัดแล้ว มีแค่ AP ที่จะเปิดตัวโครงการแรกในต่างจังหวัดในปี 2556 ทุกบริษัทจะเปิดตัวโครงการในต่างจังหวัดเพิ่มมากขึ้นในปี 2556

ภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ มีแนวโน้มที่ ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำเอาไว้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ แต่เราไม่คิดว่าจะทำให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัยปรับตัวเพิ่มขึ้นได้มากนัก เนื่องจากการศึกษาของเราพบว่า อัตราดอกเบี้ยมีความสัมพันธ์น้อยมากกับอุปสงค์ที่อยู่อาศัย อย่างไรก็ตาม ภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำน่าจะช่วยหนุนให้ผู้ซื้อบ้านมีกำลังซื้อเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากการคำนวณเงินผ่อนบ้านอิงกับฐานต่ำ แต่เมื่อหักลบด้วยราคาค่าบ้านที่ปรับเพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนสูงขึ้นแล้ว ผู้ซื้อบ้านน่าจะยังมีกำลังซื้อเท่าเดิม

ผลกระทบจากการใช้เกณฑ์ LTV มีน้อยมาก หลักเกณฑ์กำหนดอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) สำหรับที่อยู่อาศัยแนวราบที่มีราคาซื้อขายต่ำกว่า 10 ล้านบาท ที่ระดับ 95% จากเดิมที่ไม่มีเพดานกำหนดจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2556 (เลื่อนมาจากวันที่ 1 ม.ค. 2555) เรามองว่าเกณฑ์ LTV จะมีผลกระทบต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัยแนวราบ เนื่องจากโดยทั่วไปแล้วคนไทยมีเงินออม และ/หรือ ในบางกรณีธนาคารยังคงปล่อยกู้ 100%

ผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลหมดอายุมีน้อยมาก มาตรการกระตุ้นตลาดอสังหาริมทรัพย์ 3 อย่างของรัฐบาลจะหมดอายุในไม่ช้านี้ แต่เราไม่คิดว่าจะมีผลกระทบด้านลบ เรามองว่ามาตรการเหล่านี้ไม่ได้ช่วยกระตุ้นอุปสงค์ แต่ช่วยให้โอนกรรมสิทธิ์ได้อย่างราบรื่นมากขึ้น มาตรการ 3 อย่างนี้ คือ 1) โครงการคืนภาษีให้กับผู้ซื้อบ้านหลังแรกที่ซื้อบ้านราคาต่ำกว่า 5 ล้านบาท/ยูนิต; 2) โครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำให้แก่ผู้ประกอบการนำท่วม; และ 3) โครงการปล่อยกู้ดอกเบี้ย 0% นาน 3 ปีสำหรับผู้ซื้อบ้านหลังแรกราคาต่ำกว่า 1 ล้านบาท/ยูนิต

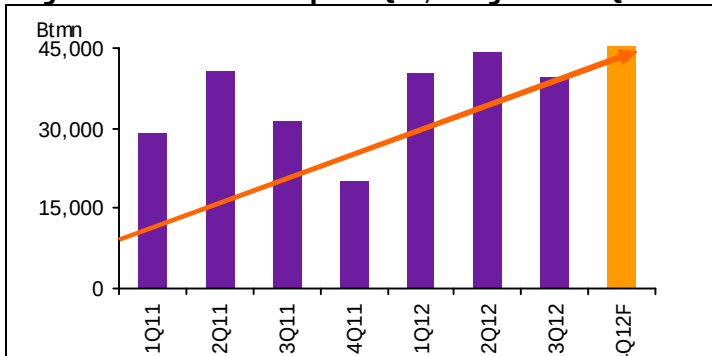
Top picks: QH SIRI และ AP: เรายังคงเลือก QH เป็นหุ้นเด่น เพราะผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น และ Valuation ถูก ส่วน SIRI เป็นหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตได้ดีและรายได้มีความแน่นอนสูง เราชอบ AP เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานและรายได้ของ AP มีความแน่นอนมากขึ้นในปี 2556

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AP	Buy	8.45	10.0	23.1	11.0	8.5	6.8	30.8	29.8	23.9	1.93	1.67	1.44	18.9	21.2	22.7	3.8	4.7	5.9	12.3	9.2	7.8
LH	Neutral	8.85	8.9	5.9	18.8	18.8	16.4	23.1	0.0	14.8	2.93	2.93	2.86	15.8	15.6	17.7	5.3	5.3	6.1	19.7	20.1	17.7
LPN	Neutral	18.20	19.5	11.6	12.4	10.5	8.6	13.9	17.1	22.7	3.17	2.70	2.26	27.9	27.6	28.6	3.9	4.5	5.5	9.4	8.2	6.6
PS	Buy	19.70	23.0	20.3	11.0	8.7	8.4	39.2	26.4	3.8	2.17	1.83	1.59	21.3	22.7	20.2	2.8	3.6	3.7	10.5	7.8	7.4
QH	Buy	2.10	3.5	71.0	12.2	9.1	8.0	90.4	33.2	14.3	1.20	1.12	1.03	10.8	12.7	13.4	4.6	4.4	5.0	13.5	14.5	13.3
SIRI	Buy	3.16	3.8	28.3	8.1	6.1	5.1	29.1	33.8	19.2	1.71	1.45	1.24	22.6	25.9	26.3	6.0	8.1	9.6	9.8	7.7	6.4
SPALI	Buy	17.80	24.0	39.4	10.9	9.9	7.5	8.8	10.0	32.4	2.49	2.19	1.88	24.3	23.4	27.0	4.1	4.5	6.0	8.4	7.9	6.6
Average					12.1	10.2	8.7	33.6	21.5	18.7	2.23	1.98	1.76	20.2	21.3	22.2	4.4	5.0	6.0	11.9	10.8	9.4

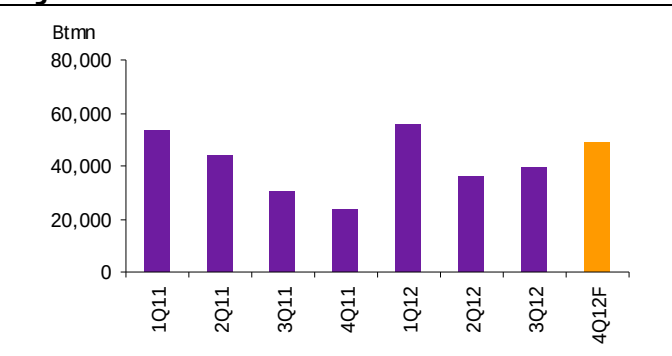
Source: SCBS Investment Research

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



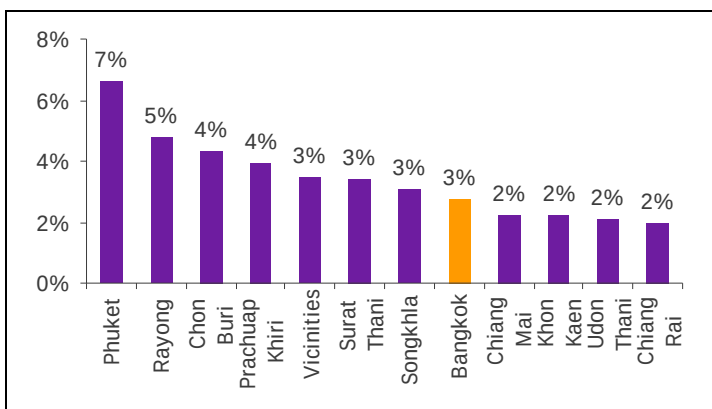
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 2: New launches



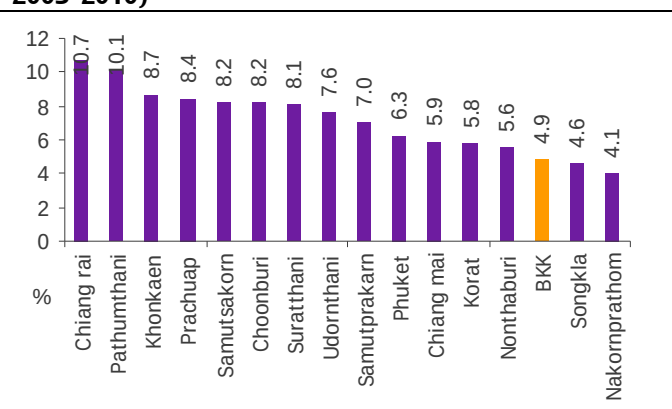
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: 4-yr CAGR housing growth during 2007-2011



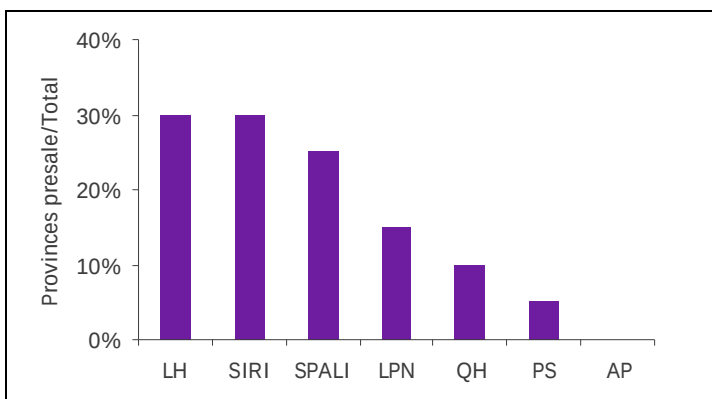
Source: REIC

Figure 4: Growing urban income (7-yr CAGR during 2003-2010)



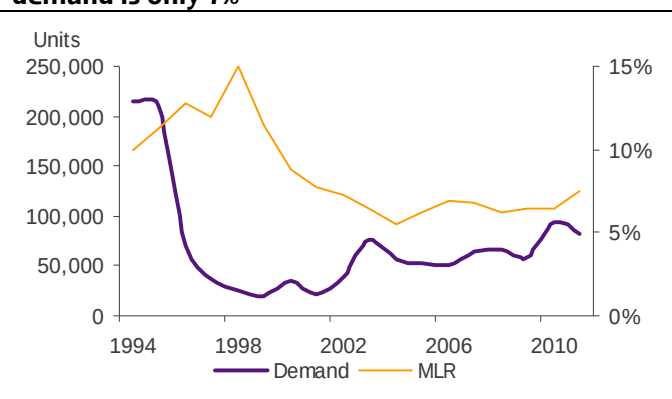
Source: NESDB

Figure 5: Urbanization plays



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Correlation of interest rate with housing demand is only 7%



Source: BoT, AREA, SCBS Investment Research

กานจัน คานียอ

0-2949-1006

kanchan.khanijou@scb.co.th

เริ่มปรับประมาณการกำไรลดลง และอาจจะปรับลงอีก

- กลุ่มค้าปลีกเริ่มถูกปรับประมาณการกำไรลดลง เพราะผิดหวังผลประกอบการไตรมาส 3/55 สิ้นสุดการสร้างเซอร์ไพรส์ด้านบวกมา 2 ปี: เราปรับประมาณการกำไรปี 2555 ของ MAKRO HMPRO BIGC และ ROBINS ลดลง 4-13%
- ปี 2556: เราปรับประมาณการกำไรของ MAKRO ROBINS HMPRO และ BIGC ลดลง 8-16%
- ความเสี่ยง Downside ในปีหน้า: การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำทั่วประเทศ และการแข่งขันรุนแรง – คงแนะนำ Neutral กลุ่มค้าปลีก

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55: BIGC ROBINS และ MAKRO แย่กว่าคาด กำไรสุทธิไตรมาส 3 ปี 2555 ของหุ้นกลุ่มค้าปลีกออกมาต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 14-21% อัตรากำไรขั้นต้นของ BIGC ต่ำกว่าคาด เพราะการแข่งขันสูงขึ้น ในขณะที่ผลประกอบการของ ROBINS ออกมาน่าผิดหวังเพราะอัตราเติบโตของยอดขายต่อร้านและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม 2 แห่ง (Power Buy และ Super Sport) อยู่ในระดับต่ำ เซอร์ไพรส์ใหญ่สุดคือ MAKRO ที่สิ้นสุดการรายงานกำไรสูงกว่าคาด หลังจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่เพิ่มขึ้นมากทำให้กำไรไตรมาส 3 ปี 2555 ออกมาต่ำกว่าคาด (ตลาดก็คาดการณ์กำไรสูงเกินไปเช่นเดียวกัน)

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 (ประกาศกลางเดือน ก.พ.) เมื่ออิงกับข้อมูลที่ได้จากงานประชุมนักวิเคราะห์เมื่อไม่นานนี้ เราคิดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 4 ปี 2555 ของกลุ่มค้าปลีกจะไม่มีเรื่องที่น่าตื่นเต้นนัก แม้ผู้บริหารยังมีความคาดหวังอยู่ เนื่องจากความจริงแล้วความต้องการใช้จ่ายไม่ได้ปรับตัวขึ้นมากนักจากไตรมาส 3 ปี 2555 (รายได้เกษตรกรในเดือน ก.ย. ลดลง 3.3% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) ทั้งนี้หลังจากเราปรับประมาณการกำไรลดลงเพื่อสะท้อนถึงผลประกอบการที่น่าผิดหวังในไตรมาส 3 ปี 2555 และข้อมูลที่บ่งชี้ว่ากำไรไตรมาส 4 ปี 2555 ไม่น่าจะออกมาดีมากกว่าที่คาดการณ์ไว้

ข้อมูลเศรษฐกิจเมื่อไม่นานนี้ - รายได้เกษตรกรลดลงอย่างต่อเนื่อง รายงานเศรษฐกิจล่าสุดจาก ธปท. พบว่ารายได้เกษตรกรในเดือน ก.ย. ปรับตัวลดลง 3.3% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน หลังจากเติบโต 4.4% ในเดือน ส.ค. โดยมีสาเหตุมาจากราคาผลิตภัณฑ์ทางการเกษตรปรับตัวลดลง โดยเฉพาะ ทุเรียน ไข่ และไข่ เพราะเกิดสถานการณ์อุปทานล้นตลาด ในขณะที่การบริโภคอุปโภคภาคเอกชนในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 4.7% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน จากระดับที่เพิ่มขึ้น 4.1% ในเดือน ส.ค. และหากเทียบเป็นรายเดือนพบว่าการบริโภคภาคเอกชนปรับตัวลดลง 0.8% ทำให้นักเศรษฐศาสตร์ส่วนหนึ่งระบุว่ารัฐบาลจะต้องดำเนินนโยบายที่เน้นการเติบโตทางเศรษฐกิจเพื่อกระตุ้นอุปสงค์ภายในประเทศ

ปรับประมาณการกำไรปี 2555 ลดลงเพราะผิดหวังผลประกอบการไตรมาส 3/55 กำไรไตรมาส 4/55 ไม่น่าจะออกมาดีอย่างที่คาดไว้ และสมมติฐานปี 2557 เป็นบวกเกินไป เราปรับประมาณการกำไรปี 2555-56 ของ BIGC ลดลง 10-16% และปรับประมาณการกำไรปี 2555-56 ของ HMPRO ลดลง 10-11% ในขณะที่เราปรับประมาณการกำไรของ MAKRO และ ROBINS ลดลงปีก่อนหน้านั้นแล้ว โดยปรับประมาณการกำไรปี 2555-56 ของ MAKRO ลดลง 4-8% และปรับประมาณการกำไรปี 2555-56 ของ ROBINS ลดลง 13-10% รัฐบาลประกาศขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 40% ใน 7 จังหวัดไปแล้วในเดือน เม.ย. และจะขึ้นค่าแรงขั้นต่ำในจังหวัดที่เหลือในเดือน ม.ค.ปีหน้า ซึ่งจะส่งผลทำให้ MAKRO และ BIGC มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น เพราะทั้งสองบริษัทมีสาขาในต่างจังหวัดมากกว่าในกรุงเทพฯ

คาดกำไรปี 2556 ของกลุ่มค้าปลีกโตเฉลี่ยเพียง 27% ในขณะที่ PER ใกล้ถึงระดับ +2SD ภายหลังจากปรับประมาณการกำไร เราคาดว่ากำไรปี 2556 ของ CPALL BIGC และ MAKRO จะเติบโตเพียง 19-23% ส่วนกำไรของ ROBINS และ HMPRO จะเติบโตได้ดีกว่าที่ 43% และ 39% ตามลำดับ เราชอบ ROBINS มากกว่า HMPRO เนื่องจากเรามองว่าทางสรรพสินค้าในต่างจังหวัดยังมีน้อย ในขณะที่ตลาดสินค้าปรับปรุงซ่อมแซมบ้านมีการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น เราแนะนำ "ซื้อ" แค่ CPALL เพราะผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง (ทั้งตลาดและเราไม่ได้ปรับประมาณการกำไรลดลง) และ ROBINS เพราะมองบวกต่อแผนขยายธุรกิจ

Valuation Summary

Rating				Price Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	
BIGC	Neutral	189.00	205.00	10.9	25.8	20.9	15.9	10.9	23.3	31.8	5.43	4.71	3.97	23.1	24.1	27.1	1.9	2.4	3.1	12.3	10.4	8.3	
CPALL	Buy	40.00	46.00	18.1	31.3	26.1	21.6	47.6	19.7	21.2	14.05	11.67	9.92	48.9	48.8	49.7	2.4	3.1	1.8	17.8	15.2	12.4	
HMPRO	Neutral	11.50	11.70	4.7	31.5	23.7	17.0	27.3	33.0	39.3	6.88	6.13	5.20	25.9	27.5	33.1	2.2	3.0	4.1	17.2	13.6	9.9	
MAKRO	Neutral	438.00	420.00	(0.9)	31.7	26.7	22.4	18.8	18.7	19.2	10.03	9.50	8.65	32.9	36.6	40.5	2.7	3.2	3.4	17.6	15.4	12.8	
ROBINS	Buy	62.75	75.00	21.4	35.3	24.8	17.3	35.0	42.6	43.2	6.89	5.85	4.77	20.9	25.5	30.4	1.4	1.9	2.4	20.1	14.4	10.2	
Average					31.1	24.4	18.8	27.9	27.4	30.9	8.66	7.57	6.50	30.3	32.5	36.2	2.1	2.7	3.0	17.0	13.8	10.7	

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Revised down profit for 2012-13F, for all retailers except CPALL

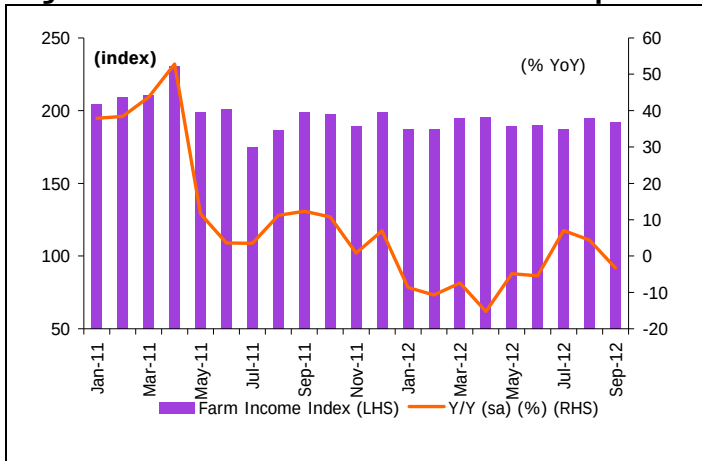
	2012F			2013F		
	new	old	%	new	old	%
BIGC	6,040	6,744	-10	7,448	8,862	-16
CPALL	11,500	11,500	0	13,760	13,760	0
HMPRO	2,569	2,841	-10	3,430	3,846	-11
MAKRO	3,321	3,459	-4	3,940	4,271	-8
ROBINS	1,962	2,250	-13	2,797	3,112	-10

Source: SCBS Investment Research

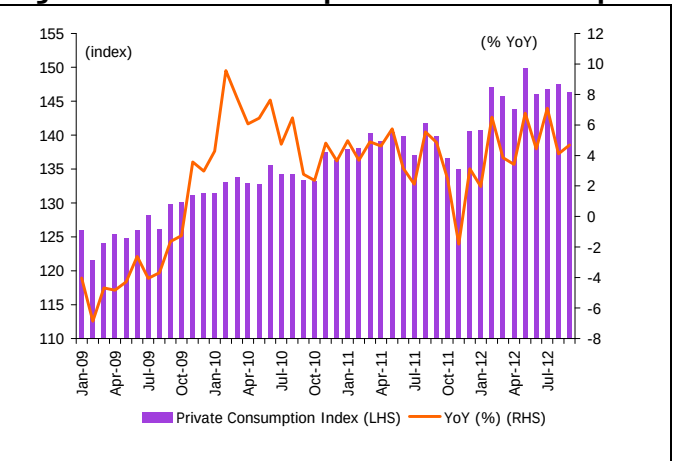
Figure 2: Preliminary Preview for 4Q12F, CPALL and ROBINS the strongest

	4Q12F	YoY	QoQ	2012F	YoY	2013F	YoY
	(Btmn)	(%)	(%)	(Btmn)	(%)	(Btmn)	(%)
BIGC	1,842	-25	78	6,040	11	7,448	23
CPALL	3,209	111	15	11,500	48	13,760	20
HMPRO	747	21	20	2,569	27	3,430	33
MAKRO	948	9	25	3,321	19	3,940	19
ROBINS	544	78	43	1,962	35	3,112	43

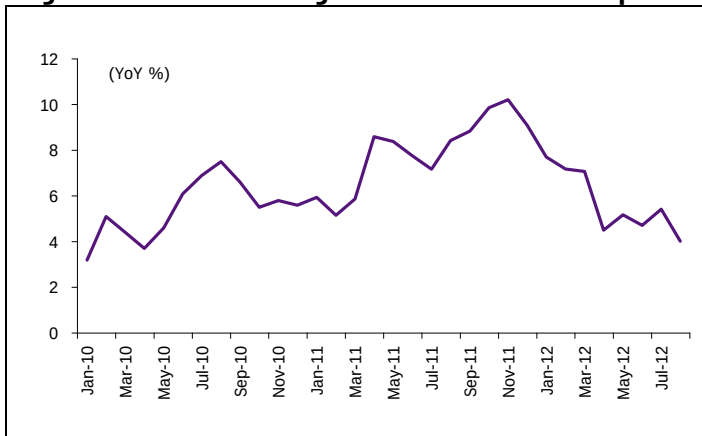
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Farm Income Index fell 3.3% YoY in September

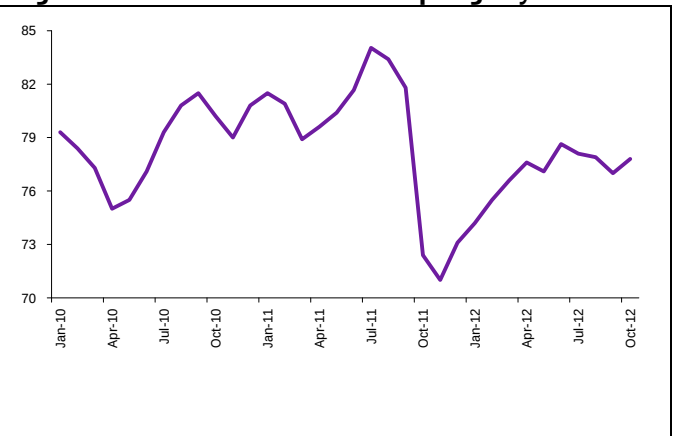
Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 4: Private Consumption -0.8% MoM in Sep

Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 5: Food inflation growth moderated in Sep +3.4%

Source: BOT, SCBS Investment Research

Figure 6: Consumer Confidence up slightly in Oct

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

กระแสข่าว 3G แพลตฟอร์ม story จะพุ่งไปที่ SAMART และ THCOM

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55: กำไรกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโต 12% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน
- บริการ non-voice เติบโตสูงมาก
- ออกใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ในเดือน ม.ค. 2556 (?)
- กระแสข่าว 3G จบลง story จะพุ่งไปที่ SAMART และ THCOM

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55: อัตราขยายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 119% ณ ไตรมาส 3 ปี 2555 โดยจำนวนผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1 ล้านราย สู่จำนวน 79.5 ล้านรายในไตรมาส 3 ปี 2555 ผู้ประกอบการที่มียอดผู้ใช้บริการรายใหม่สุทธิสูงที่สุดคือ TRUE (924,000 ราย) รองลงมาคือ ADVANC (516,000 ราย) และ DTAC (257,000 ราย) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติรวมทั้งหมดในไตรมาส 3 ปี 2555 ของบริษัทสื่อสาร 3 รายใหญ่ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 12% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน สู่จำนวน 9.4 พันล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตสูงของรายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice และการลดอัตราภาษีลงเหลือ 23% ADVANC รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุด (กำไรเติบโต 34% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน) ในขณะที่ DTAC กับ TRUE มีแรงกดดันจากการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นอีก 5% ตั้งแต่เดือน ก.ย. 2554

รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโตสูงมาก รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ของอุตสาหกรรมโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 42% จากไตรมาส 3 ปี 2554 สู่จำนวน 1.29 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3 ปี 2555 หรือคิดเป็น 26% ของรายได้ค่าบริการรวม รายได้ค่าบริการ non-voice ของ TRUE เติบโตสูงที่สุดที่ +66% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน รองลงมาคือ DTAC +49% และ ADVANC +32% ณ ไตรมาส 3 ปี 2555 TRUE มีสถานะฐาน 3G จำนวน 7,000 สถานี ตามด้วย ADVANC และ DTAC รายละ 3,500 สถานี เรามองว่ารายได้ค่าบริการ non-voice ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับการสนับสนุนจากการติดตั้งโครงข่าย 3G-2.1 GHz ทั่วประเทศ และความนิยมในอุปกรณ์ smart device ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก นอกจากนี้แล้วยังมีความต้องการใช้บริการ 3G จำนวนมากเพื่อทดแทนการขาดแคลนอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงผ่านโครงข่ายโทรศัพท์พื้นฐานในหลายๆ พื้นที่ด้วย เนื่องจากประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ใช้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงต่อครัวเรือนเพียง 21% ณ ไตรมาส 3 ปี 2555

ออกใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ในเดือน ม.ค. 2556 (?) หลังจากการออกมานาน กสทช.ก็จัดประมูลใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ได้สำเร็จในเดือน ต.ค. 2555 และได้ผู้ชนะประมูล 3 ราย คือ ADVANC DTAC และ TRUE อย่างไรก็ตาม มีหลายฝ่ายด้วยกันต้องการตรวจสอบการประมูลครั้งนี้ ผู้ตรวจการแผ่นดินขอให้ศาลปกครองสั่งระงับการออกใบอนุญาต 3G-2.1 GHz โดยอ้างว่าการประมูลไม่ได้เปิดกว้างให้เกิดการแข่งขันอย่างเสรีเป็นธรรม แต่ศาลยังไม่ได้มีคำตัดสินใดๆ ออกมาในทางกลับกัน กรมสอบสวนคดีพิเศษก็เพิ่งสรุปผลการสอบสวนเรื่องยั่วประมูล 3G ได้ข้อสรุปเบื้องต้นไม่พบการกระทำผิดเรายังคงมองว่ามีโอกาสสูงที่ กสทช.จะออกใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ได้ภายในเดือน ม.ค. 2556 ตามกำหนด

กระแสข่าว 3G จบลง story จะพุ่งไปที่ SAMART และ THCOM ภายหลังการออกใบอนุญาต 3G-2.1 GHz ในเดือน ม.ค. 2556 เราเชื่อว่ากระแสข่าว 3G จะเลือนหายไปจนกว่าธุรกิจ 3G-2.1GHz จะหนุนให้ผู้ประกอบการมีกำไรเพิ่มขึ้นซึ่งน่าจะเกิดขึ้นในปี 2557 เรามองว่า story ใหญ่ๆ ในปี 2556 น่าจะพุ่งไปที่ SAMART และ THCOM แทน

Top pick #1: SAMART เราคาดว่าจะมีข่าวดีหลายอย่างเกิดขึ้นในปี 2556 ดังนี้: การประมูลโครงการวางระบบข้อมูลการตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (APPS) ของ AOT ในไตรมาส 1 ปี 2556 การประมูลโครงการติดตั้งโครงข่าย 3G เฟส 2 + LTE ของทีโอที ในไตรมาส 2 ปี 2556 การประมูลโครงการสาธารณูปโภคและการจดทะเบียนธุรกิจ call center ในตลาดฯ ในไตรมาส 3 ปี 2556 นอกจากนี้ SAMART ก็วางแผนจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจแพร่ภาพกระจายเสียงรายหนึ่งเพื่อให้บริการโครงข่าย (multiplexer) แก่ธุรกิจดิจิทัลทีวีในปี 2556 ด้วย

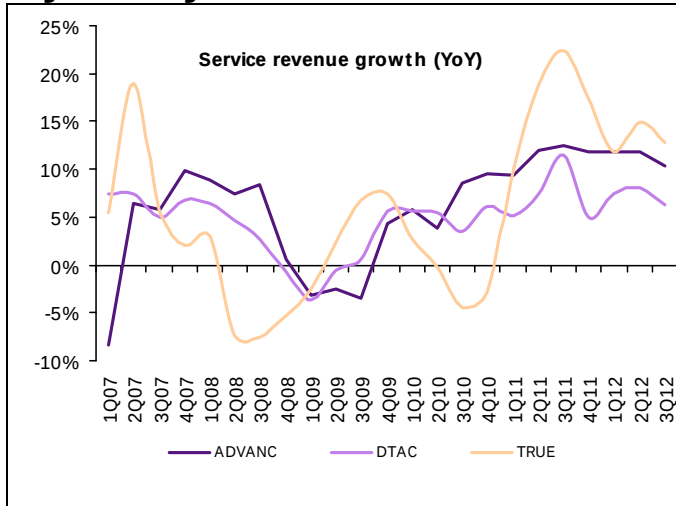
Top pick #2: THCOM หลังจากพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรในปี 2555 ปี 2556 จะเป็นปีที่น่าตื่นเต้นสำหรับ THCOM เพราะคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าครั้งใหญ่ของธุรกิจ iPSTAR ทั้งในอินเดียและจีน การยิงดาวเทียมไทยคม 6 ขึ้นสู่วงโคจรตอนกลางปี 2556 (จะสร้างกำไรได้ในทันที เนื่องจากมียอดจองช่องสัญญาณดาวเทียมไทยคม 6 เข้ามาแล้ว 36% สูงกว่าระดับคุ้มทุนที่ 30% แล้ว) และการหยุดรับรู้ผลขาดทุนจาก Mfone เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติปี 2556 ของ THCOM จะมีจำนวนสูงที่สุดในรอบ 10 ปี

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
ADVANC	Neutral	198.5	230.0	21.9	16.6	16.5	15.0	33.5	1.2	9.8	13.22	12.88	12.75	84.3	79.3	85.5	6.0	6.1	6.7	9.5	9.4	8.6
CSL	Neutral	8.9	9.0	8.7	12.8	10.9	10.0	4.9	17.2	8.3	4.37	3.98	3.68	35.4	38.3	38.1	6.7	7.5	7.9	6.9	6.2	5.7
DTAC	Buy	83.3	105.0	31.9	17.1	17.2	13.8	(3.9)	(0.6)	24.3	4.24	4.25	4.01	28.4	24.7	29.9	5.9	5.8	7.3	7.8	7.7	6.6
INTUCH	Buy	61.5	82.0	40.4	16.4	14.2	12.5	19.8	15.1	13.7	13.83	13.83	13.83	84.1	97.1	110.4	6.1	7.0	8.0	16.2	14.1	12.4
SAMART	Buy	11.2	14.0	30.1	11.8	10.5	10.2	16.6	12.6	3.1	1.62	1.44	1.29	14.6	14.5	13.4	4.6	5.1	4.9	6.7	6.2	5.5
SAMTEL	Neutral	18.1	21.0	19.7	13.0	11.1	11.2	12.0	17.0	(1.1)	4.03	3.33	2.83	34.1	32.8	27.2	3.6	3.7	3.3	9.0	7.4	7.0
THCOM	Buy	22.9	29.0	28.7	49.7	19.9	13.3	n.m.	150.6	49.8	1.74	1.61	1.48	3.5	8.4	11.6	0.4	2.0	3.0	9.1	6.9	5.8
TRUE	Neutral	4.9	5.8	18.9	n.m.	n.m.	n.m.	(22.2)	3.5	37.7	4.70	8.11	14.81	(36.1)	(53.5)	(58.7)	0.0	0.0	0.0	9.9	9.0	7.7
Average*					20.2	14.3	12.3	6.8	28.8	18.8	4.85	5.09	5.84	23.4	20.7	21.0	3.9	4.3	4.7	8.4	7.5	6.7

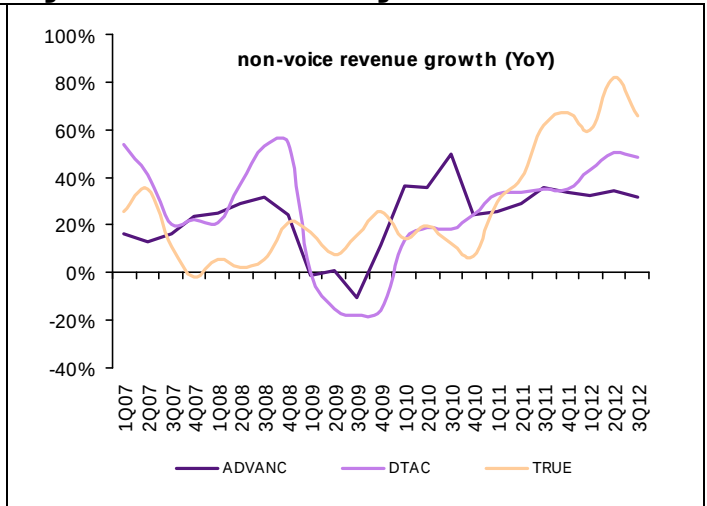
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements. Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



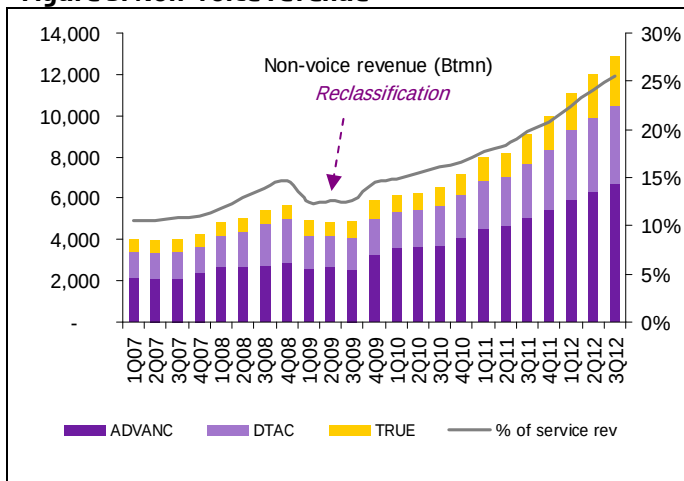
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



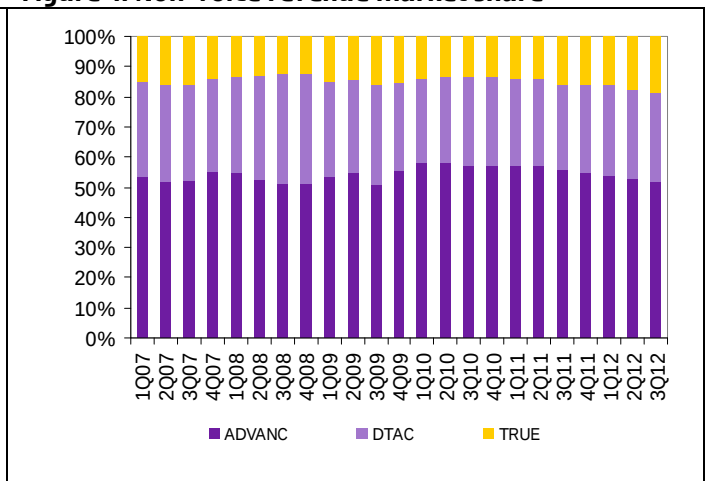
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



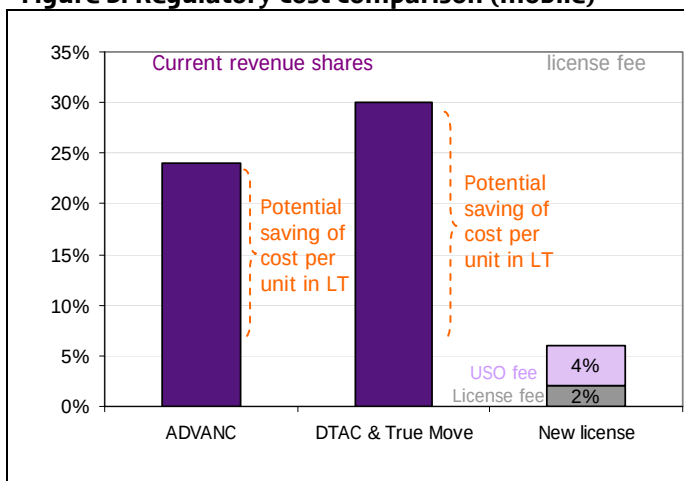
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



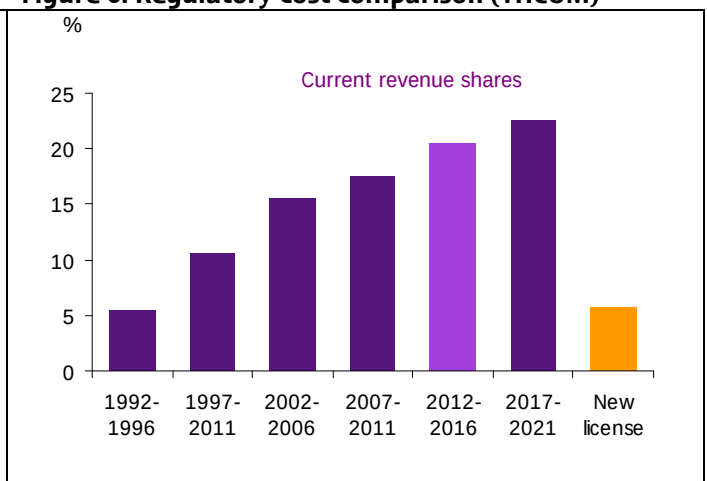
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: Regulatory cost comparison (mobile)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM

ได้ประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

รวินุช ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มเติบโต 7% ในปี 2556
- ข้อมูลเชิงสถิติที่ดีของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและกำไรที่มีแนวโน้มทำจุดสูงสุดในไตรมาส 1/56 จะเป็นปัจจัยสนับสนุนหุ้นกลุ่มท่องเที่ยว
- ERW และ CENTEL เป็น top picks

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตเร่งขึ้นในเดือน ต.ค. ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย แสดงถึงการเติบโตในอัตราเร่ง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ต.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เทียบกับที่เพิ่มขึ้น 9.7% ในช่วง 10 เดือนแรกปี 2555 การเติบโตจากช่วงเดียวกันของปีก่อนน่าจะได้รับปัจจัยหนุนส่วนหนึ่งจากฐานต่ำเพราะน้ำท่วมในปีก่อน อย่างไรก็ตาม การปรับตัวเพิ่มขึ้น 7% เมื่อเทียบกับเดือนก่อนหน้าของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ต.ค. ยืนยันถึงอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เรายังคงมุมมองที่ว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะสร้างสถิติเป็นประวัติการณ์ในปี 2555 โดยนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 21 ล้านคน หรือเติบโต 10%

จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีแนวโน้มเติบโต 7% ในปี 2556 เมื่ออิงกับสมมติฐานว่าไม่มีปัจจัยลบใดๆ (เช่น สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมือง) เกิดขึ้น เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะสร้างสถิติใหม่อย่างต่อเนื่องในปี 2556 ด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 23 ล้านคน หรือคิดเป็นอัตราเติบโตที่ 7% ประเทศในภูมิภาคเอเชียตะวันออก (อาเซียน จีนฮ่องกง ญี่ปุ่น เกาหลี และไต้หวัน) ซึ่งคิดเป็น 55% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยทั้งหมด จะยังคงเป็นตลาดสำคัญต่อไป เนื่องจากเป็นกลุ่มประเทศที่เศรษฐกิจกำลังเติบโต ประชาชนมีรายได้ที่สามารถใช้จ่ายได้เพิ่มมากขึ้น และความสามารถในการเดินทางท่องเที่ยวก็เพิ่มมากขึ้นด้วย จากการเติบโตของธุรกิจสายการบินต้นทุนต่ำ เรามองว่าประเทศจีนเป็นตลาดสำคัญที่กำลังเติบโต เพราะนักท่องเที่ยวจากประเทศจีนที่เพิ่มขึ้นนั้นคิดเป็น 42% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นทั้งหมดในช่วง 10 เดือนแรกปี 2555 การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 30 ล้านคนในปี 2558

มองบวก – อัตราการเข้าพักสูงจะหนุนให้ ARR ปรับเพิ่มขึ้น จำนวนนักท่องเที่ยวที่เติบโตสูงมาตั้งแต่ปี 2554 ทำให้อัตราการเข้าพักโรงแรมของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราปรับตัวเพิ่มขึ้น และปัจจุบันก็อยู่สูงกว่าระดับในปี 2551 ซึ่งเป็นปีก่อนเกิดเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปี 2552-53 สถานการณ์เช่นนี้จะทำให้นักท่องเที่ยวของธุรกิจโรงแรมสดใสมากขึ้นในปี 2556 เนื่องจากอัตราการเข้าพักที่สูงขึ้นสะท้อนถึงความต้องการเข้าพักเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลต่อเนื่องทำให้ผู้ประกอบการสามารถปรับอัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้นได้ MINT และ CENTEL คาดว่า ARR จะเพิ่มขึ้น 5% ในปี 2556 จากที่เพิ่มขึ้นเพียง 2-3% ในปี 2555 ERW จะปรับ ARR สำหรับห้องพักที่ปรับปรุงใหม่ในโรงแรม Grand Hyatt Erawan Bangkok เพิ่มขึ้น 5-8% ในปี 2556

กำไรจะทำจุดสูงสุดในไตรมาส 1/56 เรามองว่าผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มท่องเที่ยวผ่านจุดต่ำสุดของปีไปแล้วในไตรมาส 2-3 ปี 2555 และจะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 แล้วทำจุดสูงสุดอีกครั้งในไตรมาส 1 ปี 2556 บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงแรมทั้งสามบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยวัดได้จากรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ในเดือน ต.ค.: ERW เพิ่มขึ้น 20% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน MINT เพิ่มขึ้น 15% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ CENTEL เพิ่มขึ้น 13% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน

Top picks คือ ERW และ CENTEL แม้หุ้นในกลุ่มท่องเที่ยวปรับตัว outperform ตลาดตั้งแต่ต้นไตรมาส 4 ปี 2555 จนถึงปัจจุบัน (CENTEL +46% MINT +29% และ ERW +15% เทียบกับ SET -1%) แต่เราเชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เพราะอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเข้าสู่ช่วง high season แล้ว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงแรมปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4 ปี 2555 ถึงไตรมาส 1 ปี 2556 เราคาดว่ากลุ่มท่องเที่ยวจะรายงานกำไรเติบโตสูงถึง 28% ในปี 2556 สูงกว่าระดับ 15% ของตลาด เราชอบ ERW จากการที่ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นในปีนี้ ขณะที่การออกกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ในไตรมาส 2 ปี 2556 และกำไรจากการขายสินทรัพย์เข้ากองทุนจะเป็นปัจจัยบวกต่อ ERW เนื่องจากจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลง (จาก 2.0 เท่า เหลือ 1.2-1.4 เท่า) ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนระดับสูงของบริษัท เราชอบ CENTEL เนื่องจากคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเติบโตสูงที่อัตราเฉลี่ย 47% ต่อปีในปี 2554-57 และมี ROE สูงสุดในกลุ่มที่ 20% แม้ราคาหุ้น CENTEL ปรับตัวเพิ่มขึ้นมามากแล้ว แต่เราคิดว่า Valuation ยังไม่แพง เพราะราคาหุ้นซื้อขายที่ระดับ PE ต่ออัตราการเติบโตของกำไร (PEG) ที่ 0.7 เท่า

Valuation summary

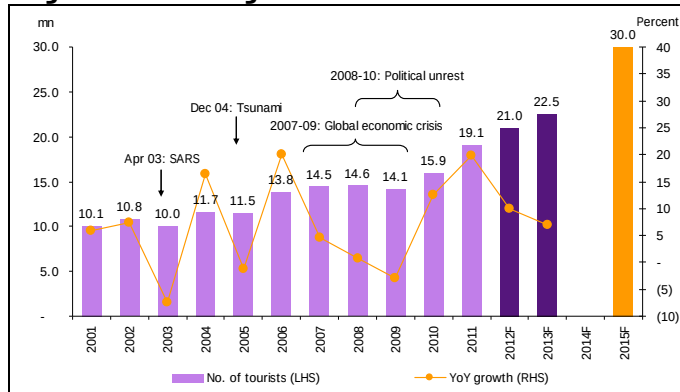
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
CENTEL	Buy	25.25	27.00	8.6	32.3	24.1	19.4	74.3	33.9	24.6	5.10	4.53	3.97	16.6	19.9	21.9	1.2	1.7	2.1	14.5	11.4	10.1
ERW	Buy	3.50	3.80	9.6	71.9	37.6	26.2	n.m.	91.3	43.5	2.24	2.16	2.05	3.2	5.8	8.0	0.6	1.0	1.5	12.7	11.1	9.9
MINT	Neutral	19.90	21.00	7.5	28.6	23.4	21.5	47.1	22.5	9.0	4.82	4.29	3.83	17.8	19.4	18.9	1.6	1.9	2.1	16.0	13.6	12.8
Average					44.3	28.4	22.3	60.7	49.2	25.7	4.05	3.66	3.28	12.5	15.1	16.2	1.1	1.5	1.9	14.4	12.1	10.9

Source: SCBS Investment Research

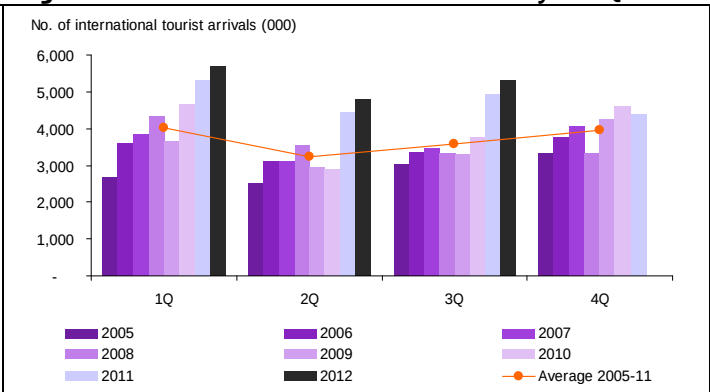
Figure 1 : Low earnings in 2Q12-3Q12. Accelerating earnings will be seen in 4Q12-1Q13

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	% YoY	% QoQ	2011	2012F	2013F	2011	2012F	2013F
CENTEL	32	121	566	169	104	225.3	(38.7)	606	1,055	1,413	N.M.	74.3	33.9
ERW	(68)	(103)	99	(15)	(54)	(20.6)	257.1	(176)	120	230	N.M.	N.M.	91.3
MINT	252	472	1,152	364	585	131.9	60.9	1,919	2,823	3,459	55.2	47.1	22.5
Sector	216	489	1,816	518	635	193.7	22.7	2,349	3,998	5,102	156.0	70.2	27.6

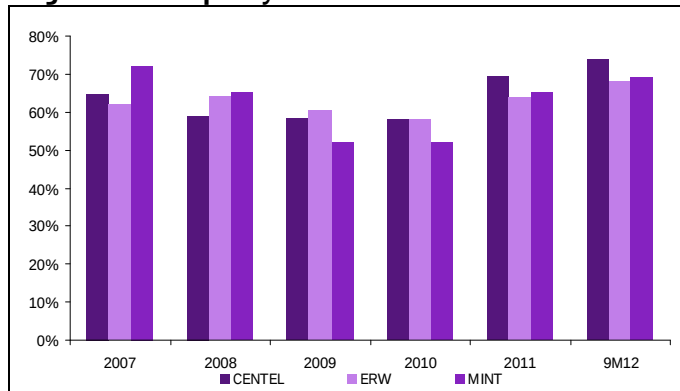
Source: Tourism Authority of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 2 : Secular growth continues at 7% in 2013

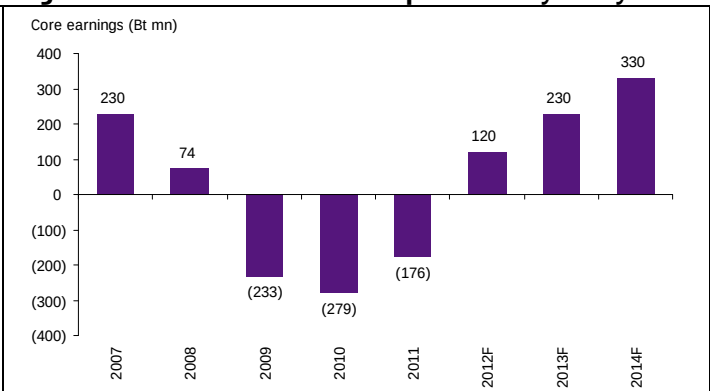
Source: Tourism Authority of Thailand, SCBS Investment Research

Figure 3 : Peak season for tourism industry in 1Q

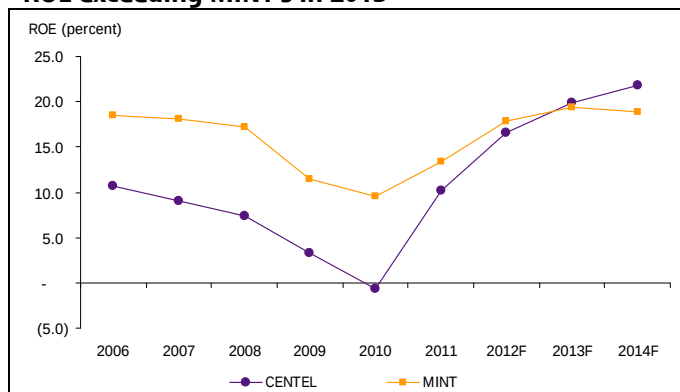
Source: Tourism Authority of Thailand, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4 : Occupancy rates are now above 2008 level

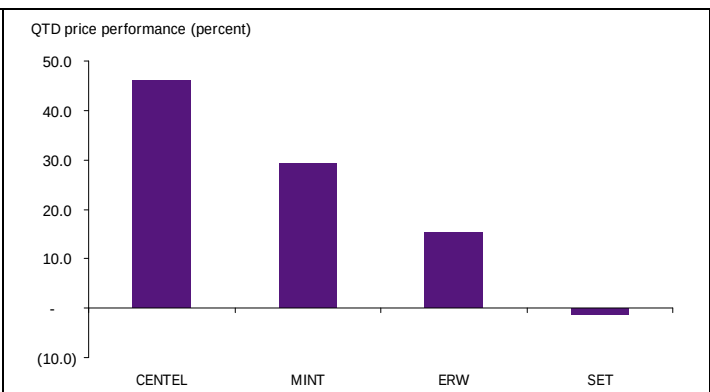
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 5 : ERW's turnaround to profitability this year

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6 : Strong earnings growth will drive CENTEL's ROE exceeding MINT's in 2013

Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 7 : Share price performance – ERW is a laggard

Source: SET, SCBS Investment Research

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

เติบโตไปพร้อมกับช่วง high season

- ธุรกิจขนส่งทางอากาศ: ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของปริมาณการจราจรในตลาดเอเชียตะวันออกและอาเซียน
- ธุรกิจขนส่งทางบก: ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้น จากการเปิดใช้ส่วนต่อขยายใหม่ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวและตู้โดยสารใหม่ (ระบบขนส่งมวลชน) และยอดขายรถยนต์ในประเทศเพิ่มขึ้น (ทางด่วน)
- ธุรกิจขนส่งทางเรือ: อัตราการว่างต่ำต่อเนื่องในช่วง low season
- **BTS กับ AAV เป็น top picks** ของเรา โดยอิงกับ performance ราคาหุ้นในระยะหลังนี้ ปัจจัยบวกกระตุ้นในระยะสั้น และกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตสูงในปี 2556

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55 กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติในไตรมาส 3 ปี 2555 ของบริษัทในกลุ่มขนส่ง (ไม่รวม AOT และ TTA) ที่จะประกาศผลประกอบการปีบัญชี 2555 (ต.ค. 54 – ก.ย. 55) ตอนปลายเดือน พ.ย.) ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน บริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีขึ้น คือ BTS (+45%) เพราะส่วนแบ่งกำไรจากทุกธุรกิจ (ระบบขนส่งมวลชน สื่อโฆษณา และอสังหาริมทรัพย์) ปรับตัวเพิ่มขึ้น THAI (พลิกฟื้นกลับมาทำกำไร) กับ AAV (+18%) เพราะ load factor ดีขึ้น และต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง และ BECL (+4%) เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น ส่วนบริษัทที่มีผลขาดทุน คือ PSL กับ RCL เพราะอัตราการว่างลดลง และ BMCL เพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงและค่าตัดจำหน่ายเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายบัญชี

การขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน) ปริมาณการจราจรในไตรมาส 1 ปี 2556 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของปริมาณการจราจรในตลาดเอเชียตะวันออกและอาเซียน (60% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) และมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากไตรมาสก่อนหน้าตามปัจจัยฤดูกาลการเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบในวันที่ 1 ต.ค. จะส่งผลดีต่อ AOT และ AAV ทั้งสองบริษัทจะได้รับประโยชน์จากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว ส่วนในระยะสั้น AOT จะได้รับประโยชน์จากรายได้ค่าสัมภาระที่เพิ่มขึ้น และ AAV จะได้ประโยชน์จากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินและค่าธรรมเนียมขึ้น-ลง/จอดอากาศยานที่ลดลง ททท.คาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะเพิ่มขึ้น 7% สู่จำนวน 23 ล้านคนในปี 2556 และจำนวนทริปภายในประเทศน่าจะเพิ่มขึ้น 3% สู่จำนวน 107 ล้านทริป

การขนส่งทางบก (ทางด่วน/ระบบขนส่งมวลชน) จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนในไตรมาส 1 ปี 2556 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้าจากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว (วงเวียนใหญ่-บางหว้า: 2 สถานีในไตรมาส 1 ปี 2556 และอีก 2 สถานีในไตรมาส 3 ปี 2556) และการเพิ่มจำนวนตู้โดยสารของ BTS จาก 153 ตู้ในปัจจุบัน เป็น 188 ตู้ (+23%) ในไตรมาส 1 ปี 2556 ในขณะเดียวกันปริมาณการจราจรบนทางด่วนในไตรมาส 1 ปี 2556 ก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนอย่างต่อเนื่อง โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมาก แต่จะทรงตัวจากไตรมาสก่อนหน้าจากปัจจัยฤดูกาล

การขนส่งทางเรือ (เรือท่องเที่ยว/เรือคอนเทนเนอร์) ผลการดำเนินงานของธุรกิจเดินเรือจะอ่อนแอต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุมาจากช่วง low season ของธุรกิจในระยะสั้น และสถานการณ์อุปทานล้นตลาดยืดเยื้อในระยะยาว โดยปกติแล้วช่วง low season ของธุรกิจเรือท่องเที่ยวและเรือคอนเทนเนอร์จะเกิดขึ้นในช่วงปลายไตรมาส 4 ถึงต้นไตรมาส 1 เพราะมีวันหยุดยาวในช่วงเทศกาลคริสต์มาสและตรุษจีน ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อปริมาณการขนส่งสินค้าทางเรือและอัตราการว่างในช่วงดังกล่าว ส่วนในระยะยาว สถานการณ์อุปทานล้นตลาดยังน่าเป็นห่วง เพราะอุปสงค์ขนส่งสินค้าทางเรือทั่วโลกอยู่ในระดับต่ำ แต่อุปทานเรือมีมาก ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจาก Clarksons คาดว่า oversupply gap (ส่วนต่างระหว่างอัตราการเติบโตของปริมาณเรือกับอัตราการเติบโตของความต้องการขนส่งสินค้าทางเรือ) ของธุรกิจเรือท่องเที่ยว จะอยู่ที่ระดับ 2% ในปี 2556 (เทียบกับระดับ 6% ในปี 2555) ส่วน oversupply gap ของธุรกิจเรือคอนเทนเนอร์ คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 1% ในปี 2556 (เทียบกับ -0.4% ในปี 2555)

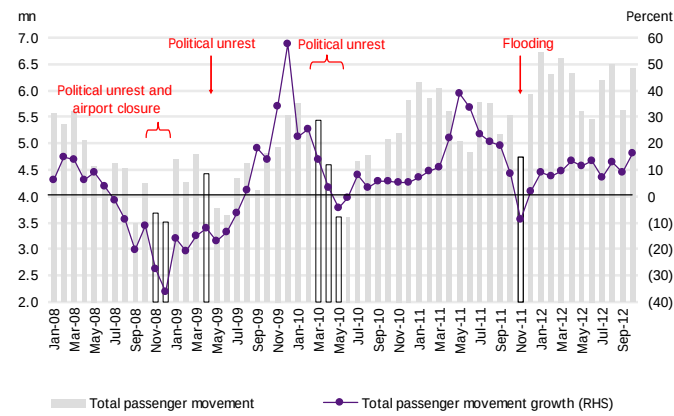
Top picks: BTS กับ AAV เราเลือก BTS กับ AAV เป็น top picks เมื่อพิจารณาจาก performance ของราคาหุ้นในระยะหลังนี้ ปัจจัยบวกกระตุ้นในระยะสั้น และกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตสูงในปี 2556 เราชอบ BTS เพราะ: 1) กำไรสุทธิวัดครั้งหลังปีบัญชี 2556 (ต.ค. 2555 – มี.ค. 2556) มีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกำไรพิเศษจากการขายหุ้น VGI/ที่ดิน ในไตรมาส 3 ปีบัญชี 2556 การขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2556 และกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติที่เพิ่มขึ้นจากทุกธุรกิจ; และ 2) แนวโน้มที่บริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลพิเศษจากเงินสดส่วนเกิน/กำไรพิเศษ นอกจากนี้เราก็คงชอบ AAV เพราะ: 1) กำไรไตรมาส 4 ปี 2555 ถึงไตรมาส 1 ปี 2556 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก เพราะเป็นช่วง high season ของธุรกิจ และประหยัดต้นทุนได้จากการย้ายไปดอนเมือง; และ 2) Valuation ถูก โดยเทรดที่ PE 14 เท่า เทียบกับอัตราเติบโตของกำไรในระยะ 2 ปีข้างหน้าที่ระดับเฉลี่ย 26% ต่อปี

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
AAV	Buy	4.32	5.30	22.7	19.7	14.1	12.5	(3.9)	39.3	13.2	1.10	1.08	1.00	11.1	7.9	8.3	0.0	0.0	0.0	8.1	5.8	5.1
AOT	Buy	90.25	98.00	11.3	18.7	16.6	14.8	79.3	12.9	11.9	1.68	1.58	1.49	9.3	9.8	10.4	2.3	2.7	3.0	9.4	9.7	9.6
BECL	Buy	28.50	35.00	28.3	14.9	12.5	10.2	14.8	19.4	22.2	1.10	1.06	1.02	7.6	8.6	10.1	4.6	5.5	6.7	6.8	6.0	5.0
BMCL	Neutral	0.67	0.68	1.5	n.m.	n.m.	n.m.	(5.0)	9.3	(22.6)	11.03	n.m.	n.m.	(91.0)	(622.8)	n.m.	0.0	0.0	0.0	79.9	62.2	211.3
BTS	Buy	6.25	7.80	26.5	48.6	34.3	27.8	23.1	41.6	23.4	1.72	1.71	1.64	3.6	5.0	6.0	3.5	1.7	2.2	26.9	21.7	15.6
PSL	Neutral	13.10	15.50	20.2	n.m.	603.6	22.5	n.m.	n.m.	2,581.4	0.89	0.88	0.87	(1.2)	0.1	3.9	1.1	1.9	3.0	14.5	12.7	7.5
RCL	Neutral	6.75	7.60	12.6	n.m.	n.m.	54.6	43.7	43.9	n.m.	0.46	0.49	0.49	(9.3)	(5.5)	0.9	0.0	0.0	0.5	31.8	15.8	9.3
THAI	Buy	20.80	26.00	28.1	12.7	11.2	10.1	n.m.	13.5	11.0	0.66	0.63	0.61	5.4	5.8	6.1	2.8	3.1	3.5	6.2	6.2	5.6
TTA	Neutral	15.40	18.00	17.4	n.m.	47.6	15.1	19.1	n.m.	214.5	0.38	0.38	0.37	(1.9)	0.8	2.5	1.6	0.5	1.7	10.1	8.0	7.1
Average					22.9	105.7	21.0	24.5	25.7	356.9	2.11	0.98	0.93	(7.4)	(65.6)	6.0	1.8	1.7	2.3	21.5	16.5	30.7

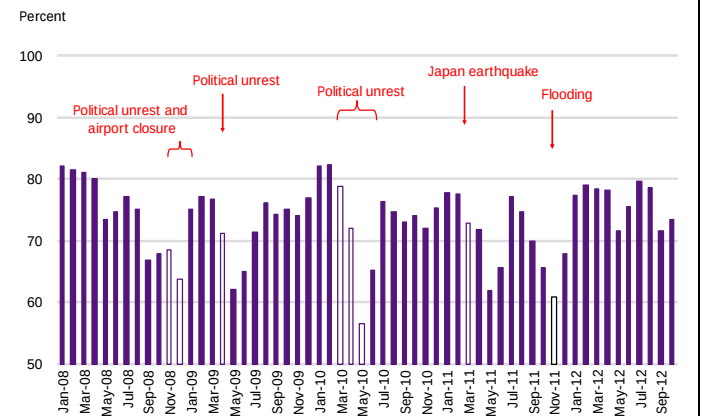
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



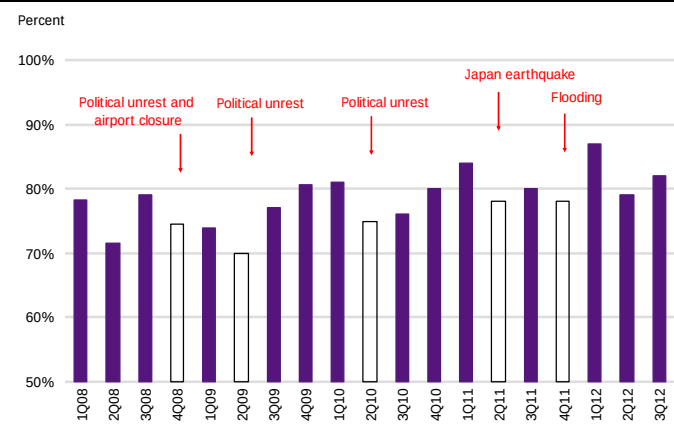
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



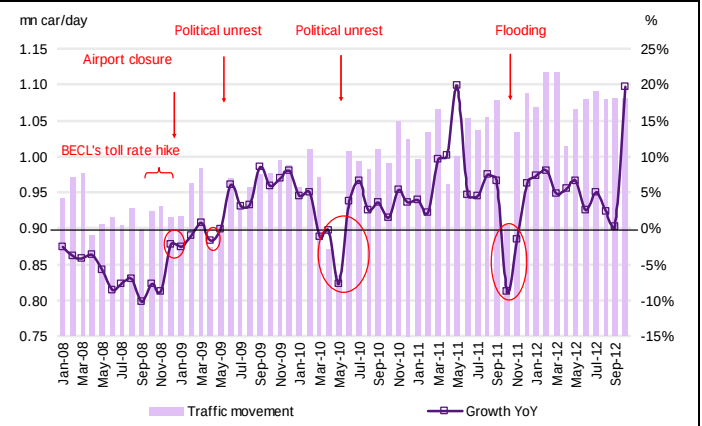
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV cabin factor



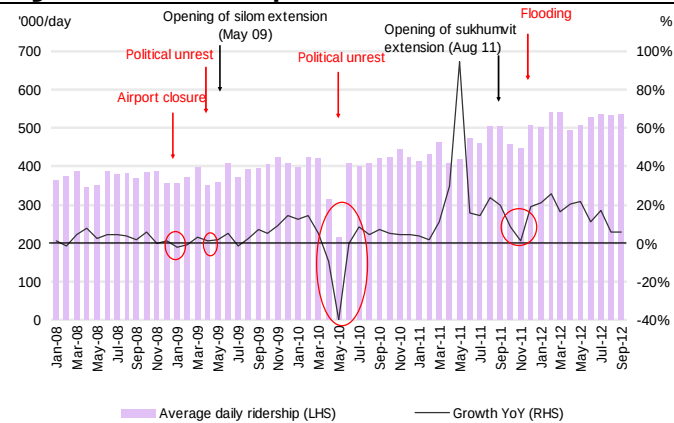
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BECL traffic movement



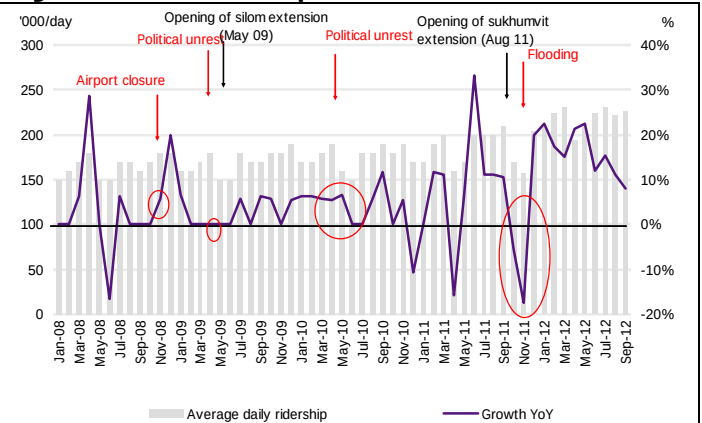
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BTS ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BMCL ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

ยุฬิศ ลิขิตแสนสุข

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัธ ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ความคาดหวังเกี่ยวกับการประมูล IPP รอบใหม่มีมากขึ้น

- ราคาหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคสะท้อนการประมูล IPP รอบใหม่ไปค่อนข้างมากแล้ว
- EGCO นำเสนอผลตอบแทนสูงมาก เนื่องจากผลตอบแทนในรูปเงินปันผลปรับลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 4%
- GLOW เป็น top pick ของเรา เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงและราคาหุ้นมี Upside

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/55: กำไรสุทธิหดตัวลงจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะมีกำไรพิเศษในไตรมาส 2/55 บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้ารายแรกกำไรสุทธิไตรมาส 3 ปี 2555 ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า โดยหลักๆ เกิดจาก EGCO และ RATCH สาเหตุมาจากการบันทึกกำไรพิเศษในไตรมาส 2 ปี 2555 อย่างไรก็ดี กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติไตรมาส 3 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 12% จากไตรมาสก่อนหน้า และ 21% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน เพราะส่วนแบ่งกำไรเพิ่มขึ้นจากสินทรัพย์ดำเนินงานใหม่ โดยเฉพาะ GLOW ซึ่งเป็นผลมาจากการเริ่มเดินเครื่องผลิตของ GHECO-One ในเดือน ส.ค.

แนวโน้มไตรมาส 4/55: กำไรลดลงตามปัจจัยฤดูกาล เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปี 2555 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าจะปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากจำนวนชั่วโมงความพร้อมจ่ายไฟฟ้าตามสัญญา (Contracted Available Hours - CAH) ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ในแต่ละปี ของโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่จะผลิตไฟฟ้าได้ครบภายในปลายเดือน พ.ย. ซึ่งหมายความว่าโรงไฟฟ้าจะถูกปล่อยว่างเว้นจากการผลิตในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยใช้เวลาที่เหลือในการซ่อมบำรุงแทน อย่างไรก็ดี ความต้องการใช้ไฟฟ้าจำนวนมากในปัจจุบันอาจจะกระตุ้นให้บริษัทผลิตไฟฟ้าภาคเอกชนเดินเครื่องผลิตไฟฟ้ามากกว่าสัญญาแม้อัตรากำไรจะน้อย

ใกล้เปิดประมูล IPP รอบใหม่ กรอบเวลาในการเปิดประมูล IPP รอบใหม่ (โรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ กำลังการผลิต 5,600 เมกะวัตต์) ยังไม่แน่นอน แต่เราคาดว่าคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) จะเปิด RFP (request for proposal) แก่ผู้สนใจที่จะเสนอ IPP ภายในสิ้นปีนี้ ดังนั้นกระบวนการประมูลจึงน่าจะเกิดขึ้นในงวดครึ่งแรกปี 2556 บริษัทผลิตไฟฟ้าจดทะเบียนรายใหญ่ทั้งสามราย คือ EGCO RATCH และ GLOW จะเข้าร่วมการแข่งขันประมูลครั้งนี้อย่างแน่นอนเพื่อสร้างความมั่นใจว่าผลการดำเนินงานจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง บริษัทผลิตไฟฟ้าแห่งใหม่ในเครือ PTT ที่เกิดจากการควบรวมกิจการระหว่าง IPT ของ TOP กับ PTTUT ของ PTTGC จะทำให้การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น เนื่องจากมีความได้เปรียบในการแข่งขันทางด้านอุปทานก๊าซและแหล่งเงินทุน

ความคาดหวังว่า EGCO มีโอกาสสูงที่จะชนะการประมูล IPP รอบใหม่มีมากขึ้น เรายังคงมุมมองที่ว่า EGCO มีโอกาสสูงที่จะชนะการประมูลโรงไฟฟ้า IPP อย่างน้อย 1 โรงในการประมูลรอบใหม่นี้ โดยใช้โรงไฟฟ้าระยองของบริษัทเข้าแข่งขันกับผู้ประกอบการโรงไฟฟ้า IPP รายอื่นๆ อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความคาดหวังนี้น่าจะสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว เนื่องจากราคาหุ้น EGCO ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้วถึง 30% ในระหว่างเดือน ก.ค.-ต.ค. สู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 138 บาท/หุ้น เทียบกับราคาเป้าหมายของเราที่ 124 บาท และยังทำให้ความน่าสนใจในด้านของผลตอบแทนในรูปเงินปันผลปรับลดลงด้วย เนื่องจากผลตอบแทนในรูปเงินปันผลปรับลดลงจากระดับประมาณ 6% เมื่อต้นปีนี้ ลงมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 4% ในปัจจุบัน

GLOW เป็น top pick ของเรา เรามองว่าราคาหุ้น GLOW มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก โดยมีราคาเป้าหมายปลายปี 2556 อยู่ที่ 82 บาท/หุ้น เราเชื่อว่าถึงเวลาแล้วที่ GLOW จะเก็บเกี่ยวผลประโยชน์หลังจากใช้เวลาหลายปีในการขยายการลงทุน ซึ่งรวมถึงโครงการโรงไฟฟ้าถ่านหิน GHECO-One ที่จะเป็นปัจจัยสำคัญในการสนับสนุนผลการดำเนินงานตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป เราจึงคาดว่า GLOW จะรายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในปี 2556 โดยกำไรจะเติบโตสูงถึง 51% อันเป็นผลมาจากการดำเนินงานตลอดทั้งปีของ GHECO-One รวมถึงยอดขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นจากโครงการ SPP เฟส 5 ของบริษัท

TTW: กำไรไตรมาส 3/55 เพิ่มขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า เพราะมีรายการพิเศษจากการคืนภาษีเงินได้ TTW รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3 ปี 2555 เพิ่มขึ้น 13% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 11% จากไตรมาสก่อนหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายการพิเศษ คือ การคืนภาษีเงินได้นิติบุคคล (61 ล้านบาท) ของบริษัทประปาปทุมธานี (PTW) ขณะที่กำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติในไตรมาส 3 ปี 2555 อยู่ในระดับทรงตัวทั้งเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน แต่ลดลงจากไตรมาสก่อนหน้า เนื่องจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น (ได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้น้ำประปาเพิ่มขึ้นและการขึ้นค่าน้ำประปา) ถูกหักล้างด้วยภาษีที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ TTW ได้รับจากบีโอไอสิ้นสุดลง

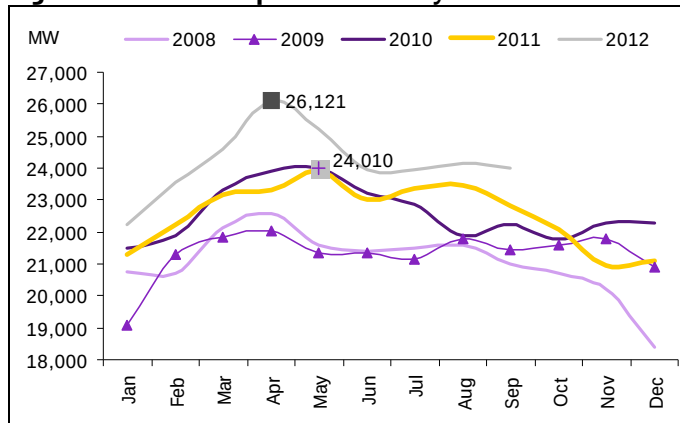
TTW: คาดกำไรลดลงในไตรมาส 4/55 และทรงตัวในปี 2556 เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปี 2555 ของ TTW จะปรับตัวลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนและไตรมาสก่อนหน้า และกำไรจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจากการจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลเพิ่มขึ้นหลังจากสิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ TTW ได้รับจากบีโอไอสิ้นสุดลง เรามองว่ามีปัจจัยระยะสั้น 2 อย่างที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น TTW ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือ การจดทะเบียน CK Power ในตลาดช. ตอนต้นปีหน้า และการคืนภาษีเงินได้ของ PTW เพิ่มเติม (325 ล้านบาท)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
EGCO	Neutral	128.5	124.0	0.6	12.8	10.5	11.0	6.8	21.1	(4.5)	1.04	0.99	0.94	8.6	9.6	8.7	4.1	4.1	4.1	11.6	17.4	16.5
GLOW	Buy	70.5	82.0	20.3	19.2	12.8	12.4	23.4	50.5	2.6	2.82	2.50	2.28	15.2	20.8	19.2	3.0	4.0	4.1	11.4	9.0	8.6
GUNKUL	Buy	18.9	21.0	14.3	37.8	12.5	11.4	43.2	202.6	9.9	4.68	3.80	3.14	14.9	33.6	30.3	3.1	3.2	3.5	18.0	11.0	9.9
RATCH	Neutral	55.3	56.0	6.1	15.0	13.6	12.7	9.9	10.2	6.8	1.54	1.48	1.42	10.7	11.2	11.4	4.7	4.7	4.7	8.2	7.5	7.1
TTW	Buy	7.8	7.4	1.2	13.3	13.2	12.3	11.1	0.3	7.7	2.87	2.75	2.64	22.3	21.3	22.0	5.9	6.3	7.8	9.8	9.2	8.7
Average					19.6	12.5	12.0	18.9	57.0	4.5	2.59	2.31	2.08	14.3	19.3	18.3	4.1	4.5	4.8	11.8	10.8	10.2

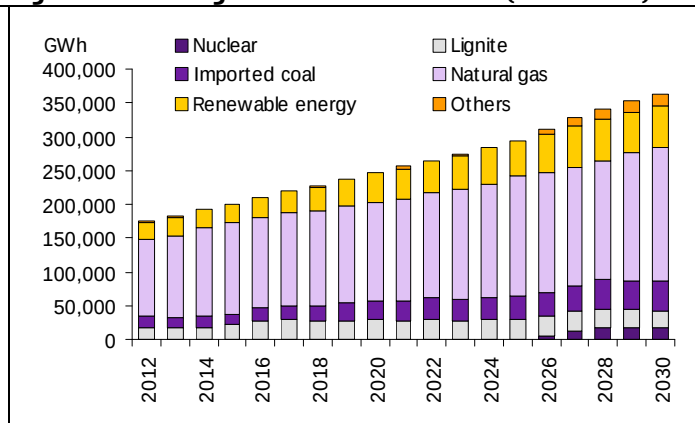
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



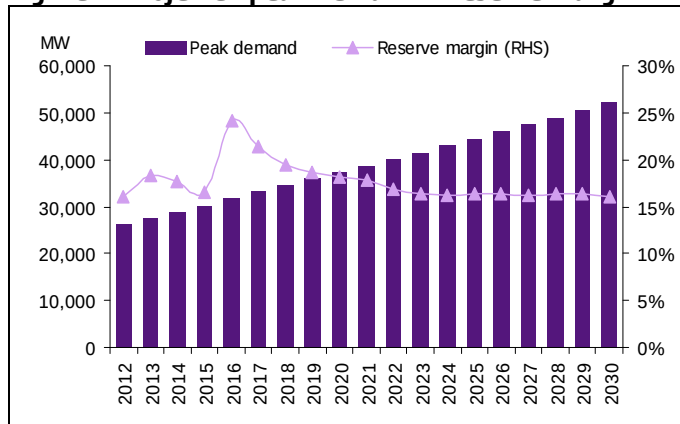
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



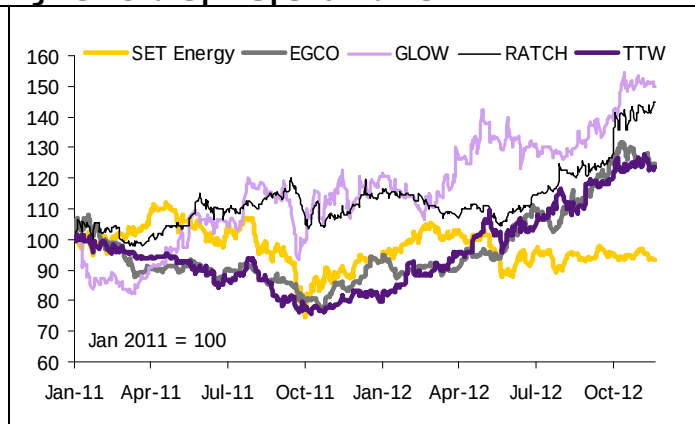
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Projected peak demand & reserve margin



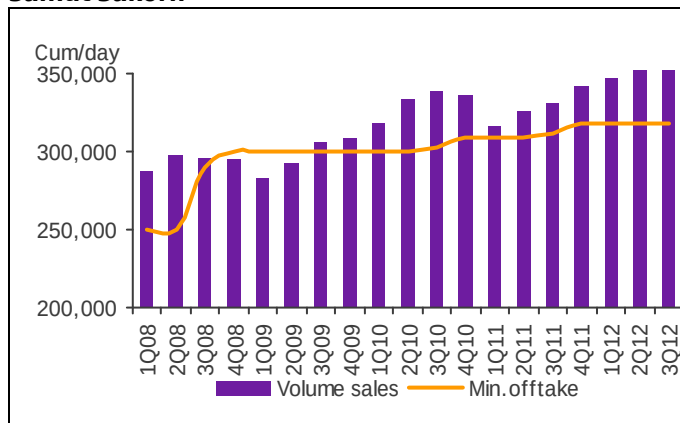
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



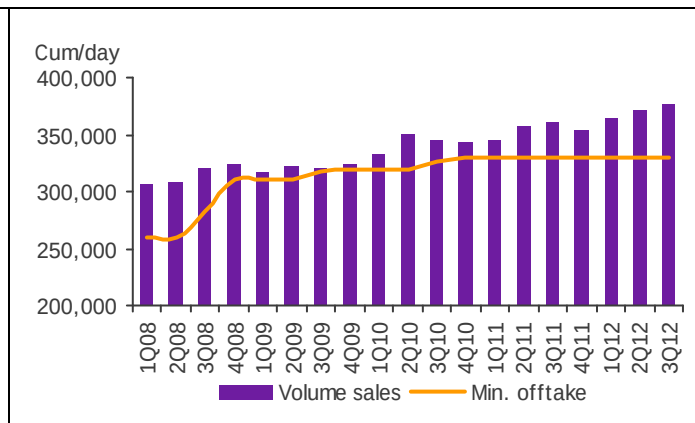
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
Agribusiness				18.9		-30	908	1,138							n.m.	9.9	7.9				1.51	1.39	1.50	-1%	15%	35%
GFPT	Buy	7.15	8.50	18.9	6.9	-30	908	1,138	-0.02	0.72	0.91	n.m.	n.m.	25%	n.m.	9.9	7.9	4.7	5.2	4.8	1.51	1.39	1.50	-1%	15%	35%
Automotive				20.1		2,917	3,412	3,845							10.5	8.9	7.9				1.59	1.42	1.27	16%	17%	17%
AH	Sell	19.40	20.00	3.1	21.8	531	615	681	1.98	2.29	2.53	n.m.	16%	11%	9.8	8.5	7.7	16.9	18.4	20.0	1.15	1.05	0.97	12%	13%	13%
SAT	Buy	27.50	36.00	30.9	34.3	825	1,017	1,214	2.43	2.99	3.57	90%	23%	19%	11.3	9.2	7.7	13.9	15.9	18.2	1.98	1.73	1.51	19%	20%	21%
STANLY	Buy	211.00	250.00	18.5	245.4	1,560	1,780	1,950	20.36	23.24	25.44	62%	14%	10%	10.4	9.1	8.3	127.4	142.5	159.0	1.66	1.48	1.33	17%	17%	17%
Banking				25.7		163,018	196,166	222,330							12.8	10.9	9.7				1.57	1.41	1.27	14%	15%	15%
Large Banks																										
BBL	Buy	178.50	221.00	23.8	222.6	32,198	37,865	41,414	16.87	19.84	21.70	18%	18%	9%	10.6	9.0	8.2	139.2	152.3	166.0	1.28	1.17	1.08	13%	14%	14%
KBANK	Buy	182.00	218.00	19.8	201.7	34,152	41,465	49,148	14.27	17.33	20.54	41%	21%	19%	12.8	10.5	8.9	76.5	90.2	106.4	2.38	2.02	1.71	20%	21%	21%
KTBC	Buy	17.30	23.00	32.9	19.1	23,424	30,070	34,556	1.68	2.15	2.47	10%	28%	15%	10.3	8.0	7.0	12.7	14.2	15.8	1.37	1.22	1.10	15%	16%	17%
SCB	No rec	156.50			181.1	41,140	49,397	55,534	12.10	14.53	16.34	13%	20%	12%	12.9	10.8	9.6	63.3	73.0	83.5	2.47	2.14	1.87	21%	21%	21%
Mid/small banks																										
BAY	Buy	29.75	35.00	17.6	35.7	14,954	17,607	19,488	2.46	2.90	3.21	61%	18%	11%	12.1	10.3	9.3	18.6	20.5	22.5	1.60	1.45	1.32	14%	15%	15%
KK	Buy	47.00	47.00	-	45.5	3,209	3,937	4,235	3.88	4.76	5.12	-14%	23%	8%	12.1	9.9	9.2	40.5	42.8	45.4	1.16	1.10	1.04	11%	11%	12%
LHBANK	Sell	1.34	1.30	(3.0)	1.4	684	796	867	0.06	0.07	0.07	34%	16%	9%	23.2	20.0	18.3	1.2	1.2	1.3	1.14	1.10	1.06	5%	6%	6%
TCAP	Buy	34.00	44.00	29.4	38.0	5,070	6,025	6,717	3.97	4.71	5.26	6%	19%	11%	8.6	7.2	6.5	32.6	35.9	39.6	1.04	0.95	0.86	13%	14%	14%
TISCO	Buy	44.75	55.00	22.9	45.2	3,448	4,021	4,468	4.74	5.52	6.14	6%	17%	11%	9.4	8.1	7.3	24.6	27.8	31.2	1.82	1.61	1.44	20%	21%	21%
TMB	Sell	1.79	1.60	(10.6)	1.5	4,740	4,984	5,902	0.11	0.11	0.14	18%	5%	18%	16.4	15.6	13.2	1.3	1.4	1.5	1.40	1.32	1.23	9%	9%	10%
Commerce				10.2		26,879	34,084	42,912							27.7	21.4	16.9				8.42	7.18	6.06	33%	35%	38%
BIGC	Neutral	189.00	205.00	8.5	205.3	6,744	8,862	11,567	8.17	10.74	14.02	24%	31%	31%	23.1	17.6	13.5	35.6	42.3	50.9	5.30	4.47	3.71	25%	28%	30%
CPALL	Buy	40.00	46.00	15.0	38.8	11,500	13,760	16,675	1.28	1.53	1.86	48%	20%	21%	31.3	26.1	21.6	2.8	3.4	4.0	14.05	11.67	9.92	49%	49%	50%
HMPRO	Neutral	11.50	11.70	1.7	13.9	2,841	3,846	4,986	0.49	0.66	0.85	41%	35%	30%	23.6	17.5	13.5	1.9	2.2	2.5	6.20	5.35	4.52	30%	33%	36%
MAKRO	Neutral	438.00	420.00	(4.1)	395.4	3,544	4,504	5,678	14.77	18.77	23.66	27%	27%	26%	29.7	23.3	18.5	44.6	49.4	58.0	9.82	8.87	7.55	35%	40%	44%
ROBINS	Buy	62.75	75.00	19.5	68.8	2,250	3,112	4,006	2.04	2.82	3.63	55%	38%	29%	30.8	22.3	17.3	9.4	11.3	13.7	6.70	5.56	4.58	24%	27%	29%
Construction Materials				7.1		31,900	41,472	50,052							20.3	15.4	13.2				3.69	3.51	3.29	23%	26%	28%
Cement																										
SCC	Buy	390.00	430.00	10.3	385.6	25,023	33,001	40,303	20.85	27.50	33.59	-6%	32%	22%	18.7	14.2	11.6	145.1	160.5	179.0	2.69	2.43	2.18	15%	18%	20%
SCCC	Sell	434.00	400.00	(7.8)	326.1	4,069	4,726	5,390	17.69	20.55	23.43	15%	16%	14%	24.5	21.1	18.5	77.7	83.3	88.5	5.58	5.21	4.90	23%	26%	27%
TPICL	Neutral	14.90	15.00	0.7	13.2	951	1,621	1,904	0.47	0.80	0.94	-62%	70%	17%	31.6	18.6	15.8	30.9	31.6	32.5	0.48	0.47	0.46	2%	3%	3%
Ceramics																										
DCC	Buy	43.00	50.00	16.3	56.6	1,327	1,513	1,769	3.25	3.71	4.34	7%	14%	17%	13.2	11.6	9.9	6.6	6.7	7.1	6.47	6.40	6.09	49%	55%	63%
DRT	Neutral	6.85	7.80	13.9	7.7	530	611	685	0.52	0.59	0.67	13%	15%	12%	13.3	11.5	10.3	2.1	2.3	2.4	3.24	3.03	2.80	25%	27%	28%
Electronic Components				16.0		6,542	8,852	9,838							15.6	9.3	8.2				1.61	1.26	1.16	9%	15%	14%
CCET	Neutral	2.64	3.10	17.4	2.5	1,372	1,463	1,573	0.34	0.36	0.39	295%	7%	8%	7.8	7.4	6.8	4.4	4.6	4.8	0.60	0.57	0.55	8%	8%	8%
DELTA	Buy	29.25	35.00	19.7	27.2	3,269	3,802	4,202	2.62	3.05	3.37	24%	16%	11%	11.2	9.6	8.7	17.3	18.9	20.7	1.69	1.55	1.42	16%	17%	17%
HANA	Neutral	21.00	24.00	14.3	21.5	1,501	1,939	2,172	1.84	2.41	2.70	-5%	31%	12%	11.4	8.7	7.8	19.6	21.2	22.6	1.07	0.99	0.93	10%	12%	12%
KCE	Buy	8.70	11.50	32.2	8.2	121	481	543	0.26	1.02	1.15	-2%	298%	13%	34.0	8.5	7.6	6.1	6.9	7.7	1.43	1.27	1.14	4%	16%	16%
SMT	Sell	10.00	9.00	(10.0)	8.0	-272	352	409	-0.65	0.84	0.97	n.m.	n.m.	16%	n.m.	11.9	10.3	5.6	5.9	6.4	1.79	1.69	1.56	-16%	15%	16%
SVI	Neutral	3.86	4.10	6.2	4.2	551	816	939	0.28	0.41	0.47	-21%	47%	15%	13.7	9.4	8.2	1.2	2.6	2.9	3.09	1.47	1.35	30%	21%	17%
Energy & Utilities				22.0		221,898	242,679	272,983							15.6	10.5	9.7				1.90	1.69	1.53	14%	17%	16%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Neutral	374.00	490.00	31.0	547.1	11,196	10,600	11,124	41.20	39.01	40.94	30%	-5%	5%	9.1	9.6	9.1	299.5	319.5	342.4	1.25	1.17	1.09	14%	13%	12%
PTT	Buy	312.00	400.00	28.2	378.0	121,368	118,311	141,020	42.49	41.42	49.37	10%	-3%	19%	7.3	7.5	6.3	258.0	286.8	323.4	1.21	1.09	0.96	18%	15%	16%
PTTEP	Buy	158.50	200.00	26.2	171.8	50,894	61,515	63,916	15.33	18.53	19.25	8%	21%	4%	10.3	8.6	8.2	69.9	81.8	93.5	2.27	1.94	1.70	24%	24%	22%
Refineries																										
BCP	Buy	27.50	32.00	16.4	24.4	3,246	4,259	4,801	2.45	3.09	3.49	-58%	26%	13%	11.2	8.9	7.9	22.7	24.6	26.7	1.21	1.12	1.03	11%	13%	14%
ESSO	Sell	9.90	8.50	(14.1)	10.5	2,866	4,800	5,355	0.83	1.39	1.55	205%	68%	12%	12.0	7.1	6.4	7.8	8.9	10.0	1.27	1.11	0.99	11%	17%	16%
IRPC	Neutral	4.04	4.00	(1.0)	4.2	3,105	7,236	8,073	0.15	0.35	0.40	-47%	133%	12%	26.6	11.4	10.2	3.7	4.0	4.3	1.08	1.00	0.95	4%	9%	10%
TOP	Buy	63.50	76.00	19.7	69.1	10,760	12,613	14,783	5.27	6.18	7.25	-30%	17%	17%	12.0	10.3	8.8	44.4	48.5	53.2	1.43	1.31	1.19	12%	13%	14%
Utilities																										
EGCO	Neutral	128.50	124.00	(3.5)	125.9	5,960	6,395	6,103	11.32	12.15	11.59	20%	7%	-5%	11.4	10.6	11.1	116.2	123.2	129.6	1.11	1.04	0.99	10%	10%	9%
GLOW	Buy	70.50	82.00	16.3	64.9	5,366	8,078	8,285	3.67	5.52	5.66	23%	51%	3%	19.2	12.8	12.4	25.0	28.1	31.0	2.82	2.50	2.28	15%	21%	19%
GUNKUL	Buy	18.90	21.00	11.1	20.0	220	666	732	0.50	1.51	1.66	43%	203%	10%	37.8	12.5	11.4	4.0	5.0	6.0	4.68	3.80	3.14	15%	34%	30%
RATCH	Neutral	55.25	56.00	1.4	50.9	4,568	5,853	6,256	3.15	4.04	4.31	-6%	28%	7%	17.5	13.7	12.8	35.3	37.1	39.1	1.56	1.49	1.41	9%	11%	11%
TTW	Buy	7.80	7.40	(5.1)	6.9	2,347	2,354	2,535	0.59	0.59	0.64	11%	0%	8%	13.3	13.2	12.3	2.7	2.8	3.0	2.87	2.75	2.64	22%	21%	22%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 12F 13F 14F	Core EPS (Bt) 12F 13F 14F	EPS growth (%) 12F 13F 14F	PER (x) 12F 13F 14F	BVPS(Bt) 12F 13F 14F	P/BV (x) 12F 13F 14F	ROE (%) 12F 13F 14F
Finance & Securities						2,323 2,763 2,888			18.1 12.6 12.1		1.72 1.64 1.56	12% 13% 13%
Credit card												
AEONTS	Neutral	66.25	51.00	(23.0)	32.0	1,005 1,119 1,149	4.02 4.48 4.60	524% 11% 3%	16.5 14.8 14.4	26.4 28.8 31.3	2.51 2.30 2.12	16% 16% 15%
KTC	Sell	26.50	24.00	(9.4)	16.4	205 542 661	0.80 2.10 2.56	n.m. 164% 22%	33.3 12.6 10.3	19.7 21.4 23.2	1.35 1.24 1.14	4% 10% 11%
Securities												
ASP	Neutral	2.32	2.50	7.8		472 448 405	0.22 0.21 0.19	-7% -5% -9%	10.3 10.9 12.1	1.9 1.9 1.9	1.21 1.21 1.21	12% 11% 10%
MBKET	Sell	13.90	13.60	(2.2)	14.1	640 655 673	1.12 1.15 1.18	-2% 2% 3%	12.4 12.1 11.8	7.7 7.7 7.8	1.80 1.80 1.79	15% 15% 15%
Food & Beverage						11,606 22,271 26,529			30.9 18.9 15.6		5.04 4.25 3.59	18% 24% 26%
CPF	Neutral	32.75	35.00	6.9	38.9	8,068 17,446 20,774	1.09 2.36 2.81	-49% 116% 19%	30.0 13.9 11.6	13.7 14.8 16.1	2.39 2.21 2.04	10% 17% 18%
MINT	Neutral	19.90	21.00	5.5	17.0	2,703 3,371 3,715	0.67 0.83 0.91	41% 25% 10%	29.9 24.0 21.8	4.1 4.6 5.2	4.84 4.32 3.86	17% 19% 19%
OISHI	Buy	146.00	210.00	43.8	197.4	835 1,453 2,040	4.45 7.75 10.88	6% 74% 40%	32.8 18.8 13.4	18.5 23.5 30.0	7.89 6.22 4.87	26% 37% 41%
Health Care Services						8,734 10,089 11,642			26.8 24.0 21.2		5.56 4.95 4.41	22% 22% 22%
BGH	Buy	107.00	135.00	26.2	112.7	5,781 6,884 8,075	3.74 4.45 5.22	48% 19% 17%	28.6 24.0 20.5	25.1 27.8 31.0	4.26 3.84 3.45	16% 17% 18%
BH	Sell	74.00	76.00	2.7	78.1	2,068 2,273 2,519	2.38 2.62 2.90	37% 10% 11%	31.0 28.2 25.5	9.3 10.6 12.0	7.97 7.01 6.18	28% 26% 26%
BCH	Neutral	9.20	10.30	12.0	10.3	885 932 1,049	0.44 0.47 0.53	32% 5% 12%	20.7 19.7 17.5	2.1 2.3 2.6	4.46 4.00 3.59	23% 21% 22%
Information & Communication Technology						56,259 59,828 70,016			18.4 15.5 13.2		5.90 5.81 5.71	32% 34% 37%
Mobile												
ADVANC	Neutral	198.50	230.00	15.9	226.9	35,494 35,899 39,353	11.94 12.07 13.24	34% 1% 10%	16.6 16.4 15.0	15.0 15.4 15.6	13.23 12.87 12.76	84% 79% 85%
DTAC	Buy	83.25	105.00	26.1	97.5	11,539 11,439 14,296	4.87 4.83 6.04	-4% -1% 25%	17.1 17.2 13.8	19.6 19.6 20.8	4.25 4.26 4.01	28% 25% 30%
TRUE	Neutral	4.88	5.80	18.9	3.6	-5,579 -4,752 -3,180	-0.33 -0.22 -0.10	12% 34% 56%	n.m. n.m. n.m.	1.2 1.0 0.9	4.19 5.13 5.69	-25% -20% -11%
Internet												
CSL	Neutral	8.90	9.00	1.1	8.2	421 487 513	0.71 0.82 0.86	6% 16% 5%	12.6 10.9 10.3	2.1 2.3 2.4	4.33 3.94 3.67	36% 38% 37%
THCOM	Buy	22.90	29.00	26.6	20.4	620 907 1,429	0.57 0.83 1.30	n.m. 46% 58%	40.5 27.7 17.6	13.4 14.1 15.0	1.70 1.63 1.52	4% 6% 9%
Other												
INTUCH	Buy	61.50	82.00	33.3	77.8	12,029 13,881 15,683	3.75 4.33 4.89	20% 15% 13%	16.4 14.2 12.6	4.4 4.4 4.4	13.83 13.83 13.83	84% 97% 110%
SAMART	Buy	11.20	14.00	25.0	12.6	915 1,016 993	0.93 1.03 1.01	14% 11% -2%	12.1 10.9 11.1	6.9 7.8 8.5	1.61 1.44 1.32	14% 14% 12%
SAMTEL	Neutral	18.10	21.00	16.0	18.3	819 949 929	1.35 1.57 1.53	9% 16% -2%	13.4 11.6 11.8	4.4 5.3 6.2	4.07 3.39 2.91	33% 32% 27%
Insurance						3,717 4,757 5,890			14.4 11.3 9.1		3.27 2.64 2.13	25% 26% 26%
BLA	Neutral	44.75	48.00	7.3	49.5	3,717 4,757 5,890	3.10 3.96 4.91	9% 28% 24%	14.4 11.3 9.1	13.7 17.0 21.0	3.27 2.64 2.13	25% 26% 26%
Media & Publishing						6,485 7,184 7,652			21.4 19.5 18.2		7.03 6.54 6.24	29% 31% 31%
TV broadcasting												
BEC	Sell	60.75	57.00	(6.2)	54.8	4,115 4,670 4,942	2.06 2.34 2.47	17% 13% 6%	29.5 26.0 24.6	4.0 4.4 4.6	15.29 13.96 13.19	54% 56% 55%
MCOT	Neutral	34.25	38.00	10.9	31.8	1,418 1,460 1,584	2.06 2.13 2.30	5% 3% 8%	16.6 16.1 14.9	11.4 11.7 12.1	3.00 2.92 2.83	18% 18% 19%
Cinema												
MAJOR	Neutral	18.90	21.00	11.1	21.1	951 1,053 1,126	1.05 1.16 1.25	20% 11% 7%	18.0 16.2 15.2	6.8 6.9 7.0	2.79 2.74 2.69	16% 17% 18%
Petrochemicals & Chemicals						39,811 45,973 52,655			10.2 8.2 7.2		1.49 1.32 1.17	15% 17% 17%
IVL	Neutral	23.20	30.00	29.3	37.5	10,373 15,885 18,019	2.15 3.30 3.74	1% 53% 13%	10.8 7.0 6.2	13.8 16.3 19.0	1.68 1.43 1.22	17% 22% 21%
PTTGC	Buy	62.50	78.00	24.8	70.1	29,438 30,087 34,637	6.53 6.67 7.68	-6% 2% 15%	9.6 9.4 8.1	47.7 51.7 56.3	1.31 1.21 1.11	14% 13% 13%
Property Development						27,458 33,556 39,513			17.6 13.3 11.2		2.39 2.16 ###	17% 19% #REF!
Contractors												
CK	Buy	8.95	11.20	25.1	8.9	497 563 652	0.30 0.34 0.39	n.m. 13% 16%	29.8 26.3 22.7	4.2 4.2 4.3	2.15 2.16 2.06	7% 8% 9%
ITD	Neutral	3.80	4.20	10.5	3.6	591 699 707	0.14 0.17 0.17	n.m. 18% 1%	27.0 22.8 22.5	2.1 2.1 #DIV/0!	1.84 1.79 #DIV/0!	7% 8% 0%
STEC	Buy	23.00	28.00	21.7	18.6	1,035 1,255 1,429	0.87 1.06 1.20	15% 21% 14%	26.4 21.7 19.1	4.9 5.3 5.6	4.65 4.37 4.09	18% 21% 22%
Industrial Estate												
AMATA	Buy	15.30	22.00	43.8	20.0	1,524 1,878 2,463	1.43 1.76 2.31	63% 23% 31%	10.7 8.7 6.6	7.3 8.5 10.0	2.08 1.81 1.54	21% 22% 25%
HEMRAJ	Buy	3.18	3.70	16.4	3.4	2,443 3,405 4,109	0.25 0.35 0.42	341% 39% 21%	12.6 9.1 7.5	1.2 1.4 1.6	2.73 2.29 1.94	24% 27% 28%
ROJNA	Neutral	9.35	7.30	(21.9)	11.1	532 594 1,171	0.46 0.51 0.99	n.m. 12% 93%	20.4 18.2 9.5	5.7 5.9 #REF!	1.65 1.58 #REF!	8% 9% #REF!
TICON	Neutral	13.00	14.50	11.5	14.5	1,316 1,416 1,589	1.69 1.81 2.03	192% 8% 12%	7.7 7.2 6.4	8.8 9.3 9.9	1.47 1.40 1.32	21% 20% 21%
WHA	Buy	19.90	17.50	(12.1)	16.6	238 818 960	0.47 1.60 1.88	221% 244% 17%	42.6 12.4 10.6	5.7 6.6 7.8	3.50 3.00 2.56	12% 26% 26%
Residential												
AP	Buy	8.45	10.00	18.3	9.1	2,166 2,891 3,425	0.77 1.02 1.21	30% 33% 18%	11.0 8.2 7.0	4.4 5.1 5.9	1.94 1.66 1.44	19% 22% 22%
LH	Neutral	8.85	8.90	0.6	8.5	4,713 4,713 5,413	0.47 0.47 0.54	23% 0% 15%	18.8 18.8 16.4	3.0 3.0 3.1	2.93 2.93 2.86	16% 16% 18%
LPN	Neutral	18.20	19.50	7.1	18.0	2,174 2,619 3,196	1.47 1.73 2.12	14% 17% 23%	12.4 10.5 8.6	5.7 6.8 8.1	3.20 2.69 2.24	28% 28% 29%
PS	Buy	19.70	23.00	16.8	19.5	3,947 4,988 5,178	1.79 2.26 2.34	39% 26% 4%	11.0 8.7 8.4	9.1 10.8 12.4	2.17 1.83 1.59	21% 23% 20%
QH	Buy	2.10	3.50	66.7	2.2	1,222 1,753 2,022	0.17 0.23 0.26	90% 33% 15%	12.2 9.1 8.0	1.7 1.8 1.9	1.24 1.17 1.10	11% 13% 13%
SIRI	Buy	3.16	3.80	20.3	2.7	2,267 2,887 3,130	0.32 0.40 0.44	5% 27% 8%	9.9 7.8 7.2	1.8 2.0 2.3	1.77 1.55 1.39	19% 21% 20%
SPALI	Buy	17.80	24.00	34.8	19.3	2,794 3,075 4,070	1.63 1.79 2.37	9% 10% 32%	10.9 9.9 7.5	7.2 8.1 9.4	2.49 2.19 1.88	24% 23% 27%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F
Property Fund						4,193	4,318	4,203													1.19	1.18	1.18			
Commercial																										
CPNRF	Buy	17.20	17.00	(1.2)	17.6	1,917	2,016	2,118	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.5	10.7	10.8	1.63	1.61	1.59	n.a.	n.a.	n.a.
Industrial																										
TFUND	Sell	11.60	11.50	(0.9)		639	746	748	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.6	10.7	10.7	1.09	1.09	1.08	n.a.	n.a.	n.a.
TLOGIS	Buy	11.60	14.00	20.7		227	217	218	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.8	10.9	10.9	1.07	1.06	1.06	n.a.	n.a.	n.a.
WHAPF	Buy	11.10	14.00	26.1		99	104	107	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.4	11.5	11.6	0.97	0.96	0.96	n.a.	n.a.	n.a.
Office																										
QHPF	Buy	10.90	10.50	(3.7)		977	888	659	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.9	10.9	10.9	1.00	1.00	1.00	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	14.00	12.00	(14.3)		334	346	353	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.3	1.36	1.36	1.36	n.a.	n.a.	n.a.
Steel				11.1		-11,208	1,479	2,225							n.m.	6.6	4.4				0.71	0.65	0.58	-58%	10%	14%
SSI	Neutral	0.54	0.60	11.1	0.6	-11,208	1,479	2,225	-0.62	0.08	0.12	-107%	n.m.	50%	n.m.	6.6	4.4	0.8	0.8	0.9	0.71	0.65	0.58	-58%	10%	14%
Tourism & Leisure						1,089	1,449	1,810							53.5	32.8	24.6				3.70	3.40	3.10	9%	12%	14%
CENTEL	Buy	25.25	27.00	6.9	18.6	969	1,219	1,480	0.72	0.90	1.10	60%	26%	21%	35.2	28.0	23.0	4.9	5.4	6.1	5.16	4.65	4.14	15%	17%	19%
ERW	Buy	3.50	3.80	8.6	3.2	120	230	330	0.05	0.09	0.13	n.m.	91%	43%	71.9	37.6	26.2	1.6	1.6	1.7	2.24	2.16	2.05	3%	6%	8%
Transportation & Logistics						10,911	16,652	20,835							36.6	33.8	13.9				1.79	8.17	-0.12	-5%	-13%	35%
Aviation																										
AAV	Buy	4.32	5.30	22.7	4.2	1,136	1,631	1,830	0.25	0.34	0.38	10%	34%	12%	17.3	12.8	11.5	3.9	4.0	4.3	1.10	1.08	1.00	9%	6%	7%
AOT	Buy	90.25	98.00	8.6	72.1	6,083	7,320	7,944	4.26	5.12	5.56	58%	20%	9%	21.2	17.6	16.2	53.1	56.4	59.7	1.70	1.60	1.51	8%	9%	10%
THAI	Buy	20.80	26.00	25.0	25.7	3,654	4,585	5,208	1.67	2.10	2.38	n.m.	25%	14%	12.4	9.9	8.7	31.4	33.0	34.6	0.66	0.63	0.60	6%	7%	7%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	0.67	0.68	1.5	0.6	-969	-847	-1,085	-0.08	-0.07	-0.09	16%	13%	-28%	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.0	-0.1	8.27	65.90	-8.31	-67%	-155%	258%
BTS	Buy	6.25	7.80	24.8	6.4	952	1,420	1,856	0.10	0.16	0.20	n.m.	48%	31%	59.8	40.3	30.8	4.1	4.1	4.2	1.54	1.52	1.47	3%	4%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	13.10	15.50	18.3	15.6	145	507	1,171	0.14	0.49	1.13	-64%	250%	131%	94.1	26.9	11.6	14.9	15.1	15.6	0.88	0.87	0.84	1%	3%	7%
RCL	Neutral	6.75	7.60	12.6	7.5	-1,015	57	1,096	-1.22	0.07	1.32	51%	n.m.	1824%	n.m.	98.2	5.1	14.5	14.6	15.7	0.47	0.46	0.43	-8%	0%	9%
TTA	Neutral	15.40	18.00	16.9	18.0	-551	210	646	-0.78	0.30	0.91	19%	n.m.	208%	n.m.	51.9	16.9	40.1	40.5	41.3	0.38	0.38	0.37	-2%	1%	2%
Tollroads																										
BECL	Buy	28.50	35.00	22.8	32.0	1,475	1,771	2,170	1.92	2.30	2.82	15%	20%	23%	14.9	12.4	10.1	25.9	27.0	28.3	1.10	1.06	1.01	8%	9%	10%
SCBS Coverage		1281.70		18.9		610,309	733,574	844,751	82.90	99.72	114.88	15.2%	20.3%	15.2%	15.5	12.9	11.2				2.1	1.9	#REF!	16%	17%	#REF!



Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F		
Agribusiness									1.40	4.20	6.99	10.42	5.61	4.72	-52.47	87.44	25.36	2,799	2,914	3,543		8,965
GFPT	Buy	7.15	8.50	18.9	6.9	0.10	0.30	0.50	1.40	4.20	6.99	10.42	5.61	4.72	-52.47	87.44	25.36	2,799	2,914	3,543	1,254	8,965
Automotive									3.63	3.93	4.45	7.47	6.18	5.25	55.77	14.19	9.29	5,932	3,658	891		29,910
AH	Sell	19.40	20.00	3.1	21.8	0.85	0.80	0.89	4.37	4.12	4.57	9.34	8.12	7.12	82.52	10.11	6.86	4,558	4,136	3,552	227	4,394
SAT	Buy	27.50	36.00	30.9	34.3	0.87	1.05	1.25	3.15	3.81	4.54	7.80	5.97	4.94	32.69	23.62	12.36	2,956	2,299	1,475	340	9,348
STANLY	Buy	211.00	250.00	18.5	245.4	7.13	8.13	8.91	3.38	3.85	4.22	5.27	4.45	3.68	52.10	8.84	8.66	(1,583)	(2,778)	(4,135)	77	16,168
Banking									3.50	3.90	4.34											1,882,329
Large Banks																						
BBL	Buy	178.50	221.00	23.8	222.6	6.75	7.93	8.68	3.78	4.45	4.86							-	-	-	1,909	340,728
KBANK	Buy	182.00	218.00	19.8	201.7	3.57	4.33	5.13	1.96	2.38	2.82							-	-	-	2,393	435,573
KTB	Buy	17.30	23.00	32.9	19.1	1.01	0.86	0.99	5.81	4.97	5.71							-	-	-	11,180	193,410
SCB	No rec	156.50			181.1	4.84	5.81	6.53	3.09	3.71	4.18							-	-	-	3,399	531,974
Mid/small banks																						
BAY	Buy	29.75	35.00	17.6	35.7	0.98	1.16	1.28	3.31	3.90	4.31							-	-	-	6,074	180,706
KK	Buy	47.00	47.00	-	45.5	1.94	2.38	2.56	4.13	5.07	5.45							-	-	-	637	29,930
LHBANK	Sell	1.34	1.30	(3.0)	1.4	0.02	0.03	0.03	1.72	2.00	2.18										11,966	16,034
TCAP	Buy	34.00	44.00	29.4	38.0	1.40	1.50	1.60	4.12	4.41	4.71							-	-	-	1,278	43,446
TISCO	Buy	44.75	55.00	22.9	45.2	2.37	2.76	3.07	5.29	6.17	6.86							-	-	-	728	32,574
TMB	Sell	1.79	1.60	(10.6)	1.5	0.03	0.03	0.04	1.82	1.92	2.27							-	-	-	43,550	77,954
Commerce									2.34	3.02	3.31	15.26	12.32	9.76	29.20	22.17	22.86	-12,894	-26,934	-47,918		757,539
BIGC	Neutral	189.00	205.00	8.5	205.3	4.09	5.37	7.01	2.16	2.84	3.71	11.52	9.37	7.48	33.11	20.98	20.88	22,633	19,706	13,476	825	155,925
CPALL	Buy	40.00	46.00	15.0	38.8	0.95	1.25	0.73	2.38	3.13	1.81	17.81	15.17	12.40	32.39	14.92	19.42	-27,332	-34,379	-42,148	8,983	359,324
HMPRO	Neutral	11.50	11.70	1.7	13.9	0.34	0.46	0.60	2.96	4.01	5.20	13.27	10.30	7.95	26.64	25.89	25.22	1,357	-202	-2,486	5,867	67,475
MAKRO	Neutral	438.00	420.00	(4.1)	395.4	12.00	14.00	15.00	2.74	3.20	3.42	16.80	13.84	10.91	15.09	18.14	21.74	-5,422	-8,132	-12,055	240	105,120
ROBINS	Buy	62.75	75.00	19.5	68.8	0.90	1.20	1.50	1.43	1.91	2.39	16.89	12.94	10.07	38.76	30.90	27.02	-4,129	-3,926	-4,706	1,111	69,694
Construction Materials									4.11	4.77	5.53	11.41	9.90	8.68	-6.54	14.01	12.11	136,170	124,904	107,757		622,497
Cement																						
SCC	Buy	390.00	430.00	10.3	385.6	10.67	13.75	16.79	2.73	3.53	4.31	11.91	9.97	8.31	2.57	17.68	17.10	129,848	121,011	106,525	1,200	468,000
SCCC	Sell	434.00	400.00	(7.8)	326.1	14.95	18.29	20.86	3.45	4.21	4.81	17.28	15.52	13.92	3.65	10.12	10.36	1,934	816	-197	230	99,820
TPIPL	Neutral	14.90	15.00	0.7	13.2	0.07	0.12	0.14	0.49	0.81	0.95	10.28	8.04	7.13	-39.45	23.18	8.00	3,797	2,580	1,176	2,019	30,083
Ceramics																						
DCC	Buy	43.00	50.00	16.3	56.6	3.25	3.71	4.34	7.56	8.62	10.09	9.33	8.55	7.32	-5.21	8.80	15.83	153	86	-62	408	17,544
DRT	Neutral	6.85	7.80	13.9	7.7	0.43	0.46	0.51	6.31	6.68	7.49	8.23	7.44	6.72	5.71	10.26	9.28	438	410	315	1,029	7,050
Electronic Components									3.56	5.03	5.89	-6.21	5.94	5.43	7.66	28.40	11.42	10,024	3,266	4,921		79,941
CCET	Neutral	2.64	3.10	17.4	2.5	0.16	0.16	0.17	6.06	6.06	6.57	7.90	6.42	6.71	46.92	10.84	7.03	19,090	16,159	19,333	4,078	10,765
DELTA	Buy	29.25	35.00	19.7	27.2	1.50	1.60	1.80	5.13	5.47	6.15	6.67	5.68	4.90	18.51	14.30	9.45	-8,625	-9,402	-10,873	1,247	36,486
HANA	Neutral	21.00	24.00	14.3	21.5	1.10	1.30	1.40	5.24	6.19	6.67	4.12	2.98	2.58	-2.13	20.48	9.31	-5,725	-6,927	-7,459	805	16,902
KCE	Buy	8.70	11.50	32.2	8.2	0.30	0.35	0.40	3.45	4.02	4.60	11.42	7.41	6.85	-7.02	57.77	13.67	4,685	4,893	5,352	464	4,037
SMT	Sell	10.00	9.00	(10.0)	8.0	0.15	0.20	0.49	1.50	1.95	4.86	-77.85	7.67	6.71	n.m.	n.m.	15.30	246	440	475	418	4,181
SVI	Neutral	3.86	4.10	6.2	4.2	0.00	0.25	0.25	0.00	6.48	6.48	10.49	5.48	4.83	-17.98	38.62	13.76	352	-1,898	-1,906	1,961	7,570
Energy & Utilities									3.81	4.41	5.04	9.00	8.00	7.25	20.01	12.50	6.71	575,814	557,258	475,338		2,093,575
Oil & Gas and Coal																						
BANPU	Neutral	374.00	490.00	31.0	547.1	19.00	18.00	18.00	5.08	4.81	4.81	5.50	6.03	5.21	-6.09	-14.42	8.48	52,214	42,710	33,624	272	101,634
PTT	Buy	312.00	400.00	28.2	378.0	17.17	17.21	19.97	5.50	5.52	6.40	4.85	5.40	4.63	12.76	-9.13	15.37	299,397	312,644	299,754	2,856	891,165
PTTEP	Buy	158.50	200.00	26.2	171.8	6.10	7.40	7.70	3.85	4.67	4.86	4.35	3.80	3.53	11.47	16.27	3.78	55,824	65,004	43,591	3,320	526,218
Refineries																						
BCP	Buy	27.50	32.00	16.4	24.4	1.00	1.30	1.40	3.64	4.73	5.09	7.35	6.52	5.74	-31.99	22.04	10.22	14,024	18,321	16,616	1,377	37,865
ESSO	Sell	9.90	8.50	(14.1)	10.5	0.30	0.50	0.60	3.03	5.05	6.06	8.03	6.52	5.42	69.87	14.19	6.76	29,856	25,199	18,486	3,461	34,262
IRPC	Neutral	4.04	4.00	(1.0)	4.2	0.04	0.10	0.20	0.99	2.48	4.95	12.81	7.78	7.18	-15.17	63.89	8.23	36,981	36,363	36,251	20,434	82,555
TOP	Buy	63.50	76.00	19.7	69.1	2.20	2.50	2.90	3.46	3.94	4.57	5.94	4.85	3.67	-22.11	12.44	17.59	7,447	-3,761	-17,637	2,040	129,542
Utilities																						
EGCO	Neutral	128.50	124.00	(3.5)	125.9	5.25	5.25	5.25	4.09	4.09	4.09	12.34	18.78	17.89	101.53	-39.04	-2.04	-3,204	-7,860	-11,840	526	67,651
GLOW	Buy	70.50	82.00	16.3	64.9	2.10	2.80	2.90	2.98	3.97	4.11	11.44	9.05	8.56	39.48	20.36	0.13	56,854	49,107	41,084	1,463	103,132
GUNKUL	Buy	18.90	21.00	11.1	20.0	0.58	0.61	0.67	3.07	3.23	3.54	17.95	11.03	9.92	54.15	57.58	6.60	2,974	2,620	2,162	440	8,316
RATCH	Neutral	55.25	56.00	1.4	50.9	2.30	2.30	2.30	4.16	4.16	4.16	7.64	7.01	6.59	20.42	3.18	3.61	16,153	10,956	8,672	1,450	80,113
TTW	Buy	7.80	7.40	(5.1)	6.9	0.46	0.49	0.61	5.90	6.29	7.80	9.77	9.18	8.69	5.79	2.66	1.79	7,295	5,956	4,575	3,990	31,122

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
						12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F		
Finance & Securities (11.7)									5.29 5.71 5.75												36,215	
Credit card																						
AEONTS	Neutral	66.25	51.00	(23.0)	32.0	2.10	2.10	2.10	3.17	3.17	3.17										250	16,563
KTC	Sell	26.50	24.00	(9.4)	16.4	0.32	0.84	1.02	1.20	3.17	3.87										258	6,833
Securities																						
ASP	Neutral	2.32	2.50	7.8		0.20	0.19	0.17	8.70	8.25	7.47										2,106	4,885
MBKET	Sell	13.90	13.60	(2.2)	14.1	1.12	1.15	1.18	8.07	8.25	8.48										571	7,934
Food & Beverage 9.5									2.23 3.04 4.48			15.17 10.93 8.90			17.65 38.40 16.45			35,278 30,702 12,682			353,642	
CPF	Neutral	32.75	35.00	6.9	38.9	1.20	1.50	2.50	3.66	4.58	7.63	12.10	8.26	6.89	3.38	45.13	14.03	14,744	12,191	-	7,743	253,581
MINT	Neutral	19.90	21.00	5.5	17.0	0.30	0.37	0.41	1.51	1.88	2.07	16.18	13.75	12.78	22.92	16.57	6.10	18,971	18,039	16,692	3,653	72,685
OISHI	Buy	146.00	210.00	43.8	197.4	2.23	3.88	5.44	1.52	2.65	3.73	17.22	10.80	7.01	26.64	53.50	29.21	1,564	472	(4,010)	188	27,375
Health Care Services 19.7									2.14 2.10 2.38			14.38 12.92 11.34			24.44 9.59 11.29			16,779 12,530 6,469			237,619	
BGH	Buy	107.00	135.00	26.2	112.7	1.50	1.78	2.09	1.40	1.67	1.95	16.86	14.70	12.57	24.59	12.43	13.97	17,438	13,815	9,162	1,545	165,364
BH	Sell	74.00	76.00	2.7	78.1	1.93	1.56	1.73	2.60	2.11	2.34	15.22	13.70	12.11	24.69	10.02	10.60	(819)	(1,325)	(2,511)	728	53,901
BCH	Neutral	9.20	10.30	12.0	10.3	0.22	0.23	0.26	2.41	2.54	2.86	11.07	10.34	9.35	24.04	6.32	9.30	159	40	(181)	1,995	18,354
Information & Communication Technology 21.3									4.24 4.59 5.03			9.16 8.50 7.78			9.47 11.31 9.83			117,994 150,413 140,980			1,107,748	
Mobile																						
ADVANC	Neutral	198.50	230.00	15.9	226.9	11.94	12.07	13.24	6.01	6.08	6.67	9.54	9.54	8.64	9.14	1.77	9.37	48	9,948	4,612	2,973	590,159
DTAC	Buy	83.25	105.00	26.1	97.5	4.87	4.83	6.04	5.85	5.80	7.25	8.29	8.02	6.78	-3.56	4.91	17.50	25,826	29,154	27,646	2,368	197,120
TRUE	Neutral	4.88	5.80	18.9	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.24	9.39	10.34	0.56	25.58	15.99	76,070	95,098	96,575	14,503	70,776
Internet																						
CSL	Neutral	8.90	9.00	1.1	8.2	0.60	0.67	0.70	6.74	7.53	7.87	7.10	6.27	5.82	-2.67	9.02	4.73	-304	-493	-625	595	5,291
THCOM	Buy	22.90	29.00	26.6	20.4	0.20	0.33	0.52	0.87	1.45	2.28	8.87	7.68	6.63	28.87	8.23	15.60	7,679	5,635	5,571	1,096	25,097
Other																						
INTUCH	Buy	61.50	82.00	33.3	77.8	3.78	4.33	4.89	6.15	7.04	7.95	16.19	14.03	12.42	19.87	15.35	12.96	-2,248	-2,250	-2,250	3,206	197,195
SAMART	Buy	11.20	14.00	25.0	12.6	0.52	0.57	0.55	4.64	5.09	4.91	5.44	5.82	4.89	10.57	3.89	-1.13	6,043	7,951	4,737	989	11,082
SAMTEL	Neutral	18.10	21.00	16.0	18.3	0.66	0.67	0.60	3.65	3.70	3.31	8.59	7.28	6.75	12.96	21.70	3.57	4,880	5,370	4,715	609	11,028
Insurance 7.3									1.73 2.21 2.74												53,700	
BLA	Neutral	44.75	48.00	7.3	49.5	0.77	0.99	1.23	1.73	2.21	2.74										1,200	53,700
Media & Publishing (1.9)									4.62 5.00 5.36			11.67 11.03 10.44			1.88 4.72 5.15			-3,907 -4,987 -5,759			161,784	
TV broadcasting																						
BEC	Sell	60.75	57.00	(6.2)	54.8	1.95	2.22	2.35	3.22	3.65	3.86	16.56	15.30	14.52	-2.31	7.43	4.86	-5,726	-6,596	-7,184	2,000	121,500
MCOT	Neutral	34.25	38.00	10.9	31.8	1.86	1.91	2.07	5.42	5.59	6.06	9.61	9.54	8.86	-6.25	0.32	7.37	-545	-631	-712	687	23,533
Cinema																						
MAJOR	Neutral	18.90	21.00	11.1	21.1	0.98	1.09	1.16	5.21	5.76	6.16	8.84	8.26	7.96	14.19	6.40	3.21	2,364	2,240	2,137	886	16,751
Petrochemicals & Chemicals 26.1									3.67 4.32 5.17			6.89 5.51 4.43			8.07 17.86 9.30			104,993 72,034 9,145			393,417	
IVL	Neutral	23.20	30.00	29.3	37.5	0.70	1.00	1.10	3.02	4.31	4.74	7.26	5.04	4.17	4.92	33.86	9.95	14,623	5,629	-4,892	4,814	111,691
PTTGC	Buy	62.50	78.00	24.8	70.1	2.70	2.70	3.50	4.32	4.32	5.60	6.52	5.99	4.68	11.21	1.86	8.64	90,370	66,405	14,037	4,508	281,727
Property Development 16.1									3.82 4.50 #REF!			16.35 13.14 #####			36.84 27.69 14.53			180,495 194,425 148,179			392,569	
Contractors																						
CK	Buy	8.95	11.20	25.1	8.9	0.20	0.20	0.20	2.23	2.23	2.23	50.67	34.96	32.87	n.m.	60.45	8.31	18,923	22,523	23,212	1,653	14,791
ITD	Neutral	3.80	4.20	10.5	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	12.42	11.49	#DIV/0!	40.84	30.94	n.m.	32,874	43,210	0	4,194	15,936
STEC	Buy	23.00	28.00	21.7	18.6	0.61	0.74	0.84	2.66	3.22	3.67	19.31	15.52	13.41	25.37	24.06	12.85	-56	-135	-800	1,186	27,283
Industrial Estate																						
AMATA	Buy	15.30	22.00	43.8	20.0	0.65	0.81	1.06	4.27	5.27	6.91	10.00	8.03	5.81	45.60	20.32	28.30	7,215	6,440	4,786	1,067	16,325
HEMRAJ	Buy	3.18	3.70	16.4	3.4	0.13	0.18	0.21	3.96	5.52	6.66	10.66	8.50	6.77	150.48	28.33	16.88	5,445	6,288	3,706	9,705	30,862
ROJNA	Neutral	9.35	7.30	(21.9)	11.1	0.30	0.33	#REF!	3.19	3.56	#REF!	27.39	23.82	22.70	n.m.	10.65	-0.85	15,292	14,305	12,671	1,187	11,094
TICON	Neutral	13.00	14.50	11.5	14.5	1.35	1.45	1.63	10.37	11.15	12.52	8.56	8.64	8.10	93.20	0.44	6.00	7,122	7,370	7,262	781	10,153
WHA	Buy	19.90	17.50	(12.1)	16.6	0.19	0.64	0.75	0.94	3.23	3.78	23.20	9.07	7.27	-8.05	158.85	19.42	1,360	1,501	1,004	510	10,149
Residential																						
AP	Buy	8.45	10.00	18.3	9.1	0.31	0.41	0.49	3.69	4.85	5.74	12.26	9.73	7.83	13.71	26.62	21.98	12,730	12,900	12,250	2,841	24,007
LH	Neutral	8.85	8.90	0.6	8.5	0.47	0.47	0.54	5.31	5.31	6.10	19.68	20.10	17.69	-13.57	0.09	14.02	26,181	28,770	29,173	10,026	88,729
LPN	Neutral	18.20	19.50	7.1	18.0	0.71	0.81	0.99	3.90	4.45	5.46	9.36	8.42	6.75	2.28	13.41	22.42	-297	-519	-890	1,476	26,858
PS	Buy	19.70	23.00	16.8	19.5	0.56	0.70	0.73	2.83	3.57	3.71	10.51	7.79	7.37	22.35	20.72	3.78	12,847	6,898	5,961	2,211	43,560
QIR	Buy	2.10	3.50	66.7	2.2	0.10	0.09	0.11	4.84	4.37	5.03	11.60	13.34	11.84	106.08	-4.82	11.70	21,047	23,286	22,897	9,184	19,286
SIRI	Buy	3.16	3.80	20.3	2.7	0.16	0.20	0.21	4.92	6.27	6.80	11.18	9.80	9.66	6.52	19.59	7.91	16,945	18,861	21,471	7,272	22,980
SPALI	Buy	17.80	24.00	34.8	19.3	0.73	0.81	1.07	4.12	4.53	5.99	8.41	7.92	6.56	-5.89	5.75	30.73	2,868	2,727	5,477	1,717	30,555



Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
						12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F		
Property Fund									6.84	6.77	5.87											59,414
Commercial																						
CPNRF	Buy	17.20	17.00	(1.2)	17.6	1.06	1.11	1.17	6.14	6.45	6.78	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,636	28,145
Industrial																						
TFUND	Sell	11.60	11.50	(0.9)		0.77	0.65	0.79	6.64	5.56	6.82	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	999	11,586
TLOGIS	Buy	11.60	14.00	20.7		0.91	0.87	0.87	7.83	7.48	7.50	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	238	2,755
WHAPF	Buy	11.10	14.00	26.1		0.70	0.73	0.75	6.28	6.59	6.77	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	3,452
Office																						
QHPF	Buy	10.90	10.50	(3.7)		0.77	0.80	0.00	7.06	7.35	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	8,687
POPF	Buy	14.00	12.00	(14.3)		0.99	1.01	1.03	7.09	7.19	7.34	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,788
Steel									0.00	3.77	3.77	-10.23	8.76	7.84	n.m.	n.m.	8.04	51,168	50,195	48,274		9,902
SSI	Neutral	0.54	0.60	11.1	0.6	0.00	0.02	0.02	0.00	3.77	3.77	-10.23	8.76	7.84	n.m.	n.m.	8.04	51,168	50,195	48,274	18,337	9,902
Tourism & Leisure									0.86	1.23	1.60	13.78	11.88	10.51	29.84	15.50	10.28	16,089	15,380	13,890		41,944
CENTEL	Buy	25.25	27.00	6.9	18.6	0.28	0.36	0.44	1.09	1.43	1.74	14.90	12.61	11.14	25.94	15.32	9.98	8,320	7,318	6,146	1,350	34,088
ERW	Buy	3.50	3.80	8.6	3.2	0.02	0.04	0.05	0.62	1.02	1.47	12.66	11.14	9.89	33.74	15.68	10.58	7,768	8,062	7,745	2,245	7,857
Transportation & Logistics									1.72	1.75	2.96	17.65	13.81	16.62	46.45	42.49	12.43	258,202	286,562	279,943		314,887
Aviation																						
AAV	Buy	4.32	5.30	22.7	4.2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	6.75	5.20	4.53	182.69	45.56	17.79	689	1,819	2,422	4,850	20,952
AOT	Buy	90.25	98.00	8.6	72.1	1.78	2.31	2.50	1.97	2.55	2.77	10.13	10.04	10.21	2.87	5.05	4.11	34,083	40,832	50,801	1,429	128,928
THAI	Buy	20.80	26.00	25.0	25.7	0.54	0.73	0.83	2.57	3.53	4.01	6.16	6.03	5.44	47.84	9.56	6.31	139,175	152,430	144,458	2,183	45,402
Mass Transit																						
BMCL	Neutral	0.67	0.68	1.5	0.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	52.25	43.19	83.02	77.93	23.15	-46.70	16,138	16,568	17,176	11,950	8,007
BTS	Buy	6.25	7.80	24.8	6.4	0.17	0.08	0.10	2.77	1.24	1.62	29.80	26.20	22.55	75.62	19.76	13.31	31,664	36,112	33,783	9,526	59,538
Shipping																						
PSL	Neutral	13.10	15.50	18.3	15.6	0.26	0.29	0.68	1.99	2.23	5.16	13.49	11.46	6.72	-16.77	44.01	39.54	2,771	6,421	2,781	1,040	13,618
RCL	Neutral	6.75	7.60	12.6	7.5	0.00	0.02	0.33	0.00	0.25	4.90	23.21	8.07	4.84	n.m.	197.66	56.11	6,066	6,476	5,709	829	5,594
TTA	Neutral	15.40	18.00	16.9	18.0	0.25	0.07	0.23	1.62	0.48	1.48	10.11	8.06	7.22	-0.05	33.46	13.29	13,208	14,742	15,128	708	10,903
Tollroads																						
BECL	Buy	28.50	35.00	22.8	32.0	1.30	1.56	1.92	4.57	5.49	6.72	6.92	6.05	5.01	1.51	4.19	8.13	14,410	11,163	7,685	770	21,945
SCBS Coverage									3.7%	4.2%	#REF!	8.25	7.54	6.61	10.62	9.46	10.99	1,494,936	1,472,319	1,198,338		8,578,181

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นสมาชิกย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีจุดประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวล๊อปเมนต์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ย่าง เกรงใจ เกียรติยศ ฐานะ ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน ฯลฯ หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อให้มีข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจมีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS ฯลฯ หรือกรรมการ พนักงาน ฯลฯ ลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการพิสดารสัญญา หรือความเสียหายอื่นสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการไม่เชื่อหรือการเชื่อต่อต่อการมีข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร เบื้องต้นเพียงมีข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงวิจารณ์บทบาทของตัวในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ ฯลฯ หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

AMATA, AP, ASP, BEC, BECL, BH, BIGC, BLA, BTS, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DELTA, DRT, DTAC, GFPT, GLOW, HANA, HMPRO, INTUCH, KCE, KEST, LH, IVL, MAJOR, MAKRO, MINT, OISHI, PHATRA, SCCC, SMT, SPALI, SIRI, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THAI, THCOM, TRUE, TTA, TTW

N/A AAV, BGH, BLS, CPNRF, LHBANK, POPF, QHPF, SMART, SAMTEL, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPF

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

สำนักงานใหญ่

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

สาขารังโยธิน

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

สาขาสินธร

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

สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร
แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทร: (662) 688-9200
โทรสาร: (662) 688-9020

สาขาสีแยกสนามบินเชียงใหม่

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

สำนักงานสาขาท่าแพ

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

สาขาส่งงานสาขากมบรากรัยยบดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนรากรัยยบดี
ตำบลคลองส อำเภหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร: (66-74) 209-788
โทรสาร: (66-74) 209-737

