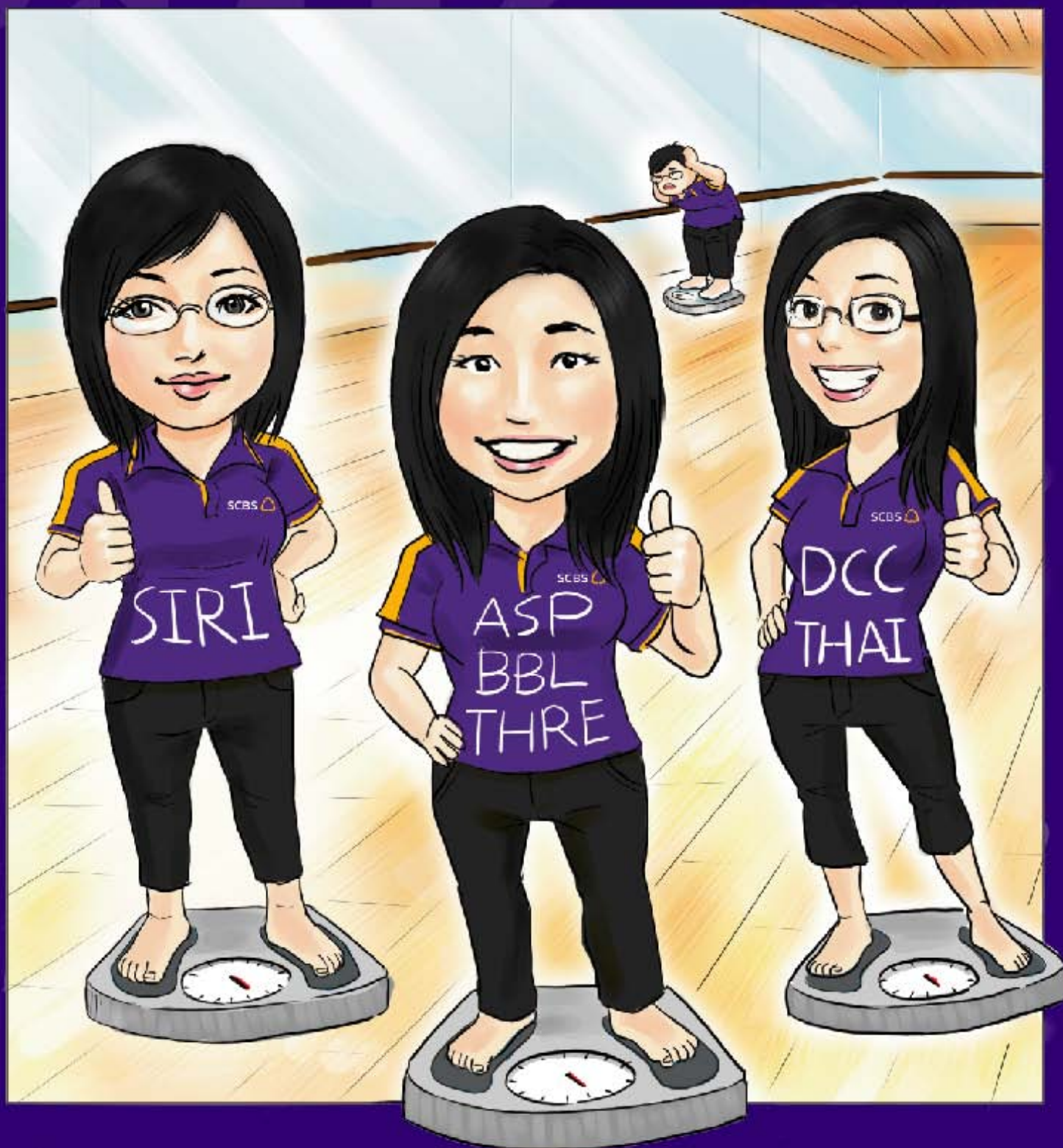




# แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 2/56



สองหุ้นเด็ด ราคาน่าลงทุน

## SCBS Market Strategy Report



2555



2554



ดูข้อสอบวนสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้  
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Research Group

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

ยานยนต์ การแพทย์ สื่อและบันเทิง ท่องเที่ยว  
ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร  
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

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

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

พาณิชย์ อาหาร รับเหมาก่อสร้าง  
วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลปชัย  
vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th, (662) 949-1033

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม  
สิริการณ กฤษณิพัทธ์ (ยุพพร ลิขิตแสนสุข)  
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์  
ศลยา ณ สงขลา  
solaya.na\_songkhla@scb.co.th, (662) 949-1007

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

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ  
ดรุณี ตันศิริ  
durit.tansiri@scb.co.th, (662) 949-1017

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

บรรณาธิการ  
Riki Kongtong  
rikihall.kongtong@scb.co.th, (662) 949-1034

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

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

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

## สารบัญ

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| ส่องหุ้นเด็ด ราคาต่ำลงทุน..... | 1 |
| ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก .....    | 2 |

## Stock Picks

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| บล. เอเชีย พลัส (ASP).....      | 13 |
| ธนาคารกรุงไทย (BBL).....        | 17 |
| ไดนาสตีเซรามิค (DCC) .....      | 21 |
| แสนสิริ (SIRI).....             | 25 |
| การบินไทย (THAI) .....          | 29 |
| ไทยรับประกันภัยต่อ (THRE) ..... | 31 |

## กลุ่มอุตสาหกรรม

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| ยานยนต์.....                   | 39 |
| ธนาคาร .....                   | 41 |
| วัสดุก่อสร้าง .....            | 43 |
| รับเหมาก่อสร้าง .....          | 45 |
| ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ .....   | 47 |
| พลังงาน .....                  | 49 |
| เงินทุน .....                  | 51 |
| การแพทย์ .....                 | 53 |
| นิคมอุตสาหกรรม .....           | 55 |
| ประกัน .....                   | 57 |
| สื่อ .....                     | 59 |
| ปิโตรเคมี .....                | 61 |
| พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ..... | 63 |
| หลักทรัพย์ .....               | 65 |
| สื่อสาร .....                  | 67 |
| ท่องเที่ยว .....               | 69 |
| ขนส่ง .....                    | 71 |
| สาธารณูปโภค .....              | 73 |
| SCBS Stock Universe .....      | 75 |



This page is left blank intentionally



## ส่องหุ้นเด็ด ราคาต่ำลงทุน

เกียรติก้องศักดิ์ เอนวิภากุล CFA  
0-2949-1022  
andy@scb.co.th

ผู้ช่วย:  
ฐานิดา ทรงพัฒนโยธิน  
0-2949-1012  
tanida.songphanayothin@  
scb.co.th

การปรับฐานลงแรงถึง 7% ในสัปดาห์ที่ผ่านมาทำให้ผลตอบแทนที่ SET index ทำได้ในไตรมาส 1/56 หายไปครึ่งหนึ่ง เหตุการณ์เช่นนี้เป็นเหตุให้เราระงับการขึ้นราคาหุ้นที่ซื้อขายในตลาดหุ้น และ แนวโน้มที่ราคาจะปรับตัวลงตามมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน ภายหลังการประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/55 SCBS ก็ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ของหุ้นในการวิเคราะห์เพิ่มขึ้น 2% ดังนั้นเราจึงปรับเป้า SET index ปลายปี 2556 ใหม่เป็น 1,500 จุด (จาก 1,450 จุด) สะท้อนว่าตลาดน่าจะปรับตัว sideways นับจากนี้ไป เรามองว่าถึงเวลาแล้วที่จะกลับมาดูปัจจัยพื้นฐานและสภาพความเป็นจริงของตลาด และ หุ้น top picks ไตรมาส 2/56 ของเราซึ่งเน้น Valuation ที่สมเหตุสมผลและเทรดที่ PER เฉลี่ย 12 เท่า คือ ASP BBL DCC SIRI THAI และ THRE

ภาวะเศรษฐกิจโลกไม่ได้เปลี่ยนแปลงมากนัก ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับตลาดที่อยู่อาศัยและตลาดแรงงานใน สหรัฐฯ และดัชนี PMI ในจีน แสดงสัญญาณฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เราไม่ได้วิตกกังวลมากนักเกี่ยวกับมาตรการควบคุมตลาดอสังหาริมทรัพย์รอบใหม่ในจีน เพราะมองว่ามาตรการคุมเข้มนี้ตั้งเป้าไปที่ปัญหาเฉพาะ อุตสาหกรรม และจะไม่ลุกลามไปยังภาคอื่นๆ ของเศรษฐกิจ ในทางกลับกันเราคาดว่าเงินจะคงนโยบายการเงิน แบบผ่อนคลายเป็นต่อเนื่อง ภาวะเศรษฐกิจในยุโรปอ่อนแอ แต่ไม่น่าจะสร้างความประหลาดใจมากนัก เราไม่คิดว่าปัญหาการเมืองในอิตาลีและไซปรัสจะเป็นสัญญาณที่แสดงถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้นของวิกฤตหนี้ยุโรป มาตรการ รััดเข็มขัดเป็นสิ่งที่ไม่ได้ประกาศใช้ได้ง่ายนัก แต่ประเทศที่ประสบปัญหาดูเหมือนจะไม่มีอำนาจต่อรองมากพอที่จะ ต่อต้านมาตรการนี้

ได้เวลาตรวจสอบสภาพความเป็นจริง ณ จุดสูงสุดที่ตลาดทำไว้เมื่อกลางเดือน มี.ค. SET index เทรดที่ trailing PER มากกว่า 17 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ไม่ได้เห็นมาตั้งแต่ช่วงที่ตลาดปรับตัวขึ้นได้ดีมาก่อนวิกฤตปี 2540 ทั้งนี้หลังการประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/55 SCBS ก็ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2556 ของหุ้นในการ วิเคราะห์เพิ่มขึ้นเพียง 2% และปรับเป้า SET index ปลายปี 2556 จาก 1,450 จุด เป็น 1,500 จุด โดยใช้ PER เป้าหมายเท่าเดิมที่ 14 เท่า ซึ่งอิงกับ 0.5 standard deviation PER เฉลี่ยย้อนหลังในอดีต Valuation ของตลาด ยังแพงและเราคาดว่าตลาดจะปรับตัว Sideways นับจากนี้ไป

ให้ความสำคัญกับ Valuation มากขึ้น กลยุทธ์การลงทุนไตรมาส 2/56 ของเราเน้นไปที่ Valuation มากขึ้น เพราะมองว่าการปรับฐานลงแรงของตลาดในสัปดาห์ที่ผ่านมาจะกระตุ้นให้นักลงทุนหันมาให้ความสนใจกับ Valuation ดังนั้นเราจึงไม่ได้จำกัดหุ้น top picks ของเราไว้แค่หุ้นขนาดกลางอีกต่อไป หุ้น top picks ไตรมาส 2/56 ของเรา ซึ่งเทรดที่ PER เฉลี่ยปี 2556 ระดับ 12 เท่า ได้แก่:

- **ASP** ผลประกอบการไตรมาส 1/56 มีแนวโน้มออกมาดีมากเป็นพิเศษ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมูลค่าการซื้อ ขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในตลาดฯ จำนวนมาก Valuation ดูน่าสนใจโดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 8.8 เท่า และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 10.2% ในปี 2556
- **BBL** ธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการการลงทุนภาคเอกชนขาขึ้นของไทย Valuation ไม่ แพง โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 10.4 เท่า และ PBV ปี 2556 ระดับ 1.33 เท่า
- **DCC** คาดว่าจะเห็นสัญญาณผลการดำเนินงานฟื้นตัวชัดเจนในผลประกอบการไตรมาส 1/56 หลังจาก ปรับแก้ปัญหาในการดำเนินงานในปี 2555 ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2556 อยู่ในระดับสูงที่ 6.6%
- **SIRI** ยอดขายทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มสูงกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ นอกจากนี้ Valuation ก็ยังต่ำสุดในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยด้วย โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 8.9 เท่า และให้ ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.0%
- **THAI** หุ้น top pick ตัวล่าสุดของเราในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เพราะราคาหุ้นยัง laggard มาก และมี Valuation ถูกสุด โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 13.7 เท่า และ PBV ปี 2556 ระดับ 0.75 เท่า
- **THRE** ผลประกอบการไตรมาส 1/56 จะฟื้นตัวได้อย่างเต็มที่จากผลกระทบของเหตุการณ์น้ำท่วมเมื่อปลายปี 2554 ในขณะที่แผนนำ THRE Life เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ น่าจะกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

## 2Q13 Top picks – Valuation Summary

|                | Rating | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)       |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|--------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |        |                  |                   |            | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A           | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F        | 14F        |
| ASP            | Buy    | 3.52             | 4.8               | 46.6       | 12.3        | 8.8         | 11.0        | 19.4           | 39.5        | (20.0)      | 1.77        | 1.64        | 1.67        | 14.8          | 19.4        | 15.0        | 6.8            | 10.2       | 8.2        | -             | -          | -          |
| BBL            | Buy    | 210.00           | 260.0             | 27.2       | 12.1        | 10.4        | 9.2         | 20.8           | 16.5        | 12.9        | 1.47        | 1.33        | 1.21        | 12.8          | 13.4        | 13.7        | 3.1            | 3.4        | 3.8        | -             | -          | -          |
| DCC            | Buy    | 58.00            | 70.0              | 27.3       | 18.8        | 15.1        | 12.9        | 1.0            | 24.9        | 17.2        | 8.76        | 8.25        | 7.81        | 46.8          | 56.3        | 62.3        | 5.3            | 6.6        | 7.8        | 13.2          | 10.9       | 9.3        |
| SIRI           | Buy    | 4.62             | 6.6               | 47.8       | 11.3        | 8.9         | 7.5         | 35.7           | 26.4        | 18.8        | 2.45        | 2.07        | 1.77        | 22.5          | 25.2        | 25.4        | 3.7            | 5.0        | 5.9        | 11.5          | 9.7        | 8.0        |
| THAI           | Buy    | 24.90            | 30.0              | 22.7       | 33.0        | 13.7        | 11.9        | n.m.           | 141.1       | 15.3        | 0.78        | 0.75        | 0.71        | 2.5           | 5.6         | 6.2         | 2.0            | 2.2        | 2.5        | 6.7           | 6.6        | 6.3        |
| THRE           | Buy    | 4.72             | 6.4               | 41.2       | n.m.        | 14.2        | 11.7        | 11.5           | n.m.        | 20.8        | 4.75        | 3.52        | 3.15        | (205.6)       | 28.5        | 28.3        | 0.0            | 5.6        | 6.8        | -             | -          | -          |
| <b>Average</b> |        |                  |                   |            | <b>17.5</b> | <b>11.9</b> | <b>10.7</b> | <b>17.7</b>    | <b>49.7</b> | <b>10.8</b> | <b>3.33</b> | <b>2.93</b> | <b>2.72</b> | <b>(17.7)</b> | <b>24.7</b> | <b>25.2</b> | <b>3.5</b>     | <b>5.5</b> | <b>5.8</b> | <b>5.2</b>    | <b>4.5</b> | <b>3.9</b> |

Source: SCBS Investment Research

ประมาณการอัตราเติบโต  
ของ GDP โลกถูกปรับ  
ลดลงเล็กน้อยสู่ 3.5% ใน  
ปี 2556 และ 4.1% ในปี  
2557

## ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

รายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับล่าสุดของกองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ที่เผยแพร่ในเดือน ม.ค. มีการปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกลดลง 0.1% ทั้งในปี 2556 และปี 2557 เมื่อเทียบกับตัวเลขที่เปิดเผยในเดือน ต.ค.ปีก่อน โดยปัจจุบัน IMF คาดว่า GDP โลกจะเติบโต 3.5% ในปี 2556 และ 4.1% ในปี 2557

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

|                                                           | 2011 | 2012 | Projections |      | Difference from October 2012 WEO |      |
|-----------------------------------------------------------|------|------|-------------|------|----------------------------------|------|
|                                                           |      |      | 2013        | 2014 | 2013                             | 2014 |
| World Output 1/                                           | 3.9  | 3.2  | 3.5         | 4.1  | -0.1                             | -0.1 |
| Advanced Economies                                        | 1.6  | 1.3  | 1.4         | 2.2  | -0.2                             | -0.1 |
| United States                                             | 1.8  | 2.3  | 2.0         | 3.0  | -0.1                             | 0.1  |
| Euro Area                                                 | 1.4  | -0.4 | -0.2        | 1.0  | -0.3                             | -0.1 |
| Germany                                                   | 3.1  | 0.9  | 0.6         | 1.4  | -0.3                             | 0.1  |
| France                                                    | 1.7  | 0.2  | 0.3         | 0.9  | -0.1                             | -0.2 |
| Italy                                                     | 0.4  | -2.1 | -1.0        | 0.5  | -0.3                             | 0.0  |
| Spain                                                     | 0.4  | -1.4 | -1.5        | 0.8  | -0.1                             | -0.2 |
| Japan                                                     | -0.6 | 2.0  | 1.2         | 0.7  | 0.0                              | -0.4 |
| United Kingdom                                            | 0.9  | -0.2 | 1.0         | 1.9  | -0.1                             | -0.3 |
| Canada                                                    | 2.6  | 2.0  | 1.8         | 2.3  | -0.2                             | -0.1 |
| Other Advanced Economies 2/                               | 3.3  | 1.9  | 2.7         | 3.3  | -0.3                             | -0.1 |
| Newly Industrialized Asian Economies                      | 4.0  | 1.8  | 3.2         | 3.9  | -0.4                             | -0.2 |
| Emerging Market and Developing Economies 3/               | 6.3  | 5.1  | 5.5         | 5.9  | -0.1                             | 0.0  |
| Central and Eastern Europe                                | 5.3  | 1.8  | 2.4         | 3.1  | -0.1                             | 0.0  |
| Commonwealth of Independent States                        | 4.9  | 3.6  | 3.8         | 4.1  | -0.3                             | -0.1 |
| Russia                                                    | 4.3  | 3.6  | 3.7         | 3.8  | -0.2                             | -0.1 |
| Excluding Russia                                          | 6.2  | 3.9  | 4.3         | 4.7  | -0.5                             | -0.1 |
| Developing Asia                                           | 8.0  | 6.6  | 7.1         | 7.5  | -0.1                             | 0.0  |
| China                                                     | 9.3  | 7.8  | 8.2         | 8.5  | 0.0                              | 0.0  |
| India                                                     | 7.9  | 4.5  | 5.9         | 6.4  | -0.1                             | 0.0  |
| ASEAN-5 4/                                                | 4.5  | 5.7  | 5.5         | 5.7  | -0.2                             | 0.0  |
| Latin America and the Caribbean                           | 4.5  | 3.0  | 3.6         | 3.9  | -0.3                             | -0.1 |
| Brazil                                                    | 2.7  | 1.0  | 3.5         | 4.0  | -0.4                             | -0.2 |
| Mexico                                                    | 3.9  | 3.8  | 3.5         | 3.5  | 0.0                              | 0.0  |
| Middle East and North Africa                              | 3.5  | 5.2  | 3.4         | 3.8  | -0.2                             | 0.0  |
| Sub-Saharan Africa 5/                                     | 5.3  | 4.8  | 5.8         | 5.7  | 0.0                              | 0.1  |
| South Africa                                              | 3.5  | 2.3  | 2.8         | 4.1  | -0.2                             | 0.3  |
| Memorandum                                                |      |      |             |      |                                  |      |
| European Union                                            | 1.6  | -0.2 | 0.2         | 1.4  | -0.3                             | -0.2 |
| World Growth Based on Market Exchange Rates               | 2.9  | 2.5  | 2.7         | 3.4  | -0.2                             | -0.1 |
| World Trade Volume (goods and services)                   | 5.9  | 2.8  | 3.8         | 5.5  | -0.7                             | -0.3 |
| <b>Imports</b>                                            |      |      |             |      |                                  |      |
| Advanced Economies                                        | 4.6  | 1.2  | 2.2         | 4.1  | -1.1                             | -0.4 |
| Emerging Market and Developing Economies                  | 8.4  | 6.1  | 6.5         | 7.8  | -0.1                             | -0.1 |
| <b>Exports</b>                                            |      |      |             |      |                                  |      |
| Advanced Economies                                        | 5.6  | 2.1  | 2.8         | 4.5  | -0.8                             | -0.4 |
| Emerging Market and Developing Economies                  | 6.6  | 3.6  | 5.5         | 6.9  | -0.2                             | -0.2 |
| Commodity Prices (U.S. dollars)                           |      |      |             |      |                                  |      |
| Oil 6/                                                    | 31.6 | 1.0  | -5.1        | -2.9 | -4.1                             | 1.3  |
| Nonfuel (average based on world commodity export weights) | 17.8 | -9.8 | -3.0        | -3.0 | -0.1                             | 1.9  |
| <b>Consumer Prices</b>                                    |      |      |             |      |                                  |      |
| Advanced Economies                                        | 2.7  | 2.0  | 1.6         | 1.8  | 0.0                              | 0.0  |
| Emerging Market and Developing Economies 3/               | 7.2  | 6.1  | 6.1         | 5.5  | 0.3                              | 0.2  |
| London Interbank Offered Rate (percent) 7/                |      |      |             |      |                                  |      |
| On U.S. Dollar Deposits                                   | 0.5  | 0.7  | 0.5         | 0.6  | -0.1                             | -0.1 |
| On Euro Deposits                                          | 1.4  | 0.6  | 0.1         | 0.3  | -0.1                             | -0.2 |
| On Japanese Yen Deposits                                  | 0.3  | 0.3  | 0.2         | 0.2  | -0.1                             | -0.1 |

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during November 12-December 10, 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 (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 market and developing economies.

4/ Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

5/ Regional and global aggregates include South Sudan.

6/ Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$105.08 in 2012 ; the assumed price based on futures markets is \$99.71 in 2013 and \$96.78 in 2014.

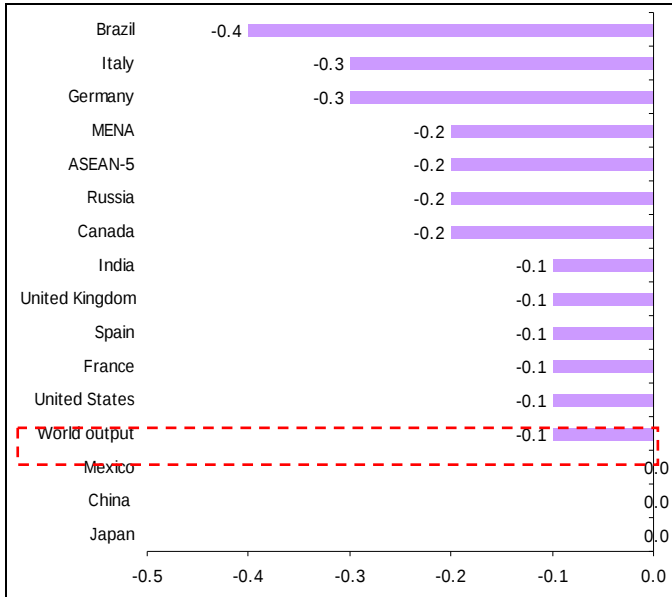
7/ Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

Source: IMF

สำหรับปี 2556 ประเทศที่ถูกปรับประมาณการ GDP ลงมากที่สุด คือ บราซิล (-0.40%) ตามมาด้วยเยอรมนีและอิตาลี (-0.30%); อาเซียน-5 แคนาดา กลุ่มประเทศ MENA และรัสเซีย (-0.20%); และ ฝรั่งเศส อินเดีย สเปน สหราชอาณาจักร และสหรัฐอเมริกา (-0.10%) ในขณะที่ประมาณการ GDP ของจีน ญี่ปุ่น และเม็กซิโกไม่เปลี่ยนแปลง

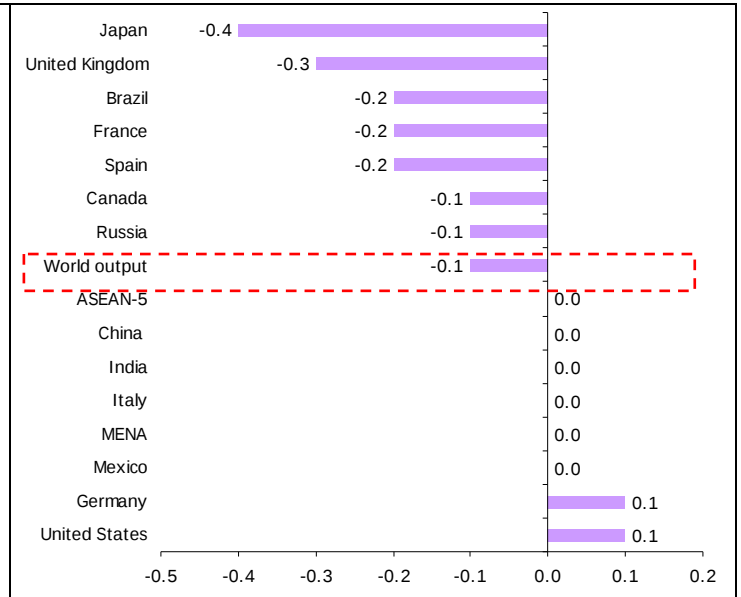
สำหรับปี 2557 ประเทศที่ถูกปรับประมาณการ GDP ลงมากที่สุด คือ ญี่ปุ่น (-0.40%) ตามมาด้วย สหราชอาณาจักร (-0.30%); บราซิล ฝรั่งเศส และสเปน (-0.20%); และ แคนาดา และรัสเซีย (-0.10%) ในขณะที่ประมาณการ GDP ของอาเซียน-5 จีน อินเดีย อิตาลี กลุ่มประเทศ MENA และเม็กซิโก ไม่เปลี่ยนแปลง ส่วนประมาณการ GDP ของเยอรมนีและสหรัฐอเมริกาถูกปรับเพิ่มขึ้น 0.10%

Figure 2: การปรับประมาณการ GDP ปี 2556



Source: IMF

Figure 3: การปรับประมาณการ GDP ปี 2557



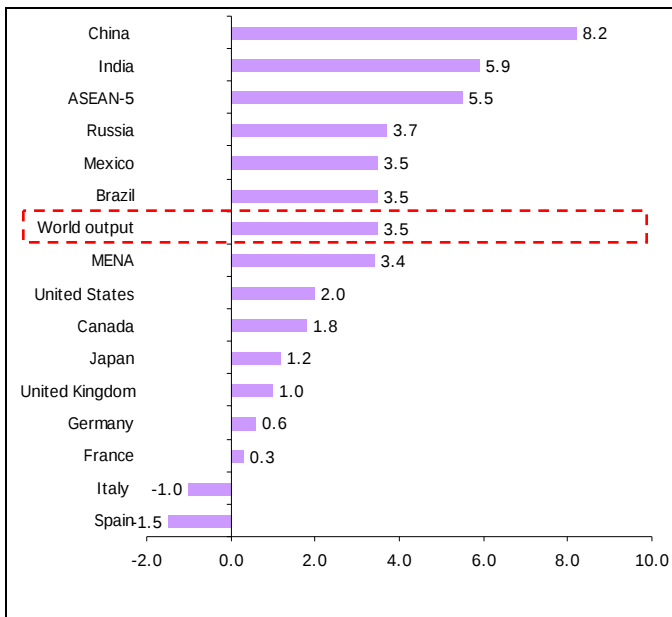
Source: IMF

คาดว่า จีน อินเดีย และอาเซียน-5 จะรายงาน GDP เติบโตสูงกว่าเศรษฐกิจโลกโดยรวมในระย: 2 ปีข้างหน้า

สำหรับปี 2556 จีน อินเดีย อาเซียน-5 และรัสเซีย เป็นประเทศที่คาดว่าจะรายงานอัตราเติบโตของ GDP สูงกว่าเศรษฐกิจโลกโดยรวมที่ 8.2% 5.9% 5.5% และ 3.7% ตามลำดับ ในขณะที่อิตาลีและสเปนเป็นประเทศที่คาดว่าจะเศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยโดยมีอัตราเติบโตของ GDP ติดลบที่ -1.0% และ -1.5% ตามลำดับ

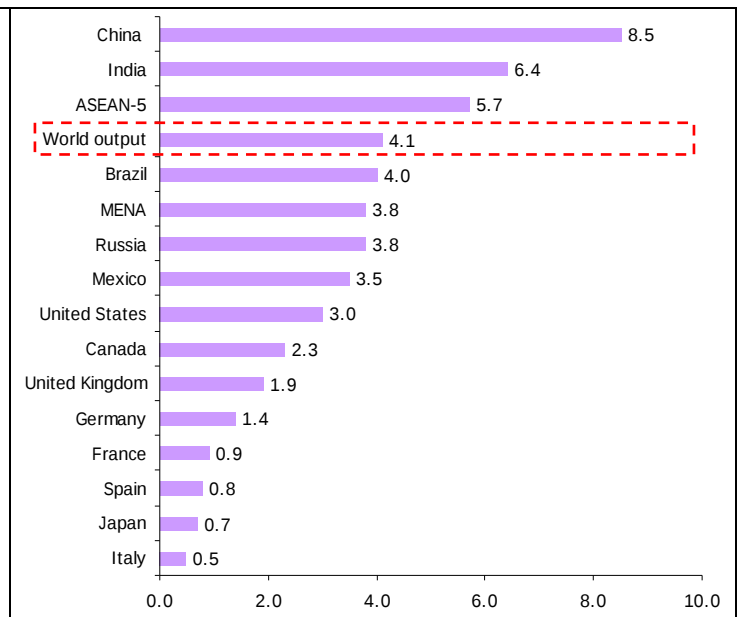
ส่วนปี 2557 คาดว่าเศรษฐกิจของทุกประเทศจะมีอัตราเติบโตเป็นบวก แต่จะมีเพียง 3 กลุ่มที่คาดว่าจะรายงานอัตราเติบโตของ GDP สูงกว่าเศรษฐกิจโลกโดยรวม คือ จีน (+8.5%) อินเดีย (+6.4%) และอาเซียน-5 (+5.7%)

Figure 4: ประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2556



Source: IMF

Figure 5: ประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2557



Source: IMF

มาตรการตัดลด  
งบประมาณรายจ่ายโดย  
อัตโนมัติเป็นปัจจัยเสี่ยง  
ต่ออัตราเติบโตของ GDP

ตลาดแรงงานและตลาดที่  
อยู่อาศัยกำลังฟื้นตัว

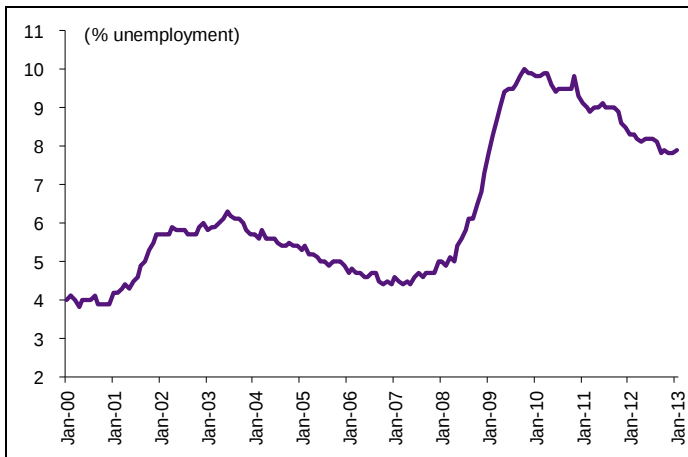
## สหรัฐฯ

GDP สหรัฐฯ หดตัวลง 0.1% ในไตรมาส 4/55 ต่ำกว่าประมาณการของตลาดที่คาดว่าจะโต 0.5% อย่างมาก แต่ตัวเลข GDP ที่หดตัวลงในไตรมาส 4/55 ไม่ได้ส่งสัญญาณที่น่าเป็นห่วงมากนัก เนื่องจากหลายๆ แล้วเป็นผลมาจากการตัดลดงบประมาณด้านกลาโหมลงอย่างมากและการปรับสต็อกสินค้าคงคลัง ปัจจัยเสี่ยงใหญ่สุดต่อประมาณการอัตราเติบโตของ GDP สหรัฐฯ คือ ผลกระทบจากมาตรการตัดลดงบประมาณรายจ่ายโดยอัตโนมัติ ซึ่งมีผลบังคับใช้อย่างเป็นทางการไปแล้วเมื่อวันที่ 1 มี.ค. ทั้งนี้ มีการประเมินจากสำนักงานงบประมาณของสหรัฐฯ (Congressional Budget Office) ว่า มาตรการตัดลดงบประมาณรายจ่ายโดยอัตโนมัติ จะทำให้อัตราเติบโตของ GDP สหรัฐฯ ลดลงราว 0.6% จากประมาณการเดิมที่ 2.0% สู่ 1.4% และจะส่งผลทำให้การจ้างงานลดลง 750,000 ตำแหน่งภายในสิ้นปี 2556 อย่างไรก็ตาม ถ้าตัดผลกระทบจากนโยบายการคลังออกไป เราจะพบสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ในตลาดแรงงานและตลาดที่อยู่อาศัย

### ตลาดที่อยู่อาศัยและตลาดแรงงาน

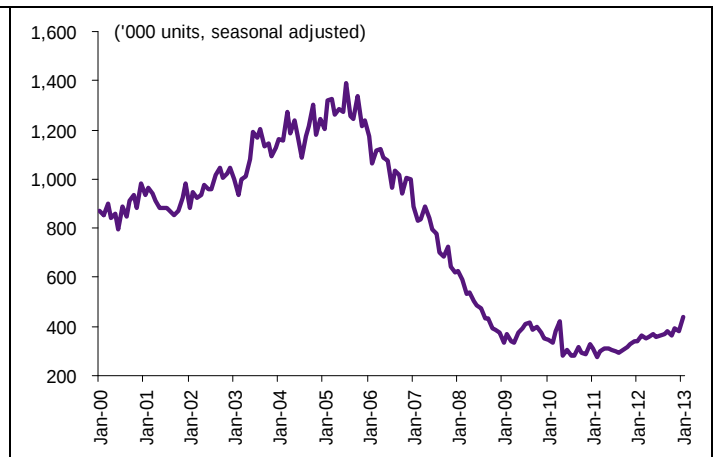
สำนักงานสถิติแรงงานสหรัฐฯ รายงานอัตราการว่างงานลดลงจาก 7.9% ในเดือน ม.ค. เหลือ 7.7% ในเดือน ก.พ. ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2551 ในส่วนของตลาดที่อยู่อาศัยนั้น ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดของ Census Bureau ระบุว่า ยอดขายบ้านใหม่เดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 15.6% จากเดือน ธ.ค. สู่ 437,000 ยูนิต ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่กลางปี 2551 ในขณะเดียวกัน ข้อมูลสถิติล่าสุดจาก National Association of Realtors (NAR) ก็ออกมาในด้านบวกด้วยเช่นกัน ได้แก่: 1) ยอดขายบ้านมือสองเดือน ก.พ. เพิ่มขึ้น 10.2% YoY และ 0.8% MoM สู่ 4.98 ล้านยูนิต ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่เดือน พ.ย. 2552 และ 2) ราคาขายบ้านมือสองในสหรัฐฯ เดือน ก.พ. อยู่ที่ระดับ 173,600 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ยูนิต เพิ่มขึ้น 11.6% YoY

Figure 6: อัตราการว่างงานสหรัฐฯ



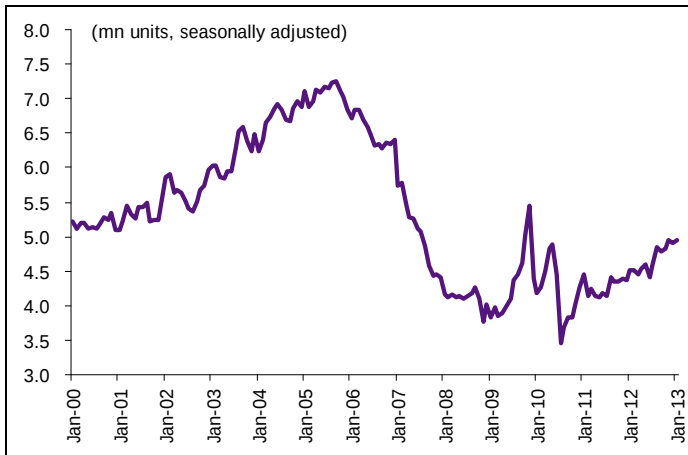
Source: Bureau of Labor

Figure 7: ยอดขายบ้านใหม่สหรัฐฯ



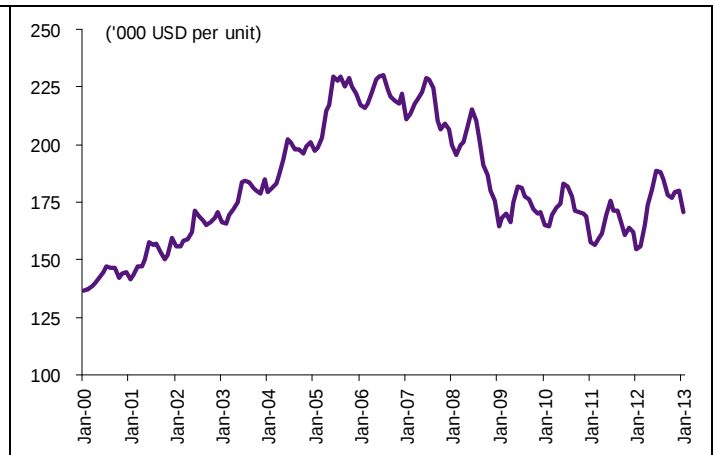
Source: US Census Bureau

Figure 8: ยอดขายบ้านมือสองสหรัฐฯ



Source: National Association of Realtors

Figure 9: ราคาขายบ้านมือสองในสหรัฐฯ



Source: National Association of Realtors

เพดานหนี้และการถอน  
มาตรการ QE จะเป็น 2  
ประเด็นร้อนในปี

### เพดานหนี้สหรัฐ และการถอนมาตรการ QE

เศรษฐกิจสหรัฐ จะเผชิญความเสี่ยงเกี่ยวกับประเด็นใหญ่ 2 ประเด็น คือ เพดานหนี้ และการถอนมาตรการผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ปัจจุบันสหรัฐ ได้รับการขยายระยะเวลาเพิ่มเพดานหนี้จนถึงวันที่ 19 พ.ค. แต่หากถึงเวลานั้นยังไม่สามารถหาข้อสรุปเพิ่มเพดานหนี้ได้ กระทรวงการคลังสหรัฐ ก็จะต้องใช้มาตรการพิเศษในการจัดหาเงินทุนให้กับรัฐบาลไปจนถึงปลายเดือน ก.ค. ความล้มเหลวในการแก้ปัญหาเพดานหนี้จะส่งผลกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือของสหรัฐ การถอนหรือยุติมาตรการ QE เป็นประเด็นร้อนอีกประเด็นหนึ่งสำหรับเศรษฐกิจสหรัฐ โดยปัจจุบันเฟดดูเหมือนจะดำเนินมาตรการ QE ต่อไปจนกว่าอัตราการว่างงานจะลดลงเหลือ 6.5% แม้ในการประชุมธนาคารกลางสหรัฐ ครั้งล่าสุด สมาชิกเฟดมีความเห็นขัดแย้งในเรื่อง QE มากขึ้น โดยระบุว่าชะลอหรือยุติมาตรการ QE ก่อนการจ้างงานปรับตัวขึ้น

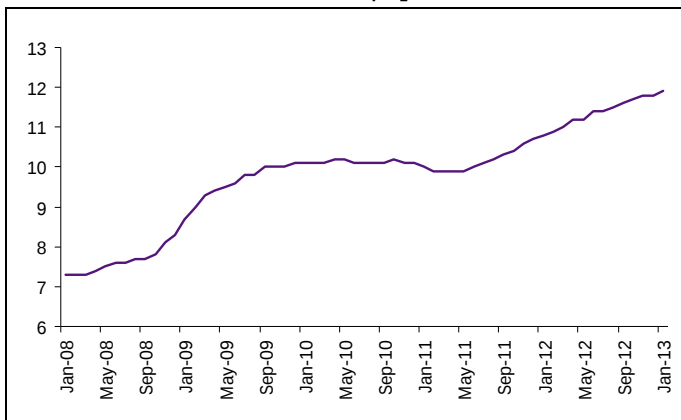
### ยุโรป

เศรษฐกิจยุโรปดูอ่อนแอ  
มาก

เศรษฐกิจยุโรปยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัว ข้อมูลสถิติจาก Eurostat ระบุว่า เศรษฐกิจของยุโรปโดยรวมปรับตัวลงสู่ภาวะถดถอยมากขึ้นในเดือน มี.ค. และ GDP ไตรมาส 4/55 หดตัวลงถึง 0.6% เทียบกับไตรมาส 3/55 ที่หดตัวลง 0.1% IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ของยุโรปลดลง 0.3% เหลือ -0.2% ในปี 2556 เศรษฐกิจเยอรมนี ซึ่งมีขนาดใหญ่ที่สุดในยุโรปคาดว่าจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงสู่ 0.6% ในปี 2556 เทียบกับ 0.9% ในปี 2555 ในขณะที่เศรษฐกิจอิตาลีและสเปนมีแนวโน้มที่หดตัวลงอีก -1.0% และ -1.5% ในปี 2556 ตามลำดับ

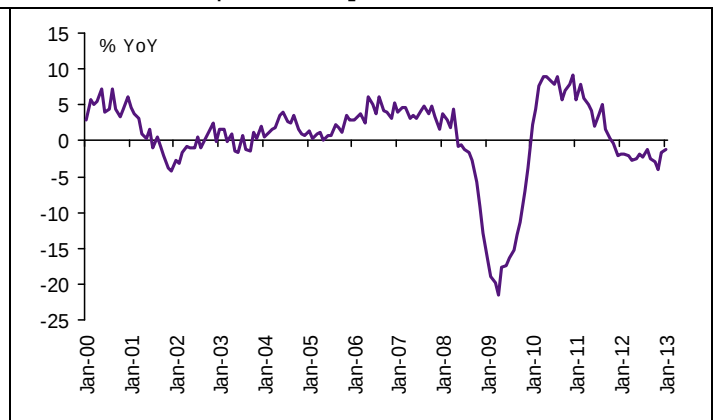
เครื่องชี้เศรษฐกิจในยุโรปปรับตัวแย่ลง เช่น: 1) อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น 0.1% สู่ 11.9% ในเดือน ม.ค. สูงที่สุดนับตั้งแต่ Eurostat เริ่มรายงานตัวเลขว่างงานในปี 2538; และ 2) ผลผลิตอุตสาหกรรมหดตัวลง -0.4% ในเดือน ม.ค.

Figure 10: อัตราการว่างงานของกลุ่มยูโรโซน



Source: Eurostat

Figure 11: ผลผลิตอุตสาหกรรมยูโรโซน



Source: Bloomberg

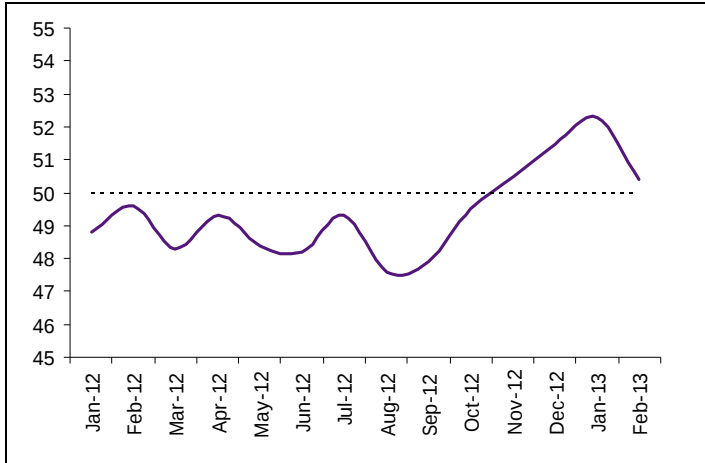
GDP จะกลับมาเติบโต  
8%; PMI และยอดค้าปลีก  
มีแนวโน้มดีขึ้น

### จีน

อัตราเติบโตของ GDP จีนปรับตัวเร่งขึ้นสู่ระดับ 7.9% ในไตรมาส 4/55 เพิ่มขึ้นจาก 7.4% ในไตรมาส 3/55 GDP ปี 2555 เติบโต 7.8% ลดลงอย่างมากจาก 9.3% ในปี 2554 และ 10.4% ในปี 2553 ประมาณการล่าสุดที่จัดทำโดย IMF ระบุว่าจีนจะมีอัตราเติบโตของ GDP เพิ่มขึ้นสู่ 8.2% ในปี 2556 และ 8.5% ในปี 2557

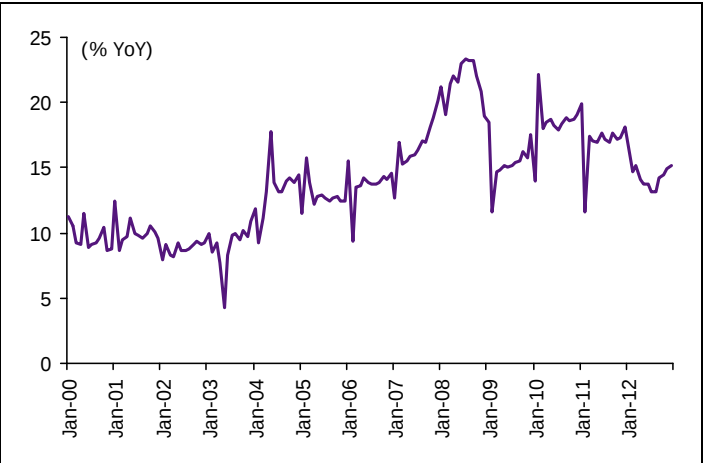
เครื่องชี้เศรษฐกิจในจีนดูดี: 1) ดัชนี HSBC China Manufacturing Purchasing Managers Index (PMI) หรือดัชนีภาคการผลิตเบื้องต้นของจีน อยู่ที่ระดับ 51.7 ในเดือน มี.ค. เทียบกับระดับ 50.4 ในเดือน ก.พ. (>50 แสดงถึงการขยายตัว) และ 2) ยอดค้าปลีกในเดือน ม.ค.-ก.พ. ของจีนเติบโต 12.3% YoY

Figure 12: HSBC China Manufacturing PMI



Source: Bloomberg

Figure 13: ยอดค้าปลีกจีน



Source: Bloomberg

ภาค GDP โต 4.9% ในปี 2556 โดยการลงทุนภาครัฐจะเป็นส่วนที่เติบโตเร็วสุด

รัฐบาลจีนแถลงในที่ประชุมสภาผู้แทนประชาชนแห่งชาติว่าตั้งเป้าอัตราเติบโตของ GDP ที่ 7.5% และตั้งเป้าอัตราเงินเฟ้อที่ 3.5% นอกจากนี้ก็ประกาศมาตรการควบคุมตลาดอสังหาริมทรัพย์ชุดใหม่ด้วย โดยจะเก็บภาษีจากกำไรการขายอสังหาริมทรัพย์เพิ่มขึ้นเป็น 20% เราไม่ได้มีความวิตกกังวลมากนักเกี่ยวกับมาตรการคุมเข้มนี้ เนื่องจากเป็นมาตรการที่ตั้งเป้าแก้ปัญหาเฉพาะอุตสาหกรรม และจะไม่ลุกลามไปถึงภาคอื่นๆ ของเศรษฐกิจ

ไทย

GDP ไตรมาส 4/55 ของประเทศไทยออกมาดีกว่าคาด โดยเติบโต 18.9% YoY ส่งผลทำให้ GDP ทั้งปี 2555 โต 6.4% SCB EIC คาดว่า GDP ของประเทศไทยจะเติบโต 4.9% ในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวัฏจักรขาขึ้นของการลงทุน โดยเฉพาะการลงทุนภาครัฐ ทั้งนี้รัฐบาลได้ยื่นร่าง พ.ร.บ.กู้เงินเพื่อลงทุนในโครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทต่อสภาฯ แล้ว ความคืบหน้าของเรื่องนี้จะช่วยสนับสนุนมุมมองของเรา

ทางด้านนโยบายการเงิน SCB EIC คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะไม่เปลี่ยนแปลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ เงินบาทแข็งค่าขึ้นมาอย่างมากระหว่างต้นเดือน มี.ค. แต่ดูเหมือนการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ครั้งล่าสุดจะบ่งชี้ว่า ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ไม่ต้องการใช้อัตราดอกเบี้ยแก้ปัญหารัตราแลกเปลี่ยน

Figure 14: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

| Indicators                          | Unit    | Actual | SCB EIC forecast |      |      |      |      |
|-------------------------------------|---------|--------|------------------|------|------|------|------|
|                                     |         | 2012   | 1Q13             | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 2013 |
| Economic Growth (GDP)               | %YoY    | 6.4    | 6.3              | 3.3  | 5.1  | 5.0  | 4.9  |
| Headline Inflation                  | %YoY    | 3.0    | 3.2              | 3.0  | 2.7  | 3.0  | 3.0  |
| Core Inflation                      | %YoY    | 2.1    | 1.6              | 1.6  | 1.8  | 2.1  | 1.8  |
| Policy Rate (RP-1D) (end of period) | % pa    | 2.75   | 2.75             | 2.75 | 2.75 | 2.75 | 2.75 |
| THB/USD (end of period)             | THB/USD | 30.6   | 30.0             | 30.0 | 29.6 | 29.5 | 29.5 |

Source: SCB EIC



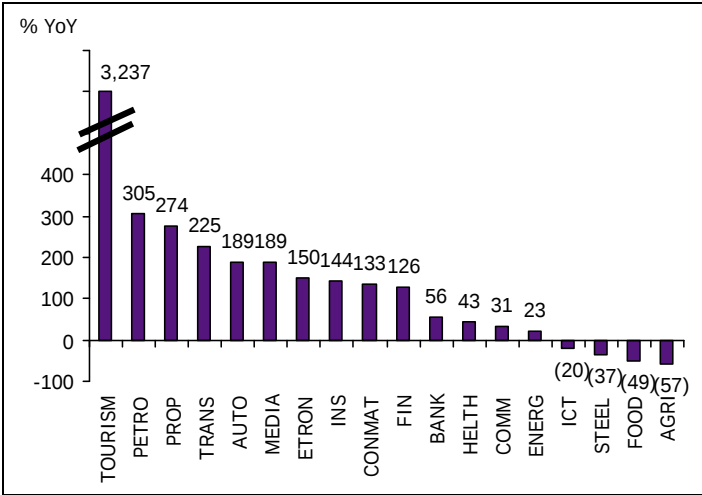
ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ภาคกำไรปกติบริษัทจดทะเบียนโต 32% และกำไรสุทธิโต 23% ในปี 2556

กำไรจากการดำเนินงานปกติและกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 5.64 แสนล้านบาท และ 6.20 แสนล้านบาทในปี 2555 ตามลำดับ คิดเป็นอัตราเติบโต 6.7% และ 12.4% เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติและกำไรสุทธิจะเติบโตสูงถึง 32% และ 23% ในปี 2556 ตามลำดับ

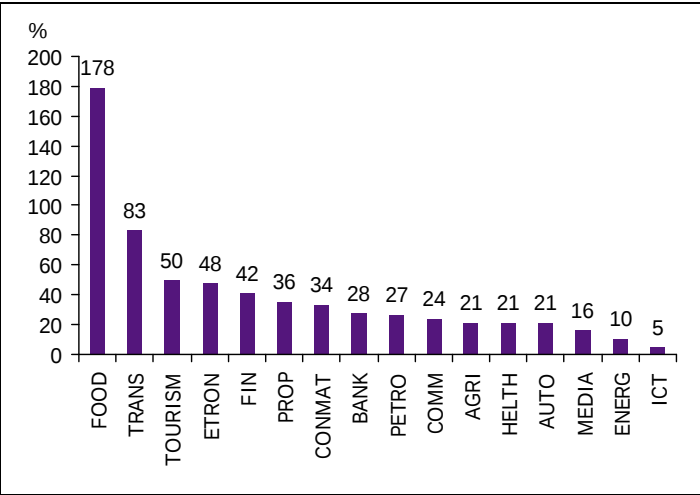
ใน Charts ด้านล่าง เราได้จัดเรียงลำดับกลุ่มอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราโดยอิงกับอัตราเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติในไตรมาส 4/55 และปี 2556 ทั้งนี้มีกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนหนึ่งที่กำไรเติบโตอย่างรวดเร็วเพราะฐานต่ำ เมื่ออิงกับแนวโน้มของปัจจัยสนับสนุนกำไรของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรม นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของเรายังคงชอบหุ้นที่เกี่ยวข้องกับโครงสร้างพื้นฐานและการท่องเที่ยวมากที่สุด

Figure 15: อัตราเติบโตของกำไรสุทธิไตรมาส 4/55



Source: SCBS Investment Research

Figure 16: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรปกติปี 2556



Source: SCBS Investment Research

Figure 17: Sector valuation and forecasts

|                            | Core PE (x) |       |       | Core Profit Growth (%) |        |        | PBV (x) |      |       | ROE (%) |       |       | Div. Yield (%) |      |      |
|----------------------------|-------------|-------|-------|------------------------|--------|--------|---------|------|-------|---------|-------|-------|----------------|------|------|
|                            | 12A         | 13F   | 14F   | 12A                    | 13F    | 14F    | 12A     | 13F  | 14F   | 12A     | 13F   | 14F   | 12A            | 13F  | 14F  |
| Agribusiness               | 245.67      | 11.04 | 8.81  | (0.97)                 | 21.24  | 25.30  | 1.81    | 1.55 | 1.68  | 0.71    | 15.12 | 18.30 | -              | 3.75 | 6.25 |
| Automotive                 | 11.15       | 9.20  | 8.06  | 71.55                  | 21.12  | 14.23  | 1.79    | 1.56 | 1.37  | 17.27   | 18.12 | 18.09 | 2.79           | 3.56 | 4.06 |
| Banking                    | 14.09       | 11.00 | 9.37  | 24.48                  | 28.14  | 17.34  | 2.01    | 1.76 | 1.55  | 15.45   | 17.05 | 17.56 | 0.54           | 0.59 | 0.68 |
| Commerce                   | 35.04       | 28.37 | 22.27 | 31.35                  | 23.54  | 27.40  | 9.98    | 8.89 | 7.56  | 31.60   | 33.15 | 36.69 | 1.48           | 2.33 | 2.06 |
| Construction Materials     | 24.29       | 18.16 | 14.99 | (14.87)                | 33.75  | 21.17  | 2.86    | 2.69 | 2.46  | 11.86   | 15.27 | 17.15 | 2.53           | 2.99 | 3.61 |
| Electronic Components      | 17.23       | 10.21 | 8.93  | 16.69                  | 47.82  | 14.37  | 1.64    | 1.42 | 1.31  | 9.82    | 14.91 | 15.28 | 5.07           | 5.40 | 5.70 |
| Energy & Utilities         | 10.76       | 9.15  | 8.39  | 1.55                   | 10.28  | 9.16   | 1.44    | 1.30 | 1.17  | 14.48   | 14.90 | 14.70 | 3.91           | 4.30 | 4.62 |
| Finance & Securities       | 16.45       | 11.62 | 11.80 | 127.21                 | 41.52  | (1.50) | 2.53    | 2.27 | 2.13  | 16.07   | 20.60 | 18.61 | 3.71           | 5.46 | 4.93 |
| Food & Beverage            | 45.60       | 16.38 | 13.57 | (52.82)                | 178.49 | 20.65  | 2.88    | 2.69 | 12.31 | 7.69    | 16.97 | 32.50 | 2.75           | 3.69 | 4.05 |
| Health Care Services       | 37.57       | 30.99 | 26.27 | 42.62                  | 21.24  | 17.95  | 6.37    | 5.73 | 5.09  | 21.85   | 21.83 | 22.44 | 1.36           | 1.36 | 1.60 |
| ICT                        | 23.94       | 22.78 | 18.52 | 18.46                  | 5.10   | 23.00  | 7.75    | 8.13 | 9.14  | 31.29   | 31.56 | 35.08 | 4.49           | 4.69 | 5.44 |
| Insurance                  | n.m.        | 17.74 | 14.89 | n.m.                   | n.m.   | 19.17  | 4.45    | 3.62 | 3.07  | (5.66)  | 22.51 | 22.31 | 0.83           | 2.03 | 2.43 |
| Media & Publishing         | 24.76       | 21.30 | 19.34 | 27.90                  | 16.20  | 10.18  | 7.89    | 7.40 | 7.14  | 33.01   | 35.85 | 37.60 | 3.82           | 4.36 | 4.80 |
| Petrochemicals & Chemicals | 12.13       | 9.58  | 8.26  | (21.71)                | 26.71  | 15.97  | 1.34    | 1.22 | 1.10  | 11.67   | 13.37 | 14.04 | 4.27           | 3.41 | 3.88 |
| Property Development       | 20.87       | 15.38 | 12.38 | 57.73                  | 35.64  | 24.26  | 3.21    | 2.77 | 2.46  | 16.73   | 19.33 | 21.05 | 2.79           | 3.55 | 4.23 |
| Steel                      | n.m.        | 38.47 | 8.20  | (193.89)               | n.m.   | 368.93 | 1.14    | 1.59 | 1.34  | (81.68) | 3.44  | 17.71 | -              | 0.98 | 0.98 |
| Tourism & Leisure          | 49.51       | 33.06 | 25.86 | 93.17                  | 49.74  | 27.84  | 4.50    | 4.04 | 3.69  | 10.61   | 12.87 | 14.90 | 0.72           | 1.53 | 1.50 |
| Transportation & Logistics | 50.41       | 25.27 | 19.30 | n.m.                   | 83.11  | 25.56  | 1.50    | 1.41 | 1.34  | 3.17    | 5.76  | 7.11  | 1.87           | 1.85 | 2.08 |
| SCBS Universe              | 19.35       | 14.71 | 12.63 | 6.42                   | 31.57  | 16.45  | 2.36    | 2.13 | 1.96  | 14.25   | 16.47 | 17.50 | 3.1            | 3.5  | 3.9  |

Source: SCBS Investment Research

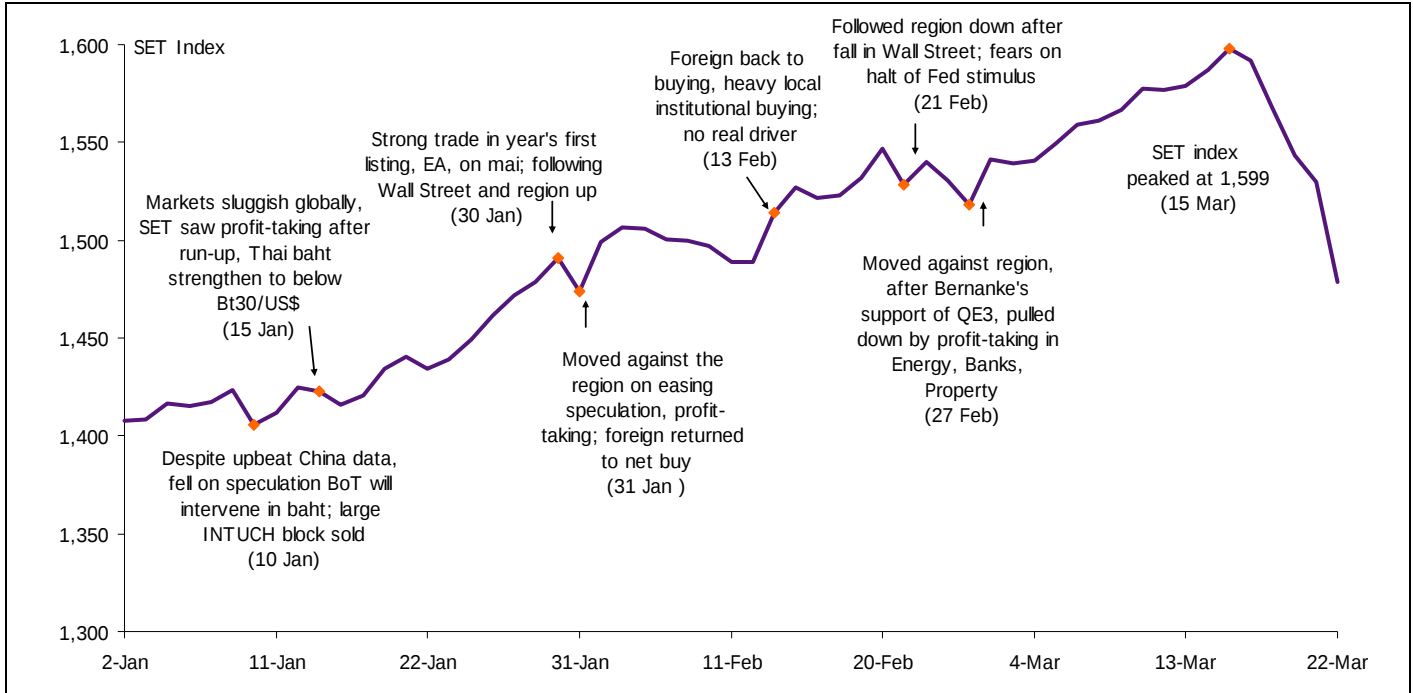


## แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 2/56 และกลยุทธ์การลงทุน

ตลาดปรับฐานลงแรงถึง  
7% ในสัปดาห์ที่ผ่านมา...

ไตรมาส 1/56 กลายเป็นไตรมาสที่ตลาดหุ้นผันผวนมาก SET index เริ่มต้นปี 2556 ได้ดีโดยมีโมเมนตัมเป็นบวกต่อเนื่องมาจากไตรมาส 4/55 และทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 1,598.9 จุดเมื่อวันที่ 15 มี.ค. ก่อนที่จะปรับฐานลงแรงถึง 7% ในสัปดาห์ที่ผ่านมา ทำให้ผลตอบแทนที่ SET index ทำได้ในไตรมาส 1/56 หายไปครึ่งหนึ่ง ทั้งนี้ตั้งแต่ต้นปี 2556 จนถึงเวลาที่เรากำลังจัดทำรายงานฉบับนี้ SET index ยังปรับตัวเพิ่มขึ้น 6%

Figure 18: สรุปเหตุการณ์ในตลาดหุ้นไทย



Source: SET

สาเหตุที่ทำให้ตลาดหุ้นปรับฐานลงแรงในสัปดาห์ที่ผ่านมาเป็นเรื่องที่คาดเดาได้ยาก โดยนักลงทุนอาจจะมองสาเหตุที่ทำให้ตลาดปรับฐานลงแรงว่าเกิดจากความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มที่จะมีการออกมาตรการสกัดการแข็งค่าอย่างรวดเร็วของเงินบาท ตลาดหลักทรัพย์ฯ อาจจะออกมาตรการควบคุมหุ้นเก็งกำไร การตรวจสอบการยื่นบัญชีทรัพย์สินของนายฯ ยิ่งลักษณ์ และวิกฤตในไซปรัส

ตลาดเคยประสบกับสถานการณ์เงินบาทแข็งค่าในลักษณะเดียวกันนี้ตอนต้นเดือน ม.ค. ดังนั้นการแข็งค่าของเงินบาทรอบนี้จึงไม่ใช่เรื่องใหม่แต่อย่างใด ในขณะเดียวกัน มาตรการที่ตลาดหลักทรัพย์ฯ เคยออกมาควบคุมการเก็งกำไรรอบก่อนๆ ก็ไม่ค่อยได้รับความสนใจมากนัก การตรวจสอบบัญชีทรัพย์สินของนายฯ ยิ่งลักษณ์ อาจจะเป็นเรื่องใหม่ แต่ไม่ใช่ว่าจะเป็นเรื่องที่น่าแปลกใจเมื่อเปรียบเทียบกับการเมืองไทยในอดีต (โดยเฉพาะอย่างยิ่งดูเหมือนรัฐบาลจะมีแผนนายฯ สารองเอาไว้โดยให้พี่สาวของนายฯ ยิ่งลักษณ์ ลงสมัคร ส.ส.เชียงใหม่) ในส่วนของวิกฤตในไซปรัสนั้น ปัญหาไม่ได้เป็นสาเหตุแท้จริงที่ทำให้ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวลดลงเหมือนกับปัญหาในยุโรปครั้งก่อนๆ และก็ไม่เห็นเหตุผลมากพอที่จะทำให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลงแรงมากกว่าตลาดอื่นๆ

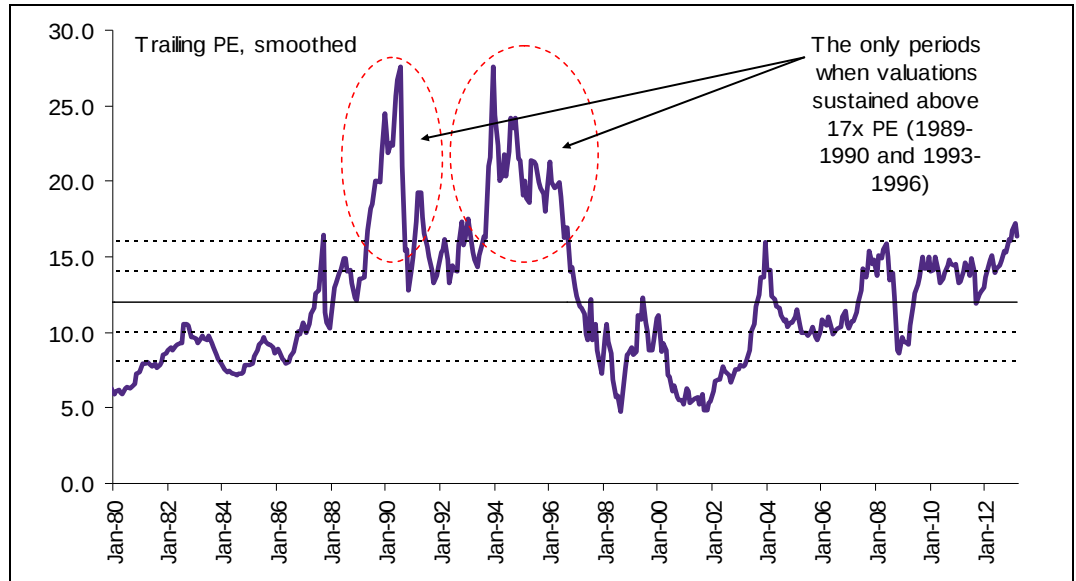
เรามองการปรับตัวลดลงของตลาดรอบนี้เป็นผลของ “snowball effect” Valuation ของหุ้นค่อนข้างตึงตัวแล้ว โดยเฉพาะหุ้นขนาดเล็กและกลาง (มีหุ้นบางตัวที่ราคาปรับขึ้นมากกว่า 100% ในเวลาเพียง 2 เดือน) ความผันผวนระหว่างวันของตลาดหุ้นมีมากขึ้นอย่างเห็นได้ชัดในปีนี ซึ่งไม่ใช่เรื่องปกติในช่วงที่ตลาดปรับตัวขึ้นแรง

การปรับประมาณการกำไรหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/55 ไม่ได้ทำให้ประมาณการปี 2556 และปี 2557 ของเราเปลี่ยนแปลงไปมากนัก การใช้วิธีเดียวกันกับที่เคยใช้มาก่อนหน้านี้ ทำให้เราคำนวณ SET index EPS ปี 2555 ได้ที่ 87 บาท/หุ้น และนำประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิสำหรับหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS มาคำนวณหา SET index EPS ได้ที่ 105 บาท/หุ้นในปี 2556 และ 119 บาท/หุ้นในปี 2557 สะท้อนถึงประมาณการกำไรที่ปรับเพิ่มขึ้นเพียง 2% หรืออีกนัยหนึ่งคือ การปรับตัวขึ้นของตลาดที่เราเห็นมาตั้งแต่ต้นปีนี้ทำให้ trailing PER ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาปรับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 17.3 เท่าในเดือน ก.พ. Valuation ลักษณะนี้ถูกนำมาใช้ใน ช่วงที่ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นได้ดีก่อนวิกฤตปี 2540

...เรามองว่าสาเหตุมาจาก  
“snowball effect”

Valuation อยู่ในระดับที่  
แพง

Figure 19: SET index historic trailing PER



Source: SCBS Investment Research

เราปรับเป้า SET index  
ปลายปี 2556 เพิ่มขึ้น  
เล็กน้อยเป็น 1,500 จุด

เมื่ออิงกับประมาณการกำไรที่เราปรับปรุงใหม่ เราจึงปรับเป้า SET index ปลายปี 2556 เพิ่มขึ้นจาก 1,450 จุด สู่ 1,500 จุด เรายังคงใช้ PER เป้าหมายที่ 14 เท่า หรือคิดเป็น 0.5SD PER เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี เราเคยกล่าวไว้ว่าก่อนหน้านี้แล้วว่าการประเมินหาดัชนีตลาดหุ้นให้ถูกต้องทำได้ยาก ประโยชน์ของการคาดการณ์เป้าของดัชนีคือการหาระดับดัชนีอย่างคร่าวๆ ที่เราคิดว่าตลาดจะปรับตัวตามปัจจัยพื้นฐานและ sentiment เป้า SET index ที่ 1,500 จุดหมายความว่าตลาดน่าจะปรับตัวในลักษณะ sideways นับจากนี้ไปจนถึงสิ้นปีนี้

Figure 20: Sensitivity of SET index target

| 2013 index EPS |         | PER  |      |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| (pts)          | (% YoY) | 12.2 | 12.7 | 13.2 | 13.7 | 14.2 | 14.7 | 15.2 | 15.7 | 16.2 |
| 98             | 15%     | 1200 | 1250 | 1300 | 1350 | 1400 | 1450 | 1500 | 1550 | 1590 |
| 103            | 20%     | 1250 | 1300 | 1360 | 1410 | 1460 | 1510 | 1560 | 1610 | 1660 |
| 105            | 23%     | 1280 | 1340 | 1390 | 1440 | 1500 | 1550 | 1600 | 1650 | 1710 |
| 107            | 25%     | 1310 | 1360 | 1410 | 1470 | 1520 | 1570 | 1630 | 1680 | 1730 |
| 111            | 30%     | 1360 | 1410 | 1470 | 1520 | 1580 | 1640 | 1690 | 1750 | 1800 |

Source: SCBS Investment Research

ได้เวลากลับมาดู  
ปัจจัยพื้นฐาน

หุ้น top picks ไตรมาส  
2/56 ของเราเน้น  
Valuation สมเหตุสมผล  
และเทรดที่ PER ปี 2556  
เฉลี่ย 12 เท่า

เมื่อพิจารณาจากการปรับฐานลงแรงในสัปดาห์ที่ผ่านมา เราเชื่อว่าตลาดจะเปลี่ยนมาใช้ความระมัดระวังในการลงทุนมากขึ้น กลยุทธ์ในไตรมาส 2/56 ของเรา คือ ให้ความสำคัญกับ Valuation มากขึ้น นอกเหนือจากการเลือกหุ้นที่มีปัจจัยโดดเด่นเฉพาะตัว เราไม่ได้จำกัดหุ้น top picks ไว้แค่หุ้นขนาดกลางอีกต่อไป แม้หุ้นที่เราแนะนำส่วนใหญ่ในไตรมาส 2/56 จะเป็นหุ้นขนาดกลาง เนื่องจากมีหุ้นขนาดกลางหลายตัวที่มีคุณสมบัติตรงตามเกณฑ์ที่เราเลือก หุ้น top picks ไตรมาส 2/56 ของเรา ซึ่งเทรดที่ PER ปี 2556 เฉลี่ย 12 เท่า ได้แก่:

- **ASP** ผลประกอบการไตรมาส 1/56 มีแนวโน้มออกมาดีเป็นพิเศษ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในตลาดฯ จำนวนมาก Valuation ดูน่าสนใจโดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 8.8 เท่า และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 10.2% ในปี 2556
- **BBL** ธนาคารที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากวัฏจักรการลงทุนภาคเอกชนชั้นนำของไทย Valuation ไม่แพง โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 10.4 เท่า และ PBV ปี 2556 ระดับ 1.33 เท่า
- **DCC** คาดว่าจะเห็นสัญญาณผลการดำเนินงานฟื้นตัวชัดเจนในผลประกอบการไตรมาส 1/56 หลังจากปรับแก้ปัญหาในการดำเนินงานในปี 2555 ผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2556 อยู่ในระดับสูงที่ 6.6%
- **SIRI** ยอดขายทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมีแนวโน้มสูงกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ นอกจากนี้ Valuation ก็ยังต่ำสุดในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยด้วย โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 8.9 เท่า และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.0%
- **THAI** หุ้น top pick ตัวล่าสุดของเราในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เพราะราคาหุ้นยัง laggard มาก และมี Valuation ถูกสุด โดยเทรดที่ PER ปี 2556 ระดับ 13.7 เท่า และ PBV ปี 2556 ระดับ 0.75 เท่า
- **THRE** ผลประกอบการไตรมาส 1/56 จะฟื้นตัวได้อย่างเต็มที่จากผลกระทบของเหตุการณ์น้ำท่วมเมื่อปลายปี 2554 ในขณะที่แผนนำ THRE Life เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ น่าจะกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

Figure 21: 2Q13 Top picks – Valuation Summary

|                | Rating | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)       |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|--------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |        |                  |                   |            | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A           | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F        | 14F        |
| ASP            | Buy    | 3.52             | 4.8               | 46.6       | 12.3        | 8.8         | 11.0        | 19.4           | 39.5        | (20.0)      | 1.77        | 1.64        | 1.67        | 14.8          | 19.4        | 15.0        | 6.8            | 10.2       | 8.2        | -             | -          | -          |
| BBL            | Buy    | 210.00           | 260.0             | 27.2       | 12.1        | 10.4        | 9.2         | 20.8           | 16.5        | 12.9        | 1.47        | 1.33        | 1.21        | 12.8          | 13.4        | 13.7        | 3.1            | 3.4        | 3.8        | -             | -          | -          |
| DCC            | Buy    | 58.00            | 70.0              | 27.3       | 18.8        | 15.1        | 12.9        | 1.0            | 24.9        | 17.2        | 8.76        | 8.25        | 7.81        | 46.8          | 56.3        | 62.3        | 5.3            | 6.6        | 7.8        | 13.2          | 10.9       | 9.3        |
| SIRI           | Buy    | 4.62             | 6.6               | 47.8       | 11.3        | 8.9         | 7.5         | 35.7           | 26.4        | 18.8        | 2.45        | 2.07        | 1.77        | 22.5          | 25.2        | 25.4        | 3.7            | 5.0        | 5.9        | 11.5          | 9.7        | 8.0        |
| THAI           | Buy    | 24.90            | 30.0              | 22.7       | 33.0        | 13.7        | 11.9        | n.m.           | 141.1       | 15.3        | 0.78        | 0.75        | 0.71        | 2.5           | 5.6         | 6.2         | 2.0            | 2.2        | 2.5        | 6.7           | 6.6        | 6.3        |
| THRE           | Buy    | 4.72             | 6.4               | 41.2       | n.m.        | 14.2        | 11.7        | 11.5           | n.m.        | 20.8        | 4.75        | 3.52        | 3.15        | (205.6)       | 28.5        | 28.3        | 0.0            | 5.6        | 6.8        | -             | -          | -          |
| <b>Average</b> |        |                  |                   |            | <b>17.5</b> | <b>11.9</b> | <b>10.7</b> | <b>17.7</b>    | <b>49.7</b> | <b>10.8</b> | <b>3.33</b> | <b>2.93</b> | <b>2.72</b> | <b>(17.7)</b> | <b>24.7</b> | <b>25.2</b> | <b>3.5</b>     | <b>5.5</b> | <b>5.8</b> | <b>5.2</b>    | <b>4.5</b> | <b>3.9</b> |

Source: SCBS Investment Research

## Top Picks

---



This page is left blank intentionally



## ข้อ

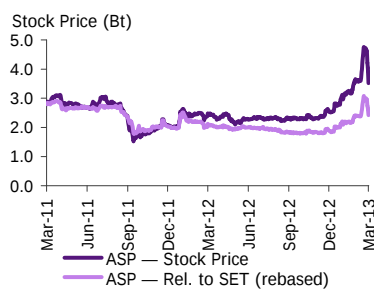
## ได้ประโยชน์จากสภาพคล่องในประเทศที่เพิ่มขึ้น

### Stock data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 3.52  |
| 12-m target price (Bt)      | 4.80  |
| Upside (Downside) to TP (%) | 36.36 |
| Mkt cap (Btbn)              | 7.41  |
| Mkt cap (US\$mn)            | 253   |

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Bloomberg code             | ASP TB    |
| Reuters code               | ASP.BK    |
| Risk rating                | H         |
| Mkt cap (%) SET            | 0.06      |
| Sector % SET               | 1.03      |
| Shares issued (mn)         | 2,106     |
| Par value (Bt)             | 1         |
| 12-m high / low (Bt)       | 4.9 / 2.1 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 49 / 11   |
| Foreign limit / actual (%) | 73.9      |
| Free float (%)             | 73.9      |
| Dividend policy (%)        | ≥ 75      |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M   | 3M   | 12M  |
|-----------------|------|------|------|
| Absolute        | -2.8 | 38.6 | 44.3 |
| Relative to SET | 1.3  | 28.9 | 16.5 |

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

**ASP** เป็นหุ้นที่น่าจะได้ประโยชน์จากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นในสถานการณ์ตลาดหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรง และมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ส่วนใหญ่เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศดังเห็นได้จากสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศเทียบกับการซื้อขายทั้งหมดที่เพิ่มขึ้นมาก เพราะสภาพคล่องในระบบสูงและอัตราดอกเบี้ยต่ำ ดังนั้นมูลค่าการซื้อขายระดับสูงในตอนนี้จึงมีความอ่อนไหวน้อยลงต่อปัจจัยนอกประเทศ นอกจากนี้ **ASP** ยังให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง ~10% ด้วย การมีพอร์ตลงทุนขนาดใหญ่ทำให้ **ASP** มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากตลาดหุ้นขาขึ้น

มีแนวโน้ม **Upside** จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ จำนวนมากโดยได้รับปัจจัยหนุนจากเม็ดเงินภายในประเทศ เรามีแนวโน้มปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ 3.5 หมื่นล้านบาทเพิ่มขึ้นเมื่อพิจารณาจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน มี.ค. (1.01 แสนล้านบาทเมื่อวันที่ 22 มี.ค.) มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ในไตรมาส 1/56 (ณ วันที่ 20 มี.ค.) อยู่ที่ 5.7 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็นประมาณสองเท่าจาก 2.81 หมื่นล้านบาทในปี 2555 โดยหลักๆ เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศ เม็ดเงินส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนรายย่อย ดังเห็นได้จากสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศเทียบกับการซื้อขายทั้งหมดที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน ซึ่งเราเชื่อว่าสามารถอธิบายได้ด้วยสภาพคล่องจำนวนมากในระบบและภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ) ที่น่าแปลกใจคือ ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิใน SET ต่ำที่สุดในภูมิภาค เนื่องจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันจำนวนมากตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน ได้รับปัจจัยหนุนจากสภาพคล่องในประเทศ ดังนั้นเราเชื่อว่ามูลค่าการซื้อขายมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงต่อไปอีกอย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกปี 56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ติดลบค่อนข้างมากอันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เปลี่ยนแปลง รวมทั้งมีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้นเพราะได้รับแรงกดดันจากการขึ้นค่าจ้าง บวกกับนักลงทุนมีฐานะการเงินดีขึ้น

มูลค่าการซื้อขายสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้มาก มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันตั้งแต่ต้นปี 2556 จนถึงปัจจุบันอยู่ที่ 5.7 หมื่นล้านบาท สูงกว่าสมมติฐานปี 2556 ของเราที่ 3.5 หมื่นล้านบาทอย่างมาก เนื่องจากทำไ้ขึ้นอยู่กั้กับมูลค่าการซื้อขายและส่วนแบ่งการตลาด ดังนั้นเราจึงมีโอกาสสูงที่ เราจะปรับราคาเป้าหมายของ **ASP** เพิ่มขึ้นในอนาคต เราได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวของมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน ต่อราคาเป้าหมายดังแสดงไว้ในตารางด้านล่าง

|                   | Daily market turnover |        |                  |        |        |
|-------------------|-----------------------|--------|------------------|--------|--------|
|                   | Bt25bn                | Bt30bn | Bt35bn base case | Bt40bn | Bt45bn |
| EPS (Bt)          | 0.30                  | 0.35   | 0.40             | 0.45   | 0.50   |
| DPS (Bt)          | 0.27                  | 0.31   | 0.36             | 0.41   | 0.45   |
| Target price (Bt) | 3.55                  | 4.17   | 4.80             | 5.42   | 6.05   |

Source: SCBS Investment Research

ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน โบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนรายย่อย เช่น **ASP** ได้ส่วนแบ่งการตลาดมาจากโบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน ส่วนแบ่งการตลาดของ **ASP** เพิ่มขึ้นจาก 4.1% ในปี 2555 สู่ 4.5% YTD

**ASP** มีกำไรจากพอร์ตลงทุนเพิ่มขึ้น พอร์ตเงินลงทุนในหลักทรัพย์มูลค่า 1.74 พันล้านบาทของ **ASP** ได้ประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 6% ของ SET ตั้งแต่ต้นปี 2556 จนถึงปัจจุบัน (ปรับขึ้น 15% ทำจุดสูงสุด) ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานกำไรจากเงินลงทุนในปี 2556 เพิ่มขึ้นอีก 100 ล้านบาท

คงคำแนะนำ “ซื้อ” และมีแนวโน้มปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” **ASP** ด้วยราคาเป้าหมาย 4.8 บาท (12 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2556) เนื่องจาก **ASP** มีแนวโน้มได้ประโยชน์จากสภาพคล่องจำนวนมากในตลาดหุ้น อีกทั้งยังให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ระดับ ~10% ด้วย เรามีแนวโน้มปรับราคาเป้าหมายของ **ASP** เพิ่มขึ้น ดังแสดงไว้ในตารางข้างบน

### Forecasts and valuation

| FY Dec            | 2011   | 2012  | 2013F | 2014F  | 2015F |
|-------------------|--------|-------|-------|--------|-------|
| Net profit (Btmn) | 505    | 603   | 842   | 673    | 654   |
| EPS (Bt)          | 0.24   | 0.29  | 0.40  | 0.32   | 0.31  |
| BVPS (Bt)         | 1.89   | 1.99  | 2.15  | 2.11   | 2.13  |
| DPS (Bt)          | 0.20   | 0.24  | 0.36  | 0.29   | 0.28  |
| PER (x)           | 14.67  | 12.29 | 8.81  | 11.01  | 11.34 |
| EPS growth        | (32.8) | 19.4  | 39.5  | (20.0) | (2.9) |
| PBV (x)           | 1.86   | 1.77  | 1.64  | 1.67   | 1.65  |
| ROE (%)           | 12.23  | 14.79 | 19.35 | 15.04  | 14.67 |
| Dividend yields   | 5.68   | 6.82  | 10.22 | 8.17   | 7.94  |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

## Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                           | 2011         | 2012         | 2013F        | 2014F        | 2015F        |
|------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Brokerage fee income                     | 1,281        | 1,159        | 1,424        | 1,240        | 1,248        |
| Fee & service income                     | 283          | 313          | 329          | 329          | 329          |
| Gain on investment                       | 155          | 321          | 450          | 400          | 400          |
| Interest & dividend income on securities | 177          | 154          | 154          | 154          | 154          |
| Interest on loans                        | 99           | 111          | 136          | 118          | 118          |
| Other income                             | 19           | 19           | 19           | 19           | 19           |
| <b>Total income</b>                      | <b>2,013</b> | <b>2,077</b> | <b>2,511</b> | <b>2,260</b> | <b>2,268</b> |
| Interest on Borrowings                   | 44           | 48           | 50           | 51           | 52           |
| Securities business expenses             | 107          | 109          | 135          | 115          | 115          |
| Operating expenses                       | 1,108        | 1,159        | 1,275        | 1,252        | 1,284        |
| <b>Pre-provision profit</b>              | <b>754</b>   | <b>761</b>   | <b>1,052</b> | <b>841</b>   | <b>817</b>   |
| Provision                                | 6            | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Pre-tax profit</b>                    | <b>748</b>   | <b>761</b>   | <b>1,052</b> | <b>841</b>   | <b>817</b>   |
| Tax                                      | 243          | 158          | 210          | 168          | 163          |
| Minority interest                        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core net profit</b>                   | <b>505</b>   | <b>603</b>   | <b>842</b>   | <b>673</b>   | <b>654</b>   |
| Extra item                               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net profit</b>                        | <b>505</b>   | <b>603</b>   | <b>842</b>   | <b>673</b>   | <b>654</b>   |
| <b>EPS (Bt)</b>                          | <b>0.24</b>  | <b>0.29</b>  | <b>0.40</b>  | <b>0.32</b>  | <b>0.31</b>  |
| <b>DPS (Bt)</b>                          | <b>0.24</b>  | <b>0.36</b>  | <b>0.29</b>  | <b>0.28</b>  | <b>0.00</b>  |

## Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31            | 2011         | 2012         | 2013F        | 2014F        | 2015F        |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash                      | 1,512        | 528          | 904          | 864          | 962          |
| Investments               | 1,244        | 2,144        | 2,144        | 2,144        | 2,144        |
| Net loans                 | 2,522        | 4,410        | 4,410        | 4,410        | 4,410        |
| <b>Total assets</b>       | <b>6,443</b> | <b>8,281</b> | <b>7,949</b> | <b>7,920</b> | <b>8,028</b> |
| <b>Total liabilities</b>  | <b>2,467</b> | <b>4,100</b> | <b>3,432</b> | <b>3,487</b> | <b>3,548</b> |
| Paid-up capital (Bt1 par) | 2,106        | 2,106        | 2,106        | 2,106        | 2,106        |
| <b>Total Equities</b>     | <b>3,976</b> | <b>4,181</b> | <b>4,517</b> | <b>4,433</b> | <b>4,481</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>          | <b>1.89</b>  | <b>1.99</b>  | <b>2.15</b>  | <b>2.11</b>  | <b>2.13</b>  |

## Key Assumptions and Financial Ratios

|                             | 2011   | 2012   | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Market share (%)            | 4.83   | 4.12   | 4.20   | 4.20   | 4.20   |
| Daily market T/O            | 25,587 | 28,106 | 35,000 | 30,000 | 30,000 |
| Commission rate (%)         | 0.20   | 0.19   | 0.19   | 0.19   | 0.19   |
| Yield on investment (%)     | 8.95   | 9.11   | 7.20   | 7.20   | 7.20   |
| Return on investment (%)    | 16.80  | 28.05  | 28.18  | 25.85  | 25.85  |
| Cost to income (%)          | 62.83  | 63.36  | 58.11  | 62.77  | 63.97  |
| D/E (x)                     | 0.62   | 0.98   | 0.76   | 0.79   | 0.79   |
| Operating profit margin (%) | 25.10  | 29.04  | 33.52  | 29.78  | 28.82  |
| ROA (%)                     | 7.37   | 8.19   | 10.37  | 8.48   | 8.20   |
| ROE (%)                     | 12.23  | 14.79  | 19.35  | 15.04  | 14.67  |

## Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                           | 4Q11        | 1Q12        | 2Q12        | 3Q12        | 4Q12        |
|------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Brokerage fee income                     | 235         | 292         | 254         | 291         | 323         |
| Fee & service income                     | 52          | 72          | 65          | 70          | 106         |
| Gain on investment                       | 80          | 134         | (23)        | 143         | 67          |
| Interest & dividend income on securities | 37          | 37          | 47          | 41          | 30          |
| Interest on loans                        | 21          | 25          | 22          | 31          | 32          |
| Other income                             | 3           | 7           | 3           | 1           | 7           |
| <b>Total income</b>                      | <b>427</b>  | <b>567</b>  | <b>369</b>  | <b>576</b>  | <b>566</b>  |
| Interest on Borrowings                   | 14          | 11          | 10          | 12          | 15          |
| Securities business expenses             | 24          | 30          | 28          | 25          | 26          |
| Operating expenses                       | 261         | 302         | 239         | 306         | 312         |
| <b>Pre-provision profit</b>              | <b>128</b>  | <b>224</b>  | <b>92</b>   | <b>233</b>  | <b>213</b>  |
| Provision                                | 0           | 0           | (0)         | 0           | (0)         |
| <b>Pre-tax profit</b>                    | <b>128</b>  | <b>224</b>  | <b>92</b>   | <b>233</b>  | <b>213</b>  |
| Tax                                      | 29          | 39          | 25          | 41          | 53          |
| Minority interest                        | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Core net profit</b>                   | <b>99</b>   | <b>185</b>  | <b>67</b>   | <b>191</b>  | <b>160</b>  |
| Extra item                               | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Net profit</b>                        | <b>99</b>   | <b>185</b>  | <b>67</b>   | <b>191</b>  | <b>160</b>  |
| <b>EPS (Bt)</b>                          | <b>0.05</b> | <b>0.09</b> | <b>0.03</b> | <b>0.09</b> | <b>0.08</b> |

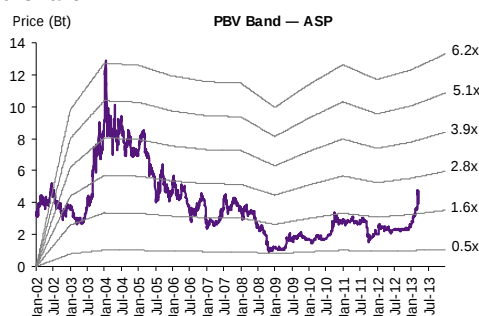
## Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31            | 4Q11         | 1Q12         | 2Q12         | 3Q12         | 4Q12         |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cash                      | 1,512        | 382          | 1,333        | 560          | 528          |
| Investments               | 1,244        | 1,826        | 1,583        | 2,295        | 2,144        |
| Net loans                 | 2,522        | 2,641        | 3,371        | 4,100        | 4,410        |
| <b>Total assets</b>       | <b>6,443</b> | <b>7,132</b> | <b>7,478</b> | <b>7,899</b> | <b>8,281</b> |
| <b>Total liabilities</b>  | <b>2,467</b> | <b>2,924</b> | <b>3,470</b> | <b>3,872</b> | <b>4,100</b> |
| Paid-up capital (Bt1 par) | 2,106        | 2,106        | 2,106        | 2,106        | 2,106        |
| <b>Total Equities</b>     | <b>3,976</b> | <b>4,208</b> | <b>4,008</b> | <b>4,027</b> | <b>4,181</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>          | <b>1.89</b>  | <b>2.00</b>  | <b>1.90</b>  | <b>1.91</b>  | <b>1.99</b>  |

## Key Assumptions and Financial Ratios

|                             | 4Q11   | 1Q12   | 2Q12   | 3Q12   | 4Q12   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Market share (%)            | 4.56   | 4.45   | 3.94   | 4.12   | 3.98   |
| Daily market T/O            | 19,503 | 26,886 | 25,041 | 27,294 | 33,019 |
| Commission rate (%)         | 0.20   | 0.19   | 0.20   | 0.19   | 0.19   |
| Yield on investment (%)     | 10.34  | 9.66   | 10.94  | 8.38   | 5.41   |
| Return on investment (%)    | 32.80  | 44.59  | 5.57   | 37.86  | 17.44  |
| Cost to income (%)          | 70.07  | 60.54  | 75.05  | 59.59  | 62.38  |
| D/E (x)                     | 0.62   | 0.69   | 0.87   | 0.96   | 0.98   |
| Operating profit margin (%) | 23.25  | 32.58  | 18.28  | 33.25  | 28.24  |
| ROA (%)                     | 6.17   | 10.35  | 3.61   | 9.69   | 7.71   |
| ROE (%)                     | 10.00  | 17.55  | 6.73   | 19.00  | 15.28  |

## PBV Band Chart

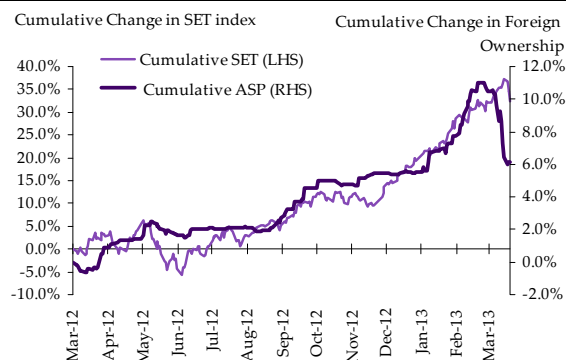


## 12-Month Cumulative directors trade

N/A

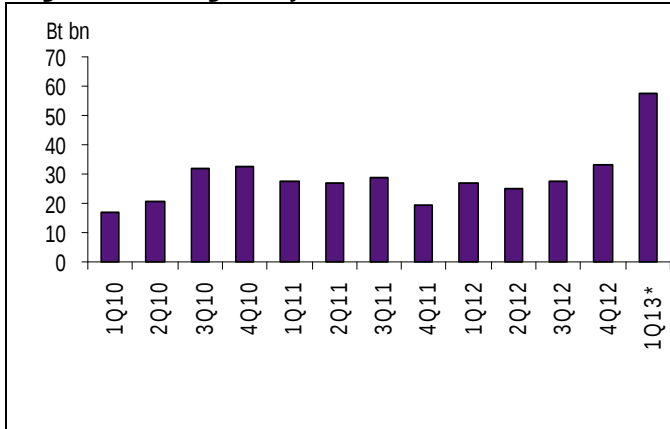
Source: SEC

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



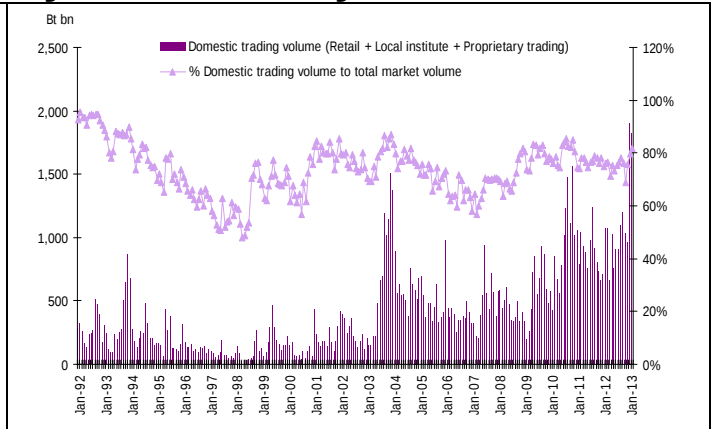
Source: SET, SCBS Investment Research

**Figure 1: Average daily market turnover**



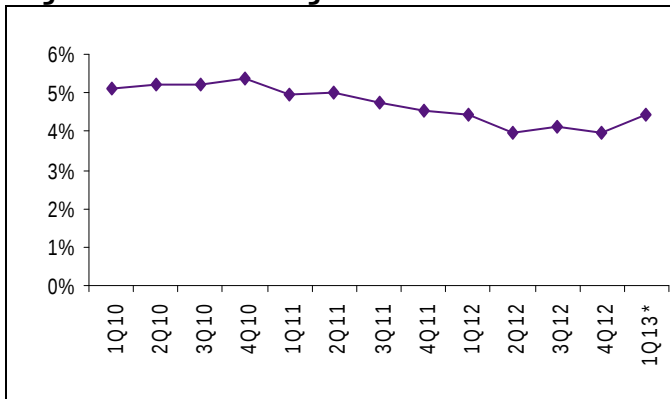
Source: SET and SCBS Investment Research; Note: 1Q13 as of March 20

**Figure 2: Domestic trading volume**



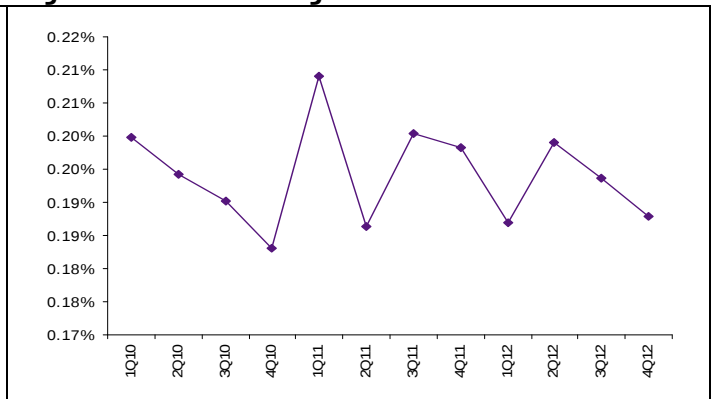
Source: SET and SCBS Investment Research

**Figure 3: ASP's brokerage market share**



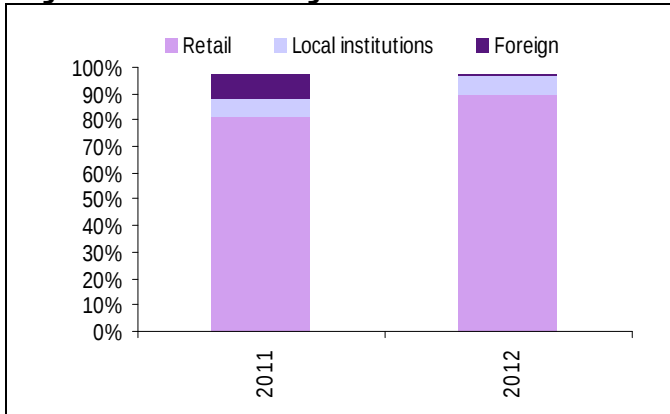
Source: SET and SCBS Investment Research; Note: 1Q13 as of March 20

**Figure 4: ASP's brokerage commission rate**



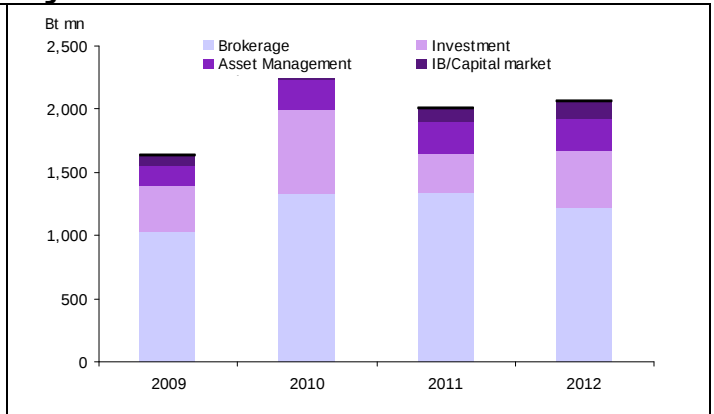
Source: ASP and SCBS Investment Research

**Figure 5: ASP's brokerage client mix**



Source: ASP and SCBS Investment Research

**Figure 6: ASP's income mix**



Source: ASP and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



## ชื่อ

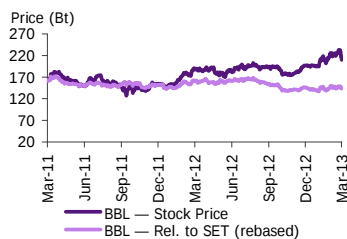
## ราคาหุ้นจะปรับตัวขึ้นมาในระดับเดียวกับธนาคารอื่นๆ

### Stock data

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 210.00 |
| 12-m target price (Bt)      | 260.00 |
| Upside (Downside) to TP (%) | 23.81  |
| Mkt cap (Btbn)              | 400.86 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 13,695 |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Bloomberg code             | BBL TB      |
| Reuters code               | BBL.BK      |
| Risk rating                | L           |
| Mkt cap (%) SET            | 3.08        |
| Sector % SET               | 18.47       |
| Shares issued (mn)         | 1,909       |
| Par value (Bt)             | 10          |
| 12-m high / low (Bt)       | 236 / 169.5 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 34.38       |
| Foreign limit / actual (%) | 25 / 25     |
| Free float (%)             | 97.7        |
| Dividend policy (%)        | NA          |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M   | 3M   | 12M   |
|-----------------|------|------|-------|
| Absolute        | -7.1 | 6.9  | 11.1  |
| Relative to SET | -3.2 | -0.6 | -10.3 |

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

แนวโน้มที่การลงทุนของประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นโดยได้รับแรงกระตุ้นจากโครงการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทของรัฐบาล จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยหนุนให้ราคาหุ้น BBL (+1 SD, +236% หลังฟื้นตัวจากวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์) ปรับตัวขึ้นมาในระดับเดียวกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารเป็นอย่างน้อย (+2 SD, +335% หลังฟื้นตัวจากวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์) การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจในส่วนที่สูงที่สุดและสมดุลแข็งแกร่งที่สุดทำให้ BBL มีความพร้อมมากที่สุดที่จะคว้าโอกาสขยายสินเชื่อที่เกิดจากวัฏจักรการลงทุน

มีแนวโน้มได้ประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มการขยายตัวของการลงทุน การปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจในส่วนที่สูงที่สุดทำให้ BBL มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการขยายตัวของการลงทุนภาคเอกชนที่ได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) โครงการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ 2) การลงทุนระหว่างประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) และ 3) การดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเพิ่มมากขึ้นในต่างจังหวัด BBL มองว่ามีโอกาสสูงที่การลงทุนภาคเอกชนจะเติบโตถึง 12-15% ในปี 2556 สูงกว่าระดับที่ธนาคารคาดการณ์ไว้ที่ 8% BBL มีความมั่นใจมากขึ้นว่าโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานจะเกิดขึ้นได้จริง เนื่องจากมี พ.ร.บ.กู้เงินเพื่อการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานที่วางกรอบแผนการลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานระบบคมนาคมขนส่งวงเงิน 2 ล้านล้านบาท ในปี 2556-2563 ซึ่งจะจัดสรรงบประมาณและจัดหาแหล่งเงินทุนให้กับโครงการและจัดความไม่แน่นอนที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงรัฐบาล ความแน่นอนมากขึ้นของโครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานน่าจะช่วยหนุนให้การลงทุนภาคเอกชนที่เกี่ยวข้องกับการลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น เราเชื่อว่า BBL จะกลับมาใช้อัตราการขยายตัวของสินเชื่อเป็นตัวเลขสองหลักที่ 11% ในระหว่างปี 2556-2558 จาก 9% ในปี 2555

งบดุลแข็งแกร่งมาก BBL จะยึดหลักอนุรักษ์นิยมต่อไปด้วยการรักษางบดุลที่แข็งแกร่งโดยมีสภาพคล่องสูง (ปัจจุบันมีสัดส่วนประมาณ 1 ใน 3 ของสินทรัพย์ทั้งหมด) คงอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝากไว้ต่ำกว่า 90% LLR coverage สูงสุด (207% ณ สิ้นปี 2555) และฐานเงินกองทุนที่แข็งแกร่ง โดยมีเงินกองทุนชั้นที่ 1 อยู่ที่ 11% งบดุลของ BBL แข็งแกร่งมากที่สุดในกลุ่มธนาคารในทุกๆ ด้าน ซึ่งช่วยหนุนให้ BBL มีความพร้อมมากที่สุดที่จะคว้าโอกาสขยายสินเชื่อที่เกิดจากการขยายการลงทุน

เร่งขยายธุรกิจ bancassurance BLA ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโต 41% ในปี 2556 เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจากอันดับ 6 ขึ้นมาเป็นอันดับ 5 ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้รายได้จากธุรกิจ bancassurance (ขายประกันผ่านธนาคาร) ของ BBL เติบโตเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้เพื่อให้บรรลุเป้าหมายดังกล่าว BLA จะกลับมาเน้นขายผลิตภัณฑ์ที่สะสมทรัพย์ระยะสั้น ซึ่งตรงกับความต้องการของลูกค้า BBL และความเชี่ยวชาญของธนาคาร แผนการดังกล่าวทำให้เรามั่นใจมากขึ้นว่า BBL จะสามารถขยายรายได้ค่าธรรมเนียมได้ถึงเป้าที่ธนาคารวางไว้ที่ 10% ในปี 2556 จาก 6% ในปี 2555 ทั้งนี้ตั้งแต่ปี 2552 เป็นต้นมา รายได้ค่าธรรมเนียมของ BBL เติบโตเพิ่มขึ้นตามเบี้ยประกันรับรายใหม่ที่เพิ่มขึ้นของ BLA โดยรายได้ค่าธรรมเนียมของ BBL เติบโต 11% ในปี 2552, 9% ในปี 2553, 5% ในปี 2554, และ 6% ในปี 2555 เทียบกับเบี้ยประกันรับรายใหม่ของ BLA ที่เติบโต 65% ในปี 2552, 32% ในปี 2553, -9.1% ในปี 2554, และ 6% ในปี 2555

หุ้นเด่นตัวใหม่ของกลุ่มธนาคาร เรายังคงเลือก BBL เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มธนาคาร และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 260 บาท (1.65 เท่าของ BVPS ปี 2556 อิงกับ ROE ระยะยาว 13.9% cost of equity 10.81% และอัตราเติบโตระยะยาว 6%) เราเลือก BBL เป็นหุ้นเด่น เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) BBL มีแนวโน้มที่จะเป็นธนาคารที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการขยายการลงทุนของประเทศไทย 2) BBL มีงบดุลที่แข็งแกร่งในทุกๆ ด้าน และ 3) BBL เป็นหุ้นธนาคารที่ราคาปรับขึ้นมาน้อยที่สุดหลังวิกฤตแฮมเบอร์เกอร์

### Forecasts and valuation

| FY Dec               | Unit    | 2011   | 2012   | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Pre-provision profit | (Bt mn) | 39,365 | 40,269 | 45,490 | 50,732 | 56,334 |
| Net profit           | (Bt mn) | 27,338 | 33,021 | 38,469 | 43,431 | 48,445 |
| PPP/Sh               | (Bt)    | 20.62  | 21.10  | 23.83  | 26.58  | 29.51  |
| EPS                  | (Bt)    | 14.32  | 17.30  | 20.15  | 22.75  | 25.38  |
| BVPS                 | (Bt)    | 127.73 | 143.30 | 158.00 | 173.70 | 191.12 |
| DPS                  | (Bt)    | 6.00   | 6.50   | 7.05   | 7.96   | 8.88   |
| PER                  | (x)     | 14.66  | 12.14  | 10.42  | 9.23   | 8.27   |
| P/PPP                | (x)     | 10.18  | 9.95   | 8.81   | 7.90   | 7.12   |
| EPS growth           | (%)     | 11.16  | 20.79  | 16.50  | 12.90  | 11.55  |
| PBV                  | (x)     | 1.64   | 1.47   | 1.33   | 1.21   | 1.10   |
| ROE                  | (%)     | 11.53  | 12.77  | 13.38  | 13.72  | 13.91  |
| Dividend yields      | (%)     | 2.86   | 3.10   | 3.36   | 3.79   | 4.23   |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                  | 2011          | 2012          | 2013F         | 2014F         | 2015F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Interest & dividend income      | 81,827        | 95,260        | 103,709       | 114,846       | 126,738       |
| Interest expense                | 29,131        | 40,308        | 41,679        | 46,706        | 52,218        |
| <b>Net interest income</b>      | <b>52,696</b> | <b>54,952</b> | <b>62,029</b> | <b>68,140</b> | <b>74,520</b> |
| Non-interest income             | 29,452        | 30,376        | 32,967        | 35,812        | 38,934        |
| Non-interest expenses           | 36,059        | 37,860        | 39,923        | 42,414        | 45,081        |
| Earnings before tax & provision | 46,089        | 47,467        | 55,074        | 61,538        | 68,373        |
| Tax                             | 6,497         | 7,213         | 9,610         | 10,847        | 12,097        |
| Equities & minority interest    | 227           | (15)          | (27)          | (41)          | (58)          |
| Core pre-provision profit       | 39,365        | 40,269        | 45,490        | 50,732        | 56,334        |
| Provision                       | 12,027        | 7,248         | 7,022         | 7,301         | 7,890         |
| <b>Core net profit</b>          | <b>27,338</b> | <b>33,021</b> | <b>38,469</b> | <b>43,431</b> | <b>48,445</b> |
| Extra item                      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net profit</b>               | <b>27,338</b> | <b>33,021</b> | <b>38,469</b> | <b>43,431</b> | <b>48,445</b> |
| <b>EPS (Bt)</b>                 | <b>14.32</b>  | <b>17.30</b>  | <b>20.15</b>  | <b>22.75</b>  | <b>25.38</b>  |
| DPS (Bt)                        | 6.00          | 6.50          | 7.05          | 7.96          | 8.88          |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 2011             | 2012             | 2013F            | 2014F            | 2015F            |
|-----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Cash                        | 45,289           | 46,432           | 47,124           | 47,954           | 48,864           |
| Interbank assets            | 258,072          | 354,988          | 358,788          | 366,288          | 413,288          |
| Investments                 | 328,775          | 413,197          | 413,197          | 413,197          | 413,197          |
| <b>Gross loans</b>          | <b>1,470,398</b> | <b>1,604,391</b> | <b>1,780,874</b> | <b>1,976,770</b> | <b>2,194,215</b> |
| Accrued interest receivable | 4,161            | 4,335            | 4,335            | 4,335            | 4,335            |
| Loan loss reserve           | 84,738           | 87,588           | 94,610           | 101,911          | 109,801          |
| <b>Net loans</b>            | <b>1,389,822</b> | <b>1,521,138</b> | <b>1,690,599</b> | <b>1,879,194</b> | <b>2,088,749</b> |
| <b>Total assets</b>         | <b>2,106,912</b> | <b>2,418,838</b> | <b>2,595,016</b> | <b>2,794,258</b> | <b>3,054,134</b> |
| Deposits                    | 1,587,834        | 1,834,654        | 1,989,132        | 2,158,407        | 2,385,040        |
| Interbank liabilities       | 90,817           | 127,088          | 127,088          | 127,088          | 127,088          |
| Borrowings                  | 116,928          | 108,758          | 108,758          | 108,758          | 108,758          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>1,862,226</b> | <b>2,145,224</b> | <b>2,293,341</b> | <b>2,462,616</b> | <b>2,689,249</b> |
| Minority interest           | 872              | 71               | 71               | 71               | 71               |
| Paid-up capital             | 19,088           | 19,088           | 19,088           | 19,088           | 19,088           |
| <b>Total Equities</b>       | <b>243,815</b>   | <b>273,543</b>   | <b>301,604</b>   | <b>331,571</b>   | <b>364,815</b>   |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>127.73</b>    | <b>143.30</b>    | <b>158.00</b>    | <b>173.70</b>    | <b>191.12</b>    |

### Key Assumptions and Financial Ratios

|                                   | 2011   | 2012   | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Growth</b>                     |        |        |        |        |        |
| YoY loan growth                   | 17.06  | 9.11   | 11.00  | 11.00  | 11.00  |
| YoY fee & insurance income growth | 4.88   | 5.49   | 10.00  | 10.00  | 10.00  |
| <b>Profitability</b>              |        |        |        |        |        |
| Yield on earn'g assets (%)        | 4.15   | 4.30   | 4.21   | 4.33   | 4.39   |
| Cost on int-bear'g liab (%)       | 1.69   | 2.09   | 1.94   | 2.02   | 2.08   |
| Spread (%)                        | 2.46   | 2.22   | 2.27   | 2.30   | 2.31   |
| Net interest margin (%)           | 2.67   | 2.48   | 2.52   | 2.57   | 2.58   |
| ROE (%)                           | 11.53  | 12.77  | 13.38  | 13.72  | 13.91  |
| <b>Asset Quality</b>              |        |        |        |        |        |
| NPLs/Total Loans (%)              | 2.90   | 2.64   | 2.75   | 2.61   | 2.49   |
| LLR/NPLs (%)                      | 199.04 | 206.94 | 193.34 | 197.48 | 201.21 |
| Provision expense/Total loans (%) | 0.82   | 0.45   | 0.39   | 0.37   | 0.36   |
| <b>Liquidity</b>                  |        |        |        |        |        |
| Loans/Deposits & borrowings (%)   | 86.25  | 82.56  | 84.89  | 87.19  | 87.99  |
| <b>Efficiency</b>                 |        |        |        |        |        |
| Cost to income ratio (%)          | 45.66  | 46.08  | 43.47  | 42.08  | 40.87  |
| <b>Capital Fund</b>               |        |        |        |        |        |
| Capital adequacy ratio (%)        | 15.35  | 14.96  | 16.30  | 16.31  | 16.26  |
| Tier-1 (%)                        | 12.21  | 11.95  | 13.51  | 13.77  | 13.96  |
| Tier-2 (%)                        | 3.14   | 3.01   | 2.79   | 2.54   | 2.30   |

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                  | 4Q11          | 1Q12          | 2Q12          | 3Q12          | 4Q12          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Interest & dividend income      | 22,465        | 22,460        | 23,325        | 24,201        | 25,274        |
| Interest expense                | 8,595         | 9,237         | 9,392         | 10,203        | 11,476        |
| <b>Net interest income</b>      | <b>13,870</b> | <b>13,223</b> | <b>13,933</b> | <b>13,998</b> | <b>13,799</b> |
| Non-interest income             | 7,112         | 7,672         | 8,093         | 7,180         | 7,430         |
| Non-interest expenses           | 10,616        | 8,523         | 9,840         | 9,158         | 10,340        |
| Earnings before tax & provision | 10,366        | 12,373        | 12,187        | 12,019        | 10,889        |
| Tax                             | (2,628)       | 2,749         | 1,663         | 2,692         | 109           |
| Equities & minority interest    | 37            | 6             | (14)          | (15)          | 8             |
| Core pre-provision profit       | 12,957        | 9,618         | 10,538        | 9,342         | 10,772        |
| Provision                       | 7,046         | 1,534         | 1,664         | 1,540         | 2,512         |
| <b>Core net profit</b>          | <b>5,911</b>  | <b>8,084</b>  | <b>8,874</b>  | <b>7,803</b>  | <b>8,260</b>  |
| Extra item                      | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net profit</b>               | <b>5,911</b>  | <b>8,084</b>  | <b>8,874</b>  | <b>7,803</b>  | <b>8,260</b>  |
| <b>EPS (Bt)</b>                 | <b>3.10</b>   | <b>4.24</b>   | <b>4.65</b>   | <b>4.09</b>   | <b>4.33</b>   |

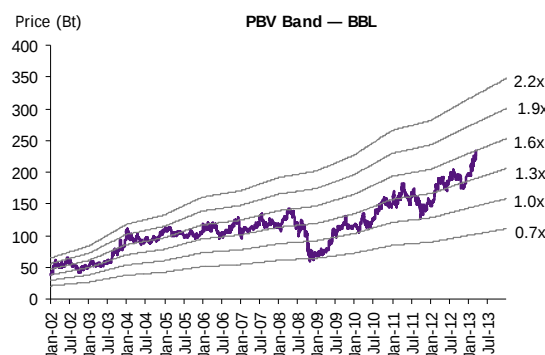
### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 4Q11             | 1Q12             | 2Q12             | 3Q12             | 4Q12             |
|-----------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Cash                        | 45,289           | 36,214           | 39,979           | 37,062           | 46,432           |
| Interbank assets            | 258,072          | 317,886          | 300,856          | 388,813          | 354,988          |
| Investments                 | 328,775          | 337,603          | 325,054          | 377,987          | 413,197          |
| <b>Gross loans</b>          | <b>1,470,398</b> | <b>1,510,238</b> | <b>1,541,513</b> | <b>1,550,269</b> | <b>1,604,391</b> |
| Accrued interest receivable | 4,161            | 3,751            | 3,887            | 4,166            | 4,335            |
| Loan loss reserve           | 84,738           | 82,848           | 84,855           | 85,862           | 87,588           |
| <b>Net loans</b>            | <b>1,389,822</b> | <b>1,431,141</b> | <b>1,460,545</b> | <b>1,468,572</b> | <b>1,521,138</b> |
| <b>Total assets</b>         | <b>2,106,912</b> | <b>2,205,637</b> | <b>2,208,553</b> | <b>2,359,393</b> | <b>2,418,838</b> |
| Deposits                    | 1,587,834        | 1,645,469        | 1,672,870        | 1,776,032        | 1,834,654        |
| Interbank liabilities       | 90,817           | 124,472          | 132,823          | 146,640          | 127,088          |
| Borrowings                  | 116,928          | 118,148          | 77,149           | 101,658          | 108,758          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>1,862,226</b> | <b>1,952,573</b> | <b>1,954,407</b> | <b>2,098,358</b> | <b>2,145,224</b> |
| Minority interest           | 872              | 47               | 62               | 51               | 71               |
| Paid-up capital             | 19,088           | 19,088           | 19,088           | 19,088           | 19,088           |
| <b>Total Equities</b>       | <b>243,815</b>   | <b>253,016</b>   | <b>254,084</b>   | <b>260,985</b>   | <b>273,543</b>   |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>127.73</b>    | <b>132.55</b>    | <b>133.11</b>    | <b>136.72</b>    | <b>143.30</b>    |

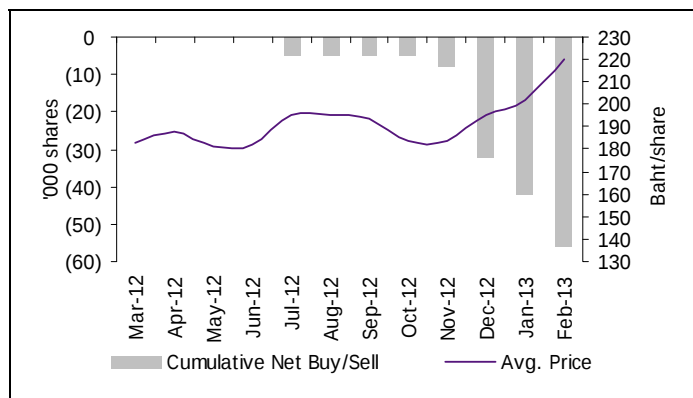
### Financial Ratios

|                                   | 4Q11   | 1Q12   | 2Q12   | 3Q12   | 4Q12   |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| YoY loan growth                   | 17.06  | 15.72  | 13.08  | 10.66  | 9.11   |
| YoY fee & insurance income growth | (6.37) | (3.05) | 1.32   | 6.01   | 19.36  |
| Yield on earn'g assets (%)        | 4.47   | 4.25   | 4.31   | 4.32   | 4.31   |
| Cost on int-bear'g liab (%)       | 1.92   | 2.01   | 1.99   | 2.09   | 2.24   |
| Net interest margin (%)           | 2.76   | 2.50   | 2.57   | 2.50   | 2.35   |
| Cost to income ratio (%)          | 53.03  | 42.76  | 46.54  | 44.76  | 50.11  |
| NPLs/Total Loans (%)              | 2.90   | 2.84   | 2.94   | 2.89   | 2.64   |
| LLR/NPLs (%)                      | 199.04 | 193.14 | 187.14 | 191.84 | 206.94 |
| Provision expense/Total loans (%) | 1.92   | 0.41   | 0.43   | 0.40   | 0.63   |

### PBV Band Chart

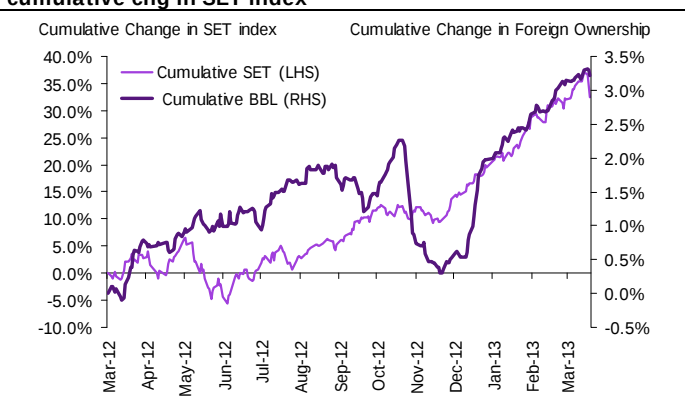


### 12-Month Cumulative directors trade



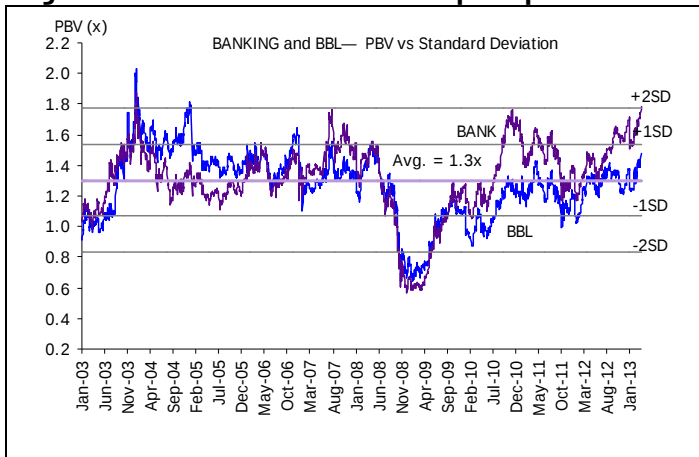
Source: SEC

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



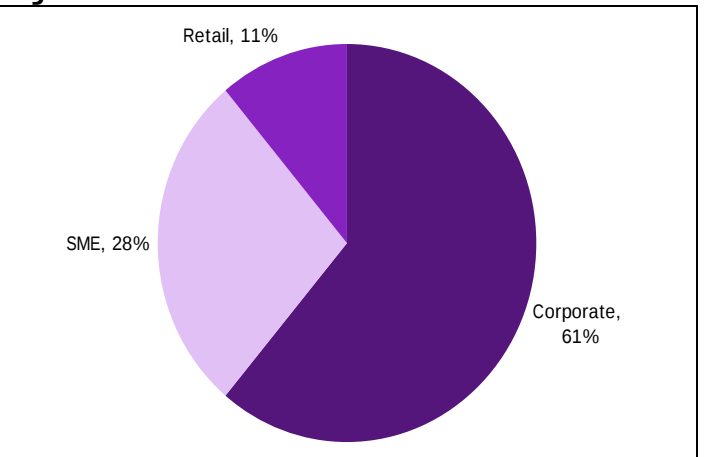
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BBL and SETBANK's share price performance



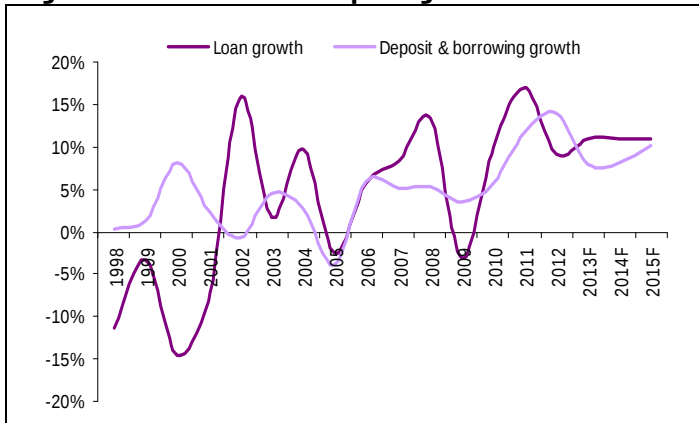
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's loan mix



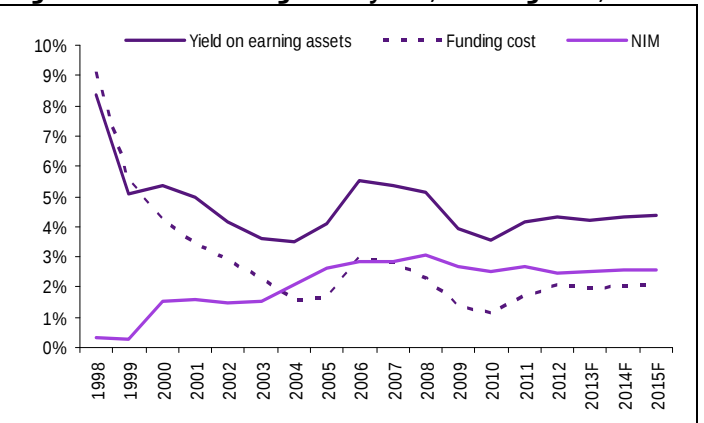
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 3: BBL's loan and deposit growth



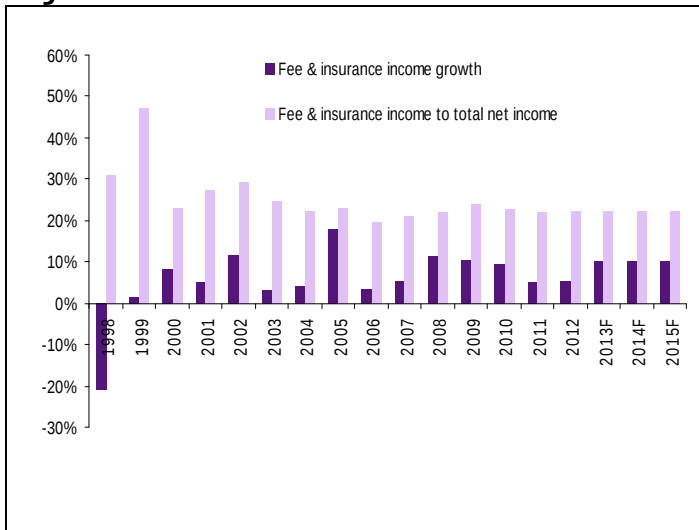
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 4: BBL's earning asset yield, funding cost, NIM



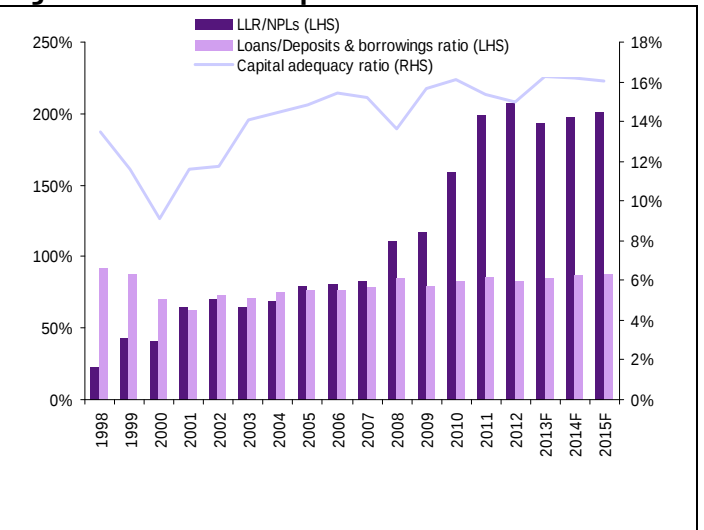
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: Fee income



Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: Balance sheet positions



Source: BBL and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



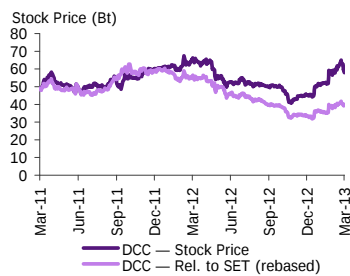
## ชื่อ

### Stock Data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 58.00 |
| 12-m target price (Bt)      | 70.00 |
| Upside (Downside) to TP (%) | 20.69 |
| Mkt cap (Btbn)              | 23.66 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 808   |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Bloomberg code             | DCC TB      |
| Reuters code               | DCC.BK      |
| Risk rating                | L           |
| Mkt cap (%) SET            | 0.18        |
| Sector % SET               | 6.10        |
| Shares issued (mn)         | 408         |
| Par value (Bt)             | 1           |
| 12-m high / low (Bt)       | 66.5 / 40.3 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 1.89        |
| Foreign limit / actual (%) | 35 / 15     |
| Free float (%)             | 36.8        |
| Dividend policy (%)        | ≥ 70        |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M   | 3M   | 12M   |
|-----------------|------|------|-------|
| Absolute        | -2.1 | 28.9 | -12.5 |
| Relative to SET | 1.9  | 19.9 | -29.3 |

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิษฐา, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

## ราคาหุ้นยัง laggard กังๆ ที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

DCC เป็นหุ้นที่ราคายัง laggard ตลาดอย่างมาก โดยเทรดต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2555 อยู่ 14% ในขณะที่ตลาดปรับตัวขึ้นมาแล้ว 27% ทั้ง ๆ ที่ความสำเร็จในการปรับปรุงธุรกิจในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาจะช่วยหนุนให้กำไรของบริษัทกลับมาเติบโตเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่ากำไรของ DCC จะเติบโตสูงถึง 25% ในปีนี้ จากที่เกือบจะไม่เติบโตเลยในปีก่อน ราคาเป้าหมายของเราที่ 70 บาท สะท้อน capital gain ถึง 21% บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลอีก 7% แนะนำ “ซื้อ”

ธุรกิจปรับตัวดีขึ้นมาก DCC ประสบความสำเร็จในการปรับราคาขายผลิตภัณฑ์เฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 129 บาท/ตร.ม. ในปี 2555 เป็น 135 บาท/ตร.ม. (+5%) เมื่อกลางเดือน ม.ค. 56 และ 139 บาท/ตร.ม. (+8%) เมื่อกลางเดือน ก.พ. 56 ทั้งนี้แม้ราคาขายปรับขึ้น แต่ปริมาณขายก็ยังคงปรับเพิ่มขึ้นเป็นตัวเลขสองหลักในเดือน ม.ค.-ก.พ. 56 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยหลายอย่างด้วยกัน ได้แก่ 1) อุปสงค์จำนวนมากในตลาด; 2) การออกผลิตภัณฑ์ใหม่ในไตรมาส 4/55 ซึ่งได้รับการตอบรับเป็นอย่างดีจากลูกค้า ผลิตภัณฑ์ใหม่ดังกล่าว คือ “กระเบื้องเซรามิกปูพื้นแบบขัดขอบ” ขนาด 16"x16" ซึ่งราคาถูกกว่ากระเบื้องแกรนิตได้นำเข้า ดังนั้นจึงน่าจะสามารถชิงส่วนแบ่งตลาดบางส่วนมาจากตลาดกระเบื้องแกรนิตได้นำเข้าได้ DCC วางแผนเพิ่มสัดส่วนกระเบื้องเซรามิกปูพื้นแบบขัดขอบ ขนาด 16"x16" จาก 3-4% ของปริมาณขายทั้งหมดในปัจจุบัน เป็น 35-40% ในขณะที่ราคาขายเฉลี่ยของผลิตภัณฑ์นี้สูงกว่าเกรดทั่วไปอยู่ 20% แต่ต้นทุนการผลิตสูงกว่าเกรดทั่วไปเพียง 5%; และ 3) ปัญหาโลจิสติกส์ที่เกิดขึ้นในปีก่อน คลี่คลายลงเพราะระยะเวลาจ่ายเงินสั้นลงและใช้รถบรรทุกที่มีขนาดใหญ่ขึ้น ในด้านของต้นทุน ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (30% ของต้นทุนทั้งหมด) ดูเหมือนจะมีน้อยลง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่ค่อนข้างทรงตัวและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นมา 5% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐนับตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน

คาดการณ์กำไรปี 2556 เติบโตสูงถึง 25% การเปลี่ยนแปลงในทางที่ดีขึ้นในระยะหลังนี้น่าจะส่งผลทำให้การปรับลดประมาณการกำไรที่เกิดขึ้นหลายครั้งในปีที่ผ่านมาสิ้นสุดลง เราคาดว่า DCC จะรายงานกำไรปี 2556 เติบโต 25% สู่จำนวน 1.6 พันล้านบาท สูงกว่าประมาณการของตลาดอยู่ 6% โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัย 2 อย่าง คือ 1) ปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น 8.5% เพราะมีอุปสงค์จำนวนมากในตลาด (และยังเกิดจากฐานต่ำในปีก่อนเพราะขาดแคลนรถบรรทุกในช่วงครึ่งแรกปี 55 ด้วย) 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 40% (+0.8% YoY) เนื่องจากต้นทุนค่าก๊าซที่สูงขึ้น (+10% YoY) จะได้รับการชดเชยมากเกินพอจาก economies of scale ที่ดีขึ้น รวมถึงราคาขายเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้นเป็น 134 บาท/ตร.ม. (+4% YoY) และการปรับส่วนผสมการขายให้เหมาะสมที่สุด การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า ปริมาณขายและราคาขายเฉลี่ยที่ปรับเพิ่มขึ้นทุก ๆ 1% จะช่วยหนุนให้กำไรของ DCC เพิ่มขึ้น 1% และ 3.5% ตามลำดับ ในขณะที่ต้นทุนค่าก๊าซที่เพิ่มขึ้นทุก ๆ 1% จะส่งผลกระทบทำให้กำไรของ DCC ลดลง 1.5%

หุ้น laggard play ที่ยังเทรดอยู่ในระดับต่ำ DCC เป็นหุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ดังเห็นได้จากการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา: DCC -11% เทียบกับ SETCONMAT +31% และ SET +24% นอกจากนี้ DCC ก็ยังเทรดในระดับต่ำด้วย โดยเทรดที่ PE ปี 2556 ระดับ 15 เท่า (+0.5SD PE เฉลี่ย 10 ปี) เทียบกับ EPS growth เฉลี่ย 3 ปีที่ 20%

ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด การคาดการณ์ถึงฐานะเงินสดสุทธิในปี 2556 และไม่มีแผนลงทุนในโครงการขนาดใหญ่ ทำให้ DCC ตั้งเป้าคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ที่ระดับ 100% ซึ่งหมายความว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลของบริษัทจะยังอยู่ในระดับที่น่าดึงดูดที่ 7% ในปี 2556 สูงกว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลเฉลี่ย 10 ปีที่ 6.2%

คงคำแนะนำ “ซื้อ” เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” DCC ด้วยราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 70 บาท โดยอิงกับ PE 18 เท่า (+1.5SD PE เฉลี่ย 10 ปี) ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงของปริมาณขาย ราคาขายเฉลี่ย และต้นทุนก๊าซ เราชอบ DCC เพราะธุรกิจของบริษัทปรับตัวดีขึ้นโดยกำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง การเป็นหุ้น laggard ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำ และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F  |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Revenue          | (Btmn) | 7,207 | 7,603 | 8,507 | 9,280 | 10,122 |
| EBITDA           | (Btmn) | 2,004 | 1,844 | 2,153 | 2,496 | 2,877  |
| Core profit      | (Btmn) | 1,243 | 1,255 | 1,569 | 1,838 | 2,138  |
| Reported profit  | (Btmn) | 1,243 | 1,255 | 1,569 | 1,838 | 2,138  |
| Core EPS         | (Bt)   | 3.05  | 3.08  | 3.84  | 4.50  | 5.24   |
| DPS              | (Bt)   | 3.05  | 3.08  | 3.84  | 4.50  | 5.24   |
| P/E, core        | (x)    | 19.0  | 18.8  | 15.1  | 12.9  | 11.1   |
| EPS growth, core | (%)    | 5.8   | 1.0   | 24.9  | 17.2  | 16.3   |
| P/BV, core       | (x)    | 8.88  | 8.76  | 8.25  | 7.81  | 7.11   |
| ROE              | (%)    | 46.1  | 46.8  | 56.3  | 62.3  | 67.2   |
| Dividend yield   | (%)    | 5.3   | 5.3   | 6.6   | 7.8   | 9.0    |
| EV/EBITDA        | (x)    | 11.9  | 13.2  | 10.9  | 9.3   | 7.9    |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 2011         | 2012         | 2013F        | 2014F        | 2015F        |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | 7,207        | 7,603        | 8,507        | 9,280        | 10,122       |
| Cost of goods sold    | 4,141        | 4,625        | 5,103        | 5,458        | 5,843        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>3,066</b> | <b>2,978</b> | <b>3,405</b> | <b>3,821</b> | <b>4,279</b> |
| SG&A                  | 1,277        | 1,349        | 1,476        | 1,559        | 1,645        |
| Other income          | 20           | 35           | 39           | 43           | 47           |
| Interest expense      | 6            | 16           | 0            | 0            | 0            |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>1,803</b> | <b>1,648</b> | <b>1,968</b> | <b>2,305</b> | <b>2,681</b> |
| Corporate tax         | 555          | 388          | 394          | 461          | 536          |
| Equity a/c profits    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | (5)          | (4)          | (6)          | (6)          | (7)          |
| <b>Core profit</b>    | <b>1,243</b> | <b>1,255</b> | <b>1,569</b> | <b>1,838</b> | <b>2,138</b> |
| Extra-ordinary items  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>1,243</b> | <b>1,255</b> | <b>1,569</b> | <b>1,838</b> | <b>2,138</b> |
| EBITDA                | 2,004        | 1,844        | 2,153        | 2,496        | 2,877        |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>3.05</b>  | <b>3.08</b>  | <b>3.84</b>  | <b>4.50</b>  | <b>5.24</b>  |
| Net EPS (Bt)          | 3.05         | 3.07         | 3.84         | 4.50         | 5.24         |
| DPS (Bt)              | 3.05         | 3.08         | 3.84         | 4.50         | 5.24         |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 2011         | 2012         | 2013F        | 2014F        | 2015F        |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total current assets        | 1,623        | 1,911        | 1,629        | 1,859        | 2,308        |
| Total fixed assets          | 2,665        | 2,848        | 3,080        | 3,304        | 3,324        |
| <b>Total assets</b>         | <b>4,288</b> | <b>4,759</b> | <b>4,710</b> | <b>5,164</b> | <b>5,632</b> |
| Total loans                 | 401          | 842          | 0            | 0            | 0            |
| Total current liabilities   | 1,481        | 1,887        | 1,574        | 1,846        | 1,989        |
| Total long-term liabilities | 143          | 170          | 255          | 278          | 304          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>1,624</b> | <b>2,057</b> | <b>1,829</b> | <b>2,124</b> | <b>2,293</b> |
| Paid-up capital             | 408          | 408          | 408          | 408          | 408          |
| <b>Total equity</b>         | <b>2,664</b> | <b>2,702</b> | <b>2,870</b> | <b>3,029</b> | <b>3,329</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>6.53</b>  | <b>6.62</b>  | <b>7.02</b>  | <b>7.42</b>  | <b>8.16</b>  |

### Cash Flow Statement (Btmn)

| FY December 31                | 2011      | 2012     | 2013F     | 2014F      | 2015F      |
|-------------------------------|-----------|----------|-----------|------------|------------|
| Core Profit                   | 1,243     | 1,255    | 1,569     | 1,838      | 2,138      |
| Depreciation and amortization | 195       | 180      | 185       | 191        | 197        |
| Operating cash flow           | 1,577     | 1,139    | 2,720     | 2,301      | 2,403      |
| Investing cash flow           | (641)     | (363)    | (418)     | (415)      | (216)      |
| Financing cash flow           | (905)     | (767)    | (2,240)   | (1,679)    | (1,838)    |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>30</b> | <b>9</b> | <b>62</b> | <b>207</b> | <b>349</b> |

### Key Financial Ratios

|                           | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F  | 2015F  |
|---------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| Gross margin(%)           | 42.5  | 39.2  | 40.0  | 41.2   | 42.3   |
| Operating margin(%)       | 24.8  | 21.4  | 22.7  | 24.4   | 26.0   |
| EBITDA margin(%)          | 27.8  | 24.3  | 25.3  | 26.9   | 28.4   |
| EBIT margin(%)            | 25.1  | 21.9  | 23.1  | 24.8   | 26.5   |
| Net profit margin(%)      | 17.3  | 16.5  | 18.4  | 19.8   | 21.1   |
| ROE (%)                   | 47.4  | 47.3  | 55.5  | 61.6   | 65.1   |
| ROA (%)                   | 28.8  | 26.1  | 32.6  | 34.9   | 37.3   |
| Net D/E (%)               | 7.9   | 24.2  | (9.1) | (15.5) | (24.5) |
| Interest coverage (x)     | 317.0 | 116.7 | N.A.  | N.A.   | N.A.   |
| Debt service coverage (x) | 313.3 | 4.4   | N.A.  | N.A.   | N.A.   |
| Payout Ratio (%)          | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0  | 100.0  |

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 4Q11        | 1Q12        | 2Q12        | 3Q12        | 4Q12        |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total revenue         | 1,634       | 2,093       | 1,883       | 1,777       | 1,851       |
| Cost of goods sold    | 971         | 1,264       | 1,145       | 1,078       | 1,139       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>663</b>  | <b>828</b>  | <b>738</b>  | <b>700</b>  | <b>712</b>  |
| SG&A                  | 297         | 347         | 341         | 326         | 334         |
| Other income          | 4           | 3           | 26          | 2           | 4           |
| Interest expense      | 6           | 2           | 2           | 5           | 8           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>364</b>  | <b>483</b>  | <b>421</b>  | <b>371</b>  | <b>374</b>  |
| Corporate tax         | 111         | 109         | 98          | 103         | 79          |
| Equity a/c profits    | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Minority interests    | (1)         | (1)         | (1)         | (2)         | (1)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>253</b>  | <b>373</b>  | <b>322</b>  | <b>267</b>  | <b>294</b>  |
| Extra-ordinary items  | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>Net Profit</b>     | <b>253</b>  | <b>373</b>  | <b>322</b>  | <b>267</b>  | <b>294</b>  |
| EBITDA                | 405         | 527         | 469         | 421         | 426         |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>0.62</b> | <b>0.91</b> | <b>0.79</b> | <b>0.65</b> | <b>0.72</b> |
| Net EPS (Bt)          | 0.62        | 0.91        | 0.79        | 0.65        | 0.72        |

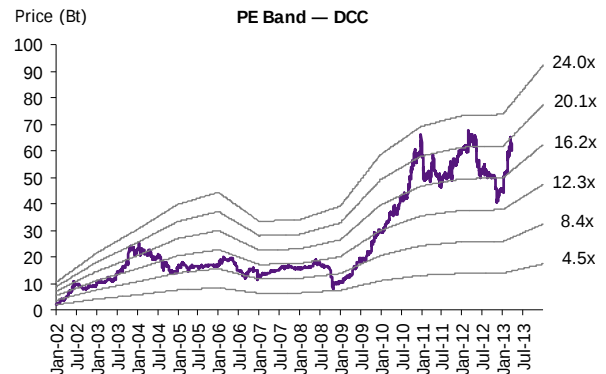
### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 4Q11         | 1Q12         | 2Q12         | 3Q12         | 4Q12         |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total current assets        | 1,638        | 1,756        | 1,650        | 1,857        | 1,911        |
| Total fixed assets          | 2,665        | 2,695        | 2,704        | 2,734        | 2,848        |
| <b>Total assets</b>         | <b>4,303</b> | <b>4,451</b> | <b>4,353</b> | <b>4,592</b> | <b>4,759</b> |
| Total loans                 | 416          | 0            | 321          | 770          | 842          |
| Total current liabilities   | 1,497        | 1,265        | 1,465        | 1,752        | 1,887        |
| Total long-term liabilities | 143          | 158          | 162          | 167          | 170          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>1,640</b> | <b>1,423</b> | <b>1,627</b> | <b>1,919</b> | <b>2,057</b> |
| Paid-up capital             | 408          | 408          | 408          | 408          | 408          |
| <b>Total equity</b>         | <b>2,663</b> | <b>3,028</b> | <b>2,726</b> | <b>2,672</b> | <b>2,702</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>6.53</b>  | <b>7.42</b>  | <b>6.68</b>  | <b>6.55</b>  | <b>6.62</b>  |

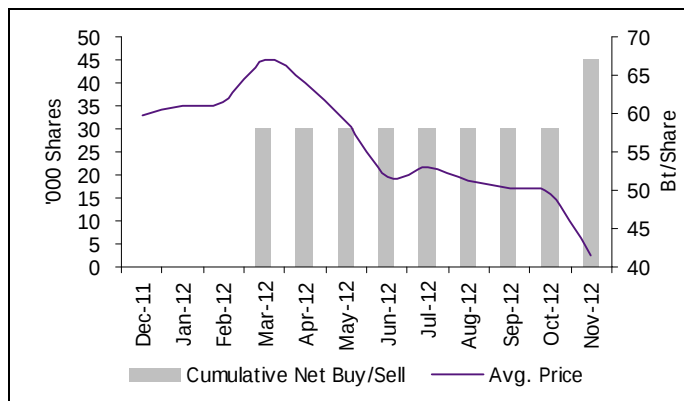
### Main Assumptions

|                              | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Avg selling price (Bt/sqm)   | 129  | 129  | 134   | 135   | 137   |
| Sales volume (mn sqm)        | 55.9 | 58.5 | 63.5  | 68.6  | 74.0  |
| Capacities-year end (mn sqm) | 61.2 | 64.8 | 68.4  | 72.0  | 75.6  |

### PE Band Chart

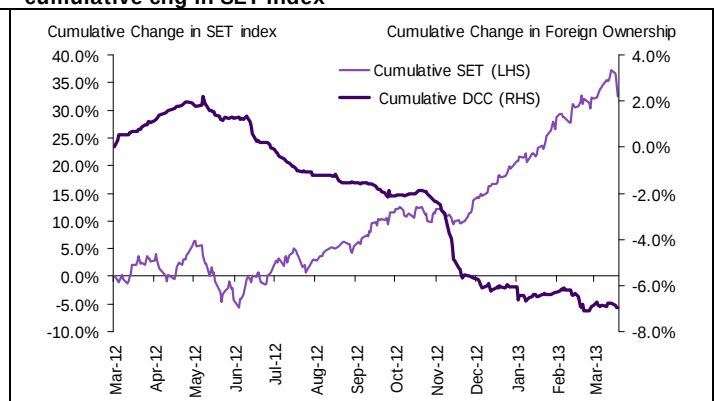


### 12-Month Cumulative directors trade



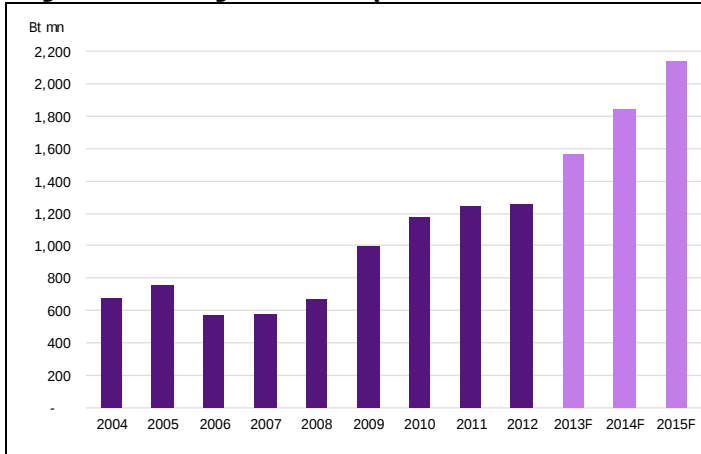
Source: SEC

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



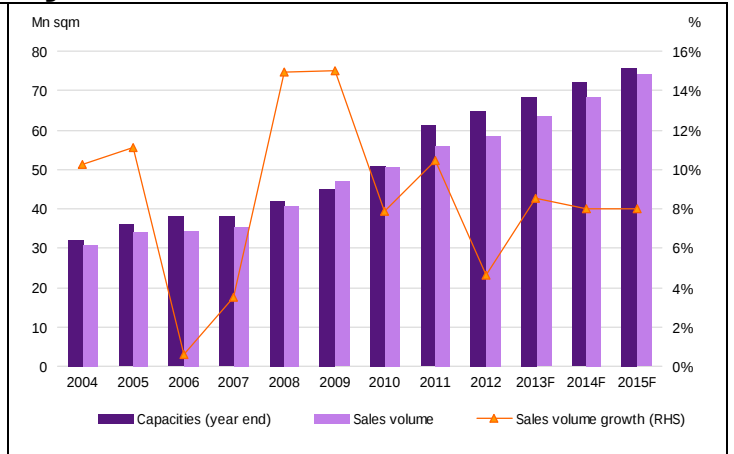
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Earnings to trend up



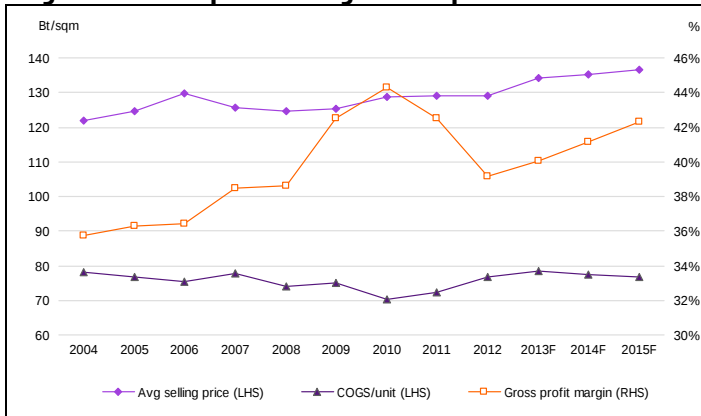
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sales volume on the rise



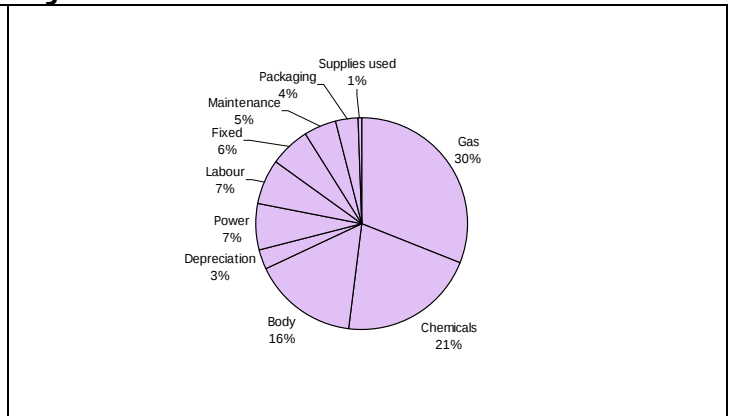
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Gross profit margin to improve



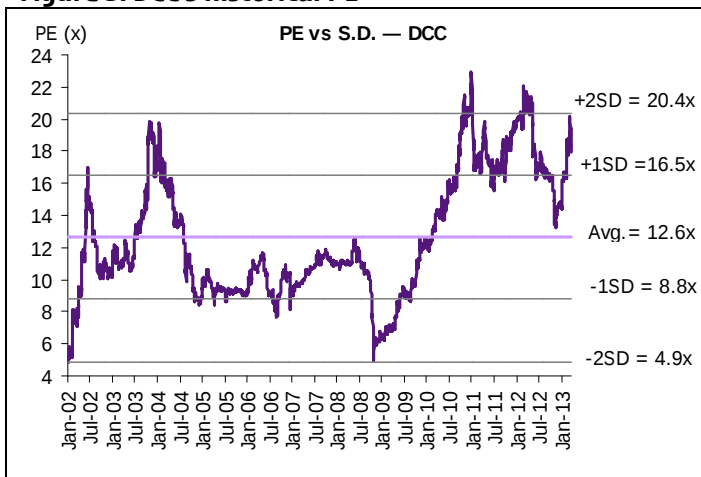
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Cost breakdown in 2012



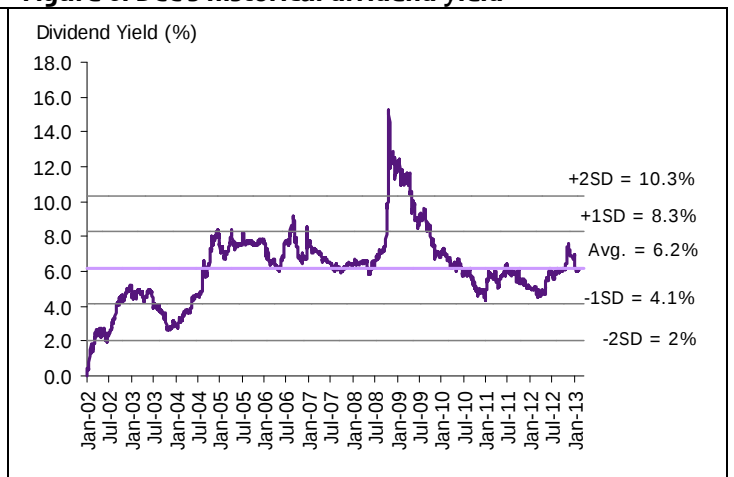
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: DCC's historical PE



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: DCC's historical dividend yield



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



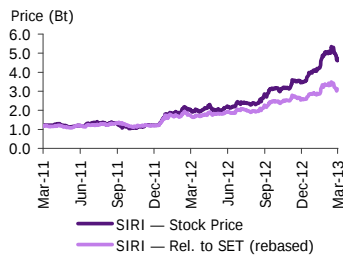
## ชื่อ

### Stock Data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 4.62  |
| 12-m target price (Bt)      | 6.60  |
| Upside (Downside) to TP (%) | 42.86 |
| Mkt cap (Btbn)              | 38.74 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 1,323 |

|                            |           |
|----------------------------|-----------|
| Bloomberg code             | SIRI TB   |
| Reuters code               | SIRI.BK   |
| Risk rating                | H         |
| Mkt cap (%) SET            | 0.30      |
| Sector % SET               | 9.00      |
| Shares issued (mn)         | 8,384     |
| Par value (Bt)             | 1         |
| 12-m high / low (Bt)       | 5.4 / 1.9 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 0.00      |
| Foreign limit / actual (%) | 39 / 18   |
| Free float (%)             | 58.1      |
| Dividend policy (%)        | 50        |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M   | 3M   | 12M   |
|-----------------|------|------|-------|
| Absolute        | -8.5 | 33.5 | 131.0 |
| Relative to SET | -4.7 | 24.2 | 86.6  |

Source: SET, SCBS Investment Research

สิรภรณ์ ฤกษ์นิพัทธ์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

## ผู้นำตลาดที่อยู่อาศัย

**SIRI** ทำยอดขาย YTD ได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ และมากที่สุดใหอตุสาหกรรม และเรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่บริษัทจะปรับเป้ายอดขายทั้งปีเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ยอดขายในระดับสูงเช่นนี้หนุนให้ยอดขายรอรับรายได้เพิ่มขึ้นสู่จุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์และหนุนให้รายได้มีความแน่นอนมากขึ้น โดยจะรองรับรายได้ 68% ของประมาณการรายได้ปี 2556 และ 42% ของประมาณการรายได้ปี 2557 แม้กำไรมีแนวโน้มเติบโตสูง แต่ SIRI เทรตที่ PEG ต่ำเพียง 0.3 เท่าเรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

มีแนวโน้มปรับเป้ายอดขายเพิ่มขึ้น งาน “ไลฟ์คัมส์โฮม” ที่ SIRI จัดขึ้นในเดือน ก.พ. ช่วยหนุนให้ SIRI ทำยอดขาย YTD ได้สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.84 หมื่นล้านบาท เติบโตสูงถึง 68% YoY และคิดเป็น 38% ของเป้ายอดขายที่บริษัทวางไว้ทั้งปี 4.86 หมื่นล้านบาท ยอดขาย YTD สูงกว่าเป้ายอดขายที่บริษัทวางไว้แต่แรกสำหรับไตรมาส 1/56 ที่ 1.8 หมื่นล้านบาทแล้ว ดังนั้น SIRI จึงปรับเป้ายอดขายในไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้นเป็น 2.15 หมื่นล้านบาท เรามองว่ามีความเป็นไปได้สูงมากที่ SIRI จะปรับเป้ายอดขายของทั้งปีเพิ่มขึ้นอีกในอนาคต

กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งและรายได้มีความแน่นอนสูง เราคาดว่ารายได้และกำไรสุทธิในปี 2556 ของ SIRI จะเพิ่มขึ้น 25% YoY และ 30% YoY สู่จำนวน 3.57 หมื่นล้านบาท และ 4.1 พันล้านบาท ตามลำดับ SIRI มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเติบโตสูง YoY ในไตรมาส 1/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้นเป็น 6.5 พันล้านบาทในไตรมาส 1/56 เทียบกับ 4.9 พันล้านบาทในไตรมาส 1/55 SIRI มียอดขายรอรับรายได้นับถึงปัจจุบันรวม 5.81 หมื่นล้านบาท มากที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ยอดขายรอรับรายได้จะทยอยรับรู้เป็นรายได้มากขึ้นเป็น 4 ปีจากปกติ 3 ปี และจะรองรับการรับรู้รายได้ 68% ของประมาณการรายได้ปี 2556 ของเรา และ 42% ของประมาณการรายได้ปี 2557

ได้ประโยชน์จากการขยายตัวของเขตเมือง ในจำนวนบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเรานั้น SIRI กระจายโครงการไปยังตลาดต่างจังหวัดครอบคลุมในวงกว้างมากที่สุด โดยยอดขายในต่างจังหวัดคิดเป็น 30% ของยอดขายทั้งหมดในปี 2555 และคาดว่าจะมีสัดส่วนเท่าเดิมในปีนี้ เรามองว่าตลาดต่างจังหวัดมีแนวโน้มเติบโตที่นำขึ้นเด่นมากที่สุด SIRI มีโครงการอยู่แล้วในภูเก็ต เชียงใหม่ หัวหิน พัทยา ชอนแก่น และเขาใหญ่ และจะเปิดโครงการในจังหวัดใหม่ๆ (ระยอง อุดรธานี โคราช มหาสารคาม ศรีราชา บางแสน และหาดใหญ่) ในไม่ช้านี้ นอกจากนี้บริษัทก็กำลังพิจารณาเปิดโครงการในจังหวัดอื่นๆ ด้วย (พิษณุโลก สุราษฎร์ธานี อุบลราชธานี และกาญจนบุรี) โดยอาจจะเปิดตัวบางโครงการในช่วงครึ่งหลังปี 56 เราเชื่อว่าการขยายธุรกิจไปยังจังหวัดใหม่ๆ จะช่วยสนับสนุนการปรับเป้ายอดขายเพิ่มขึ้น

**SIRI-W1** เปิดโอกาสให้ซื้อหุ้น SIRI ในราคาที่ถูกลง SIRI-W1 มีราคาปิดล่าสุดที่ 3.8 บาท/หน่วย เทียบกับราคาแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญที่ 1.114 บาท/หุ้น (อัตราการใช้สิทธิแปลงสภาพ 1:1.167) ซึ่งหมายความว่าต้นทุนทั้งหมดในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญอยู่ที่ 4.37 บาท/หุ้น หรือถูกกว่าราคาปิดล่าสุดปรับใหม่ของ SIRI ที่ 4.62 บาทอยู่ 8% ทั้งนี้ควรกำหนดแปลงสภาพ SIRI-W1 เป็นหุ้นสามัญครั้งต่อไป คือ สิ้นเดือน มี.ค. เมื่อใช้สมมติฐานว่าออร์แรนท์ที่เหลืออยู่ทั้งหมด 2 พันล้านหน่วยถูกแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ SIRI จะระดมทุนได้ ~2.6 พันล้านบาท ขณะที่ EPS จะปรับลดลง 23%

### Forecasts & valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2011   | 2012   | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue          | (Btmn) | 20,542 | 29,821 | 35,840 | 40,762 | 45,985 |
| EBITDA           | (Btmn) | 3,317  | 4,475  | 5,798  | 6,744  | 7,546  |
| Core Profit      | (Btmn) | 2,003  | 2,949  | 4,075  | 4,841  | 5,485  |
| Reported Profit  | (Btmn) | 2,015  | 3,019  | 4,075  | 4,841  | 5,485  |
| Core EPS         | (Bt)   | 0.30   | 0.41   | 0.52   | 0.61   | 0.70   |
| DPS              | (Bt)   | 0.14   | 0.17   | 0.23   | 0.27   | 0.31   |
| P/E, core        | (x)    | 15.3   | 11.3   | 8.9    | 7.5    | 6.6    |
| EPS growth, core | (%)    | (9.7)  | 35.7   | 26.4   | 18.8   | 13.3   |
| P/BV, core       | (x)    | 2.7    | 2.2    | 2.1    | 1.8    | 1.5    |
| ROE              | (%)    | 19.2   | 22.5   | 25.2   | 25.4   | 24.6   |
| Dividend yield   | (%)    | 3.0    | 3.7    | 5.0    | 5.9    | 6.7    |
| EV/EBITDA        | (x)    | 16.4   | 14.4   | 11.3   | 9.5    | 8.4    |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit & Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 2011         | 2012         | 2013F         | 2014F         | 2015F         |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenue         | 20,542       | 29,821       | 35,840        | 40,762        | 45,985        |
| Cost of goods sold    | 13,509       | 19,877       | 23,699        | 26,932        | 30,458        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>7,032</b> | <b>9,944</b> | <b>12,141</b> | <b>13,830</b> | <b>15,527</b> |
| SG&A                  | 4,166        | 6,060        | 6,953         | 7,702         | 8,603         |
| Other income          | 137          | 266          | 266           | 266           | 266           |
| Interest expense      | 222          | 328          | 359           | 342           | 333           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>2,781</b> | <b>3,823</b> | <b>5,094</b>  | <b>6,052</b>  | <b>6,856</b>  |
| Corporate tax         | 779          | 874          | 1,019         | 1,210         | 1,371         |
| Equity a/c profits    | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| Minority interests    | 0            | 0            | 0             | 0             | 0             |
| <b>Core profit</b>    | <b>2,003</b> | <b>2,949</b> | <b>4,075</b>  | <b>4,841</b>  | <b>5,485</b>  |
| Extra-ordinary items  | 11           | 70           | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net Profit</b>     | <b>2,015</b> | <b>3,019</b> | <b>4,075</b>  | <b>4,841</b>  | <b>5,485</b>  |
| EBITDA                | 3,317        | 4,475        | 5,798         | 6,744         | 7,546         |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>0.30</b>  | <b>0.41</b>  | <b>0.52</b>   | <b>0.61</b>   | <b>0.70</b>   |
| Net EPS (Bt)          | 0.30         | 0.42         | 0.52          | 0.61          | 0.70          |
| DPS (Bt)              | 0.14         | 0.17         | 0.23          | 0.27          | 0.31          |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 2011          | 2012          | 2013F         | 2014F         | 2015F         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | 32,293        | 41,073        | 43,421        | 45,156        | 48,620        |
| Total fixed assets          | 3,944         | 5,033         | 5,012         | 4,985         | 4,952         |
| <b>Total assets</b>         | <b>36,237</b> | <b>46,106</b> | <b>48,433</b> | <b>50,141</b> | <b>53,572</b> |
| Total loans                 | 18,564        | 21,622        | 21,150        | 19,761        | 19,791        |
| Total current liabilities   | 14,868        | 18,173        | 19,936        | 20,082        | 22,654        |
| Total long-term liabilities | 9,992         | 13,097        | 10,927        | 9,457         | 6,980         |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>24,860</b> | <b>31,270</b> | <b>30,863</b> | <b>29,539</b> | <b>29,634</b> |
| Paid-up capital             | 7,547         | 8,434         | 8,434         | 8,434         | 8,434         |
| <b>Total equity</b>         | <b>11,377</b> | <b>14,835</b> | <b>17,571</b> | <b>20,603</b> | <b>23,938</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>1.61</b>   | <b>1.88</b>   | <b>2.23</b>   | <b>2.61</b>   | <b>3.04</b>   |

### Cash Flow Statement (Btmn)

| FY December 31                | 2011        | 2012       | 2013F         | 2014F      | 2015F      |
|-------------------------------|-------------|------------|---------------|------------|------------|
| Core Profit                   | 2,003       | 2,949      | 4,075         | 4,841      | 5,485      |
| Depreciation and amortization | 313         | 324        | 344           | 351        | 357        |
| Operating cash flow           | -2,966      | -2,733     | 216           | 3,767      | 2,874      |
| Investing cash flow           | -428        | -622       | -324          | -324       | -324       |
| Financing cash flow           | 2,908       | 3,899      | -1,747        | -3,133     | -2,054     |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>-486</b> | <b>543</b> | <b>-1,855</b> | <b>311</b> | <b>497</b> |

### Key Financial Ratios

|                        | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin (%)       | 34.2 | 33.3 | 33.9  | 33.9  | 33.8  |
| Operating margin (%)   | 14.0 | 13.0 | 14.5  | 15.0  | 15.1  |
| EBITDA margin (%)      | 16.1 | 15.0 | 16.2  | 16.5  | 16.4  |
| EBIT margin (%)        | 14.6 | 13.9 | 15.2  | 15.7  | 15.6  |
| Net profit margin (%)  | 9.8  | 10.1 | 11.4  | 11.9  | 11.9  |
| ROE (%)                | 19.2 | 22.5 | 25.2  | 25.4  | 24.6  |
| ROA (%)                | 5.9  | 7.2  | 8.6   | 9.8   | 10.6  |
| Net D/E (x)            | 1.4  | 1.2  | 1.1   | 0.9   | 0.7   |
| Debt service cover (x) | 0.5  | 0.5  | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| Payout Ratio (%)       | 46.1 | 40.6 | 44.4  | 44.4  | 44.4  |

### Profit & Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 4Q11         | 1Q12         | 2Q12         | 3Q12         | 4Q12         |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | 7,749        | 5,109        | 5,477        | 5,209        | 14,026       |
| Cost of goods sold    | 4,857        | 3,374        | 3,648        | 3,406        | 9,448        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>2,892</b> | <b>1,735</b> | <b>1,829</b> | <b>1,802</b> | <b>4,578</b> |
| SG&A                  | 1,512        | 1,285        | 1,198        | 1,337        | 2,240        |
| Other income          | 43           | 73           | 75           | 71           | 47           |
| Interest expense      | 78           | 95           | 57           | 67           | 108          |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>1,346</b> | <b>428</b>   | <b>648</b>   | <b>470</b>   | <b>2,276</b> |
| Corporate tax         | 283          | 86           | 198          | 78           | 511          |
| Equity a/c profits    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core profit</b>    | <b>1,063</b> | <b>341</b>   | <b>450</b>   | <b>392</b>   | <b>1,765</b> |
| Extra-ordinary items  | -5           | -1           | 0            | 17           | 54           |
| <b>Net Profit</b>     | <b>1,058</b> | <b>340</b>   | <b>450</b>   | <b>409</b>   | <b>1,819</b> |
| EBITDA                | 1,486        | 594          | 773          | 620          | 2,488        |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>0.15</b>  | <b>0.05</b>  | <b>0.06</b>  | <b>0.05</b>  | <b>0.22</b>  |
| Net EPS (Bt)          | 0.15         | 0.05         | 0.06         | 0.06         | 0.23         |
| DPS (Bt)              | 0.14         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.17         |

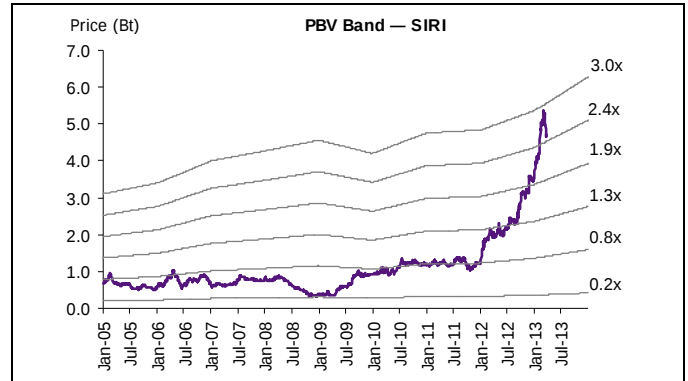
### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 4Q11          | 1Q12          | 2Q12          | 3Q12          | 4Q12          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | 32,293        | 34,640        | 37,764        | 41,152        | 41,073        |
| Total fixed assets          | 3,944         | 4,011         | 4,111         | 3,850         | 5,033         |
| <b>Total assets</b>         | <b>36,237</b> | <b>38,652</b> | <b>41,875</b> | <b>45,001</b> | <b>46,106</b> |
| Total Loans                 | 13,592        | 14,240        | 15,253        | 17,899        | 15,650        |
| Total current liabilities   | 14,868        | 16,692        | 19,638        | 21,660        | 18,173        |
| Total long-term liabilities | 9,992         | 10,113        | 10,858        | 10,856        | 13,097        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>24,860</b> | <b>26,805</b> | <b>30,496</b> | <b>32,517</b> | <b>31,270</b> |
| Paid-up capital             | 7,547         | 7,651         | 7,728         | 7,781         | 8,434         |
| <b>Total equity</b>         | <b>11,377</b> | <b>11,878</b> | <b>11,378</b> | <b>12,484</b> | <b>14,835</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>1.61</b>   | <b>1.66</b>   | <b>1.58</b>   | <b>1.72</b>   | <b>1.88</b>   |

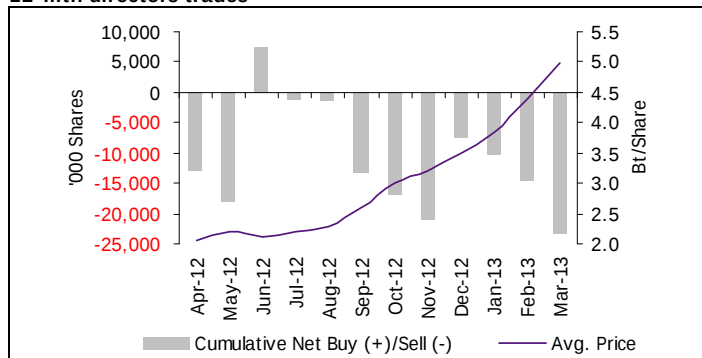
### Main Assumptions

|                        | 2011  | 2012   | 2013F  | 2014F  | 2015F  |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| Rev. of SDH (Btmn)     | 7,098 | 9,406  | 13,313 | 13,778 | 17,800 |
| Rev. of TH (Btmn)      | 3,371 | 4,635  | 5,142  | 5,797  | 6,158  |
| Rev. of CD (Btmn)      | 9,263 | 14,804 | 16,519 | 20,320 | 21,161 |
| Rev. of service (Btmn) | 810   | 976    | 867    | 867    | 867    |
| Effective tax (%)      | 28    | 23     | 20     | 20     | 20     |
| SG&A/Revenue (%)       | 20    | 20     | 19     | 19     | 19     |

### PBV Band Chart

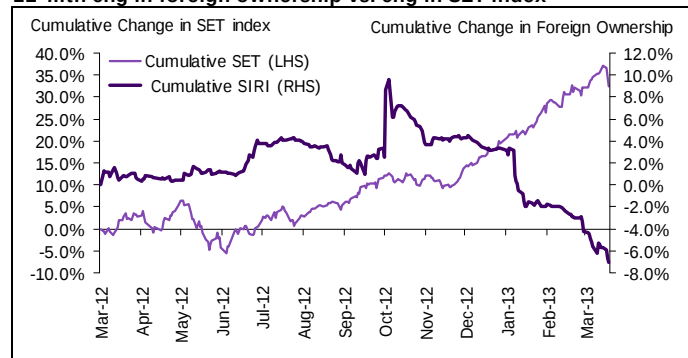


### 12-mth directors trades



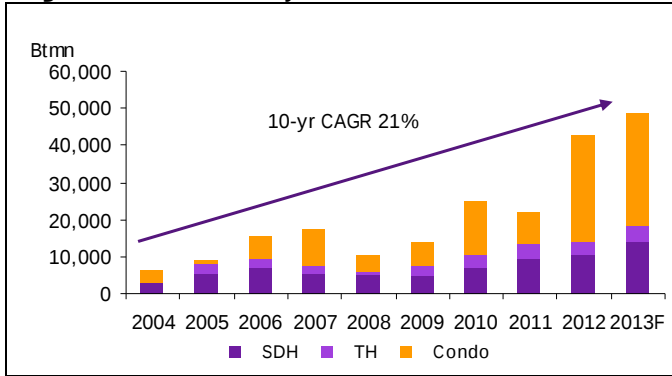
Source: SEC

### 12-mth chg in foreign ownership vs. chg in SET index



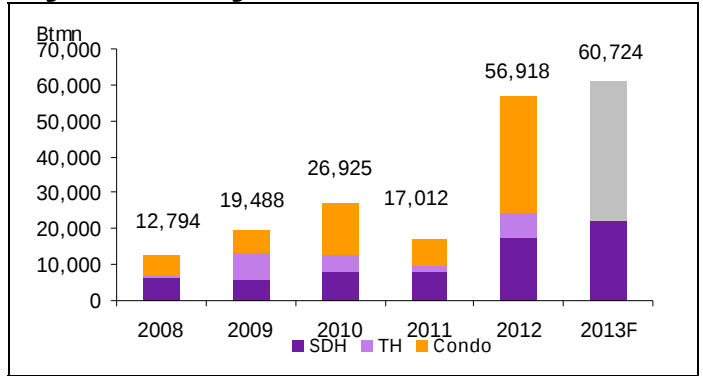
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales 10-yr CAGR of 21%



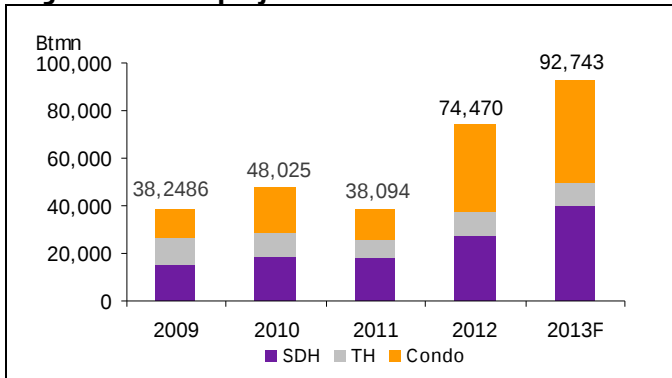
Source: SIRI

Figure 2: Growing new launches



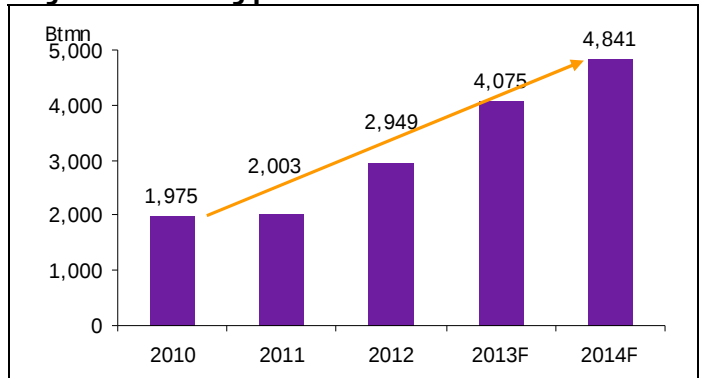
Source: SIRI

Figure 3: Active projects



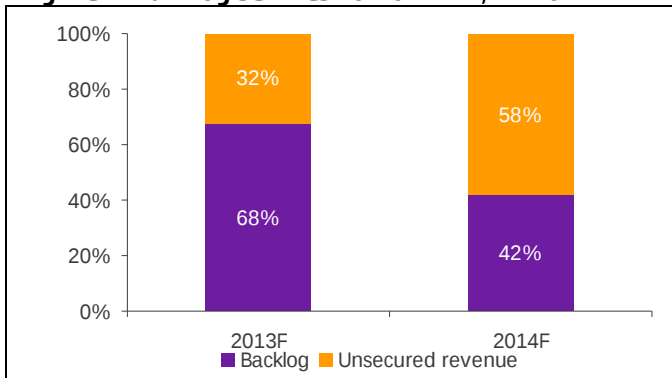
Source: SIRI

Figure 4: Growing profit



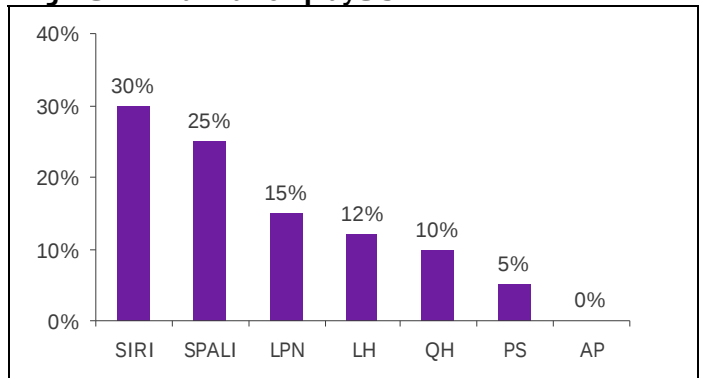
Source: SIRI, SCBS Investment Research

Figure 5: Backlog secures 68% of 2013, 42% of 2014



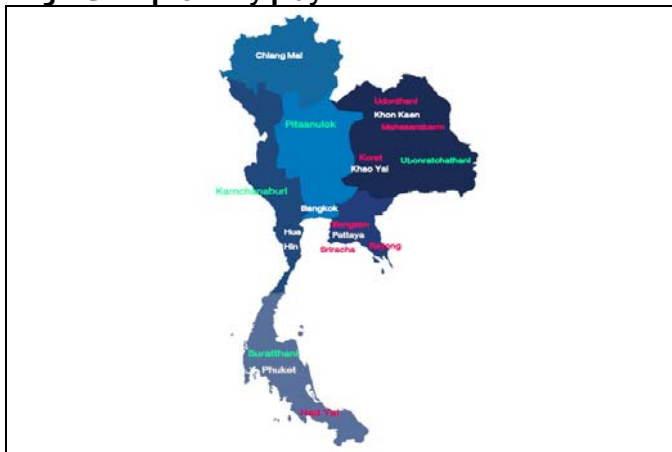
Source: SIRI, SCBS Investment Research

Figure 6: Urbanization players



Source: Company

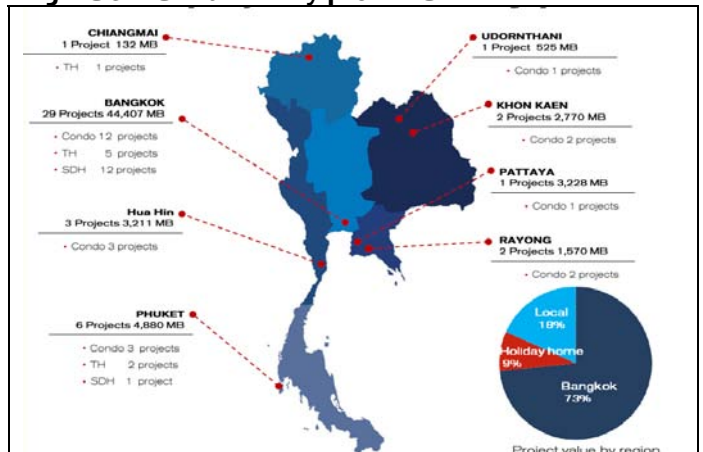
Figure 7: Upcountry play



Source: SIRI

Note: White = Current market; Red = New market in 2013; Green = Study for opportunity

Figure 8: New launch by province



Source: SIRI

This page is left blank intentionally



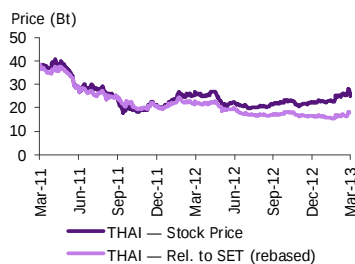
## ชื่อ

### Stock Data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 24.90 |
| 12-m target price (Bt)      | 30.00 |
| Upside (Downside) to TP (%) | 20.48 |
| Mkt cap (Btbn)              | 54.35 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 1,857 |

|                            |             |
|----------------------------|-------------|
| Bloomberg code             | THAI TB     |
| Reuters code               | THAI.BK     |
| Risk rating                | H           |
| Mkt cap (%) SET            | 0.42        |
| Sector % SET               | 3.47        |
| Shares issued (mn)         | 2,183       |
| Par value (Bt)             | 10          |
| 12-m high / low (Bt)       | 28.8 / 19.5 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 9.09        |
| Foreign limit / actual (%) | 30 / 7      |
| Free float (%)             | 49.0        |
| Dividend policy (%)        | ≥ 25        |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M   | 3M   | 12M   |
|-----------------|------|------|-------|
| Absolute        | -1.4 | 12.2 | -3.3  |
| Relative to SET | 2.7  | 4.3  | -21.9 |

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

## หุ้น laggard ที่สุดในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว

**THAI** เป็นหุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์อย่างมากจากการเติบโตของนักท่องเที่ยวโดยเฉพาะอย่างยิ่งในภูมิภาคเอเชีย ดังเห็นได้จาก cabin factor และ yield ที่เพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2556 จนถึงปัจจุบัน ต้นทุนน้ำมันยังไม่เป็นห่วง เพราะราคาทรงตัว และบริษัทก็ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันไว้ในสัดส่วนสูงถึง 68% ในปี 2556 แล้ว **THAI** เป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว และเป็นหนึ่งในหุ้นสายการบินราคาถูกสุดในตลาดภูมิภาค โดยเทรดที่ PBV ปี 56 ระดับ 0.8 เท่า เทียบกับ PBV เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันที่ 1.2 เท่า และเทรดที่ EV/EBITDA ปี 56 ระดับ 6 เท่า เทียบกับ EV/EBITDA เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันที่ 8 เท่า แนะนำ "ซื้อ" โดยมีราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 30 บาท

ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2556 จนถึงปัจจุบัน cabin factor ของ **THAI** ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 78.8% ในเดือน ม.ค. และ 80.4% ในเดือน ก.พ. (เทียบกับ 78.2% ในไตรมาส 1/55 และ 76.2% ในไตรมาส 4/55) ในขณะที่ยอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าอยู่ที่ระดับ 80% ในเดือน มี.ค. สะท้อนถึง cabin factor ที่แข็งแกร่งในอัตรา passenger yield ในเดือน ม.ค.-ก.พ. เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 2.85 บาท/RPK (เทียบกับ 2.76 บาท/RPK ในไตรมาส 1/55 และไตรมาส 4/55) ต้นทุนน้ำมันยังไม่เป็นห่วง เพราะราคาน้ำมันก่อนช่วงไตรมาสตั้งแต่ต้นปีนี้ และบริษัทก็ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันสำหรับปี 2556 ไว้แล้วที่ระดับเฉลี่ย 68% (63% ในไตรมาส 1/56, 68% ในไตรมาส 2/56, และ 71% ในครึ่งหลังปี 56) นอกจากนี้ **THAI** ยังมีแนวโน้มรับรู้กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทจำนวนมากในไตรมาส 1/56 ด้วย เพราะเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศ (บาท/เยน +13%, บาท/ยูโร +7%, และ บาท/ดอลลาร์สหรัฐ +5% ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน) ณ สิ้นปี 2555 **THAI** มีหนี้สกุลยูโรอยู่ 36% (5.7 หมื่นล้านบาท) สกุลเงิน 13% (2.1 หมื่นล้านบาท) สกุลดอลลาร์สหรัฐ 1% (1.5 พันล้านบาท) และที่เหลือเป็นหนี้สกุลเงินบาท

จะมีรายได้จากนักท่องเที่ยวเอเชียเพิ่มมากขึ้นจากการปรับเส้นทางบิน ในปี 2555 เส้นทางบินในภูมิภาคของ **THAI** ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 42% ของเส้นทางบินทั้งหมด (+3% YoY) ในขณะที่เส้นทางบินยุโรปลดลงสู่ 35% (+3% YoY) สะท้อนถึงการปรับเส้นทางบินเพื่อให้ได้รับประโยชน์จากอุปสงค์จำนวนมากและความได้เปรียบทางการแข่งขันในเส้นทางบินระยะสั้นในเอเชียท่ามกลางอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงและการแข่งขันสูง (จากสายการบินตะวันออกกลาง) ในยุโรป **THAI** จะใช้กลยุทธ์นี้ต่อไปในปี 2556 โดยจะลดเส้นทางบินที่สร้างผลขาดทุนบางส่วนมาเพิ่มเส้นทางบินที่สามารถทำกำไรได้ในเอเชียแทนโดยเฉพาะญี่ปุ่น จีน และอินเดีย ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ cabin factor และ passenger yield ของบริษัทเพิ่มขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้

**หุ้น laggard play** ที่ยังเทรดอยู่ในระดับต่ำ **THAI** เป็นหุ้น laggard ที่สุดในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น **THAI** ปรับตัวลดลง 3% เมื่อเทียบกับหุ้นขนส่งทางอากาศอื่นๆ (AOT +100% และ AAV +92%) หุ้นโรงแรม (CENTEL +189% ERW +94% MINT +98%) และ SET (+24%) **THAI** เป็นหนึ่งในหุ้นสายการบินที่มีราคาถูกสุดเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินอื่นๆในตลาดภูมิภาค โดยเทรดที่ PBV ปี 2556 ระดับ 0.8 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.2 เท่า) และ EV/EBITDA ปี 2556 ระดับ 6 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 8 เท่า)

**คำแนะนำ "ซื้อ"** เรายังคำแนะนำ "ซื้อ" **THAI** โดยมีราคาเป้าหมายระยะ 12 เดือนที่ 30 บาท อิงกับ PBV ระดับ 0.9 เท่า (-0.5SD PBV เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของบริษัทที่ 1.1 เท่า) เราชอบ **THAI** เพราะผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น บวกกับสถานะเป็นหุ้น laggard ในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว และราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำ ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้นอีกอย่างหนึ่ง คือ การนำนกแอร์เข้าซื้อขายในตลาดฯ (ปัจจุบัน **THAI** ถือหุ้นอยู่ 49%) ในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงของเศรษฐกิจโลก การแข่งขัน และการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมัน

### Forecasts and Valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2011    | 2012    | 2013F   | 2014F   | 2015F   |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue          | (Btmn) | 190,997 | 209,123 | 221,165 | 234,163 | 245,979 |
| EBITDA           | (Btmn) | 20,268  | 28,520  | 31,031  | 32,122  | 33,200  |
| Core profit      | (Btmn) | -7,473  | 1,648   | 3,974   | 4,580   | 5,207   |
| Reported profit  | (Btmn) | -10,197 | 6,229   | 3,974   | 4,580   | 5,207   |
| Core EPS         | (Bt)   | -3.42   | 0.75    | 1.82    | 2.10    | 2.38    |
| DPS              | (Bt)   | 0.00    | 0.50    | 0.55    | 0.63    | 0.72    |
| P/E, core        | (x)    | NM      | 32.99   | 13.68   | 11.87   | 10.44   |
| EPS growth, core | (%)    | NM      | NM      | 141.06  | 15.25   | 13.68   |
| P/BV, core       | (x)    | 0.86    | 0.78    | 0.75    | 0.71    | 0.68    |
| ROE              | (%)    | (16.20) | 8.92    | 5.47    | 6.02    | 6.51    |
| Dividend yield   | (%)    | 0.00    | 2.01    | 2.19    | 2.53    | 2.87    |
| EV/EBITDA        | (x)    | 8.86    | 6.71    | 6.81    | 6.43    | 6.05    |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 2011            | 2012         | 2013F        | 2014F        | 2013         |
|-----------------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | 190,997         | 209,123      | 221,165      | 234,163      | 245,979      |
| Cost of goods sold    | (194,063)       | (203,949)    | (213,674)    | (225,698)    | (236,991)    |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(3,066)</b>  | <b>5,173</b> | <b>7,491</b> | <b>8,465</b> | <b>8,988</b> |
| SG&A                  | 3,345           | 2,823        | 2,964        | 2,669        | 2,804        |
| Other income          | 3,345           | 2,823        | 2,964        | 2,669        | 2,804        |
| Interest expense      | (5,656)         | (5,836)      | (5,957)      | (5,907)      | (5,807)      |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(5,377)</b>  | <b>2,160</b> | <b>4,497</b> | <b>5,227</b> | <b>5,986</b> |
| Corporate tax         | (2,245)         | (593)        | (899)        | (1,045)      | (1,197)      |
| Equity a/c profits    | 184             | 363          | 464          | 492          | 517          |
| Minority interests    | (35)            | (281)        | (88)         | (94)         | (98)         |
| <b>Core profit</b>    | <b>(7,473)</b>  | <b>1,648</b> | <b>3,974</b> | <b>4,580</b> | <b>5,207</b> |
| Extra-ordinary items  | (2,724)         | 4,580        | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(10,197)</b> | <b>6,229</b> | <b>3,974</b> | <b>4,580</b> | <b>5,207</b> |
| EBITDA                | 20,268          | 28,520       | 31,031       | 32,122       | 33,200       |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(3.42)</b>   | <b>0.75</b>  | <b>1.82</b>  | <b>2.10</b>  | <b>2.38</b>  |
| Net EPS (Bt)          | (4.67)          | 2.85         | 1.82         | 2.10         | 2.38         |
| DPS (Bt)              | 0.00            | 0.50         | 0.55         | 0.63         | 0.72         |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 2011           | 2012           | 2013F          | 2014F          | 2012           |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | 58,805         | 71,611         | 63,404         | 68,944         | 75,729         |
| Total fixed assets          | 215,151        | 232,485        | 247,669        | 247,544        | 246,921        |
| <b>Total assets</b>         | <b>273,956</b> | <b>304,096</b> | <b>311,073</b> | <b>316,488</b> | <b>322,650</b> |
| Total loans                 | 142,300        | 158,685        | 158,467        | 155,811        | 153,874        |
| Total current liabilities   | 70,675         | 82,683         | 79,734         | 82,650         | 87,269         |
| Total long-term liabilities | 140,334        | 151,595        | 158,633        | 157,744        | 155,455        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>211,009</b> | <b>234,277</b> | <b>238,367</b> | <b>240,394</b> | <b>242,723</b> |
| Paid-up capital             | 21,828         | 21,828         | 21,828         | 21,828         | 21,828         |
| <b>Total equity</b>         | <b>62,947</b>  | <b>69,818</b>  | <b>72,707</b>  | <b>76,094</b>  | <b>79,927</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>28.82</b>   | <b>31.97</b>   | <b>33.29</b>   | <b>34.85</b>   | <b>36.60</b>   |

### Cash Flow Statement (Btmn)

| FY December 31                | 2011            | 2012         | 2013F           | 2014F        | 2012         |
|-------------------------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|
| Core Profit                   | (7,473)         | 1,648        | 3,974           | 4,580        | 5,207        |
| Depreciation and amortization | 19,989          | 20,524       | 20,576          | 20,988       | 21,407       |
| Operating cash flow           | (8,496)         | 44,556       | 28,132          | 31,272       | 34,214       |
| Investing cash flow           | (17,028)        | (39,148)     | (34,530)        | (20,891)     | (20,810)     |
| Financing cash flow           | 4,511           | (2,025)      | (7,580)         | (8,190)      | (9,677)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(21,014)</b> | <b>3,382</b> | <b>(13,978)</b> | <b>2,191</b> | <b>3,727</b> |

### Key Financial Ratios

|                           | 2011   | 2012 | 2013F | 2014F | 2012 |
|---------------------------|--------|------|-------|-------|------|
| Gross margin(%)           | (1.6)  | 2.5  | 3.4   | 3.6   | 3.7  |
| Operating margin(%)       | 0.1    | 3.8  | 4.7   | 4.8   | 4.8  |
| EBITDA margin(%)          | 10.6   | 13.6 | 14.0  | 13.7  | 13.5 |
| EBIT margin(%)            | (1.6)  | 2.5  | 3.4   | 3.6   | 3.7  |
| Net profit margin(%)      | (5.3)  | 3.0  | 1.8   | 2.0   | 2.1  |
| ROE (%)                   | (16.2) | 8.9  | 5.5   | 6.0   | 6.5  |
| ROA (%)                   | (3.7)  | 2.0  | 1.3   | 1.4   | 1.6  |
| Net D/E (x)               | 2.3    | 2.3  | 2.2   | 2.0   | 1.9  |
| Interest coverage (x)     | 3.6    | 4.9  | 5.2   | 5.4   | 5.7  |
| Debt service coverage (x) | 1.2    | 2.2  | 1.7   | 2.7   | 3.0  |
| Payout Ratio (%)          | 0.0    | 36.0 | 30.0  | 30.0  | 30.0 |

### 12-Month Cumulative directors trade

NA

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31        | 4Q11           | 1Q12         | 2Q12           | 3Q12         | 4Q12          |
|-----------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|---------------|
| Total revenue         | 45,929         | 53,999       | 47,932         | 51,714       | 55,478        |
| Cost of goods sold    | (49,010)       | (49,576)     | (49,698)       | (49,388)     | (55,287)      |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(3,081)</b> | <b>4,423</b> | <b>(1,766)</b> | <b>2,325</b> | <b>191</b>    |
| SG&A                  | 0              | 0            | 0              | 0            | 0             |
| Other income          | 1,042          | 560          | 574            | 499          | 1,190         |
| Interest expense      | (1,461)        | (1,481)      | (1,437)        | (1,423)      | (1,496)       |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(3,500)</b> | <b>3,502</b> | <b>(2,629)</b> | <b>1,402</b> | <b>(115)</b>  |
| Corporate tax         | (2,344)        | (200)        | (47)           | (44)         | (302)         |
| Equity a/c profits    | 41             | 93           | 15             | 212          | 44            |
| Minority interests    | (5)            | (23)         | (68)           | (118)        | (72)          |
| <b>Core profit</b>    | <b>(5,808)</b> | <b>3,372</b> | <b>(2,729)</b> | <b>1,451</b> | <b>(445)</b>  |
| Extra-ordinary items  | (478)          | (200)        | (113)          | 419          | 1,261         |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(5,390)</b> | <b>3,699</b> | <b>(1,526)</b> | <b>1,750</b> | <b>2,306</b>  |
| EBITDA                | 3,034          | 10,130       | 3,854          | 7,787        | 6,749         |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(2.66)</b>  | <b>1.54</b>  | <b>(1.25)</b>  | <b>0.66</b>  | <b>(0.20)</b> |
| Net EPS (Bt)          | (2.47)         | 1.69         | (0.70)         | 0.80         | 1.06          |

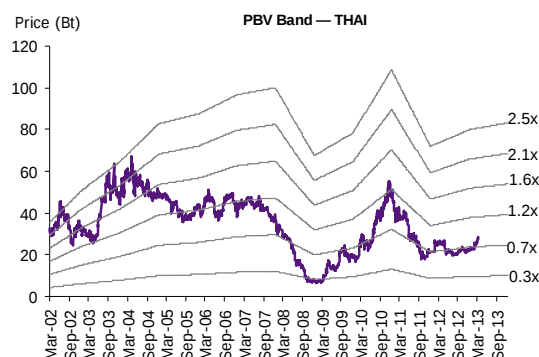
### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31              | 4Q11           | 1Q12           | 2Q12           | 3Q12           | 4Q12           |
|-----------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total current assets        | 59,294         | 64,346         | 68,360         | 73,717         | 71,611         |
| Total fixed assets          | 215,151        | 217,051        | 209,015        | 217,836        | 232,485        |
| <b>Total assets</b>         | <b>274,445</b> | <b>281,397</b> | <b>277,375</b> | <b>291,553</b> | <b>304,096</b> |
| Total loans                 | 142,300        | 145,080        | 141,380        | 146,746        | 158,685        |
| Total current liabilities   | 70,675         | 71,118         | 73,968         | 84,169         | 82,683         |
| Total long-term liabilities | 140,334        | 142,634        | 137,413        | 139,523        | 151,595        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>211,009</b> | <b>213,752</b> | <b>211,381</b> | <b>223,692</b> | <b>234,277</b> |
| Paid-up capital             | 21,828         | 21,828         | 21,828         | 21,828         | 21,828         |
| <b>Total equity</b>         | <b>63,435</b>  | <b>66,878</b>  | <b>65,994</b>  | <b>66,786</b>  | <b>69,818</b>  |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>29.05</b>   | <b>30.62</b>   | <b>30.22</b>   | <b>30.58</b>   | <b>31.97</b>   |

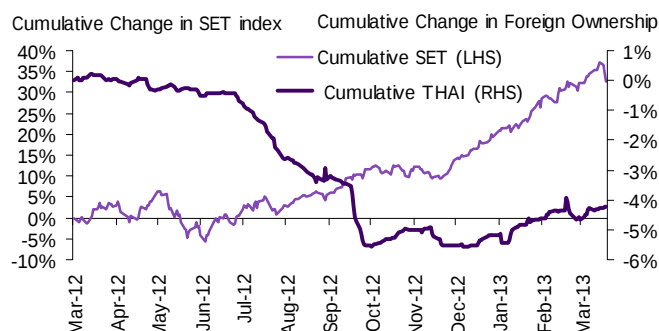
### Main Assumptions

|                              | 2011  | 2012  | 2013F | 2014F | 2015F |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Cabin factor (%)             | 70.4  | 76.6  | 74.5  | 74.5  | 74.5  |
| ASK growth (%)               | 3.9   | 0.9   | 8.9   | 6.0   | 5.0   |
| RPK growth (%)               | (0.7) | 9.8   | 6.0   | 6.0   | 5.0   |
| Passenger yield (Bt/RPK)     | 2.80  | 2.86  | 2.86  | 2.86  | 2.86  |
| Jet fuel price (US\$/Barrel) | 125.0 | 127.0 | 128.0 | 130.0 | 130.0 |
| FX (Bt/US\$)                 | 30.0  | 31.0  | 30.0  | 30.0  | 30.0  |

### PBV Band Chart

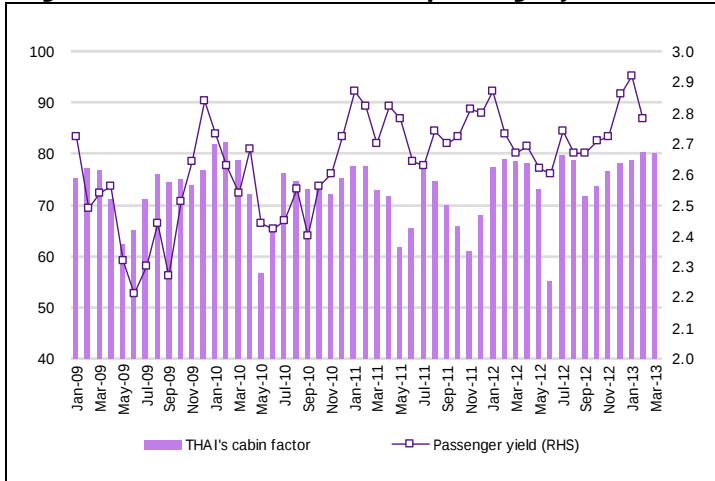


### 12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



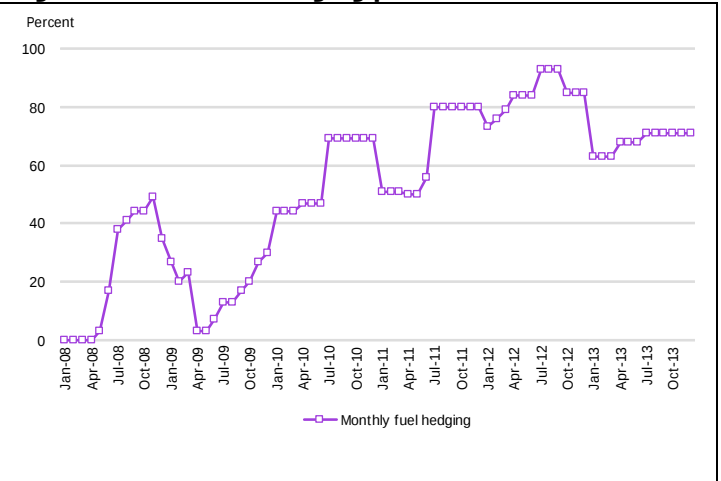
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: THAI's cabin factor and passenger yield



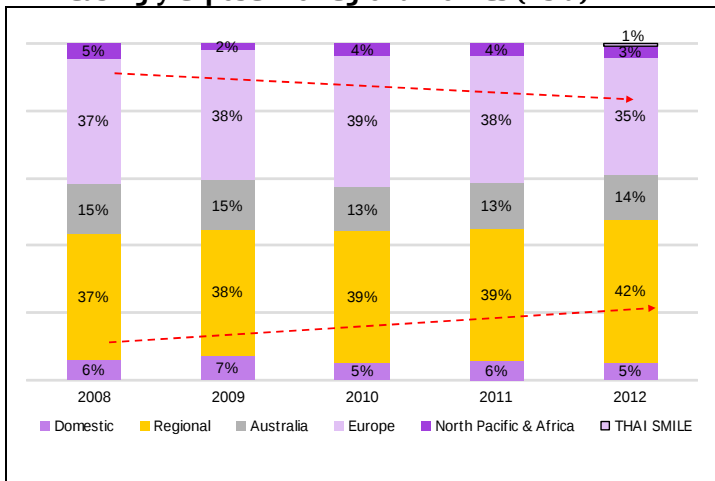
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI's fuel hedging positions at 68% in 2013F



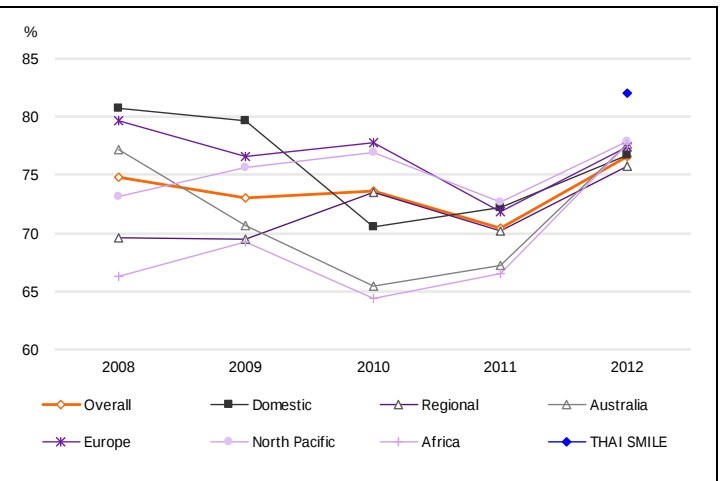
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: With route network adjustment, THAI increasingly exposed to regional routes (Asia)



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Cabin factor breakdown by route



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Regional airline peers

| Company name                 | Country     | Mkt Cap US\$ mn. | PE (x) 13F 14F   | EPS Growth (%) 13F 14F | 12-14F CAGR (%) | Core EPS Gth (%) 13F 14F | 12-14F CAGR (%) | EV/EBITDA (x) 13F 14F | PBV (x) 13F 14F  | ROE (%) 13F 14F  |
|------------------------------|-------------|------------------|------------------|------------------------|-----------------|--------------------------|-----------------|-----------------------|------------------|------------------|
| <b>Full service carriers</b> |             |                  |                  |                        |                 |                          |                 |                       |                  |                  |
| China Southern Airlines      | China       | 5,961            | 8.7 7.3          | 49.4 18.5              | 33.1            | 38.6 16.2                | 26.9            | 5.5 4.8               | 0.92 0.83        | 9.2 10.5         |
| China Eastern Airlines       | China       | 5,833            | 7.5 6.4          | 27.1 16.4              | 21.6            | 25.7 14.7                | 20.1            | 4.9 4.3               | 1.11 0.96        | 15.5 14.6        |
| Air China                    | China       | 12,018           | 11.1 8.8         | 51.4 26.6              | 38.5            | 43.2 23.4                | 32.9            | 6.7 5.9               | 1.27 1.14        | 11.1 12.2        |
| Cathay Pacific Airways       | Hong Kong   | 6,902            | 18.2 10.9        | 411.7 67.5             | 192.8           | 206.4 79.6               | 134.6           | 8.0 6.6               | 0.91 0.86        | 4.8 7.2          |
| All Nippon Airways           | Japan       | 7,751            | 16.2 14.3        | 9.3 13.5               | 11.4            | 9.6 14.1                 | 11.8            | 4.6 4.4               | 0.95 0.91        | 6.2 6.6          |
| Malaysian Airline System     | Malaysia    | 767              | n.m. 12.6        | 87.6 n.m.              | n.m.            | 81.5 n.m.                | n.m.            | 9.8 6.5               | n.a. 1.14        | 3.0 9.0          |
| Singapore Airlines Ltd       | Singapore   | 10,194           | 18.4 15.4        | 82.2 19.9              | 47.8            | 63.3 31.3                | 46.4            | 3.8 3.3               | 0.95 0.93        | 5.2 6.1          |
| Asiana Airlines              | South Korea | 991              | 7.7 5.4          | 6.6 43.0               | 23.5            | 28.4 64.3                | 45.2            | 6.0 5.4               | 0.83 0.72        | 12.4 16.7        |
| Eva Airways                  | Taiwan      | 1,982            | 17.0 11.8        | 188.0 44.5             | 104.0           | 174.2 31.5               | 89.9            | 7.4 6.5               | 1.36 1.24        | 9.0 11.1         |
| Thai Airways Int.            | Thailand    | 1,865            | 10.4 8.3         | -15.8 25.4             | 2.7             | 187.8 36.8               | 98.4            | 5.8 5.2               | 0.75 0.70        | 7.1 8.9          |
| <b>Average</b>               |             |                  | <b>12.8 10.1</b> | <b>89.8 30.6</b>       | <b>52.8</b>     | <b>85.9 34.6</b>         | <b>56.2</b>     | <b>6.3 5.3</b>        | <b>1.01 0.94</b> | <b>8.3 10.3</b>  |
| <b>Low cost carriers</b>     |             |                  |                  |                        |                 |                          |                 |                       |                  |                  |
| AirAsia BHD                  | Malaysia    | 2,508            | 8.8 8.0          | -26.6 10.0             | -10.1           | -53.4 8.6                | -28.9           | 7.5 6.8               | n.a. 1.07        | 14.7 14.5        |
| Asia Aviation                | Thailand    | 1,177            | 22.4 17.6        | -90.8 27.1             | -65.8           | 63.8 30.7                | 46.3            | 10.3 7.2              | 1.73 1.63        | 8.2 9.6          |
| Cebu Air                     | Philippines | 995              | 13.9 12.3        | -2.5 13.8              | 5.3             | -15.9 10.5               | -3.6            | 7.2 7.0               | 1.52 1.45        | 14.5 14.1        |
| Tiger Airways Holdings       | Singapore   | 465              | 17.7 11.4        | n.m. 56.0              | n.m.            | n.m. 100.8               | n.m.            | 30.6 10.6             | 1.84 1.57        | 8.3 9.8          |
| <b>Average</b>               |             |                  | <b>15.7 12.3</b> | <b>-40.0 26.7</b>      | <b>-23.5</b>    | <b>-1.8 37.7</b>         |                 | <b>13.9 7.9</b>       | <b>1.70 1.43</b> | <b>11.4 12.0</b> |
|                              | China       |                  | 9.1 7.5          | 42.6 20.5              | 31.1            | 35.8 18.1                | 26.6            | 5.7 5.0               | 1.10 0.98        | 11.9 12.4        |
|                              | Hong Kong   |                  | 18.2 10.9        | 411.7 67.5             | 192.8           | 206.4 79.6               | 134.6           | 8.0 6.6               | 0.91 0.86        | 4.8 7.2          |
|                              | Japan       |                  | 16.2 14.3        | 9.3 13.5               | 11.4            | 9.6 14.1                 | 11.8            | 4.6 4.4               | 0.95 0.91        | 6.2 6.6          |
|                              | Malaysia    |                  | 4.4 10.3         | 30.5 5.0               | -5.1            | 14.0 4.3                 | -14.4           | 8.6 6.7               | 0.00 1.10        | 8.8 11.8         |
|                              | Philippines |                  | 13.9 12.3        | -2.5 13.8              | 5.3             | -15.9 10.5               | -3.6            | 7.2 7.0               | 1.52 1.45        | 14.5 14.1        |
|                              | Singapore   |                  | 18.1 13.4        | 82.2 37.9              | 47.8            | 31.6 66.0                | 23.2            | 17.2 7.0              | 1.40 1.25        | 6.8 7.9          |
|                              | South Korea |                  | 7.7 5.4          | 6.6 43.0               | 23.5            | 28.4 64.3                | 45.2            | 6.0 5.4               | 0.83 0.72        | 12.4 16.7        |
|                              | Taiwan      |                  | 17.0 11.8        | 188.0 44.5             | 104.0           | 174.2 31.5               | 89.9            | 7.4 6.5               | 1.36 1.24        | 9.0 11.1         |
|                              | Thailand    |                  | 16.4 12.9        | -53.3 26.3             | -31.5           | 125.8 33.8               | 72.4            | 8.1 6.2               | 1.24 1.16        | 7.7 9.2          |
| <b>Average</b>               |             |                  | <b>13.7 10.7</b> | <b>59.8 29.4</b>       | <b>33.7</b>     | <b>65.6 35.6</b>         | <b>43.3</b>     | <b>8.4 6.0</b>        | <b>1.18 1.08</b> | <b>9.2 10.8</b>  |

Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

This page is left blank intentionally



## ชื่อ

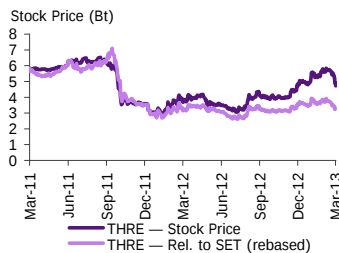
## จะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์

### Stock Data

|                             |       |
|-----------------------------|-------|
| Last close (Mar 22) (Bt)    | 4.72  |
| 12-m target price (Bt)      | 6.40  |
| Upside (Downside) to TP (%) | 35.59 |
| Mkt cap (Btbn)              | 16.58 |
| Mkt cap (US\$mn)            | 566   |

|                            |         |
|----------------------------|---------|
| Bloomberg code             | THRE TB |
| Reuters code               | THRE.BK |
| Risk rating                | L       |
| Mkt cap (%) SET            | 0.13    |
| Sector % SET               | 1.89    |
| Shares issued (mn)         | 3,512   |
| Par value (Bt)             | 1       |
| 12-m high / low (Bt)       | 6 / 3   |
| Avg. daily 6m (US\$mn)     | 3.62    |
| Foreign limit / actual (%) | 49 / 49 |
| Free float (%)             | 63.9    |
| Dividend policy (%)        | ≥ 40    |

### Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

|                 | 1M    | 3M   | 12M  |
|-----------------|-------|------|------|
| Absolute        | -15.7 | -1.3 | 27.6 |
| Relative to SET | -12.9 | -8.1 | 3.0  |

Source: SET, SCBS Investment Research

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

เราแนะนำ “ชื่อ” THRE ด้วยราคาเป้าหมาย 6.4 บาท (4 เท่าของ BVPS ปี 2556 บวกกับมูลค่า THRE Life ที่ 1 บาท/หุ้น) หลังจากได้รับผลกระทบจากสถานการณ์น้ำท่วมในปี 2554 THRE ก็กำลังจะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2556 และความเสี่ยงลดลงอันเป็นผลมาจากการปรับเปลี่ยนโครงสร้างธุรกิจใหม่ นอกจากนี้ยังมี Upside จากการนำ THRE Life เข้าตลาดฯ ในอนาคตอันใกล้ การกลับมาจ่ายปันผล และแนวโน้มที่ S&P จะปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้น ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ THRE กลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศ

จะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เราคาดว่า THRE จะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรสูงสุดใหม่ที่ 28% และกำไรสุทธิ 1.17 พันล้านบาทในปี 2556 หลังจากขาดทุนต่อเนื่อง 2 ปี เพราะผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2554 ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวคือการเรียกร้องสินไหมทดแทนลดลงหลังจากตั้งสำรองเพื่อการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนครบเต็มจำนวนตั้งแต่ไตรมาส 2/55 เบี้ยประกันภัยรับเติบโตในอัตราเร่ง อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์ และ ROI เพิ่มขึ้น

เบี้ยประกันภัยรับเติบโตมากขึ้น THRE คาดว่าอัตราเติบโตของเบี้ยประกันภัยรับสุทธิจะฟื้นตัวเพิ่มขึ้นจาก -7% ในปี 2555 สู่ 18% ในปี 2556 บริษัทตั้งเป้าเบี้ยประกันภัยรับสุทธิจากการรับประกันภัยต่อที่ไม่ใช่ประกันชีวิตเติบโตแรงขึ้นเป็น 15% ในปี 2556 จาก -13% ในปี 2555 โดย 75% เกิดจากการรับประกันต่อประเภทรายย่อย (non-conventional) และ 25% เกิดจากการรับประกันภัยต่อในส่วนของประกันวินาศภัย (conventional) บริษัทคาดว่าเบี้ยประกันชีวิตจะเติบโตสูงอย่างต่อเนื่องที่ระดับ 30% ในปี 2556 เทียบกับ 42% ในปี 2555

อัตรากำไรสูงขึ้นจากการปรับเปลี่ยนส่วนผสมผลิตภัณฑ์ การปรับเปลี่ยนส่วนผสมผลิตภัณฑ์มาเน้นการรับประกันต่อประเภทรายย่อย (non-conventional) และประกันภัยต่อด้านประกันชีวิตมากขึ้น จะช่วยหนุนให้อัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากผลิตภัณฑ์เหล่านี้มีอัตรารวม (combined ratio) ต่ำกว่าผลิตภัณฑ์ประกันภัยต่อประเภท conventional บริษัทตั้งเป้าลด combined ratio สำหรับผลิตภัณฑ์ประกันภัยต่อที่ไม่ใช่ประกันชีวิตลงจากระดับประมาณ 102% ในปี 2555 สู่ 93% ในปี 2556

ความเสี่ยงลดลง เรามองว่า THRE มีความเสี่ยงลดลง จาก: 1) การกระจายส่วนผสมผลิตภัณฑ์ โดยลดสัดส่วนของประกันภัยต่อประเภท conventional และประกันภัยพิบัติต่อ มาเน้นประกันภัยต่อประเภท non-conventional และประกันภัยต่อด้านประกันชีวิต มากขึ้น และ 2) ลดเพดานการรับประกันภัยต่อสำหรับนิคมอุตสาหกรรมลง 90% เหลือ 200 ล้านบาท/นิคมฯ หลังน้ำท่วม จาก 2 พันล้านบาท/นิคมฯ ก่อนน้ำท่วม ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทสามารถตั้งเงินสำรองค่าสินไหมทดแทนลดลงได้

นำ THRE Life เข้าตลาดฯ THRE วางแผนนำ THRE Life เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในอีก 1-3 เดือนข้างหน้า เนื่องจาก THRE ต้องการคงอำนาจควบคุมและรวมผลการดำเนินงานของ THRE Life ดังนั้นเราจึงใช้สมมติฐานว่า THRE จะลดสัดส่วนการถือหุ้นใน THRE Life ลงเหลือ 75% เราประเมินมูลค่าเงินลงทุนใน THRE Life อย่างคร่าวๆ ได้ที่ 3.5 พันล้านบาท (1 บาท/หุ้น THRE) โดยอิงกับ 4 เท่าของมูลค่าทางบัญชีปี 2555 ที่ 885 ล้านบาท โดยอิงกับ ROE 28% ในปี 2555 และ 34% ในปี 2556

Upside และ Downside Upside: 1) แนวโน้มกลับรายการสำรองเงินสินไหมทดแทนจากการตั้งสำรองความเสียหายน้ำท่วมไว้มากเกินไป 2) การล้างขาดทุนสะสมด้วยการลดทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น เพื่อกลับมาจ่ายปันผล และ 3) S&P ปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นกลับมาที่ระดับ “A” ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ THRE กลับเข้าสู่ตลาดรับประกันภัยต่อในต่างประเทศได้ Downside: ผู้ตรวจสอบบัญชียังไม่รับรองงบการเงินหลังน้ำท่วม

### Forecasts and valuation

| FY Dec          | Unit    | 2011     | 2012     | 2013F  | 2014F | 2015F |
|-----------------|---------|----------|----------|--------|-------|-------|
| Net profit      | (Bt mn) | (1,660)  | (4,349)  | 1,169  | 1,413 | 1,642 |
| EPS             | (Bt)    | (1.40)   | (1.24)   | 0.33   | 0.40  | 0.47  |
| BVPS            | (Bt)    | 0.63     | 0.99     | 1.34   | 1.50  | 1.67  |
| DPS             | (Bt)    | 0.20     | -        | 0.27   | 0.32  | 0.37  |
| PER             | (x)     | (3.38)   | (3.81)   | 14.18  | 11.73 | 10.10 |
| EPS growth      | (%)     | (386.06) | 11.46    | 126.89 | 20.83 | 16.17 |
| PBV             | (x)     | 7.55     | 4.75     | 3.52   | 3.15  | 2.82  |
| ROE             | (%)     | (89.20)  | (205.57) | 28.51  | 28.34 | 29.50 |
| Dividend yields | (%)     | 4.24     | -        | 5.64   | 6.82  | 7.92  |

Source: SCBS Investment Research

## Financial statement

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                       | 2011           | 2012           | 2013F        | 2014F        | 2015F        |
|--------------------------------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Net earned premiums                  | 4,987          | 5,355          | 6,291        | 7,353        | 8,530        |
| Fee and commissions income           | 512            | 377            | 442          | 516          | 598          |
| <b>Total underwriting income</b>     | <b>5,498</b>   | <b>5,733</b>   | <b>6,733</b> | <b>7,869</b> | <b>9,128</b> |
| Claims and losses                    | 5,177          | 9,100          | 2,960        | 3,312        | 3,757        |
| Commissions & brokerage              | 2,459          | 2,513          | 2,960        | 3,312        | 3,757        |
| Other expenses                       | 64             | 85             | 126          | 147          | 171          |
| <b>Total underwriting expenses</b>   | <b>7,700</b>   | <b>11,697</b>  | <b>6,045</b> | <b>6,771</b> | <b>7,685</b> |
| <b>Gross underwriting profit</b>     | <b>(2,202)</b> | <b>(5,964)</b> | <b>688</b>   | <b>1,098</b> | <b>1,443</b> |
| <b>Operating and other expenses</b>  | <b>150</b>     | <b>129</b>     | <b>141</b>   | <b>150</b>   | <b>160</b>   |
| <b>Net underwriting profit</b>       | <b>(2,352)</b> | <b>(6,093)</b> | <b>547</b>   | <b>947</b>   | <b>1,283</b> |
| Net investments income               | 338            | 644            | 801          | 786          | 832          |
| Gains (losses) on investment in sec. | (64)           | 83             | 100          | 100          | 100          |
| Other income (expenses)              | 31             | 28             | 79           | 92           | 107          |
| <b>Profit before tax</b>             | <b>(2,048)</b> | <b>(5,337)</b> | <b>1,528</b> | <b>1,925</b> | <b>2,322</b> |
| Income Tax                           | (392)          | (996)          | 306          | 385          | 464          |
| Minority Interest                    | 5              | 8              | 53           | 127          | 216          |
| <b>Net Profit</b>                    | <b>(1,660)</b> | <b>(4,349)</b> | <b>1,169</b> | <b>1,413</b> | <b>1,642</b> |
| EPS (Bt)                             | (1.40)         | (1.24)         | 0.33         | 0.40         | 0.47         |
| DPS (Bt)                             | 0.20           | 0.00           | 0.27         | 0.32         | 0.37         |

### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31                  | 2011          | 2012          | 2013F         | 2014F         | 2015F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total investments in securities | 10,305        | 18,560        | 17,060        | 17,861        | 19,112        |
| Total loans - net               | 15,440        | 15,083        | 15,197        | 15,256        | 15,390        |
| <b>Total Assets</b>             | <b>25,745</b> | <b>33,642</b> | <b>32,257</b> | <b>33,117</b> | <b>34,502</b> |
| <b>Total Liabilities</b>        | <b>25,003</b> | <b>30,154</b> | <b>27,542</b> | <b>27,861</b> | <b>28,627</b> |
| Paid-up capital (Bt1 par)       | 1,187         | 3,512         | 3,512         | 3,512         | 3,512         |
| <b>Total Equity</b>             | <b>742</b>    | <b>3,489</b>  | <b>4,715</b>  | <b>5,256</b>  | <b>5,875</b>  |
| BVPS (Bt)                       | 0.63          | 0.99          | 1.34          | 1.50          | 1.67          |

### Key Financial Ratios and Assumptions

|                                   | 2011   | 2012    | 2013F | 2014F | 2015F |
|-----------------------------------|--------|---------|-------|-------|-------|
| Net written premium growth (%)    | 55.6   | (7.0)   | 17.6  | 16.9  | 16.0  |
| Loss ratio (%)                    | 94.2   | 158.7   | 44.0  | 42.1  | 41.2  |
| Commissions & brokerage ratio (%) | 44.7   | 43.8    | 44.0  | 42.1  | 41.2  |
| Expense ratio (%)                 | 48.6   | 47.5    | 47.9  | 45.9  | 44.8  |
| Combined ratio (%)                | 142.8  | 206.3   | 91.9  | 88.0  | 85.9  |
| Retention ratio (%)               | 77.6   | 85.6    | 85.8  | 86.0  | 86.1  |
| Gross margin (%)                  | (40.0) | (104.0) | 10.2  | 13.9  | 15.8  |
| Net profit margin (%)             | (30.2) | (75.9)  | 17.4  | 18.0  | 18.0  |
| Yield on investment (%)           | 4.4    | 4.5     | 4.5   | 4.5   | 4.5   |
| Return on investment (%)          | 3.5    | 5.0     | 5.1   | 5.1   | 5.0   |
| ROA (%)                           | (9.5)  | (14.6)  | 3.5   | 4.3   | 4.9   |

### Profit and Loss Statement (Btmn)

| FY December 31                       | 4Q11           | 1Q12           | 2Q12           | 3Q12         | 4Q12         |
|--------------------------------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| Net earned premiums                  | 1,239          | 1,265          | 1,297          | 1,465        | 1,328        |
| Fee and commissions income           | 144            | 131            | 90             | 86           | 70           |
| <b>Total underwriting income</b>     | <b>1,383</b>   | <b>1,396</b>   | <b>1,388</b>   | <b>1,551</b> | <b>1,398</b> |
| Claims and losses                    | 3,272          | 3,121          | 4,456          | 768          | 754          |
| Commissions & brokerage              | 665            | 640            | 579            | 676          | 618          |
| Other expenses                       | 16             | 19             | 24             | 20           | 22           |
| <b>Total underwriting expenses</b>   | <b>3,953</b>   | <b>3,780</b>   | <b>5,058</b>   | <b>1,464</b> | <b>1,394</b> |
| <b>Gross underwriting profit</b>     | <b>(2,569)</b> | <b>(2,384)</b> | <b>(3,670)</b> | <b>86</b>    | <b>4</b>     |
| <b>Operating and other expenses</b>  | <b>43</b>      | <b>36</b>      | <b>31</b>      | <b>29</b>    | <b>32</b>    |
| <b>Net underwriting profit</b>       | <b>(2,612)</b> | <b>(2,420)</b> | <b>(3,701)</b> | <b>57</b>    | <b>(28)</b>  |
| Net investments income               | 85             | 123            | 177            | 145          | 199          |
| Gains (losses) on investment in sec. | (80)           | 85             | (3)            | 0            | 0            |
| Other income (expenses)              | 18             | 5              | (18)           | 25           | 16           |
| <b>Profit before tax</b>             | <b>(2,589)</b> | <b>(2,207)</b> | <b>(3,545)</b> | <b>228</b>   | <b>187</b>   |
| Income Tax                           | (533)          | (535)          | (828)          | 340          | 27           |
| Minority Interest                    | 0              | 2              | 2              | 2            | 2            |
| <b>Net Profit</b>                    | <b>(2,056)</b> | <b>(1,673)</b> | <b>(2,719)</b> | <b>(115)</b> | <b>158</b>   |
| EPS (Bt)                             | (1.73)         | (0.48)         | (0.77)         | (0.03)       | 0.04         |

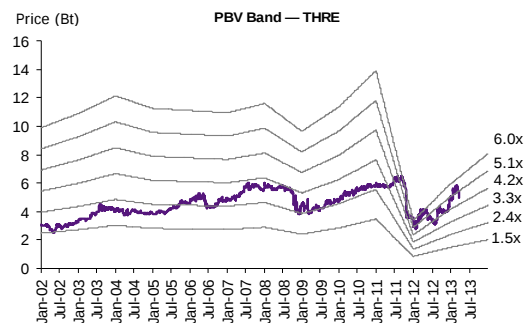
### Balance Sheet (Btmn)

| FY December 31                  | 4Q11          | 1Q12          | 2Q12          | 3Q12          | 4Q12          |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total investments in securities | 10,305        | 17,990        | 17,105        | 16,651        | 18,560        |
| Total loans - net               | 15,440        | 18,162        | 18,239        | 16,561        | 15,083        |
| <b>Total Assets</b>             | <b>25,745</b> | <b>36,152</b> | <b>35,344</b> | <b>33,212</b> | <b>33,642</b> |
| <b>Total Liabilities</b>        | <b>25,003</b> | <b>30,100</b> | <b>32,021</b> | <b>29,917</b> | <b>30,154</b> |
| Paid-up capital (Bt1 par)       | 1,187         | 3,512         | 3,512         | 3,512         | 3,512         |
| <b>Total Equity</b>             | <b>742</b>    | <b>6,052</b>  | <b>3,323</b>  | <b>3,296</b>  | <b>3,489</b>  |
| BVPS (Bt)                       | 0.63          | 1.72          | 0.95          | 0.94          | 0.99          |

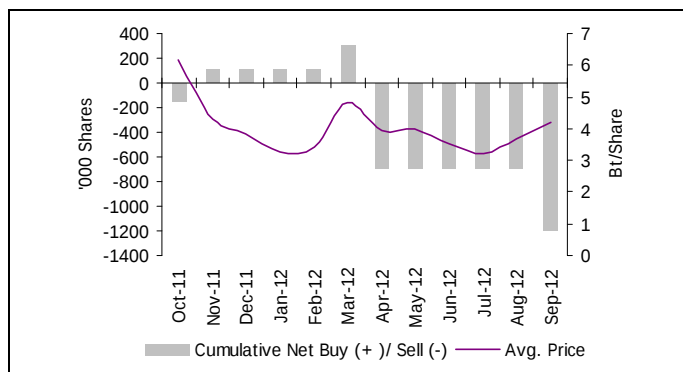
### Key Financial Ratios

|                                   | 4Q11    | 1Q12    | 2Q12    | 3Q12  | 4Q12  |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|-------|-------|
| Net written premium growth (%)    | 18.9    | (29.9)  | (5.9)   | 13.0  | 2.9   |
| Loss ratio (%)                    | 236.5   | 223.6   | 321.1   | 49.5  | 53.9  |
| Commissions & brokerage ratio (%) | 48.1    | 45.9    | 41.7    | 43.6  | 44.2  |
| Expense ratio (%)                 | 52.3    | 49.8    | 45.6    | 46.8  | 48.0  |
| Combined ratio (%)                | 288.8   | 273.3   | 366.7   | 96.3  | 102.0 |
| Retention ratio (%)               | 76.5    | 77.5    | 84.2    | 88.8  | 91.0  |
| Gross margin (%)                  | (185.7) | (170.7) | (264.5) | 5.6   | 0.3   |
| Net profit margin (%)             | (148.6) | (119.8) | (196.0) | (7.4) | 11.3  |
| Yield on investment (%)           | 3.3     | 3.5     | 4.0     | 3.4   | 4.5   |
| Return on investment (%)          | 0.2     | 5.9     | 4.0     | 3.4   | 4.5   |
| ROA (%)                           | (40.4)  | (21.6)  | (30.4)  | (1.3) | 1.9   |

### PBV Band Chart

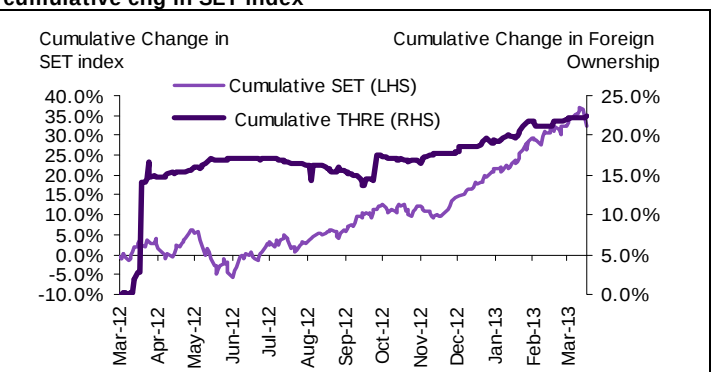


### 12-Month Cumulative directors trade



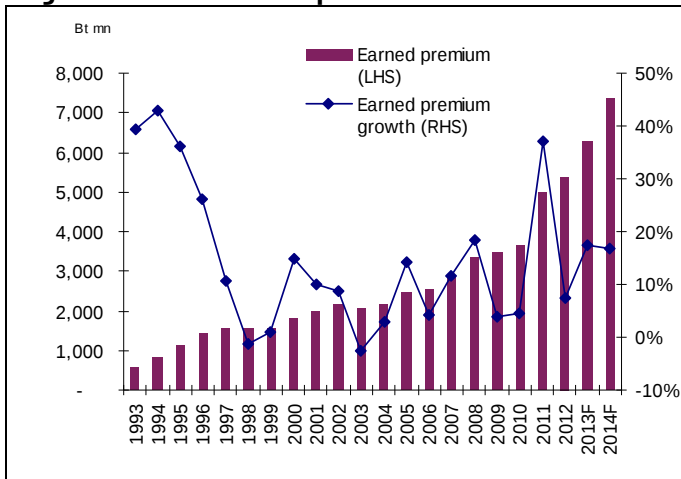
Source SEC

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



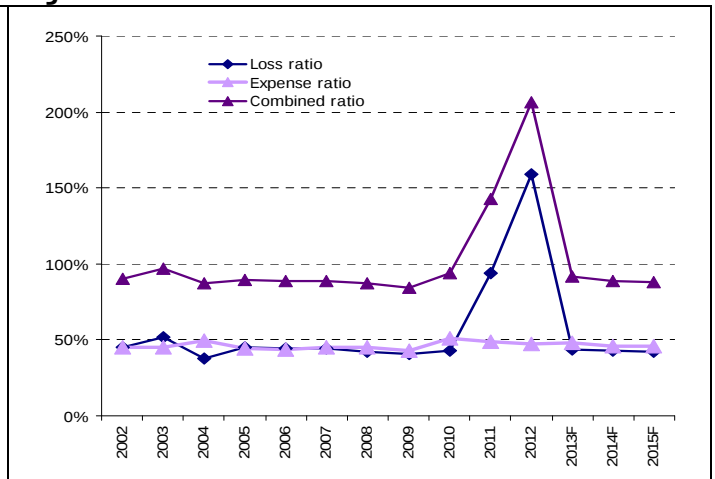
Source: SET, SCBS Investment Research

**Figure 1: THRE's earned premiums**



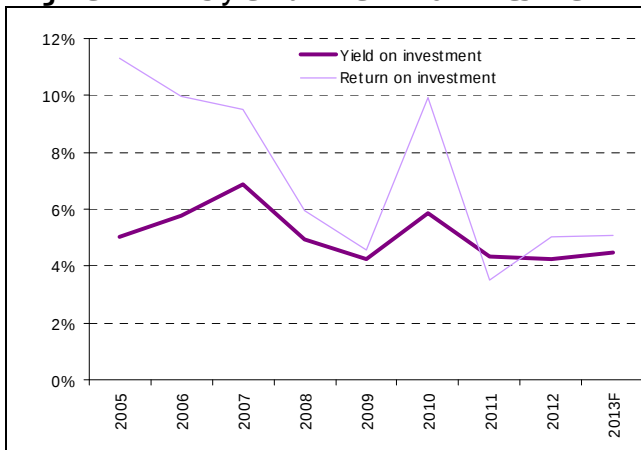
Source: THRE and SCBS Investment Research

**Figure 2: THRE's combined ratio**



Source: THRE and SCBS Investment Research

**Figure 3: THRE's yield and return on investment**



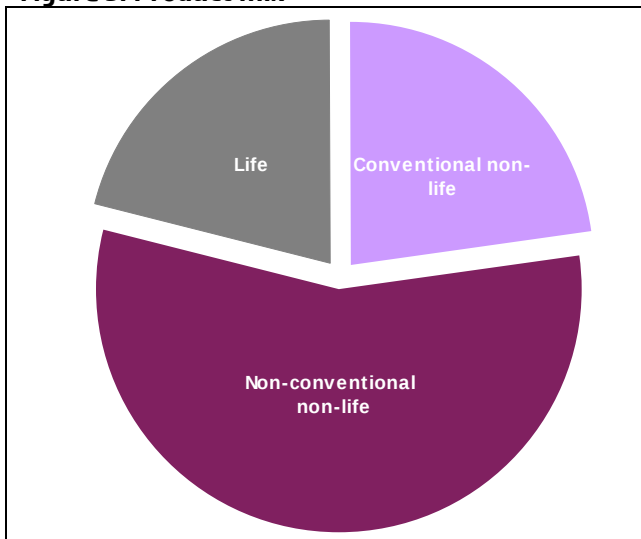
Source: THRE and SCBS Investment Research

**Figure 4: Bond yield**



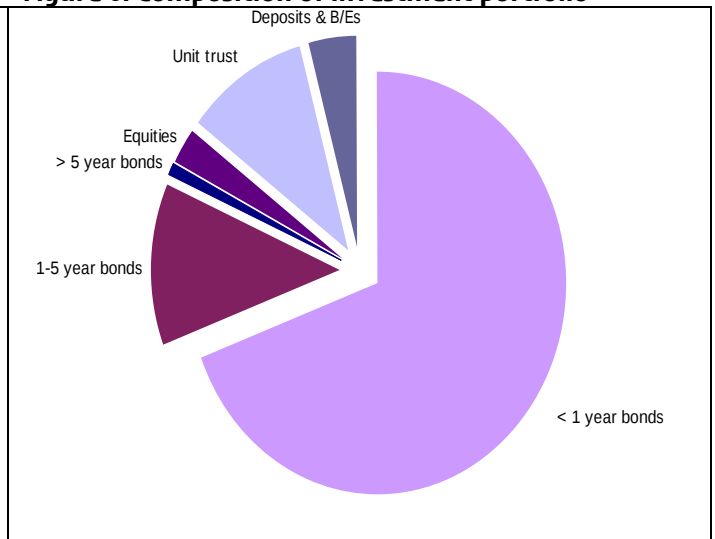
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

**Figure 5: Product mix**



Source: THRE and SCBS Investment Research

**Figure 6: Composition of investment portfolio**



Source: THRE and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



## กลุ่มอุตสาหกรรม

---

This page is left blank intentionally



รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ขาดแรงขับเคลื่อนที่จะผลักดันให้กลับมาเติบโตสูง

■ อุตสาหกรรมยานยนต์ขาดแรงขับเคลื่อนที่แข็งแกร่ง เนื่องจากยอดขายรถยนต์จะกลับคืนสู่ระดับปกติที่ 2.6 ล้านคันในปี 2556 หรือเติบโต 6% เทียบกับ 68% ในปี 2555

■ STANLY เป็นหุ้นที่แนะนำ “ซื้อ” เพียงตัวเดียวในกลุ่มยานยนต์

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 – ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน หุ้นกลุ่มยานยนต์ในการวิเคราะห์ของเรา (AH SAT และ STANLY) รายงานผลการดำเนินงานที่ไม่มีทิศทางชัดเจนในไตรมาส 4/55 AH และ STANLY รายงานผลการดำเนินงานดีกว่าคาด ผลการดำเนินงานของ STANLY ปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่แข็งแกร่งและอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงงานใหม่ แต่ผลการดำเนินงานที่ต่ำกว่าคาดของ AH เกิดจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารระดับต่ำเป็นพิเศษ และเงินขาดจ่ายจากประกันภัย ขณะที่ SAT รายงานผลการดำเนินงานอ่อนตัวลงตามคาดโดยมีสาเหตุมาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้น AH และ SAT ประกาศจ่ายปันผลเป็นหุ้นและเงินสดจากผลการดำเนินงานช่วงครึ่งหลังปี 55

การเติบโตสูงในเดือน ก.พ. เกิดจากฐานต่ำ ในเดือน ก.พ. ข้อมูลเกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์ทุกด้านได้แก่ ยอดผลิตรถยนต์ ยอดขายรถยนต์ในประเทศ และยอดส่งออกรถยนต์ เติบโตสูง YoY โดยมีสาเหตุมาจากฐานต่ำในปีก่อนเพราะได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวน 229,000 คัน เพิ่มขึ้น 36% YoY แต่ลดลง 3% MoM ยอดขายรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 140,000 คัน เพิ่มขึ้น 53% YoY และ 11% MoM ยอดส่งออกรถยนต์มีจำนวน 90,000 คัน เพิ่มขึ้น 17% YoY และ 4% MoM

การผลิตรถยนต์กลับสู่ภาวะปกติ อุตสาหกรรมยานยนต์ขาดแรงขับเคลื่อนที่แข็งแกร่ง ในปีที่ผ่านมา มีการปรับเรตติ้งกลุ่มยานยนต์เพิ่มขึ้นหลายครั้งด้วยกัน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยอุตสาหกรรมที่เป็นบวก ได้แก่ การฟื้นตัวในรูป V-shape ของการผลิตรถยนต์หลังจากในปี 2554 เกิดสลิมนามิที่ญี่ปุ่นในเดือน มี.ค. และอุทกภัยครั้งใหญ่ในประเทศไทยในเดือน ต.ค. และยอดขายรถยนต์ในประเทศก็เพิ่มขึ้นเป็นเกือบสองเท่าสู่จำนวน 1.4 ล้านคันในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการคืนภาษีรถยนต์คันแรกของรัฐบาล ส่วนในปีนี้ เราคาดว่าจะไม่มีปัจจัยพิเศษอย่างปีก่อน เช่น มาตรการสนับสนุนจากรัฐบาล และอุปสงค์สะสมหลังน้ำท่วม เกิดขึ้นอีก ดังนั้นอุตสาหกรรมยานยนต์จะกลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดว่ายอดขายรถยนต์จะเติบโต 6% เทียบกับ 68% ในปี 2555 ยอดขายรถยนต์ในประเทศน่าจะปรับตัวลดลง 3% จากฐานสูงมากเป็นพิเศษในปี 2555 ในขณะที่ยอดส่งออกรถยนต์ (ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต) จะเติบโต 17% อุตสาหกรรมยานยนต์จะยังรายงานยอดขายเติบโตได้ดีในช่วงครึ่งปีแรก เนื่องจากลูกค้าจะได้รับมอปรถยนต์ที่จองไว้ในปีที่แล้วภายใต้มาตรการคืนภาษีรถยนต์คันแรกของรัฐบาล แต่เราต้องจับตามช่วงครึ่งปีหลังอย่างระมัดระวัง

**AH:** ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น เราปรับประมาณการกำไรของ AH เพิ่มขึ้น 34% ในปี 2556 และ 39% ในปี 2557 เพื่อสะท้อนการปรับประมาณการยอดขายเพิ่มขึ้น 16% ในปี 2556-57 และค่าใช้จ่ายภาษีที่ลดลงอันเป็นผลมาจากการได้รับการส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอ การปรับประมาณการกำไรส่งผลทำให้เราปรับราคาเป้าหมายปี 2556 ของ AH เพิ่มขึ้นเป็น 23 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PE ปี 2556 ระดับ 9 เท่า Upside ที่มีจำกัดทำให้เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” AH

**SAT:** ปรับราคาเป้าหมายปี 2556 ลดลงสู่ 29 บาท/หุ้นหลังจากจ่ายหุ้นปันผล ราคาเป้าหมายปี 2556 ของ SAT จะปรับลดลงจาก 36 บาท/หุ้น สู่ 29 บาท/หุ้น เมื่อถึงวันที่ 24 เม.ย. ที่เป็นวัน XD หุ้นปันผลในอัตรา 4 หุ้นเดิมต่อ 1 หุ้นปันผล

แนะนำ “ซื้อ” STANLY STANLY เป็นหุ้นที่เราแนะนำ “ซื้อ” เพียงตัวเดียวในกลุ่มยานยนต์ เพราะราคาหุ้นมี Upside 13% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา เราคิดว่ากำไรของ STANLY จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง เพราะการดำเนินงานที่โรงงานใหม่ “Lamp 7” ปรับตัวดีขึ้น ทำให้สามารถรับออเดอร์ใหม่ได้มากขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเนื่องจากอัตราของเสียจากการผลิตลดลง เราคิดว่า STANLY จะรายงานกำไรเติบโต 27% ในปีบัญชี 2557 (มี.ค. 2556 – เม.ย. 2557)

### Valuation summary

|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |            |            | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|------------|------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F        | 14F        | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F        | 14F        |
| AH             | Sell    | 24.00         | 23.0           | (0.4)   | 10.4        | 9.4        | 8.2        | n.m.           | 11.4        | 14.4        | 1.57        | 1.42        | 1.28        | 16.4        | 15.9        | 16.4        | 3.1            | 3.7        | 4.3        | 9.0           | 9.6        | 8.2        |
| SAT            | Neutral | 33.00         | 36.0           | 12.2    | 14.1        | 11.1       | 9.5        | 82.9           | 26.8        | 17.9        | 2.32        | 1.92        | 1.59        | 17.6        | 18.8        | 18.4        | 2.2            | 3.1        | 3.7        | 8.8           | 7.3        | 6.0        |
| STANLY         | Buy     | 239.00        | 270.0          | 16.7    | 11.4        | 9.3        | 8.3        | 66.4           | 22.8        | 12.3        | 1.87        | 1.65        | 1.46        | 17.5        | 18.9        | 18.7        | 3.1            | 3.8        | 4.2        | 6.1           | 4.8        | 4.0        |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>12.0</b> | <b>9.9</b> | <b>8.6</b> | <b>74.7</b>    | <b>20.3</b> | <b>14.9</b> | <b>1.92</b> | <b>1.66</b> | <b>1.44</b> | <b>17.2</b> | <b>17.9</b> | <b>17.9</b> | <b>2.8</b>     | <b>3.5</b> | <b>4.1</b> | <b>7.9</b>    | <b>7.3</b> | <b>6.0</b> |

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 4Q12 results

|                          | Core earnings (Bt mn) |            |            |            |            | Growth      |             | Core earnings (Bt mn) |              |              | % YoY Growth |             |             |
|--------------------------|-----------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|                          | 4Q11                  | 1Q12       | 2Q12       | 3Q12       | 4Q12       | % YoY       | % QoQ       | 2012                  | 2013F        | 2014F        | 2012         | 2013F       | 2014F       |
| AH                       | (371)                 | 65         | 190        | 168        | 319        | N.M.        | 89.7        | 742                   | 827          | 945          | N.M.         | 11.4        | 14.4        |
| SAT                      | (106)                 | 191        | 167        | 251        | 185        | N.M.        | (26.5)      | 794                   | 1,007        | 1,187        | 82.9         | 26.8        | 17.9        |
| STANLY*                  | (39)                  | 316        | 364        | 365        | 432        | N.M.        | 18.4        | 1,601                 | 1,967        | 2,209        | 66.4         | 22.8        | 12.3        |
| <b>Automotive sector</b> | <b>(516)</b>          | <b>572</b> | <b>721</b> | <b>785</b> | <b>936</b> | <b>N.M.</b> | <b>19.3</b> | <b>3,138</b>          | <b>3,800</b> | <b>4,341</b> | <b>134.9</b> | <b>21.1</b> | <b>14.2</b> |

Source: SCBS Investment Research

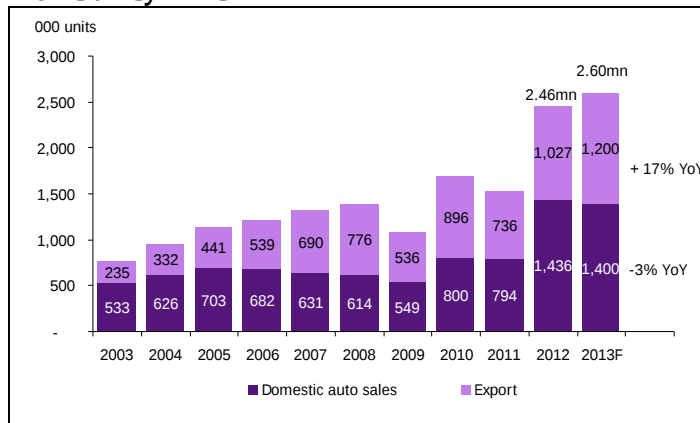
\*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

| 000 Units           | Feb-13 | Feb-12 | % YoY | Jan 13 | % MoM | 2M13  | 2M12  | % YoY |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Domestic auto sales | 139.8  | 91.3   | 53.1% | 125.8  | 11.1% | 265.6 | 167.6 | 58.5% |
| Auto export         | 90.1   | 77.3   | 16.6% | 86.7   | 4.0%  | 176.8 | 131.5 | 34.5% |
| Auto production     | 229.2  | 168.2  | 36.3% | 236.0  | -2.9% | 465.2 | 308.6 | 50.7% |

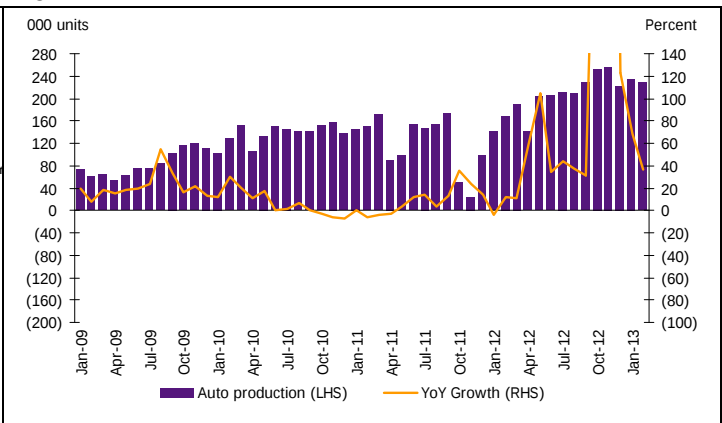
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

Figure 3: 2013 auto production growth of 6%; exports to be a key driver



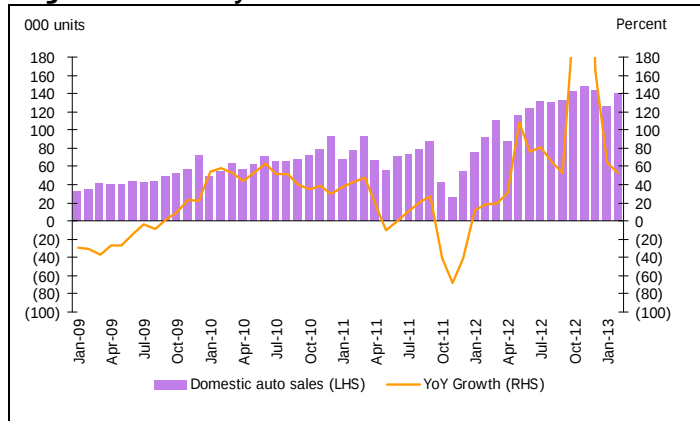
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: February auto production 229K units, +36% YoY



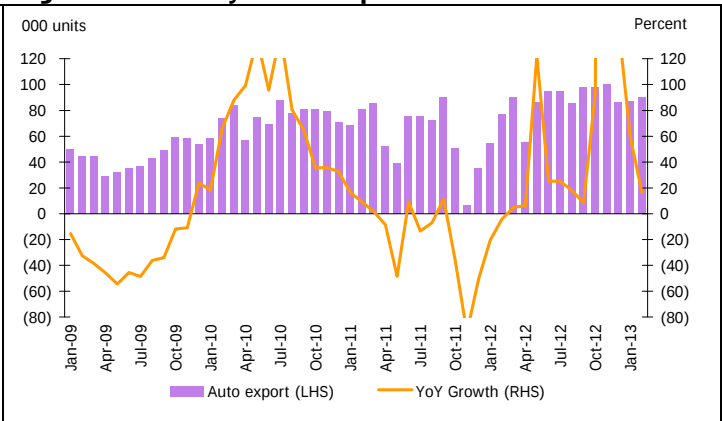
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: February's domestic auto sales



Source: Toyota Motor Thailand, SCBS Investment Research

Figure 6: February's auto exports



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

## ได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนขยับ

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

- คาดสินเชื่อบริษัทโตสูงต่อเนื่องในปี 2556-58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากวัฏจักรการลงทุนที่นำโดยการลงทุนภาครัฐและการผ่อนผันหลักเกณฑ์การกำกับลูกหนี้รายใหญ่ของ ธปท.
- คาด NIM ทรงตัวในปี 2556 และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2557 สอดคล้องกับประมาณการของเราที่คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะทรงตัวในปี 2556 และปรับขึ้นเล็กน้อยในปี 2557
- คาดรายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันเติบโตน้อยลงโดยมีสาเหตุมาจากฐานสูงและโอกาสน้อยลงในการทำ cross-selling เพิ่ม
- ธนาคารมีแนวโน้มตั้งสำรองทั่วไปเท่าเดิมเพื่อใช้เป็นเงินกองทุน counter-cyclical buffer
- Top picks: KTB และ BBL เพราะมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน

สินเชื่อบริษัทมีแนวโน้มเติบโตสูงต่อเนื่อง เราคาดว่าสินเชื่อบริษัทจะเติบโตสูงต่อเนื่องในปี 2556-58 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) การมองบวกมากขึ้นต่อวัฏจักรการลงทุนที่นำโดยการลงทุนภาครัฐ ซึ่งได้รับการสนับสนุนจาก พ.ร.บ. ลงทุนโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท และยอดขอรับการส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอที่สูงมากเป็นประวัติการณ์ และ 2) การผ่อนผันหลักเกณฑ์การกำกับลูกหนี้รายใหญ่ (single lending limit) ของ ธปท. เราคาดว่าสินเชื่อบริษัทจะเติบโต 14% ในปี 2556 เท่ากับปี 2555 และเติบโต 13% ในปี 2557-58

NIM ทรงตัว และมีแนวโน้ม Upside เราคาดว่าส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) โดยเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2556 และเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2557 ในขณะที่แนวโน้ม Upside ของ NIM จะมาจากแนวโน้มที่จะมีการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายเร็วกว่าคาดอันเป็นผลมาจากแรงกดดันเงินเฟ้อสูงขึ้น และการปรับอัตราดอกเบี้ยเงินให้สินเชื่อเพิ่มขึ้นเพราะมีความต้องการสินเชื่อจำนวนมาก

รายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันเติบโตน้อยลง เราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมและเบี้ยประกันสุทธิจะเติบโตน้อยลงจาก 19% ในปี 2555 สู่ 16% ในปี 2556 (14% ถ้าไม่รวมการรวมกิจการของ KK-PHATRA) และ 14% ในปี 2557-58 เพราะฐานใหญ่ขึ้น เรายังมองไม่เห็นการเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมจากแหล่งใหม่ๆ และมองว่ามีโอกาสน้อยลงในการทำ cross-selling ผลิตภัณฑ์ต่างๆ เช่น bancassurance และกองทุนรวม

ตั้งสำรองทั่วไปเท่าเดิมเพื่อใช้เป็นเงินกองทุน counter-cyclical buffer แม้กลุ่มธนาคารมีอัตราการตั้งสำรองเพื่อหนี้สงสัยจะสูญอยู่ในระดับสูงที่ 128% ณ สิ้นปี 2555 แต่ธนาคารส่วนใหญ่จะคงหรือเพิ่มการตั้งสำรองทั่วไปเล็กน้อยในปี 2556-58 เพื่อใช้เป็นเงินกองทุนรองรับช่วงเศรษฐกิจขาขึ้น เพื่อรองรับผลกระทบในช่วงเศรษฐกิจขาลง (countercyclical buffer) ตามเกณฑ์ Basel III

พริ้วผลประกอบการไตรมาส 1/56 เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/56 จะเติบโตอย่างต่อเนื่องทั้งเมื่อเทียบกับ YoY และ QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อที่เติบโตสูงต่อเนื่องกระจายไปทั่วทุกกลุ่ม NIM ที่เพิ่มขึ้น QoQ เพราะต้นทุนทางการเงินลดลงอันเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยในเดือน ต.ค. รายได้ค่าธรรมเนียมและอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง QoQ ตามฤดูกาล และการกลับมาตั้งสำรองตามปกติ

Top picks - BBL และ KTB เราเลือก KTB และ BBL เป็น top picks เนื่องจากคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน เรายังคงเลือก KTB เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เพราะ: 1) ต้นทุนสินเชื่อจะลดลงหลังจาก LLR coverage เพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 4/55 2) ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์มีน้อยลงหลังจาก SSI เพิ่มขึ้น และ 3) สถานะธนาคารของรัฐทำให้ KTB เป็นธนาคารอันดับต้นๆ ที่จะได้รับประโยชน์จากการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวเร่งขึ้น BBL เป็น top pick ของเรารีกตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) BBL เป็นธนาคารที่มีสภาพคล่องส่วนเกินและเงินกองทุนมากที่สุด ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ธนาคารขยายสินเชื่อเพื่อสนับสนุนการลงทุน 2) BBL เป็นธนาคารที่มีสัดส่วนปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่มากที่สุด ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการลงทุนขาขึ้นมากที่สุด 3) BBL มี LLR coverage สูงที่สุด

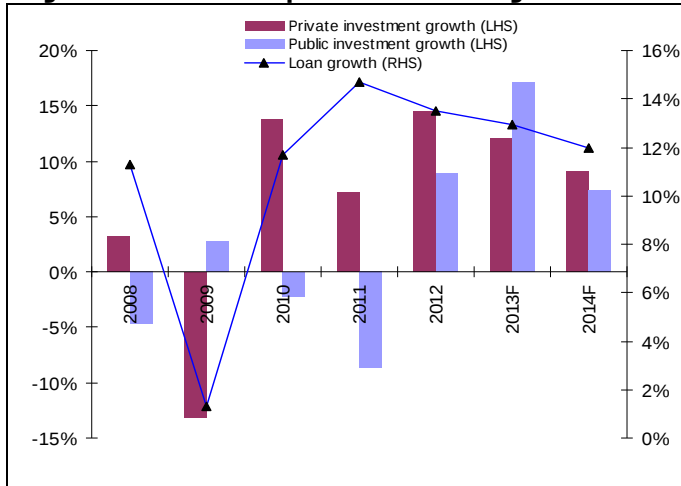
## Valuation Summary

|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        |
| BAY            | Buy     | 32.75         | 40.00          | 24.9    | 13.6        | 11.0        | 9.1         | 57.9           | 24.1        | 20.3        | 1.76        | 1.56        | 1.38        | 13.6        | 15.1        | 16.1        | 2.4            | 2.7        | 3.3        |
| BBL            | Buy     | 210.00        | 260.00         | 27.2    | 12.1        | 10.4        | 9.2         | 20.8           | 16.5        | 12.9        | 1.47        | 1.33        | 1.21        | 12.8        | 13.4        | 13.7        | 3.1            | 3.4        | 3.8        |
| KBANK          | Buy     | 202.00        | 244.00         | 22.6    | 13.7        | 10.8        | 9.1         | 45.5           | 27.3        | 18.1        | 2.61        | 2.15        | 1.80        | 20.8        | 21.9        | 21.5        | 1.5            | 1.9        | 2.2        |
| KK             | Sell    | 61.50         | 55.00          | (6.6)   | 15.1        | 12.6        | 11.8        | (9.7)          | 19.7        | 6.6         | 1.56        | 1.47        | 1.38        | 12.1        | 12.0        | 12.0        | 3.9            | 4.0        | 4.2        |
| KTB            | Buy     | 24.70         | 32.00          | 33.5    | 14.7        | 10.2        | 8.6         | 10.5           | 44.0        | 18.8        | 1.92        | 1.66        | 1.47        | 15.2        | 17.4        | 18.1        | 3.2            | 3.9        | 4.7        |
| LHBANK         | Sell    | 1.41          | 1.40           | 1.6     | 24.7        | 17.3        | 12.3        | 31.9           | 43.2        | 40.0        | 1.19        | 1.15        | 1.07        | 5.0         | 6.8         | 9.0         | 2.4            | 2.3        | 3.2        |
| TCAP           | Neutral | 42.50         | 47.00          | 14.1    | 9.9         | 9.0         | 7.8         | 14.4           | 9.9         | 15.6        | 1.27        | 1.05        | 0.96        | 13.5        | 12.8        | 12.8        | 3.3            | 3.5        | 3.8        |
| TISCO          | Neutral | 51.50         | 58.00          | 17.4    | 10.1        | 9.6         | 8.3         | 13.4           | 5.4         | 15.1        | 2.06        | 1.83        | 1.61        | 21.5        | 21.1        | 20.5        | 4.7            | 4.8        | 4.9        |
| TMB            | Sell    | 2.52          | 2.20           | (10.9)  | 68.4        | 17.0        | 14.0        | (60.0)         | 301.3       | 21.5        | 2.05        | 1.87        | 1.70        | 3.0         | 11.5        | 12.7        | 1.3            | 1.8        | 2.1        |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>19.7</b> | <b>11.9</b> | <b>10.0</b> | <b>19.5</b>    | <b>28.0</b> | <b>17.3</b> | <b>1.85</b> | <b>1.63</b> | <b>1.46</b> | <b>13.7</b> | <b>15.3</b> | <b>15.8</b> | <b>2.8</b>     | <b>3.2</b> | <b>3.6</b> |

Source: SCBS Investment Research

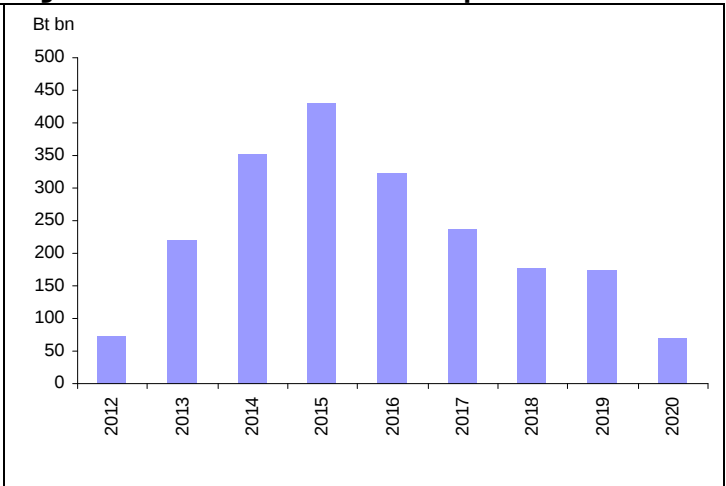
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

**Figure 1: Private and public investment growth**



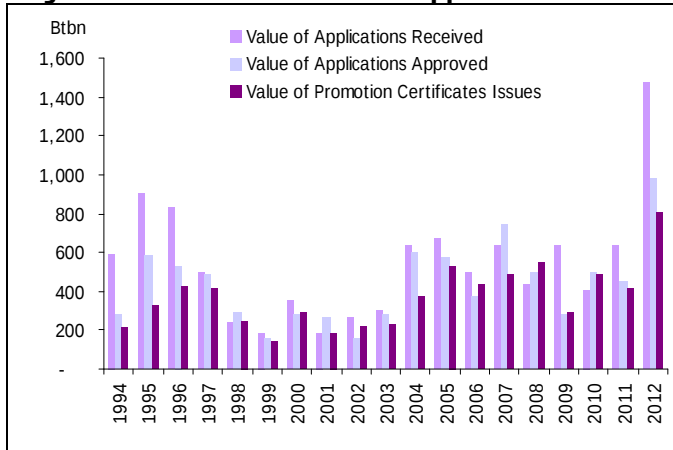
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 2: Infrastructure investment plan**



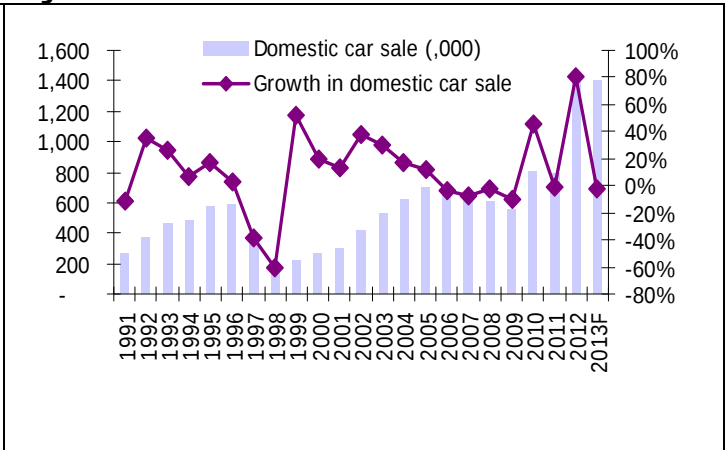
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

**Figure 3: Board of Investment's applications**



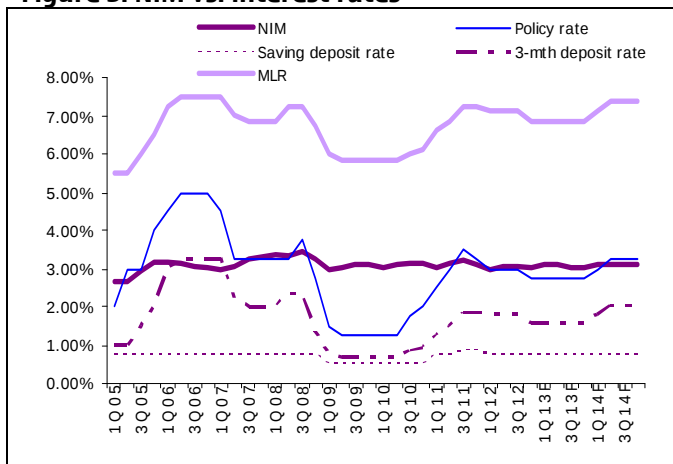
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 4: Domestic car sales**



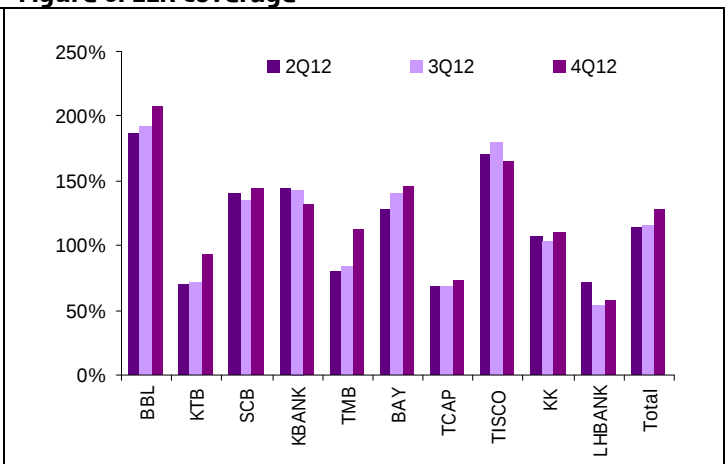
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 5: NIM vs. interest rates**



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

**Figure 6: LLR coverage**



Source: Banks and SCBS Investment Research

## เข้าสู่ช่วง low season

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

- ปริมาณขายในไตรมาส 2/56 จะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY เพราะการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง
- อัตรากำไรจะอยู่ในระดับทรงตัวเพราะราคาขายผลิตภัณฑ์ไม่เปลี่ยนแปลง; ต้นทุนไฟฟ้าที่สูงขึ้นถูกชดเชยด้วยต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง
- Top picks : DCC เพราะเป็นหุ้น laggard play ราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำ และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด และ SCC เพราะคาดการณ์ไตรมาส 1/56 แข็งแกร่ง และกำไรระยะ 3 ปีเติบโตสูงเฉลี่ย 25% ต่อปี

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างทุกบริษัทรายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นในไตรมาส 4/55 โดยหลักๆ เกิดจากฐานต่ำเพราะนำท่วมในปีก่อนหน้า SCC รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+86% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่ฟื้นตัวดีขึ้นในทุกธุรกิจและอัตรากำไรระดับทรงตัว นอกจากนี้บริษัทที่มีธุรกิจเพียงอย่างเดียวก็มีผลการดำเนินงานดีขึ้น: SCCC (+46% YoY), DRT (+21% YoY), และ DCC (+17% YoY) เพราะปริมาณขายเพิ่มขึ้น แต่อัตรากำไรลดลง TPIPL พลิกกลับมาทำกำไรได้เล็กน้อยจำนวน 13 ล้านบาท (เทียบกับ -104 ล้านบาทในไตรมาส 4/54) เพราะยังได้รับแรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี (LDPE-เอทิลีน) ระดับต่ำ

การลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะช่วยสนับสนุนปริมาณขาย ปริมาณขายในไตรมาส 2/56 จะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY เพราะการลงทุนภาคเอกชน/ภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 7.5% ในปี 2556 (เทียบกับ 11% ในปี 2555) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 8.5% ในปี 2556 (เทียบกับ 5% ในปี 2555) ทั้งนี้ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 8% ในปี 2556 (กลับมาเติบโตตามปกติ) เทียบกับ 15% ในปี 2555 (การซ่อมแซมและการลงทุนใหม่หลังน้ำท่วม) ส่วนการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 18% ในปี 2556 (เร่งเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) เทียบกับ 8.5% ในปี 2555 (ทยอยเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) สำหรับภาคเอกชนนั้น (อสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัย นิคมอุตสาหกรรม และอาคารพาณิชย์) คาดว่าจะมีการลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยมากที่สุด รวมถึงการย้ายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่องของบริษัทญี่ปุ่น และการขยายกำลังการผลิตในนิคมอุตสาหกรรม ส่วนฝั่งภาครัฐงบประมาณก้อนใหญ่สำหรับโครงการบริหารจัดการน้ำ วงเงินรวม 3.5 แสนล้านบาท จะถูกอัดฉีดเข้าระบบในปี 2556-57 นอกจากนี้ โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล วงเงิน 2.2 ล้านล้านบาท ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการลงทุนไปจนถึงปี 2562 ด้วย ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือการดำเนินการตามแผนเหล่านี้ได้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากความล่าช้าเป็นเวลานานของโครงการขนาดใหญ่ๆ ที่ผ่านๆ มา

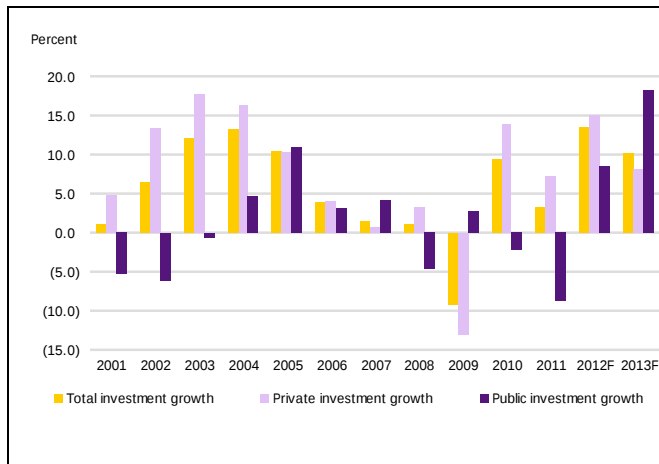
อัตรากำไรจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว เราคาดว่าอัตรากำไรจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวในระยะสั้นเมื่อพิจารณาจาก 1) ราคาขายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 ที่ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อน; 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง (ราคาถ่านหิน -18% YoY และราคาน้ำมัน -2% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน) จะช่วยชดเชยต้นทุนไฟฟ้าที่สูงขึ้น ต้นทุนถ่านหินคิดเป็น 35% ของต้นทุนการผลิตปูนซีเมนต์ ส่วนต้นทุนก๊าซธรรมชาติคิดเป็น 30% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องเซรามิค และ 3% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องมุงหลังคา การปรับตัวลดลงของต้นทุนเชื้อเพลิงในระยะหลังนี้จะไม่สามารถส่งผ่านไปยังต้นทุนการผลิตได้ในทันที เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้จนถึง 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติก็ปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ยประมาณ 6 เดือน แรงกดดันด้านต้นทุนน่าจะลดน้อยลงอย่างเห็นได้ชัดในกลางปีหน้า

Top picks คือ DCC และ SCC เราชอบ DCC มากที่สุดในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง เพราะ: 1) DCC เป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (DCC -11% เทียบกับ SETCONMAT +31% และ SET +24% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา); 2) ราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำที่ PE ปี 2556 ระดับ 15 เท่า เทียบกับ EPS ที่คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า; และ 3) ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด นอกจากนี้เรายังชอบ SCC เพราะ: 1) คาดว่ากำไรไตรมาส 1/56 จะเพิ่มขึ้นเพราะปัจจัยฤดูกาลและอัตราการใช้กำลังการผลิตที่โรงงาน BTS/Phoenix ดีขึ้น; 2) กำไรจะเติบโตสูงในระยะยาว โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับเคมีภัณฑ์ การฟื้นตัวของอัตรากำไรของธุรกิจเคมีภัณฑ์ และการเติบโตจากโครงการลงทุนใหม่ๆ ในอาเซียน

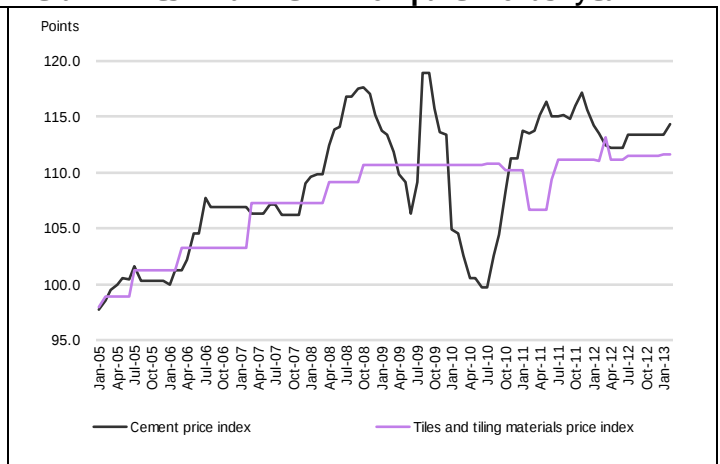
## Valuation summary

|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |              |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F          | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F         | 14F         |
| DCC            | Buy     | 58.00         | 70.00          | 27.3    | 18.8        | 15.1        | 12.9        | 1.0            | 24.9         | 17.2        | 8.76        | 8.25        | 7.81        | 46.8        | 56.3        | 62.3        | 5.3            | 6.6        | 7.8        | 13.2          | 10.9        | 9.3         |
| DRT            | Neutral | 8.05          | 7.80           | 2.0     | 16.7        | 14.6        | 12.9        | 5.8            | 14.2         | 13.2        | 3.75        | 3.62        | 3.33        | 23.3        | 25.2        | 26.8        | 4.9            | 5.1        | 5.8        | 10.6          | 9.6         | 8.6         |
| SCC            | Buy     | 462.00        | 525.00         | 16.5    | 23.5        | 17.5        | 14.2        | (11.7)         | 34.5         | 22.8        | 3.44        | 3.11        | 2.78        | 14.6        | 18.7        | 20.6        | 2.4            | 2.9        | 3.5        | 15.9          | 11.8        | 10.0        |
| SCCC           | Sell    | 422.00        | 400.00         | (1.8)   | 25.1        | 22.1        | 19.5        | 8.9            | 13.7         | 13.5        | 5.50        | 5.09        | 4.68        | 22.3        | 23.9        | 25.1        | 3.1            | 3.4        | 3.9        | 17.4          | 15.3        | 13.8        |
| TPIPL          | Neutral | 14.60         | 15.00          | 3.4     | 185.2       | 29.1        | 25.7        | (93.7)         | 537.4        | 12.9        | 0.45        | 0.47        | 0.46        | 0.3         | 1.6         | 1.8         | 0.7            | 0.7        | 0.6        | 13.6          | 9.7         | 9.1         |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>53.9</b> | <b>19.7</b> | <b>17.1</b> | <b>(17.9)</b>  | <b>125.0</b> | <b>15.9</b> | <b>4.38</b> | <b>4.11</b> | <b>3.81</b> | <b>21.4</b> | <b>25.1</b> | <b>27.3</b> | <b>3.3</b>     | <b>3.7</b> | <b>4.3</b> | <b>14.2</b>   | <b>11.5</b> | <b>10.2</b> |

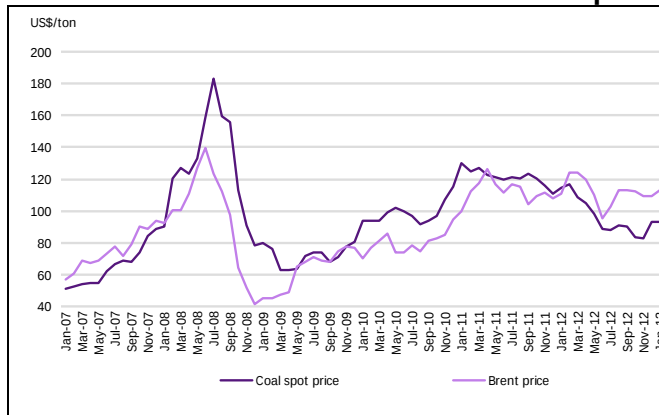
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: Private and public investment to rise in 2013**

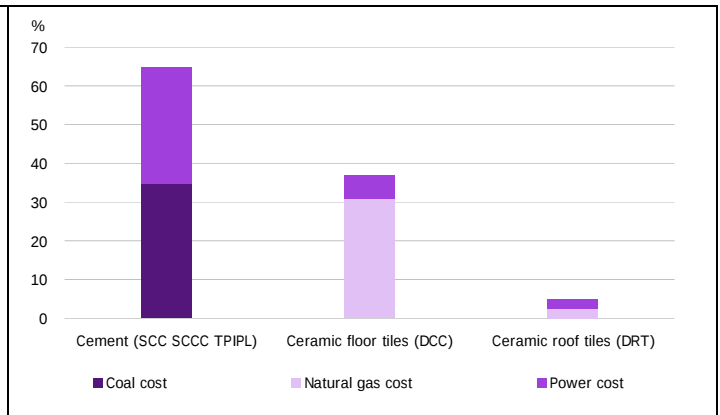
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

**Figure 2: Stable wholesale price for cement and ceramic tiles in Jan-Feb 13 compared to last year**

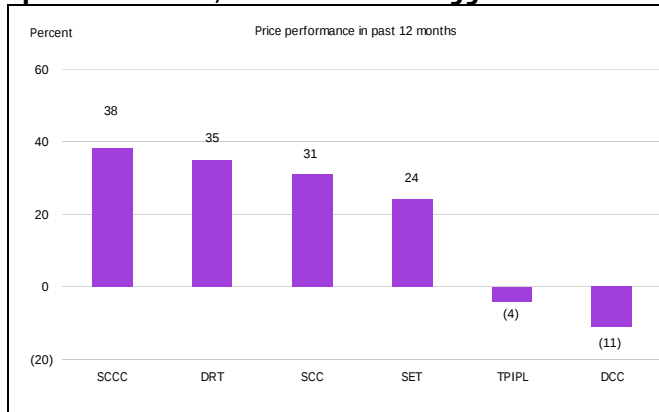
Source: REIC and SCBS Investment Research

**Figure 3: Average fuel costs in the past 12 months declined: -22% YoY for coal and -2% YoY for oil prices**

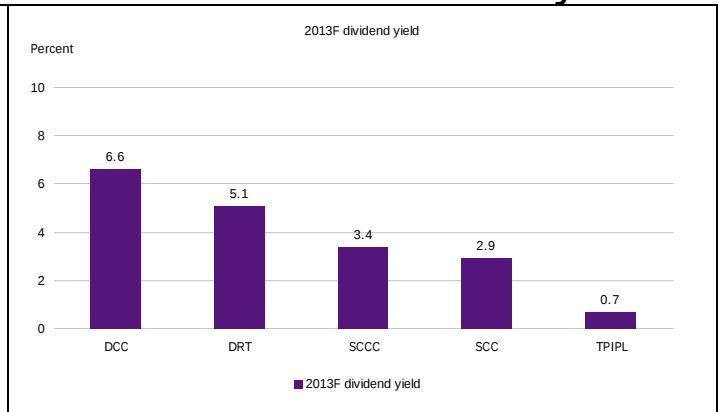
Source: SCBS Investment Research

**Figure 4: Portion of fuel cost to total production costs**

Source: SCBS Investment Research

**Figure 5: Based on share price performance in the past 12 months, DCC is the most laggard**

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

ວິຣາລັກຊນ ແສງເລີກສິລປະພັຍ

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

## ขับเคลื่อนโดยโครงการลงทุนภาครัฐ!

- การลงทุนภาครัฐทำให้กลุ่มรับเหมาก่อสร้างดูน่าสนใจมากที่สุด
- โครงการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท จะช่วยหนุนให้งานในมือและรายได้เติบโต
- CK เป็น top pick โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนของบริษัท

การลงทุนภาครัฐเข้าสู่ยุค “supercycle” การลงทุนของประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงที่สดใสมากที่สุดของเศรษฐกิจ ทั้งนี้เมื่ออิงกับตัวเลข GDP ล่าสุดของประเทศไทย พบว่าการสะสมทุนถาวรเบื้องต้น (Gross Fixed Capital Formation: GFCF) ของภาครัฐ ซึ่งเราใช้เป็นเครื่องชี้การลงทุนภาครัฐ มีจำนวน 6.51 แสนล้านบาทในปี 2555 เพิ่มขึ้น 12% YoY สูงสุดเป็นประวัติการณ์ในรูปตัวเงิน (nominal term) แต่คิดเป็นสัดส่วนเพียง 2 ใน 3 ของจุดสูงสุดในปี 2540 ในรูปมูลค่าที่แท้จริง (real term) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าการลงทุนภาครัฐของไทยยังมีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 52% ในรูปมูลค่าที่แท้จริง (real term) จึงจะถึงระดับสูงสุดในปี 2540 ประมาณการของ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาครัฐของไทย (ณ ราคาคงที่) จะเติบโตถึง 18% YoY ในปี 2556 ถ้าเรานำประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2556 ที่ 3% มาใช้ปรับปรุตัวเลขดังกล่าว การลงทุนภาครัฐในรูปตัวเงิน (nominal term) จะมีจำนวนเกือบ 8 แสนล้านบาท หรือเติบโตประมาณ 22% YoY

รัฐบาลเริ่มเดินหน้า รัฐบาลได้วางกรอบแผนลงทุน 2 ล้านล้านบาทในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและตั้งงบประมาณสำหรับปี 2556-2563 แล้วเสนอเป็น พ.ร.บ. เพื่อให้มีผลบังคับใช้ตามกฎหมาย โดยจะเริ่มประมูลโครงการผ่านระบบ E-auction ในปีงบประมาณหน้า (เดือน ต.ค. 2556) และจะเปิดโอกาสให้ผู้สนใจทุกรายเข้าร่วมประมูลได้โดยไม่ได้อำนาจพิเศษใดๆ แก่บริษัทรับเหมาก่อสร้างไทย งบประมาณส่วนใหญ่ (82%) จะนำมาใช้พัฒนาระบบรางของประเทศไทย ส่วนที่เหลือจะนำไปใช้พัฒนาระบบคมนาคมขนส่งด้านอื่นๆ เช่น การคมนาคมทางถนน การคมนาคมทางน้ำ และการคมนาคมทางอากาศ งบประมาณสำหรับระบบรางจะแบ่งออกเป็น 4 ประเภทย่อย คือ รถไฟความเร็วสูง 39% ระบบขนส่งมวลชนในกรุงเทพฯ และปริมณฑล 39% ระบบรถไฟรางคู่ 11% และที่เหลือจะนำมาใช้ขยายเส้นทางรถไฟเพิ่มเติมจากเส้นทางในปัจจุบัน

งานในมือที่มีอยู่เดิมและงานในมือใหม่จะหนุนให้รายได้เติบโต ณ สิ้นปี 2555 STEC มีงานในมือมูลค่า 5.6 หมื่นล้านบาท CK มีงานในมือมูลค่า 1.18 แสนล้านบาท ITD มีงานในมือมูลค่า 2.19 แสนล้านบาท NWR มีงานในมือมูลค่า 8 พันล้านบาท และ CNT มีงานในมือมูลค่า 9 พันล้านบาท โดยทุกบริษัทพร้อมที่จะเข้าร่วมประมูลโครงการใหม่ของภาครัฐ STEC คาดว่าจะได้รับงานใหม่ทั้งจากภาครัฐและภาคเอกชน มูลค่า 1 แสนล้านบาทในปี 2556 ขณะที่ CK มีงานประมูลในมือมูลค่าสูงถึง 1.06 แสนล้านบาทในปี 2555 ส่วนในปีนี้และปีต่อไป บริษัทได้ดำเนินการคัดกรองงานในโครงการระบบป้องกันน้ำท่วม วงเงิน 3.5 แสนล้านบาท และแผนลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท และคาดว่าจะได้รับงานดังกล่าวมาในสัดส่วน 15-20% (1.6 แสนล้านบาท) ของวงเงินของงานที่บริษัทสนใจเข้ายื่นประมูลมูลค่ารวม 8.39 แสนล้านบาท ซึ่งหมายความว่าบริษัทจะมีงานเข้ามาเพิ่ม 4-5 หมื่นล้านบาท ต่อปีไปจนถึงปี 2560 เราใช้สมมติฐาน STEC จะได้งานจำนวนเท่ากัน ขณะที่ ITD เป็นบริษัทที่มีส่วนแบ่งตลาดงานรับเหมาก่อสร้างสูงสุดที่ 34% ดังนั้นเราคาดว่า ITD จะได้รับงานโครงการดังกล่าวในสัดส่วนสูงที่สุด โดยคาดว่าจะได้งานใหม่ 6 หมื่นล้านบาทต่อปี บริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดกลางอย่าง NWR และ CNT ก็น่าจะได้งานมูลค่า 9 พันล้านบาท ถึง 1.4 หมื่นล้านบาทต่อปี

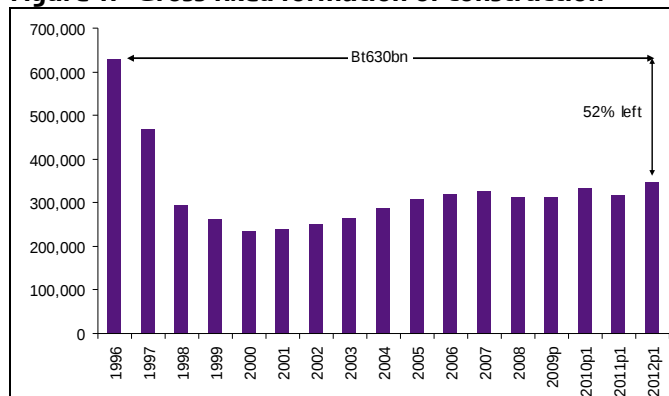
แนะนำ “overweight” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง โดยเลือก CK เป็น top pick เราคาดว่าอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างจะเติบโต 7-9% ต่อปีในระยะ 7 ปีข้างหน้า สอดคล้องกับการเติบโตของโครงการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชน ความกังวลหลักๆ คือ ความจำเป็นต้องเพิ่มทุนของบริษัทรับเหมาก่อสร้างชั้นนำ CK น่าจะมีผลการดำเนินงานที่โดดเด่นในปี 2556 คาดว่า CK จะมีกำไรจากการดำเนินงานสุทธิ 613 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจาก 58 ล้านบาทในปี 2555 และกำไรสุทธิก็จะเพิ่มขึ้นเป็น 8.4 พันล้านบาท จาก 544 ล้านบาทในปี 2555 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายการพิเศษจากการขายหุ้นที่ถืออยู่ใน TTW ในไตรมาส 1/56 และการรับรู้มูลค่าเงินลงทุนที่เหลือตามราคาตลาด แม้ค่า PER สูง แต่ CK มีเงินลงทุนเป็นหุ้นในบริษัทหลายแห่ง มากกว่าบริษัทรับเหมาก่อสร้างรายอื่นๆ ได้แก่ TTW BECL BMCL ไชยบุรี พาวเวอร์ และ ซีเค พาวเวอร์ ซึ่งรวมกันแล้วคิดเป็นสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของมูลค่าเหมาะสมของ CK โดย ซีเค พาวเวอร์ จะนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดฯ ช่วงกลางปี 2556

### Valuation Summary

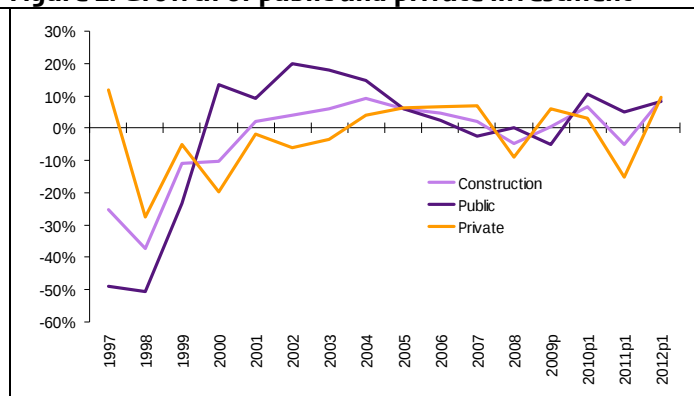
|         | Rating | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |       |       | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |      |      | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |      |      |
|---------|--------|---------------|----------------|---------|---------|------|------|----------------|-------|-------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|------|------|
|         |        |               |                |         | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F   | 14F   | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F  | 14F  |
| CK      | Buy    | 24.20         | 38.00          | 58.7    | 485.3   | 65.4 | 27.3 | n.m.           | 642.1 | 139.2 | 4.51     | 2.41 | 2.26 | 1.1     | 4.8  | 8.5  | 1.4            | 1.7 | 1.7 | 21.3          | 18.8 | 15.1 |
| NWR     | Buy    | 4.54          | 6.00           | 34.8    | 32.7    | 19.0 | 14.6 | n.m.           | 72.4  | 30.0  | 3.65     | 3.33 | 2.99 | 1.5     | 6.2  | 8.0  | 2.6            | 2.6 | 3.4 | 9.6           | 6.8  | 5.9  |
| STEC    | Buy    | 27.50         | 38.00          | 39.5    | 28.0    | 30.6 | 24.5 | 29.0           | (8.6) | 25.2  | 5.14     | 5.50 | 4.84 | 19.1    | 19.6 | 21.0 | 1.2            | 1.3 | 1.6 | 15.5          | 13.6 | 10.3 |
| Average |        |               |                |         | 182.0   | 38.3 | 22.1 | 29.0           | 235.3 | 64.8  | 4.43     | 3.75 | 3.36 | 7.2     | 10.2 | 12.5 | 1.7            | 1.9 | 2.2 | 15.5          | 13.0 | 10.4 |

Source: SCBS Investment Research

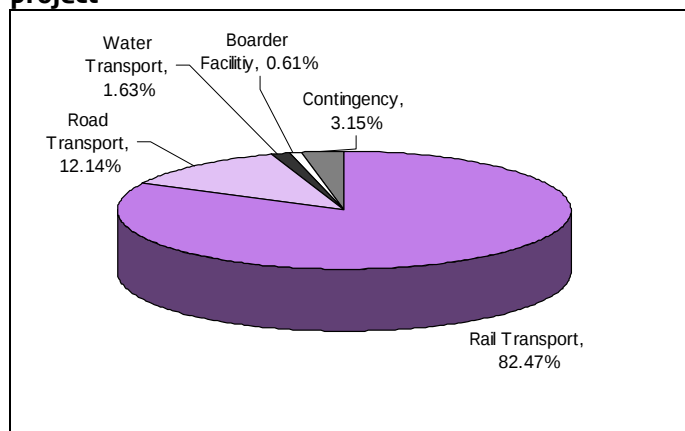
โปรดอ่านข้อสงวนสิทธิ์ท้ายรายงานฉบับนี้

**Figure 1: Gross fixed formation of construction**

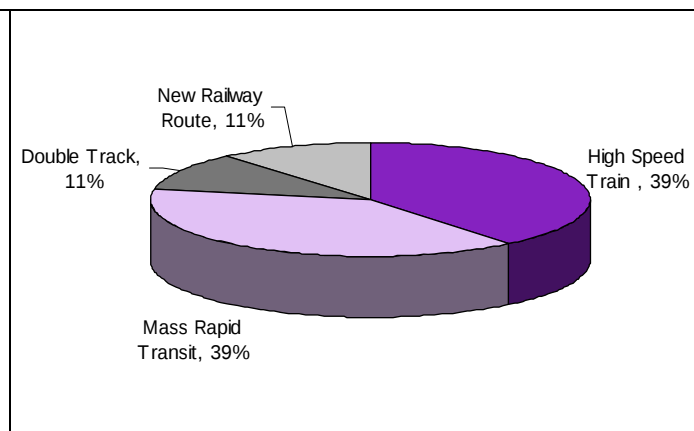
Source: BoT, SCBS Investment Research

**Figure 2: Growth of public and private investment**

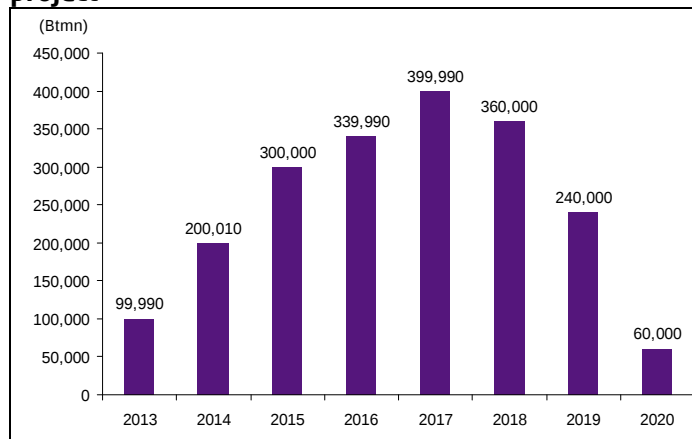
Source: BoT, SCBS Investment Research

**Figure 3: Investment cost of Bt2trn infrastructure project**

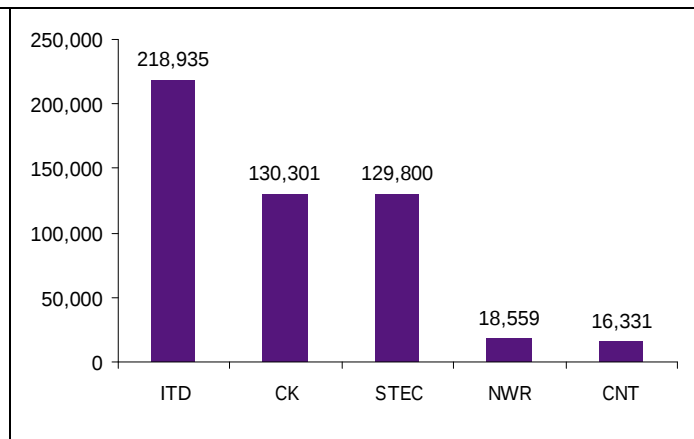
Source: MOC

**Figure 4: Investment cost of rail transport**

Source: MOC

**Figure 5: Annualized budget of Bt2trn infrastructure project**

Source: MOC, MOF

**Figure 6: Existing backlog in 2013F**

Source: Company, SCBS Investment Research

**Figure 7: Recapitalization and dilution effect**

| Stock | Action                              | # shares before action (mn) | # shares after action (mn) | Dilution effect |
|-------|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|-----------------|
| STEC  | Stock Dividend 3.5:1                | 1,186                       | 1,553                      | 31%             |
| NWR   | RO 7:1, PP 8:1 and warrant attached | 1,553                       | 2,222                      | 43%             |
| CNT   | PP 175m and stock dividend 1:1      | 501                         | 1,353                      | 170%            |

Source: SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา  
0-2949-1007

solaya.na\_songkhla@scb.co.th

## ผ่านจุดตกต่ำไปแล้ว แต่ยังไม่พบสัญญาณเข้าสู่ช่วงขาขึ้น

- ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55: YoY พื้นตัวจากหน้าท่วม แต่ QoQ ถูกกดดันจากแนวโน้มเศรษฐกิจและผลกระทบฤดูกาล
- ผ่านจุดตกต่ำไปแล้ว เริ่มเห็นสัญญาณบวกจากอัตราส่วน book-to-bill และประมาณการของ SIA
- ...แต่ยังไม่ได้เข้าสู่ช่วงขาขึ้น
- เปลี่ยน top pick จาก KCE เป็น SVI

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 กำไรสุทธิไตรมาส 4/55 ของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั้ง 6 แห่งในการวิเคราะห์ของเรา ปรับตัวเพิ่มขึ้น 13% QoQ สู่ 921 ล้านบาท KCE เป็นบริษัทที่มีกำไรเติบโต QoQ มากที่สุด (กำไรเพิ่มขึ้นเป็นสามเท่าโดยได้รับปัจจัยหนุนจากสายการผลิตใหม่ที่ทำให้ประสิทธิภาพการผลิตปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก) ในขณะที่ไม่สามารถเปรียบเทียบกำไร YoY ได้ เพราะไตรมาส 4/55 เป็นช่วงที่เหตุการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ส่งผลกระทบต่อโรงงานของ HANA KCE SMT และ SVI นอกจากนี้ SMT ก็ยังคงรายงานขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติในไตรมาส 4/55 ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 5 หลังน้ำท่วมด้วย เพราะบริษัทยังอยู่ในช่วงปรับธุรกิจมาเน้นธุรกิจ standard IC packaging ในขณะที่ DELTA ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม เป็นบริษัทที่มีกำไรเติบโต YoY มากที่สุด เพราะกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติเพิ่มขึ้น 53% YoY สู่จำนวน 761 ล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในธุรกิจ cloud computing และการฟื้นตัวของธุรกิจ solar inverter ที่มีออสเตอร์เลียเป็นตลาดใหม่

ผ่านจุดตกต่ำไปแล้ว Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในปี 2555 ลดลง 2.6% YoY สู่จำนวน 2.92 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ และเมื่อดูรายละเอียดของยอดขายแยกตามภูมิภาคพบว่า ยอดขายลดลงทั่วทุกภูมิภาค โดยตลาดยุโรปลดลงมากที่สุด (-11% YoY) สำหรับปี 2556 SIA คาดว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะฟื้นตัวเพิ่มขึ้น 3.9% สู่จำนวน 3.03 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ นอกจากนี้ เมื่อดูจากรายงานของ SEMI.ORG ก็พบว่าอัตราส่วน book-to-bill ของผู้ผลิตอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในภูมิภาคอเมริกาเหนือ อยู่ที่ระดับ 1.14 เท่าในเดือน ม.ค. 2556 สูงกว่า 1 เป็นครั้งแรกในรอบ 8 เดือน และอัตราส่วน book-to-bill ในเดือน ก.พ. 2556 ก็ยังอยู่ในระดับทรงตัวที่ 1.10 เท่า

..แต่ยังไม่ได้เข้าสู่ช่วงขาขึ้น แม้ตัวเลขเหล่านี้ชี้ให้เห็นว่าอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในปี 2555 (ซึ่งได้รับผลกระทบจากแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและเหตุการณ์น้ำท่วมในประเทศไทย) แต่เรายังไม่พบสัญญาณของการเติบโตเพิ่มขึ้นมากในปี 2556 ความกังวลหลักๆ คือ: 1) การแข็งค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐในระยะหลังนี้ (~3.5% YTD) และ 2) แนวโน้มเศรษฐกิจที่ยังไม่ดีขึ้นของยุโรป

ตัด KCE ออกจากกลุ่มหุ้นที่แนะนำซื้อ การประชุมร่วมกับผู้บริหารเมื่อไม่นานนี้ช่วยยืนยันว่า ประสิทธิภาพการผลิตของโรงงาน KCE-Tech (ซึ่งเคยสร้างผลขาดทุนในอดีต) ปรับตัวดีขึ้นสู่ระดับที่ดีกว่าโรงงานอื่นๆ ในขณะที่ยอดขายยังไหลเข้ามาอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มการฟื้นตัวที่ดูชัดเจนมากขึ้นบวกกับการคาดการณ์ว่ากำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติจะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 600 ล้านบาทในปี 2556 และจะเติบโต 15% ในปี 2557 ทำให้เรามองว่า KCE ควรจะถูกปรับ PE เป้าหมายเพิ่มขึ้นสู่ 13 เท่า หรือเท่ากับ +0.5SD PE เฉลี่ย 10 ปีของอุตสาหกรรมชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มขึ้นจาก 14 บาท สู่ 17 บาท แม้เรายังคงชอบแนวโน้มการฟื้นตัวของ KCE แต่ราคาหุ้นปรับขึ้นมามากแล้วถึง +46% YTD ทำให้ราคาหุ้นมี Upside จำกัด ดังนั้นเราจึงปรับลดคำแนะนำสำหรับ KCE ลงสู่ Neutral และเปลี่ยนมาเลือก SVI ซึ่งเป็นหุ้นที่มีประเด็นฟื้นตัวอีกตัวหนึ่งเป็น top pick แทน

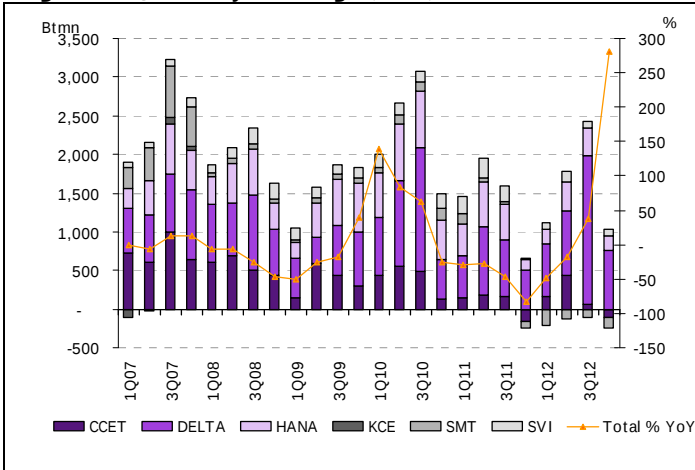
SVI เป็น top pick เราเลือก SVI เป็น top pick ในฐานะหุ้นที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น แม้ผลการดำเนินงานงวดครึ่งแรกปี 56 จะดูไม่น่าตื่นเต้น แต่กำไรน่าจะเริ่มเติบโตในไตรมาส 3/56 เมื่อมียอดขายจำนวนมากจากลูกค้าใหม่ 5 ราย ซึ่งมากเกินพอชดเชยลูกค้าที่เสียไป 1 รายหลังน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 เราคาดว่ากำไรของ SVI จะเติบโต 95% ในปี 2556 (จากฐานต่ำในปี 2555 เพราะผลกระทบจากน้ำท่วม) และ 25% ในปี 2557 นอกจากนี้ยังมี Upside อีก 2 อย่างจาก 1) โครงการใหม่ขนาดใหญ่ที่กำลังพัฒนาอยู่ในปัจจุบัน และ 2) การกลับมาพิจารณาแผนเข้าซื้อและรวมกิจการหลังจากบริษัทได้รับเงินชดเชยจากประกันภัยก่อนสุดท้าย โดยผู้บริหารกล่าวว่าบริษัทกำลังมองหาโอกาสเข้าซื้อบริษัทที่ประกอบธุรกิจรับจ้างประกอบและผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (EMS) ในยุโรปเพื่อขยายฐานลูกค้าและตลาด

### Valuation summary

|         | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |       |      | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |      |      | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |     |     |
|---------|---------|------------------|-------------------|------------|---------|------|------|----------------|-------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|-----|-----|
|         |         |                  |                   |            | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F   | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F | 14F |
| CCET    | Neutral | 3.38             | 3.90              | 20.1       | 24.1    | 9.5  | 8.8  | 64.9           | 153.7 | 8.4  | 0.90     | 0.86 | 0.81 | 3.5     | 9.3  | 9.5  | 4.7            | 4.7 | 5.1 | 9.6           | 7.3 | 7.0 |
| DELTA   | Buy     | 36.00            | 41.00             | 19.4       | 10.7    | 9.6  | 8.4  | 58.8           | 11.3  | 13.8 | 2.00     | 1.78 | 1.58 | 19.8    | 19.6 | 19.9 | 6.7            | 5.6 | 6.1 | 6.4           | 6.2 | 4.6 |
| HANA    | Neutral | 24.90            | 25.00             | 6.4        | 18.6    | 10.9 | 9.5  | (30.5)         | 71.1  | 14.8 | 1.36     | 1.17 | 1.11 | 7.4     | 11.5 | 12.0 | 6.0            | 6.0 | 6.4 | 6.2           | 3.9 | 3.3 |
| KCE     | Neutral | 15.20            | 17.00             | 14.1       | 127.1   | 12.0 | 10.4 | (54.2)         | 961.1 | 14.8 | 2.33     | 1.84 | 1.62 | 2.0     | 17.2 | 16.5 | 2.0            | 2.3 | 2.6 | 16.8          | 9.3 | 8.3 |
| SMT     | Sell    | 9.90             | 9.00              | (1.7)      | n.m.    | 12.3 | 10.4 | n.m.           | n.m.  | 18.2 | 2.35     | 1.80 | 2.03 | (41.9)  | 16.5 | 18.3 | 0.0            | 7.4 | 4.8 | (15.1)        | 8.1 | 7.4 |
| SVI     | Buy     | 4.30             | 5.00              | 22.1       | 22.0    | 11.3 | 9.0  | (44.8)         | 94.7  | 25.1 | 3.35     | 1.81 | 1.66 | 20.3    | 20.8 | 19.1 | 0.0            | 5.8 | 5.8 | 14.1          | 7.0 | 5.9 |
| Average |         |                  |                   |            | 40.5    | 10.9 | 9.4  | (1.2)          | 258.4 | 15.9 | 2.05     | 1.54 | 1.47 | 1.8     | 15.8 | 15.9 | 3.2            | 5.3 | 5.2 | 6.3           | 7.0 | 6.1 |

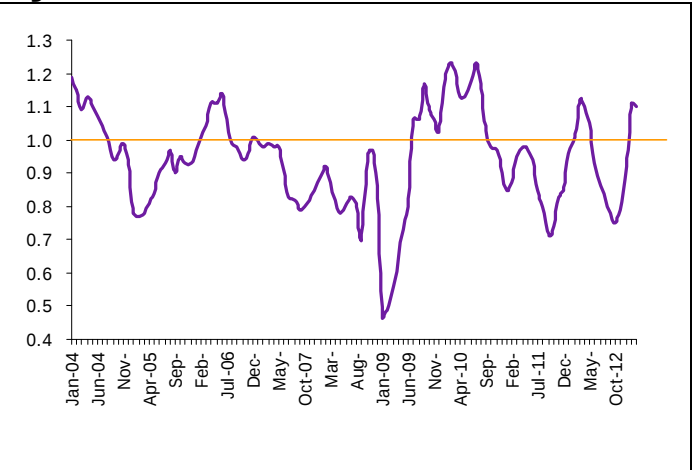
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



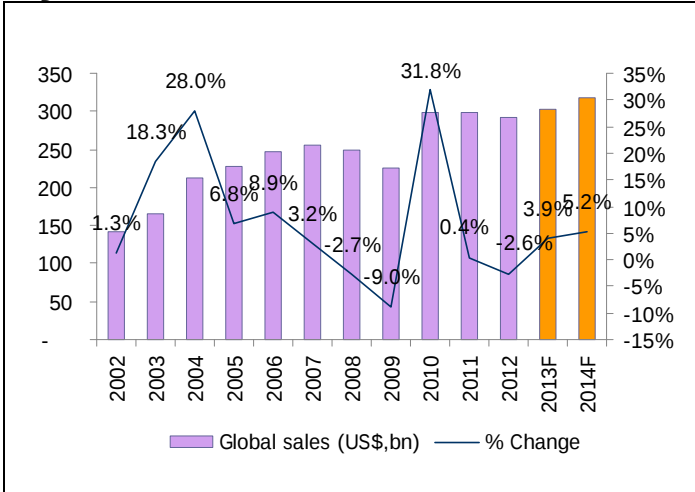
Source: Companies and SCBS Investment Research

Figure 2: N. America book-to-bill ratio



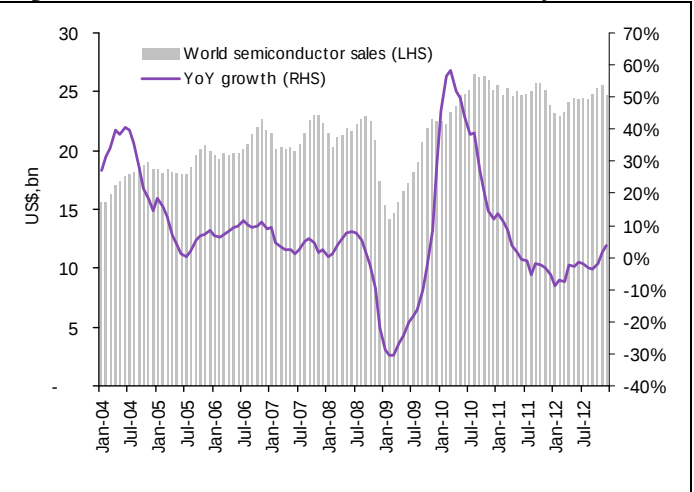
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



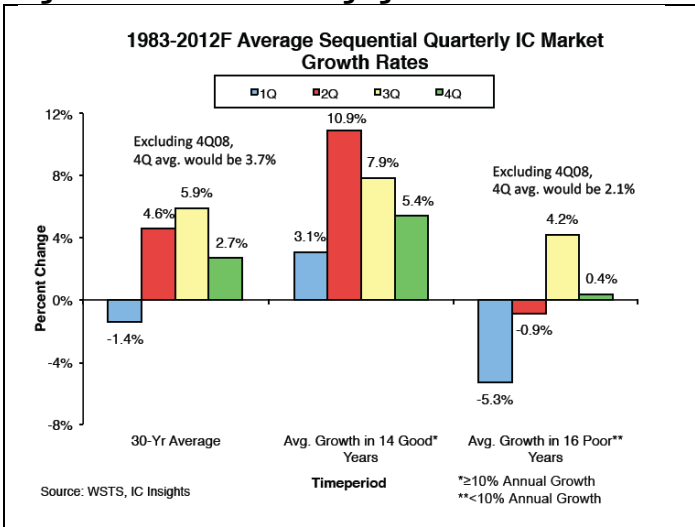
Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



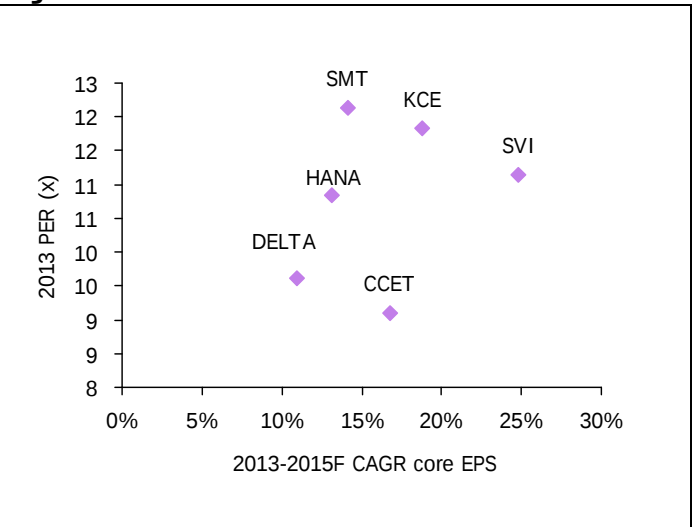
Source: SIA

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



Source: WSTS, IC insights

Figure 6: 2013 PER vs. 2013-2015F CAGR core EPS



Source: SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

## ราคาน้ำมันมีแนวโน้มลดลงจากการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น

- กำไรของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นดูมีแนวโน้มดีขึ้นในไตรมาส 1/56
- ราคาน้ำมันดิบจะลดลงอีกในไตรมาส 2/56 เพราะโรงกลั่นปิดซ่อมบำรุง
- ราคาถ่านหินมีแนวโน้มอ่อนตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2/56

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 – อัตรากำไรที่ลดลงส่งผลกระทบต่อกำไร QoQ กำไรไตรมาส 4/55 ของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวลดลง 45% QoQ จากจุดสูงสุดในไตรมาส 3/55 โดยมีสาเหตุหลักมาจากอัตรากำไรที่ลดลงโดยเฉพาะอัตรากำไรของโรงกลั่น (-91.1% QoQ) ซึ่งหลักๆ เป็นเพราะในไตรมาส 4/55 ไม่มีกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก และบางบริษัทในไตรมาสดังกล่าวก็มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันเล็กน้อยด้วย นอกจากนี้บริษัทพลังงานต้นน้ำก็รายงานกำไรลดลง QoQ โดยสำหรับ BANPU เกิดจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง และสำหรับ PTTEP เกิดจากขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์

แนวโน้มไตรมาส 1/56 – โรงกลั่นน่าจะเห็นผลการดำเนินงานที่ดีกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มพลังงาน เพราะค่าการกลั่นแข็งแกร่ง ค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/56 (+32% QTD) สู่ระดับ 8.8 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (ค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์) ทำให้เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน่าจะออกมาดีกว่าบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มพลังงานเมื่อเทียบ QoQ อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเสี่ยงสำคัญที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน คือ ราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเป็นสาเหตุทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ทั้งนี้ราคาน้ำมันดิบดูไบปิดไตรมาส 4/55 ที่ 106.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เทียบกับราคาปัจจุบันที่ 105.9 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยที่สูงขึ้น QoQ จะส่งผลดีต่อ PTTEP ด้วยเช่นกัน เนื่องจากปริมาณขาย 34% ของบริษัทเป็นผลิตภัณฑ์เหลวที่ราคามีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันดิบดูไบซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับเฉลี่ย 107.2 ดอลลาร์สหรัฐในไตรมาส 4/55 สู่ระดับ 108.7 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปัจจุบัน

ราคาน้ำมันดิบจะลดลงในไตรมาส 2/56 เพราะโรงกลั่นปิดซ่อมบำรุง ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่องในไตรมาส 2/56 โดยมีสาเหตุมาจากฤดูกาลปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น นอกจากนี้แนวโน้มอุปสงค์ที่ลดลงก็อาจจะสร้างแรงกดดันต่อ sentiment ตลาดที่มีต่อราคาน้ำมันด้วย โดยล่าสุด IEA ได้ปรับลดประมาณการอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2556 ลง 60,000 บาร์เรล/วัน สู่ 90.6 ล้านบาร์เรล/วัน เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่เปราะบาง อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังคงมีแนวโน้ม Upside จากความไม่แน่นอนด้านภูมิศาสตร์การเมืองในตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ ในขณะที่ Downside ยังคงเป็นอุปสงค์ที่ลดลงในยุโรป และอุปทานที่เพิ่มขึ้นทั้งจากอิรักและผู้ผลิตน้ำมันนอกกลุ่มโอเปก ทั้งนี้คาดว่าอุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตน้ำมันนอกกลุ่มโอเปกจะเพิ่มขึ้น 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน สู่ 54.5 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2556 โดยส่วนใหญ่มาจากอเมริกาเหนือซึ่งจะสามารถชดเชยอุปทานน้ำมันที่ลดลงจากยุโรปและละตินอเมริกาได้

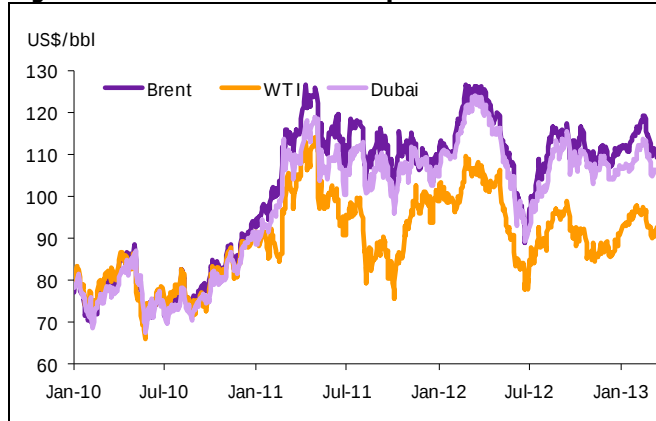
ราคาถ่านหินยังคงมีแนวโน้มอ่อนตัวลง เราเชื่อว่าราคาถ่านหินประเภทให้ความร้อน (thermal coal) จะถูกกดดันอย่างต่อเนื่องจากความต้องการนำเข้าที่ลดน้อยลงในจีนอันเป็นผลมาจากสต็อกถ่านหินจำนวนมากในโรงไฟฟ้า โครงสร้างพื้นฐานในการทำเหมืองถ่านหินที่มีมากขึ้น และอัตราเติบโตของปริมาณการใช้ไฟฟ้าภายในประเทศที่ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาถ่านหินประเภทให้ความร้อนจะไม่ปรับตัวลงไปต่ำกว่าระดับประมาณ 90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ผู้ผลิตถ่านหินจะคงมาตรการควบคุมต้นทุนเพื่อให้ธุรกิจอยู่รอดในสถานการณ์ที่ตลาดถ่านหินตกต่ำเช่นนี้ตลอดปีนี้เป็นอย่างน้อย เราคาดว่าราคาถ่านหินประเภทให้ความร้อนในตลาดภูมิภาคจะอยู่ที่ระดับ 90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2556 ลดลงจากราคาเฉลี่ย 96.4 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555

PTT เป็นหุ้น top pick ในกลุ่มพลังงาน เรายังคงมองบวกต่อแนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2556-57 ของ PTT ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของบริษัท คือ ธุรกิจสำรวจและผลิตซึ่งปริมาณขายและราคาผลิตภัณฑ์โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์เหลวจะปรับตัวสูงขึ้น กำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทรวมที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีอันเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นก็จะช่วยสนับสนุนกำไรของ PTT ด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม PTT ยังคงต้องแบกรับภาระขาดทุนจำนวนมากจาก LPG และ NGV ซึ่งจะเป็นตัวจุดความสามารถในการทำกำไรอย่างต่อเนื่อง ถ้าในที่สุดแล้วรัฐบาลปรับราคาขายให้ขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับต้นทุนที่แท้จริงเป็นอย่างน้อย ก็จะเพิ่ม Upside ให้แก่ประมาณการของเรา

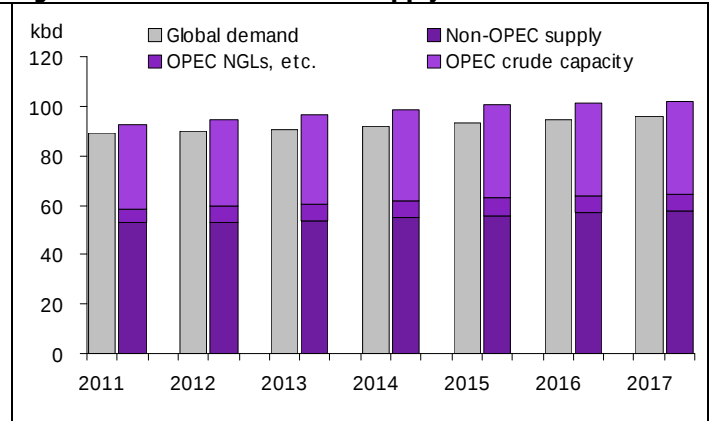
### Valuation summary

|         | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |        |      | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |      |      | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |     |     |
|---------|---------|---------------|----------------|---------|---------|------|------|----------------|--------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|-----|-----|
|         |         |               |                |         | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F    | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F | 14F |
| BANPU   | Neutral | 369.00        | 440.0          | 22.8    | 17.4    | 11.6 | 9.6  | (33.2)         | 49.9   | 21.2 | 1.30     | 1.23 | 1.13 | 7.5     | 10.8 | 12.3 | 4.9            | 3.5 | 4.1 | 7.3           | 6.9 | 5.5 |
| BCP     | Buy     | 33.00         | 40.0           | 25.2    | 21.7    | 10.7 | 9.5  | (74.1)         | 103.0  | 12.7 | 1.41     | 1.32 | 1.21 | 6.5     | 12.8 | 13.3 | 3.8            | 3.9 | 4.2 | 8.7           | 6.8 | 5.9 |
| ESSO    | Sell    | 9.20          | 8.5            | (4.3)   | n.m.    | 10.4 | 6.0  | n.m.           | n.m.   | 74.2 | 1.39     | 1.23 | 1.06 | (7.2)   | 12.6 | 19.1 | 0.5            | 3.3 | 6.5 | 21.1          | 5.3 | 4.2 |
| IRPC    | Neutral | 3.76          | 4.0            | 9.0     | n.m.    | 11.9 | 10.7 | n.m.           | n.m.   | 10.9 | 1.04     | 0.98 | 0.92 | (4.2)   | 8.5  | 8.8  | 2.1            | 2.7 | 2.7 | 38.8          | 7.8 | 7.2 |
| PTT     | Buy     | 320.00        | 400.0          | 29.4    | 8.5     | 8.1  | 7.5  | (3.2)          | 5.2    | 7.1  | 1.25     | 1.12 | 1.00 | 15.6    | 14.6 | 14.0 | 4.1            | 4.4 | 4.7 | 5.3           | 5.6 | 5.4 |
| PTTEP   | Buy     | 141.00        | 200.0          | 46.7    | 7.3     | 8.3  | 7.7  | 35.9           | (12.4) | 8.0  | 1.44     | 1.51 | 1.35 | 24.5    | 19.2 | 18.4 | 4.1            | 4.8 | 5.2 | 3.4           | 3.5 | 3.3 |
| TOP     | Buy     | 63.75         | 76.0           | 23.5    | 13.8    | 10.3 | 8.8  | (38.2)         | 33.6   | 17.2 | 1.43     | 1.34 | 1.22 | 10.7    | 13.4 | 14.5 | 4.2            | 4.2 | 4.5 | 7.2           | 5.0 | 3.8 |
| Average |         |               |                |         | 13.7    | 10.2 | 8.5  | (22.6)         | 35.8   | 21.6 | 1.32     | 1.25 | 1.13 | 7.7     | 13.1 | 14.4 | 3.4            | 3.8 | 4.6 | 13.1          | 5.8 | 5.0 |

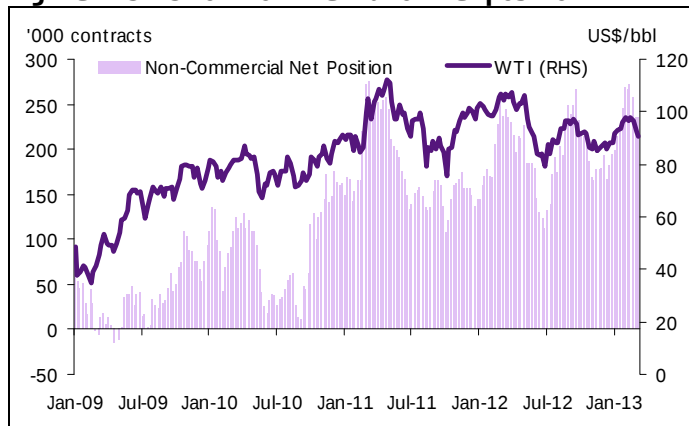
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: Benchmark crude oil price**

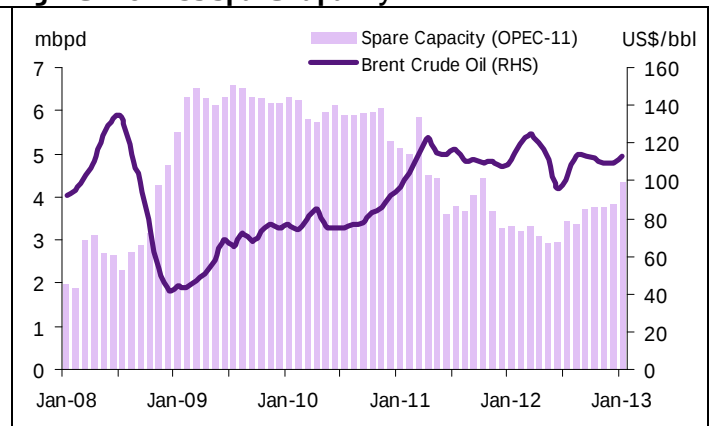
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 2: Global oil demand/supply**

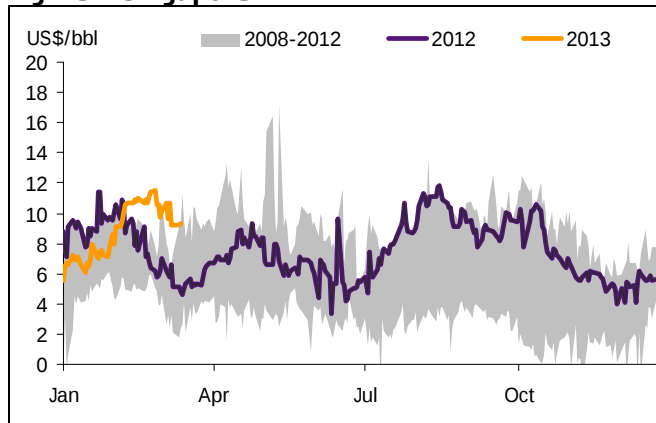
Source: IEA, SCBS Investment Research

**Figure 3: CFTC non-commercial oil net position**

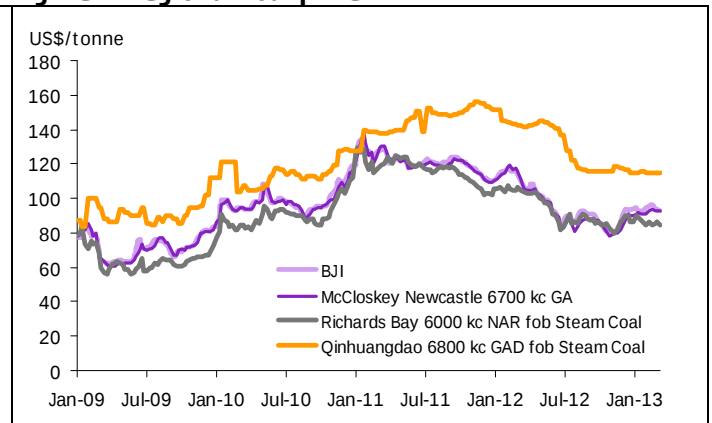
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**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

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

## AEONTS ดูน่าสนใจที่สุด

- **AEONTS** มีโอกาสเติบโตสูงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างและ AEC และคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4 ปีบัญชี 55
- **KTC** น่าจะสร้างเซอร์ไพรส์ด้านลบในไตรมาส 1/56 จากการตั้งสำรองอันเป็นผลมาจากการจัดชั้น NPL เข้มงวดมากขึ้น
- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน**

**AEONTS:** โอกาสเติบโตสูงโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างและ AEC เราคาดว่า AEONTS จะขยายสินเชื่อได้แบบเร่งตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องในปีบัญชี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างขึ้นต่ำทั่วประเทศ และการเจาะตลาดกลุ่มประเทศ CLMV (กัมพูชา ลาว มาเลเซีย และเวียดนาม) อันเป็นผลมาจากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในฐานะผู้นำตลาดสินเชื่ออุปโภคบริโภคระดับล่าง ทำให้ธุรกิจของ AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงขึ้นหลังจากรัฐบาลขึ้นค่าจ้างขึ้นต่ำ การขึ้นค่าจ้างขึ้นต่ำเป็น 300 บาท/วัน และปรับเงินเดือนผู้ที่จบปริญญาตรีเป็น 15,000 บาท/เดือน ช่วยให้กลุ่มลูกค้าเป้าหมายของ AEONTS ใหญ่ขึ้น (รายได้ขั้นต่ำ 7,000-8,000 บาท/เดือนสำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล และ 15,000 บาท/เดือนสำหรับบัตรเครดิต) การขึ้นค่าจ้างขึ้นต่ำเป็น 300 บาท/วันใน 7 จังหวัด (กรุงเทพฯ นครปฐม นนทบุรี ปทุมธานี สมุทรปราการ สมุทรสาคร และภูเก็ต) มีผลบังคับใช้ไปแล้วในเดือน เม.ย. 2555 และมีผลบังคับใช้ในจังหวัดอื่นๆ ที่เหลือไปเมื่อวันที่ 1 ม.ค. 2556 ซึ่งน่าจะส่งผลทำให้การขยายสินเชื่อปรับตัวเร่งขึ้นในปีบัญชี 2556 AEONTS จะจัดตั้งบริษัทย่อยที่ถือหุ้น 100% ขึ้นมา 2 แห่ง โดย 1 แห่งอยู่ในพม่าด้วยทุนชำระแล้ว 2.1 ล้านบาท และอีก 1 แห่งอยู่ในลาวด้วยทุนชำระแล้ว 30.4 ล้านบาท เราคาดว่าบริษัทจะขยายสินเชื่อได้เร่งขึ้นจาก 17% ในปีบัญชี 2555 สู่ 23% ในปีบัญชี 2556

**พริวิผลประกอบการไตรมาส 4 ปีบัญชี 55 ของ AEONTS:** ฟื้นตัวต่อเนื่อง เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ AEONTS จะฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 4 ปีบัญชี 2555 (21 พ.ย.-20 ก.พ.) ทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายสินเชื่อได้อัตราเร่งตามฤดูกาล ประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างขึ้นต่ำ การตั้งสำรองลดลง และหนี้เสียฟื้นตัวเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่ากำไรไตรมาส 4 ปีบัญชี 55 จะเพิ่มขึ้น 163% YoY และ 9% QoQ สู่จำนวน 530 ล้านบาท

**KTC:** ต้นทุนสินเชื่อสูงขึ้นจากการจัดชั้น NPL อย่างเข้มงวดมากขึ้น เราคาดว่า KTC จะสร้างเซอร์ไพรส์ด้านลบจากกำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ที่ลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากการตั้งสำรองเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการนำเกณฑ์การจัดชั้น NPL ที่เข้มงวดมากขึ้นมาใช้ ซึ่งเกี่ยวข้องกับการเปลี่ยนวันตัดรอบมาเป็นสิ้นเดือนแทนรอบชำระเงิน ซึ่งจะส่งผลให้อัตราส่วน NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/56 บริษัทคาดว่าต้นทุนสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นจาก 7.34% ในปี 2555 สู่ 7.5% ในปี 2556 KTC จะกลับมาขยายธุรกิจอีกครั้งในปี 2556 โดยจะเร่งจัดแคมเปญการตลาดเพิ่มมากขึ้นและร่วมมือกับ KTB อย่างใกล้ชิดมากขึ้น เราคาดการณ์ตามหลักอนุรักษนิยมว่าสินเชื่อจะเติบโตในอัตราเร่งขึ้นสู่ระดับ 6% ในปี 2556 จาก 2% ในปี 2555 และรายได้ค่าธรรมเนียมจะเติบโตในอัตราเร่งขึ้นสู่ระดับ 7% ในปี 2556 จาก 1% ในปี 2555

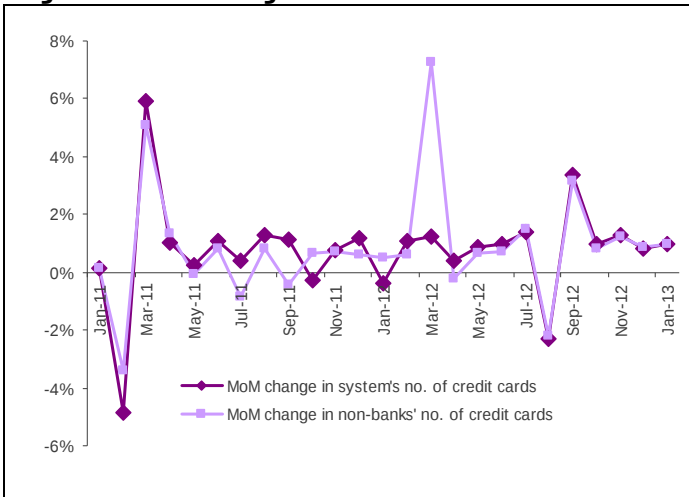
**ชอบ AEONTS มากกว่า KTC** เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ซึ่งเน้นลูกค้าระดับล่างที่มีรายได้ 7,000-15,000 บาท/เดือน จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างมากกว่า KTC 2) AEONTS มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งกว่า KTC เพราะ AEONTS มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำกว่า KTC และมี ROE เป็นสองเท่าของ KTC และ 3) AEONTS แพงน้อยกว่า KTC ทั้งในแง่ของ PBV เทียบกับ ROE และ PER เทียบกับ EPS growth

## Valuation Summary

|                | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            |
|----------------|---------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|
|                |         |                  |                   |            | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        |
| AEONTS         | Neutral | 104.00           | 110.00            | 8.9        | 15.7        | 12.9        | 11.1        | 929.7          | 21.5        | 16.0        | 3.59        | 3.07        | 2.62        | 24.8        | 25.7        | 25.4        | 2.6            | 3.1        | 3.6        |
| KTC            | Sell    | 34.25            | 31.00             | (6.5)      | 34.6        | 13.6        | 12.3        | n.m.           | 154.6       | 10.3        | 1.70        | 1.54        | 1.43        | 5.1         | 11.9        | 12.0        | 1.2            | 2.9        | 3.2        |
| <b>Average</b> |         |                  |                   |            | <b>25.2</b> | <b>13.3</b> | <b>11.7</b> | <b>929.7</b>   | <b>88.0</b> | <b>13.2</b> | <b>2.65</b> | <b>2.30</b> | <b>2.02</b> | <b>15.0</b> | <b>18.8</b> | <b>18.7</b> | <b>1.9</b>     | <b>3.0</b> | <b>3.4</b> |

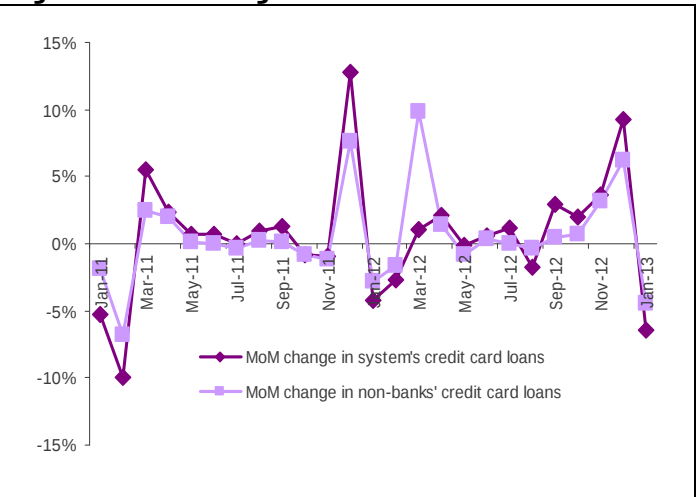
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: MoM change in no. of credit cards**



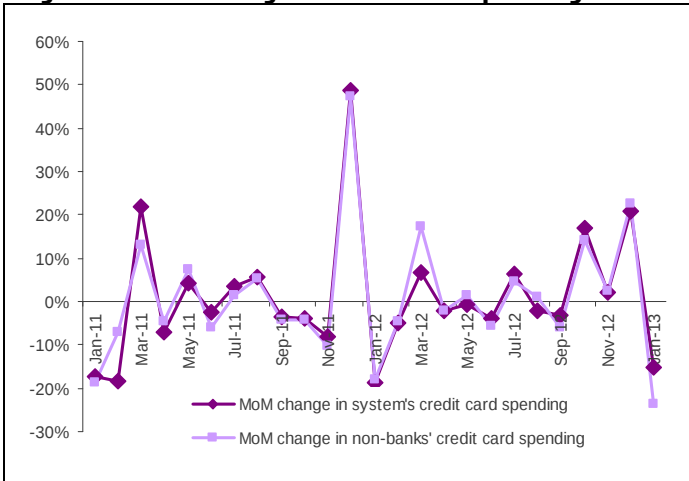
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 2: MoM change in credit card loans**



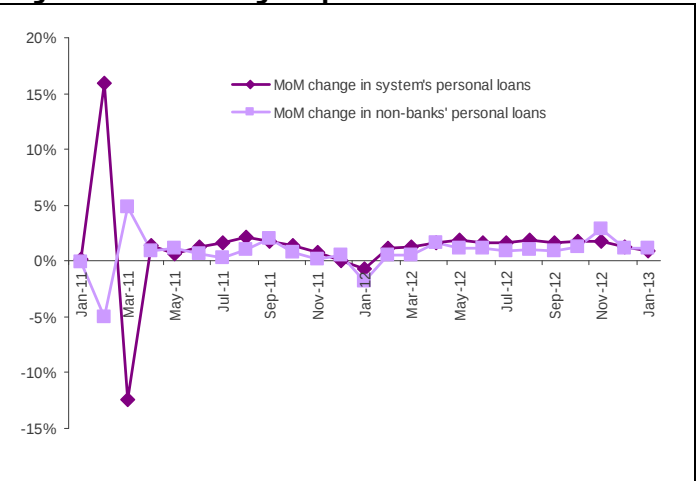
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 3: MoM change in credit card spending**



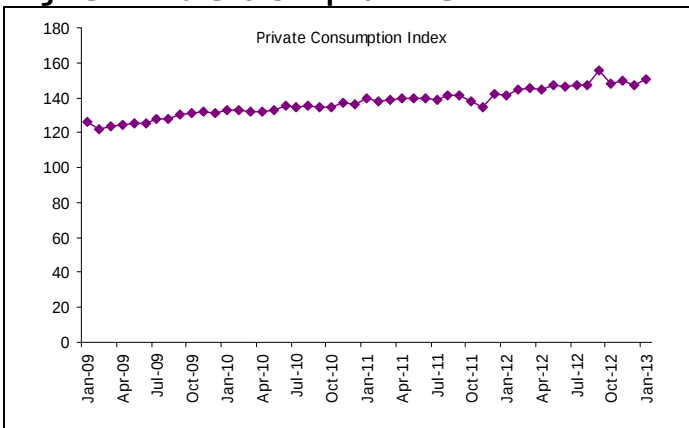
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 4: MoM change in personal loans**



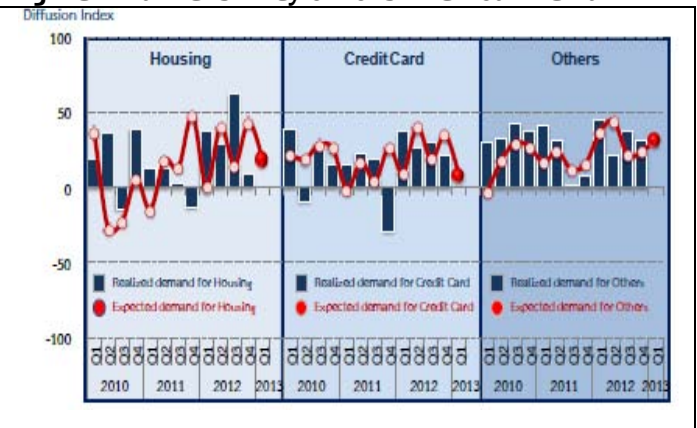
Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 5: Private consumption index**



Source: BoT and SCBS Investment Research

**Figure 6: Banker survey of consumer loan demand**



Source: Banks and SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร  
0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ชอบ BGH เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงและมี Upside

- กลุ่มการแพทย์จะรายงานกำไรปกติเติบโตสูงถึง 21% ในปี 2556
- เลือก BGH เป็น top pick เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงและมี Upside ในระยะยาว
- การคำนวณพบว่ากำไรปี 2556-60 ของ BGH จะมีแนวโน้มปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 7-36% ถ้า ROA เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับ BH

ยังมองบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในไทยจะเพิ่มขึ้นในระยะยาว เรายังคงมองบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศไทยจะเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะยาว โดยมีปัจจัยบวกสนับสนุน 2 อย่าง คือ: 1) ปริมาณผู้ป่วยเพิ่มขึ้น เนื่องจากประชากรสูงอายุมีมากขึ้น และ 2) ค่ารักษาเพิ่มขึ้นจากการมีรายได้จากกลุ่มโรคที่มีความรุนแรงเพิ่มมากขึ้น เนื่องจากผู้ป่วยต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ซับซ้อนมากขึ้น การคาดการณ์ถึงค่ารักษาที่เพิ่มขึ้นได้รับการยืนยันจากการเพิ่มอัตราเหมาจ่ายรายหัวของโครงการประกันสุขภาพในประเทศไทย แผนปรับค่ารักษาของโรงพยาบาลทุกแห่งภายใต้กระทรวงสาธารณสุขเพิ่มขึ้นในปี และรายได้ต่อหัวของโรงพยาบาลเอกชนมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น

**กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2556: เลือก BGH เป็น top pick** ปี 2556 น่าจะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งของกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติมีแนวโน้มเติบโต 21% เทียบกับ 43% ในปี 2555 ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากเหตุการณ์พิเศษ ได้แก่ ฐานต่ำเพราะน้ำท่วมในปี 2554 และการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 30% เหลือ 23% เราเลือก BGH เป็น top pick ของกลุ่มการแพทย์ เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตสูงและปัจจัยพื้นฐานดีอันเป็นผลมาจากการมีเครือข่ายโรงพยาบาลครอบคลุมประเทศในวงกว้าง นอกจากนี้กำไรของ BGH ยังมีแนวโน้ม Upside จากอัตราผลตอบแทนจากสินทรัพย์ (ROA) ที่ดีขึ้นด้วย การที่ BGH มี ROA ต่ำกว่าโรงพยาบาลอื่นๆ สะท้อนถึงโอกาสที่ ROA จะเติบโตเพิ่มมากขึ้นในอนาคต เราเห็นว่า Valuation ของ BGH ไม่แพง โดยเทรดที่ PEG 1.3 เท่า เทียบกับ PEGเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.6 เท่า

**BGH – มี Upside** จากการบริหารสินทรัพย์ที่ดีขึ้น เรายังมองว่ากำไรของ BGH มีแนวโน้ม upside ในระยะยาว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้งานสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้น การเร่งเข้าซื้อกิจการในอดีตที่ผ่านมาทำให้ฐานสินทรัพย์ของ BGH เพิ่มขึ้นจนทำให้ ROA อยู่ในระดับต่ำกว่าโดยเปรียบเทียบที่ 9.2% ในปี 2555 เมื่อเทียบกับ ROA ที่ 13.2% ของ BH ที่เป็นคู่แข่งโดยตรง เราคาดว่า ROA ของ BGH จะเพิ่มขึ้นในอนาคตจากการใช้งานสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้นผ่านทางการใช้อุปกรณ์การแพทย์ร่วมกันและการส่งต่อผู้ป่วยในกลุ่มโรงพยาบาลของบริษัท อีกทั้งเรายังได้ประเมินหาแนวโน้ม Upside ในกรณีที่ ROA ของ BGH สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เราเลือก BH เป็นตัวอ้างอิง เนื่องจากธุรกิจโรงพยาบาลของ BH เป็นลักษณะโรงพยาบาลเดี่ยวและดำเนินธุรกิจมานาน ทำให้มีการบริหารจัดการสินทรัพย์มีประสิทธิภาพ การคำนวณของเราพบว่ากำไรของ BGH มีแนวโน้ม upside ประมาณ 7-36% ในปี 2556-60 ถ้า BGH ทำการบริหารสินทรัพย์ให้มีประสิทธิภาพมากขึ้นจน ROA ปรับขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกับ BH ได้ (Figure 3)

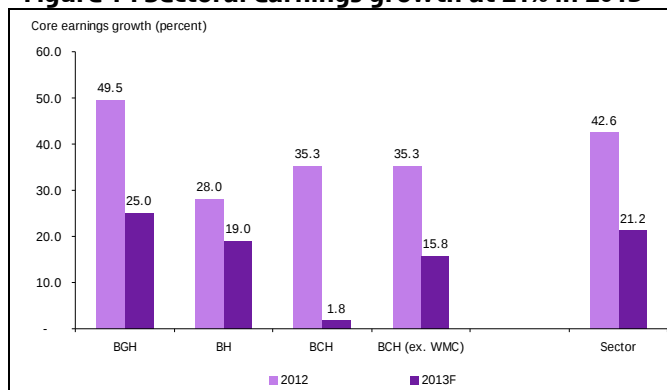
**คาดการณ์กำไรไตรมาส 1/56** โดยปกติแล้วไตรมาสแรกจะเป็นไตรมาสที่ดีของกลุ่มการแพทย์ แต่ในปีนี้นี้เราคาดว่า BGH จะเป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวที่ได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการเติบโตของบริการทางการแพทย์ และจะรายงานกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/56 ในขณะที่หุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ได้แก่ BH และ BCH จะมีปัจจัยกดดันเฉพาะตัวบริษัท เรายังมองว่าเป็นเรื่องยากที่ BH จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY เนื่องจากบริษัทไม่มีส่วนแบ่งกำไรจาก BCH (10% ของกำไรสุทธิในไตรมาส 1/55) และประสบปัญหาจำนวนเตียงให้บริการมีจำกัด ในขณะที่กำไรของ BGH จะถูกกดดันโดยค่าใช้จ่ายในการเริ่มให้บริการและค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้นจาก The World Medical Center (WMC) ที่เป็นโรงพยาบาลใหม่ของบริษัท (Figure 6)

### Valuation Summary

|         | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |      |      | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |      |      | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |      |      |
|---------|---------|---------------|----------------|---------|---------|------|------|----------------|------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|------|------|
|         |         |               |                |         | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F  | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F  | 14F  |
| BCH     | Neutral | 11.20         | 13.00          | 17.7    | 30.7    | 30.1 | 26.7 | 35.3           | 1.8  | 12.9 | 5.52     | 4.92 | 4.41 | 23.8    | 21.6 | 21.8 | 1.6            | 1.7 | 1.9 | 15.0          | 13.3 | 12.0 |
| BGH     | Buy     | 156.50        | 180.00         | 16.2    | 41.4    | 33.1 | 27.6 | 49.5           | 25.0 | 20.0 | 6.23     | 5.61 | 4.99 | 16.2    | 17.8 | 19.1 | 1.2            | 1.2 | 1.4 | 34.1          | 20.5 | 17.6 |
| BH      | Sell    | 85.25         | 88.00          | 5.1     | 38.2    | 32.1 | 28.3 | 28.0           | 19.0 | 13.5 | 8.82     | 7.98 | 7.02 | 25.6    | 26.1 | 26.4 | 2.1            | 1.9 | 2.1 | 18.4          | 16.5 | 14.7 |
| Average |         |               |                |         | 36.8    | 31.8 | 27.5 | 37.6           | 15.3 | 15.5 | 6.86     | 6.17 | 5.47 | 21.9    | 21.8 | 22.4 | 1.6            | 1.6 | 1.8 | 22.5          | 16.8 | 14.8 |

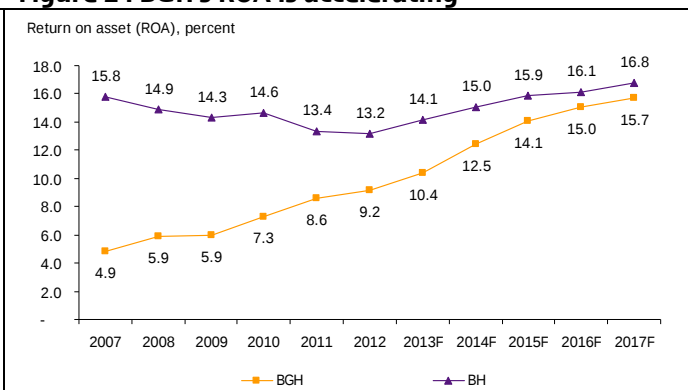
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1 : Sectoral earnings growth at 21% in 2013**



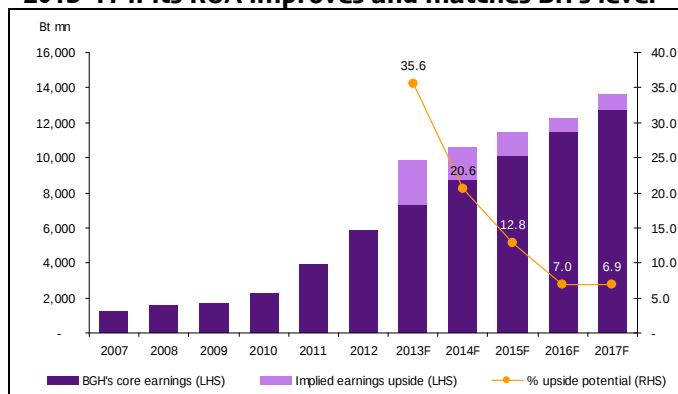
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 2 : BGH's ROA is accelerating**



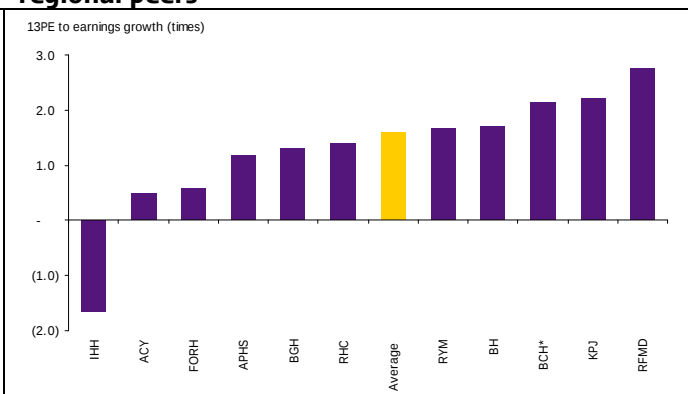
Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 3 : 7-36% potential earnings upside for BGH in 2013-17 if its ROA improves and matches BH's level**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 4 : BGH's valuation is attractive compared to regional peers**



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research  
\* BCH's earnings growth excluding loss from WMC

**Figure 5: TP and valuation method**

|     | Rating                  | Recommendation                                                                            | Target price (Bt/share)                | Valuation method                                                                                                                |
|-----|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| BGH | Buy<br>(maintained)     | Strong earnings growth with potential upside from improving ROA.                          | 180.0                                  | Sum-of-the-parts<br>Bt165/share for BGH<br>(DCF: 8.3% WACC, 3% LT growth)<br>Bt15/share for investments in BH, RAM, BCH and KDH |
| BCH | Neutral<br>(maintained) | The success of WMC will be a catalyst. Expect to see some operational improvement in 3Q13 | 13.0<br>(or 10.4 after stock dividend) | Sum-of-the-parts<br>Bt11/share for BCH<br>(DCF: 8.4% WACC, 3% LT growth)<br>Bt2/share for WMC                                   |
| BH  | Sell<br>(maintained)    | Unattractive upside gain to our new TP.                                                   | 88.0                                   | DCF: 9% WACC, 3% LT growth                                                                                                      |

Source: SCBS Investment Research

**Figure 6: 1Q13 preview**

| (Bt mn)       | 1Q12  | 2Q12  | 3Q12  | 4Q12  | 1Q13F | % YoY  | % QoQ  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>BCH</b>    |       |       |       |       |       |        |        |
| Core profit   | 223   | 220   | 239   | 228   | 202   | (9.2)  | (11.4) |
| Net profit    | 223   | 220   | 239   | 228   | 202   | (9.2)  | (11.4) |
| <b>BGH</b>    |       |       |       |       |       |        |        |
| Core profit   | 1,432 | 1,294 | 1,711 | 1,405 | 1,795 | 25.4   | 27.7   |
| Net profit    | 3,227 | 1,294 | 2,011 | 1,405 | 1,795 | (44.4) | 27.7   |
| <b>BH</b>     |       |       |       |       |       |        |        |
| Core profit   | 574   | 475   | 496   | 389   | 549   | (4.2)  | 41.3   |
| Net profit    | 583   | 500   | 1,180 | 404   | 549   | (5.7)  | 35.9   |
| <b>Sector</b> |       |       |       |       |       |        |        |
| Core profit   | 2,228 | 1,989 | 2,447 | 2,023 | 2,547 | 14.3   | 25.9   |
| Net profit    | 4,032 | 2,014 | 3,430 | 2,038 | 2,547 | (36.8) | 25.0   |

Source: SCBS Investment Research

สิริการย์ กฤษณ์นิพัทธ์  
0-2949-1020  
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

## มุมมอง Neutral

- ยอดขายที่ดินสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปี 2555 แต่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2556
- อุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าให้เช่าแข็งแกร่งในปี 2555 จะดีต่อเนื่องในปี 2556
- การปรับเกณฑ์บีโอไอใหม่ทำให้สิทธิประโยชน์ลดลง แต่อาจได้ชดเชยจากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล
- ผลกระทบด้านลบจากการปรับเกณฑ์บีโอไอ: อาจกระทบความต้องการซื้อที่ดินในนิคมฯ สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ให้แก่ผู้ประกอบการนิคมฯ ลดลง และนักลงทุนอาจเปลี่ยนทำเลที่ตั้งโครงการ
- **Top picks: AMATA** เพราะมีข่าวดีรออยู่ และ **HEMRAJ** เพราะรายได้กระจายตัว

**อุปสงค์แข็งแกร่งในปี 2555** ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมทั้งหมดในปี 2555 มีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 10,872 ไร่ เติบโตสูงถึง 89% YoY และสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์จำนวนมากและต้นทุนที่สูงขึ้น ส่งผลทำให้ราคาขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมปรับเพิ่มขึ้นถึง 25% YoY ซึ่งเป็นปรากฏการณ์ที่ไม่ได้เห็นมาหลายปีแล้ว อุปสงค์จำนวนมากที่พบในโรงงานสำเร็จรูปให้เช่า (+14% YoY สู่ 1.5 ล้านตร.ม.) และคลังสินค้า (+51% YoY สู่ 698,000 ตร.ม.) น่าจะสะท้อนถึงแนวโน้มที่กลุ่มนี้จะเป็นกลุ่มแรกที่ได้รับประโยชน์จาก AEC ก่อนที่จะมีผลบังคับใช้ในวันที่ 31 ธ.ค. 2558 ทั้งนี้อัตราการเข้าใช้พื้นที่โรงงานปรับลดลงจาก 92.2% ในปี 2554 สู่ 84.6% ในปี 2555 เพราะความต้องการเช่าโรงงานเปลี่ยนไปยังภาคตะวันออก

**ปรับเกณฑ์บีโอไอใหม่ = สิทธิประโยชน์ทางภาษีลดลง** แต่น่าจะได้ชดเชยจากการลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล บีโอไอกำลังพิจารณาปรับเปลี่ยนสิทธิประโยชน์ในการส่งเสริมการลงทุนมาอิงกับประเภทอุตสาหกรรมแทนที่จะอิงกับทำเลที่ตั้งโรงงาน โดยจะเน้นส่งเสริมการลงทุนใน 10 กลุ่มอุตสาหกรรมที่สำคัญ บีโอไอจะลดสิทธิประโยชน์ทางภาษีพื้นฐานลง และจะให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติมกับโครงการที่ทำกิจกรรมต่าง ๆ ตามที่บีโอไอกำหนด โดยคาดว่าจะมีผลบังคับใช้ภายในสิ้นปีนี้ เลื่อนมาจากกลางปี 2556 ปัจจุบันดูเหมือนกระทรวงการคลังกำลังพิจารณาลดอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลลงจาก 20% เหลือ 16% ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบของการลดสิทธิประโยชน์ทางภาษีจากบีโอไอได้ และจะช่วยให้ประเทศไทยกลายเป็นหนึ่งในประเทศที่น่าสนใจลงทุนมากที่สุดในอาเซียน

**ผลกระทบ:** a) สิทธิประโยชน์ทางภาษีระหว่างโรงงานที่ตั้งอยู่ในนิคมฯ กับโรงงานที่ตั้งอยู่นอกนิคมฯ แตกต่างกันเพียง 1 ปี ซึ่งอาจจะไม่มากพอที่จะดึงดูดให้นักลงทุนเข้ามาซื้อที่ดินนิคมฯ ที่โดยปกติแล้วมีราคาแพงกว่าที่ดินนอกนิคมฯ b) สิทธิประโยชน์ทางภาษีที่ให้แก่ผู้ประกอบการกิจการที่เกี่ยวข้องกับนิคมฯ จะปรับลดลงจาก 5-8 ปี เหลือเท่ากันเพียง 3 ปี ซึ่งหมายความว่าผลประโยชน์ทางภาษีสำหรับธุรกิจบริการได้แก่ อสังหาริมทรัพย์ให้เช่า บำบัดน้ำ และอื่นๆ จะปรับลดลง ในขณะที่เราคาดว่าจะไม่มีผลกระทบต่อธุรกิจนิคมฯ เนื่องจากแต่ละบริษัทสามารถลดขนาดที่ดินลงมาเมื่อขอรับสิทธิส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอให้เพียงพอสำหรับขาย 3 ปี c) การปรับสิทธิประโยชน์ในการส่งเสริมการลงทุนมาอิงกับประเภทอุตสาหกรรมแทนที่จะอิงกับทำเลที่ตั้งอาจจะส่งผลให้นักลงทุนเปลี่ยนมาซื้อที่ดินใกล้กับท่าเรือ ซึ่งอยู่ในโซน 2 แทน ซึ่งจะมีทั้งผลกระทบด้านบวกและลบกับแต่ละนิคมฯ

**คงมุมมองระยะยาวต่อยอดขายที่ดินในระยะสั้น** แม้เราคาดการณ์ถึงอุปสงค์ที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจำนวนมากโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการย้ายฐานการผลิต/การขยายการลงทุนของนักลงทุนญี่ปุ่น แต่ยอดขายที่ดินน่าจะเติบโตน้อยลงในระยะสั้นหลังจากทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีก่อน ซึ่งจะเป็นการครบรอบขาขึ้น 4 ปีติดต่อกัน เราคาดว่าราคาขายที่ดินแปลงเล็กๆ ให้กับ SME จะส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินโดยรวมปรับลดลง 10-15% ในปีนี้ ภาพรวมดังกล่าวอาจจะเปลี่ยนไปถ้ามีนักลงทุนจำนวนมากเข้ามาในประเทศไทย และ/หรือ มีความต้องการซื้อที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจำนวนมากก่อนที่หลักเกณฑ์ใหม่ของบีโอไอจะมีผลบังคับใช้ เราคาดว่าราคาขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมจะปรับขึ้นอีก 10% ในปีนี้ ซึ่งจะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นของผู้ประกอบการเพิ่มขึ้น นอกจากนี้เราคาดว่าอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าให้เช่าจะเติบโตต่อเนื่อง

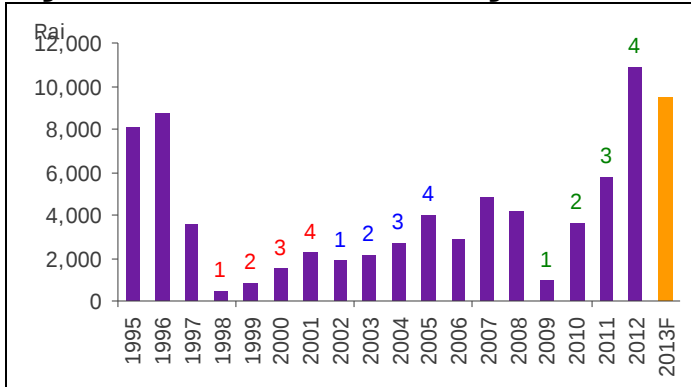
**Top picks คือ HEMRAJ และ AMATA** เราชอบ HEMRAJ เพราะโครงสร้างรายได้ของบริษัทกระจายตัวและปลอดภัยมากกว่าบริษัทอื่นๆ และชอบ AMATA เพราะมีข่าวดีหลายอย่างรออยู่

## Valuation summary

|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F         | 14F         |
| AMATA          | Buy     | 23.90         | 34.00          | 45.6    | 27.3        | 16.4        | 12.0        | 3.6            | 66.1        | 37.6        | 2.28        | 2.11        | 1.89        | 8.9         | 13.3        | 16.7        | 2.7            | 3.4        | 4.4        | 14.3          | 11.4        | 8.6         |
| HEMRAJ         | Buy     | 4.16          | 5.20           | 29.0    | 17.6        | 12.6        | 10.9        | 314.1          | 39.8        | 15.5        | 3.66        | 3.08        | 2.66        | 22.7        | 26.6        | 26.2        | 2.8            | 4.0        | 4.6        | 15.0          | 12.6        | 11.8        |
| ROJNA          | Neutral | 10.90         | 7.30           | (30.4)  | 12.5        | 25.2        | 12.8        | 48.4           | (50.3)      | 97.2        | 1.61        | 1.64        | 1.46        | 15.0        | 6.5         | 12.1        | 5.2            | 2.6        | 5.1        | 20.6          | 26.9        | 12.5        |
| TICON          | Buy     | 21.10         | 30.00          | 47.9    | 12.9        | 11.7        | 10.3        | 182.8          | 10.3        | 13.7        | 2.12        | 2.15        | 1.98        | 19.0        | 19.2        | 20.0        | 4.7            | 5.8        | 6.6        | 12.0          | 13.7        | 13.5        |
| WHA            | Buy     | 45.50         | 17.50          | (60.1)  | 108.8       | 28.4        | 24.2        | 187.3          | 283.6       | 17.3        | 7.63        | 6.57        | 5.65        | 10.5        | 24.9        | 25.1        | 0.4            | 1.4        | 1.7        | 49.6          | 19.4        | 15.9        |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>35.8</b> | <b>18.9</b> | <b>14.0</b> | <b>147.3</b>   | <b>69.9</b> | <b>36.3</b> | <b>3.46</b> | <b>3.11</b> | <b>2.73</b> | <b>15.2</b> | <b>18.1</b> | <b>20.0</b> | <b>3.2</b>     | <b>3.4</b> | <b>4.5</b> | <b>22.3</b>   | <b>16.8</b> | <b>12.5</b> |

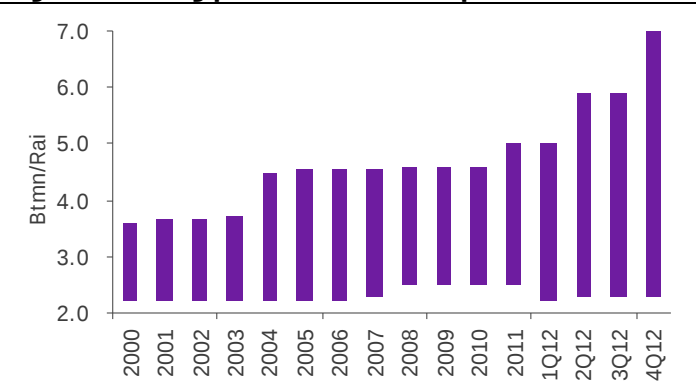
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales reached record high in 2012



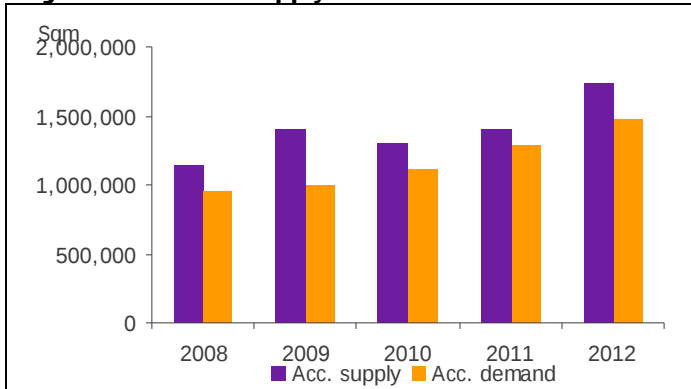
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Asking prices in Chonburi up more



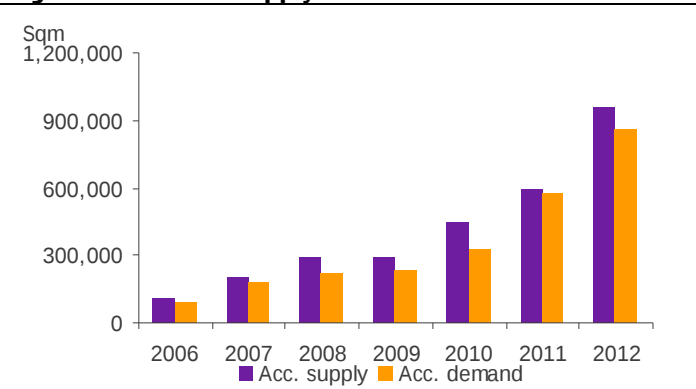
Source: BoT, Reuters

Figure 3: Demand/supply of RBF



Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: Demand/supply of warehouses



Source: CBRE

Figure 5: Ten industries to be promoted in the future

1. Basic infrastructure and logistics (e.g. industrial zone, power generation from natural gas, tap water or water resources for industrial purpose, transportation and mass transit, commercial airport and logistic center).
2. Basic industry (e.g. steel, petrochemicals, pulp and paper, machinery)
3. Medical device and scientific equipment (e.g. medical devices, medicine, medical food, scientific equipment)
4. Alternative energy and environmental services (e.g. power generation from renewable energy, recycling, wastewater treatment and industrial waste disposal service, Energy Services Company: ESCO)
5. Services that support industrial sector (e.g. R&D, HRD, engineering design, software, calibration services, ROH, trade and investment support office)
6. Advance core technologies (e.g. biotechnology, nanotechnology, advanced material technology)
7. food and agricultural processing industry (e.g. processed food, food additive, herbal extract, plant propagation and development, product form natural rubber, bio-fuel e.g. ethanol, bio-diesel)
8. Hospitality & wellness (e.g. tourism and sports promotion activities, Thai motion picture production and related supporting services, dedicated health center, retirement home and care center)
9. Automotive and other transport equipment (e.g. cars, motorcycle, train, electric train, aircraft, shipbuilding and maintenance)
10. Electric and electrical appliances (e.g. electronic design, organics & printed electronics, HDD & SSD and parts, solar cells, white goods)

Source: BoI

Figure 6: Tax rate and incentives comparison in ASEAN

|                      | Thailand                                                     | Malaysia                                       | Singapore                       | Indonesia                           | Philippines          | Vietnam                                             |
|----------------------|--------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------------------------|-------------------------------------|----------------------|-----------------------------------------------------|
| CIT Rate             | 20% <sup>1</sup>                                             | 25%                                            | 17%                             | 25%                                 | 30%                  | 25% <sup>2</sup>                                    |
| PIT (maximum rate)   | 35% <sup>1</sup>                                             | 26%                                            | 20%                             | 30%                                 | 32%                  | 35%                                                 |
| CIT Exemption        | no more than 8 years+50% reduction with no more than 5 years | 5-10 years                                     | No more than 15 years           | 5 - 10 years + 2 year-50% reduction | No more than 8 years | 2-4 years + 50% reduction with no more than 9 years |
| Investment Allowance | -                                                            | 60-100% of investment                          | No more than 100% of investment | No more than 30% of investment      | -                    | -                                                   |
| Grants               | -                                                            | R&D / Training Grants                          | R&D / Training Grants           | N.A.                                | N.A.                 | N.A.                                                |
| Negotiations         | -                                                            | Possible through pre-package incentive measure | Customized package              | N.A.                                | N.A.                 | Local government support e.g. cheaper land price    |

Source: BoI

Note: 1 Effective from 2013 onwards

2 Petrochemicals, gas and natural resources industries pay 32-50% CIT.

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

## THRE มี Upside มากกว่า BLA

- VNB ปี 2555 ของ BLA (จะประกาศในเดือน เม.ย.) น่าจะเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก
- แต่ BLA จะยอมลดอัตรากำไรเพื่อแลกกับปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นในปี 2556 เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาด ซึ่งจะส่งผลทำให้ VNB เติบโตต่ำในปี 2556
- กำไรสุทธิของ THRE จะทำจุดสูงสุดใหม่โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเรียกร้องสินไหมทดแทนลดลง เบี้ยประกันภัยรับเติบโตในอัตราเร่ง และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์

### THRE มี Upside มากกว่า BLA

BLA จะยอมลดอัตรากำไรเพื่อเพิ่มปริมาณขายในปี 2556 BLA ตั้งเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโต 41% และเบี้ยประกันรับทั้งหมดเติบโต 18% ในปี 2556 เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจากอันดับ 6 ขึ้นมาเป็นอันดับ 5 โดยจะกลับมาเน้นขายผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์ที่ให้อัตรากำไรต่ำแทนผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิต เราคาดว่าอัตรากำไรจากการรับประกันจะลดลงสู่ระดับติดลบอันเป็นผลมาจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์ที่ให้อัตรากำไรต่ำเพิ่มมากขึ้น โดยหลักๆ เกิดจากการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตในอัตราสูงกว่า 67% เบี้ยประกันรับรายใหม่ (เบี้ยประกันรับปีแรกและเบี้ยประกันรับจ่ายครั้งเดียว) ในเดือน ม.ค. ของ BLA เพิ่มขึ้น 74% YoY และ -1% MoM ตีกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ +43% YoY และ -45% MoM เบี้ยประกันรับปีต่อไปในเดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 8% YoY และ 24% MoM เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ +14% YoY และ -21% MoM เบี้ยประกันรับทั้งหมดในเดือน ม.ค. เพิ่มขึ้น 18% ทั้ง YoY และ MoM เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ +21% YoY และ -30% MoM

VNB ของ BLA เติบโตดีในปี 2555 แต่ต่ำในปี 2556 BLA จะประกาศ embedded value (EV) และ 1-year value of new business (VNB) ปี 2555 ในเดือน เม.ย. บริษัทคาดว่า VNB จะเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักในปี 2555 โดยเกิดจากอัตรากำไรที่สูงขึ้นจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประเภทคุ้มครองตลอดชีพเพิ่มมากขึ้น แม้เบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโตเพียง 6% ในขณะที่บริษัทคาดว่า VNB จะเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวในปี 2556 โดยเกิดจากอัตรากำไรที่ลดลงอันเป็นผลมาจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น แม้บริษัทตั้งเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโตสูงถึง 41% เราคาดว่า VNB จะเติบโต 19% ในปี 2555 และ 8% ในปี 2556

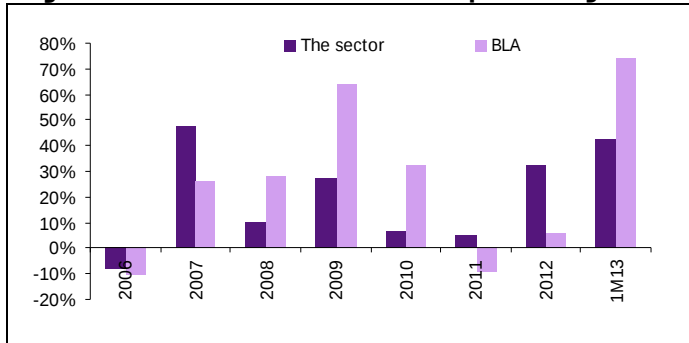
THRE จะพลิกฟื้นกลับมาทำกำไรสุทธิทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2556 THRE มีแนวโน้มที่จะพลิกฟื้นกลับมาทำ ROE ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 28% และกำไรสุทธิทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 1.17 พันล้านบาทในปี 2556 หลังจากขาดทุนต่อเนื่อง 2 ปีเพราะผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2554 ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการฟื้นตัว คือ การเรียกร้องสินไหมทดแทนลดลงหลังจากตั้งสำรองเพื่อการเรียกร้องค่าสินไหมน้ำท่วมครบเต็มจำนวนตั้งแต่ไตรมาส 2/55 เบี้ยประกันภัยรับเติบโตในอัตราเร่ง อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์ และ ROI เพิ่มขึ้น

THRE มี Upside มากกว่า BLA เรามองว่า THRE มี Upside มากกว่า BLA เพราะเชื่อว่า BLA มี Upside จากการนำ THRE Life เข้าซื้อขายในตลาดฯ การกลับมาจ่ายปันผล และแนวโน้มที่ S&P จะปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นซึ่งจะเปิดโอกาสให้ THRE กลับสู่ตลาดรับประกันภัยต่อต่างประเทศได้ เราเชื่อว่าการคาดการณ์ว่า VNB ของ BLA จะเติบโตต่ำในปี 2556 น่าจะเป็นตัวจำกัดแนวโน้ม Upside ของราคาหุ้น BLA

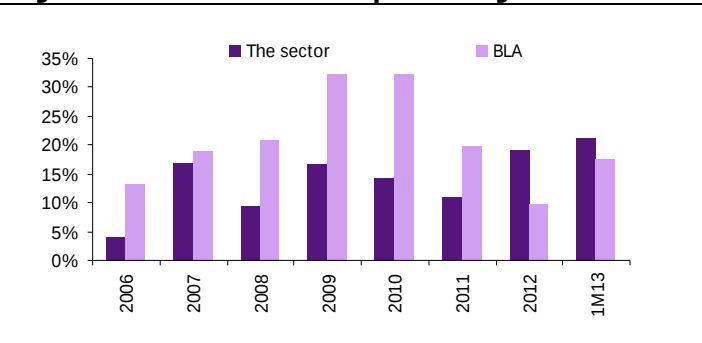
## Valuation Summary

|         | Rating | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |      |      | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |      |      | Div. Yield (%) |     |     |
|---------|--------|------------------|-------------------|------------|---------|------|------|----------------|------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|
|         |        |                  |                   |            | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F  | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F |
| BLA     | Sell   | 72.75            | 70.00             | (2.4)      | 26.7    | 18.6 | 15.7 | (4.3)          | 43.6 | 18.8 | 4.39     | 3.64 | 3.05 | 19.7    | 21.4 | 21.2 | 1.0            | 1.3 | 1.6 |
| THRE    | Buy    | 4.72             | 6.40              | 41.2       | n.m.    | 14.2 | 11.7 | 11.5           | n.m. | 20.8 | 4.75     | 3.52 | 3.15 | (205.6) | 28.5 | 28.3 | 0.0            | 5.6 | 6.8 |
| Average |        |                  |                   |            | 26.7    | 16.4 | 13.7 | 3.6            | 43.6 | 19.8 | 4.57     | 3.58 | 3.10 | (93.0)  | 25.0 | 24.8 | 0.5            | 3.5 | 4.2 |

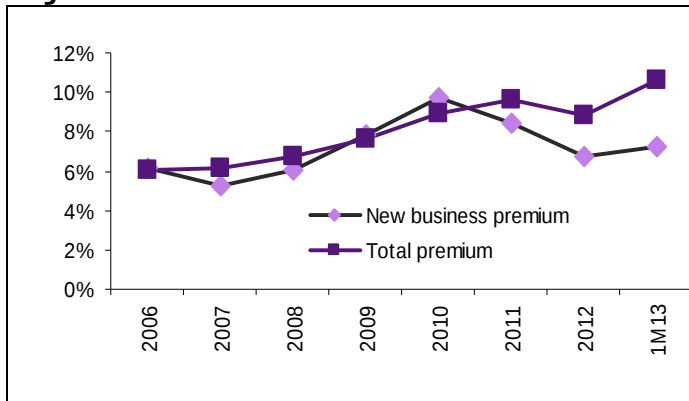
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: New business life insurance premium growth**

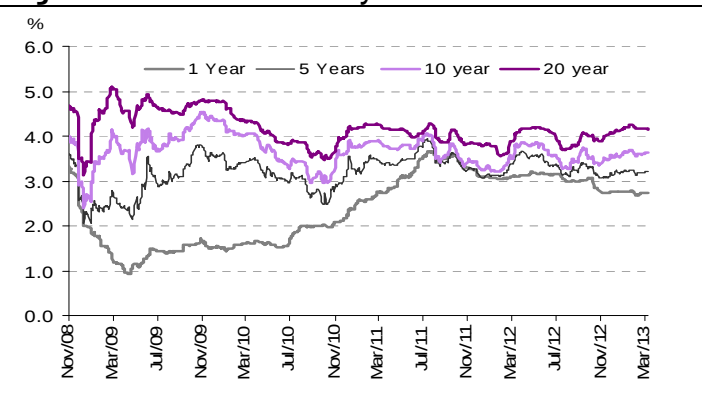
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 2: Total life insurance premium growth**

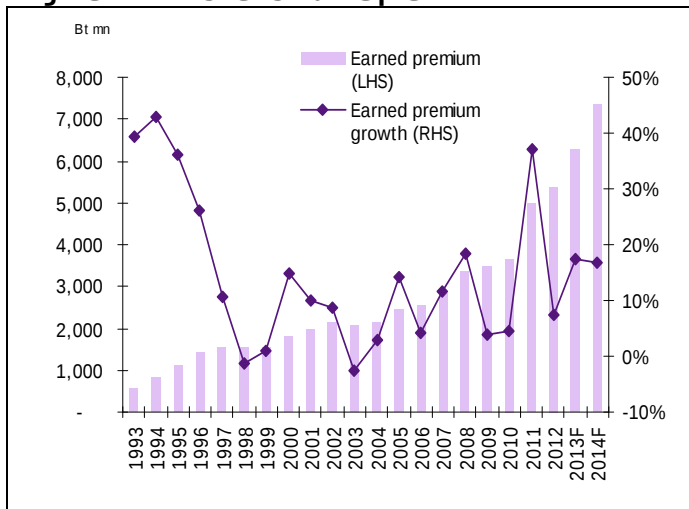
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 3: BLA's market share**

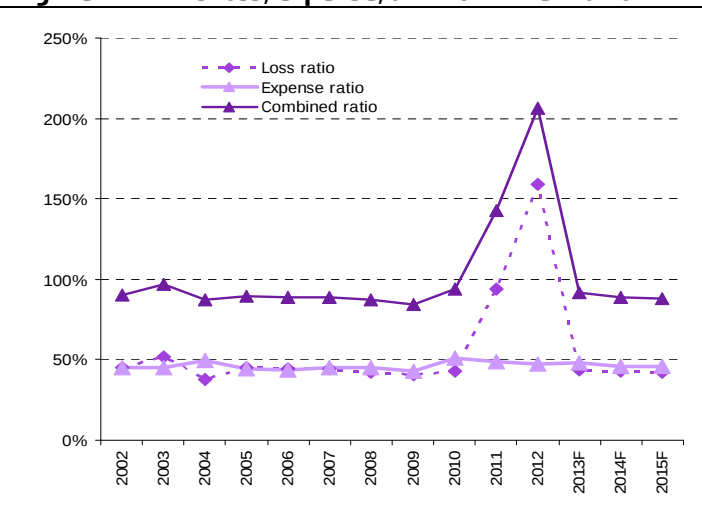
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 4: Government bond yield**

Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

**Figure 5: THRE's reinsurance premium**

Source: THRE and SCBS Investment Research

**Figure 6: THRE's loss, expense, and combined ratio**

Source: THRE and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## ไตรมาส 2/56 จะเต็มไปด้วยกระแสข่าวเกี่ยวกับทีวีดิจิทัล

- ไตรมาส 2/56 จะเต็มไปด้วยกระแสข่าวเกี่ยวกับทีวีดิจิทัล (DTTV); MCOT อยู่ในสถานะที่ต่ำกว่า BEC
- เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ฟรีทีวี (FTV) ระบบอนาล็อกภาคพื้นดิน
- MAJOR จะมีโปรแกรมภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายเพิ่มมากขึ้น

อุตสาหกรรมโฆษณาจะเติบโต 10% ในปีนี้ ผู้เชี่ยวชาญด้านอุตสาหกรรมโฆษณาคาดว่าจะเติบโต 10% ในปี 2556 เทียบกับ 13% ในปี 2555 หรือคิดเป็นสองเท่าของตัวเลขที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 5% การเติบโตดังกล่าวจะได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภายในประเทศเพิ่มมากขึ้น การใช้จ่ายเม็ดเงินโฆษณาจากหลายๆ อุตสาหกรรม เช่น สื่อสาร (โปรโมชั่นบริการ 3G) และการเร่งขยายสาขาของผู้ประกอบการร้านค้าโมเดิร์นเทรด

**ไตรมาส 2/56 จะเต็มไปด้วยกระแสข่าว DTTV** เราเชื่อว่าไตรมาส 2/56 จะเต็มไปด้วยกระแสข่าวเกี่ยวกับทีวีระบบดิจิทัลภาคพื้นดิน (DTTV) หลังจาก กสทช. ได้ปรับโครงสร้างช่องทีวีดิจิทัลธุรกิจ 24 ช่องใหม่ (ช่องรายการเด็ก/ช่องรายการข่าว/ช่องรายการทั่วไปแบบ SD/ช่องรายการทั่วไปแบบ HD) จาก 5/5/10/4 เป็น 3/7/7/7 ผู้ประกอบการ 1 รายสามารถถือครองได้ไม่เกิน 3 ช่องรายการ โดยมีเงื่อนไขคือ ผู้ประกอบการถือครองได้ประเภทละ 1 ช่องรายการ โดยผู้ประกอบการข่าวและสาระ จะไม่สามารถเข้าประมูลช่องรายการทั่วไปที่เป็น HD ได้ และหากผู้ประกอบการใดเลือกประมูลช่องรายการทั่วไปที่เป็น HD ก็ไม่สามารถเข้าร่วมประมูลช่องรายการข่าวและสาระได้เช่นกัน กสทช. จะออกใบอนุญาตผู้ให้บริการโครงข่าย/ส่งอำนาจความสะดวก ด้วยวิธีการประมูลในเดือน เม.ย.-พ.ค. และจะสรุปราคาเริ่มต้นประมูลที่ปรับใหม่สืบเนื่องมาจากการปรับเปลี่ยนสัดส่วนช่องรายการใหม่ในเดือน เม.ย. ด้วย

**ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์: มุมมองระยะยาวต่อผู้ประกอบการ FTV** เรายังคงมุมมองระยะยาวว่า ในปี 2557 จะมีการแข่งขันมากขึ้นจากช่อง DTTV และผู้ประกอบการเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม ซึ่งจะส่งผลทำให้ผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ฟรีทีวี (FTV) ขึ้นค่าโฆษณาได้ยากขึ้น ในสถานการณ์เช่นนี้ เรายังคงมองว่า MCOT จะได้รับผลกระทบน้อยกว่า BEC เนื่องจาก MCOT สามารถขอใบอนุญาตผู้ให้บริการโครงข่าย/ส่งอำนาจความสะดวก เพราะบริษัทมีสถานีฐานพร้อมอยู่แล้ว และวางแผนร่วมมือกับ TPBS กับ TOT เพื่อขยายพื้นที่ครอบคลุมสัญญาณ DTTV ซึ่งจะส่งผลทำให้มีรายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต ในขณะที่ BEC จะไม่ขอใบอนุญาตเนื่องจากบริษัทไม่มีส่งอำนาจความสะดวกเป็นของตนเอง

**เคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียมจะมีผลการดำเนินงานที่โดดเด่น** สัดส่วนผู้ใช้บริการเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียมต่อจำนวนประชากรทั้งหมดปรับตัวเร่งขึ้นจากระดับ 22% ในปี 2550 สู่ 63% ในปี 2555 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 78% ในปี 2556 ในเวลาเดียวกันรายการที่น่าสนใจมากขึ้นก็ทำให้ผู้ประกอบการสามารถดึงโฆษณาเข้ามาได้มากขึ้น ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียม เช่น RS และ GRAMMY ปรับอัตราค่าโฆษณาเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปีนี้ เนื่องจากมีความต้องการโฆษณาจำนวนมาก และส่วนต่างอัตราค่าโฆษณาระหว่างเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม (6,000 บาท/นาท) กับฟรีทีวี (อัตราค่าสตูดิโออยู่ที่ 50,000 บาท/นาท) ก็ยังกว้างอยู่ เม็ดเงินโฆษณาผ่านเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียมปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 29% ในปี 2555 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอีก 27% ในปี 2556 ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียมแสดงความสนใจเข้าร่วมประมูลใบอนุญาตช่อง DTTV เพื่อขยายฐานผู้ชม และกำลังรอผลสรุปราคาเริ่มต้นประมูลที่ปรับใหม่ ทั้งนี้เมื่อเทียบกับข้อมูลจาก Bloomberg พบว่า ผู้ประกอบการเคเบิลทีวี/ทีวีดาวเทียม เช่น RS และ WORK จะมีกำไรที่เติบโตอย่างโดดเด่นและสูงกว่า BEC และ MCOT ในปี 2556-57

**MAJOR: รอปัจจัยกระตุ้น** เรายังคงมองว่าราคาหุ้น MAJOR มีโอกาสปรับตัวลดลงจำกัด เนื่องจาก underperform ตลาดอยู่ 6% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ผลประกอบการไตรมาส 1/56 (ประกาศเดือน พ.ค.) จะไม่น่าตื่นเต้นนักเพราะภาพยนตร์ที่เข้าฉายดูไม่ค่อยน่าสนใจ ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น MAJOR จะอยู่ที่ผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากโปรแกรมภาพยนตร์เข้าฉายที่น่าสนใจ รายได้โฆษณาที่เพิ่มขึ้น และอัตราค่าไรท์ที่สูงขึ้น ซึ่งทั้งหมดนี้เราคาดว่าจะเห็นในช่วงครึ่งหลังปี 56

### Valuation Summary

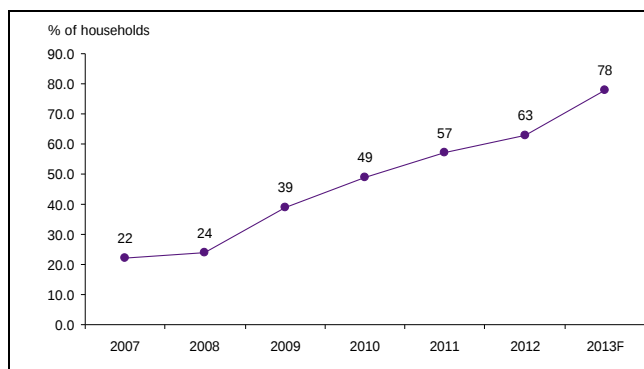
|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F         | 14F         |
| BEC            | Sell    | 63.50         | 66.00          | 8.0     | 26.6        | 23.1        | 21.1        | 35.2           | 14.9        | 9.5         | 15.29       | 13.66       | 12.53       | 60.7        | 62.3        | 61.9        | 3.5            | 4.1        | 4.5        | 14.3          | 13.2        | 12.2        |
| MAJOR          | Neutral | 19.60         | 21.00          | 11.7    | 25.1        | 20.4        | 17.2        | (11.0)         | 23.4        | 18.6        | 2.78        | 2.65        | 2.73        | 11.3        | 13.3        | 15.7        | 4.4            | 4.6        | 5.4        | 10.1          | 9.0         | 8.2         |
| MCOT           | Neutral | 50.75         | 57.00          | 17.6    | 19.8        | 16.9        | 15.6        | 29.7           | 17.0        | 8.4         | 4.34        | 4.23        | 4.12        | 22.4        | 25.3        | 26.7        | 4.5            | 5.3        | 5.7        | 12.0          | 10.8        | 10.1        |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>23.9</b> | <b>20.2</b> | <b>18.0</b> | <b>18.0</b>    | <b>18.4</b> | <b>12.2</b> | <b>7.47</b> | <b>6.85</b> | <b>6.46</b> | <b>31.5</b> | <b>33.6</b> | <b>34.7</b> | <b>4.2</b>     | <b>4.7</b> | <b>5.2</b> | <b>12.2</b>   | <b>11.0</b> | <b>10.1</b> |

Source: SCBS Investment Research

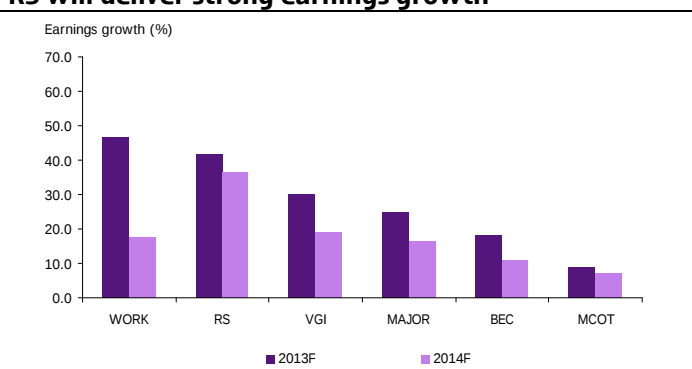
**Figure 1: Total ADEX to grow by 10% in 2013**

|                    | 2012           |              | 2013F          |              | % YoY growth |
|--------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
|                    | Bt mn          | % share      | Bt mn          | % share      |              |
| TV                 | 68,105         | 50.3         | 77,912         | 52.3         | 14.4         |
| cable/satellite TV | 9,653          | 7.1          | 12,216         | 8.2          | 26.6         |
| Radio              | 6,618          | 4.9          | 6,853          | 4.6          | 3.6          |
| Newspaper          | 20,047         | 14.8         | 20,856         | 14.0         | 4.0          |
| Magazine           | 5,664          | 4.2          | 4,916          | 3.3          | (13.2)       |
| Cinema             | 12,123         | 9.0          | 8,938          | 6.0          | (26.3)       |
| Outdoor            | 4,525          | 3.3          | 4,916          | 3.3          | 8.6          |
| Transit            | 2,960          | 2.2          | 4,022          | 2.7          | 35.9         |
| In-Store           | 2,732          | 2.0          | 3,873          | 2.6          | 41.8         |
| Internet           | 3,000          | 2.2          | 4,500          | 3.0          | 50.0         |
| <b>Total</b>       | <b>135,427</b> | <b>100.0</b> | <b>149,002</b> | <b>100.0</b> | <b>10.0</b>  |

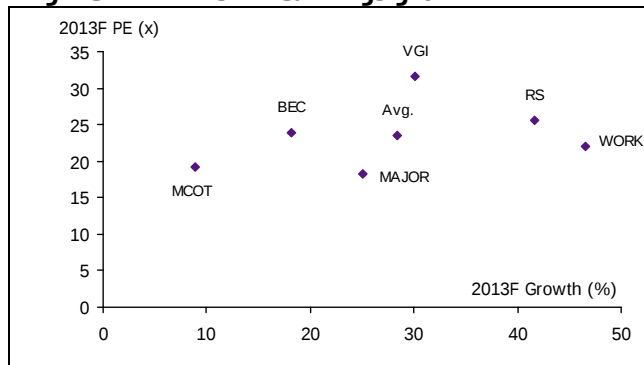
Source: Nielsen Company, Nation Multimedia Group and SCBS Investment Research

**Figure 2: Penetration rate of cable/satellite TV**

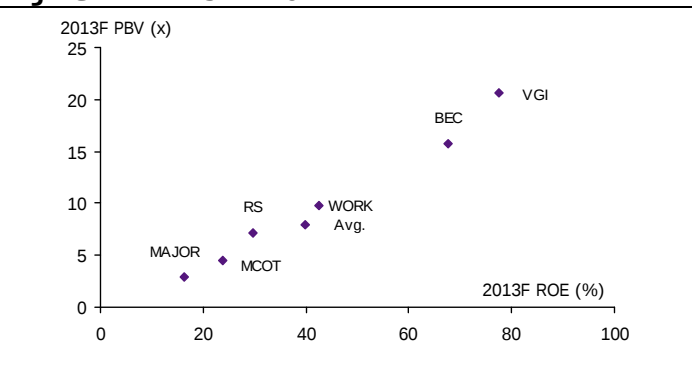
Source: RS and SCBS Investment Research

**Figure 3: Cable/satellite TV players such as WORK and RS will deliver strong earnings growth**

Source: Bloomberg \*Excluding GRAMMY from anticipation of loss in 2013

**Figure 4: 13PE vs. 13 earnings growth**

Source: Bloomberg

**Figure 5: 13PB vs. 13 ROE**

Source: Bloomberg

**Figure 6: DTTV commercial channel structure**

|                                  | No. of DTTV channels |           | Reserve prices |                                                                                                |
|----------------------------------|----------------------|-----------|----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                  | Previous             | New       | Previous       | New                                                                                            |
| Kids                             | 5                    | 3         | Bt100mn        | The conclusion of new reserve prices for the revised channel structure will finalize in April. |
| News                             | 5                    | 7         | Bt250mn        |                                                                                                |
| Standard-definition (SD) variety | 10                   | 7         | Bt500mn        |                                                                                                |
| High-definition (HD) variety     | 4                    | 7         | Bt2.0bn        |                                                                                                |
| <b>Total</b>                     | <b>24</b>            | <b>24</b> |                |                                                                                                |

Source: NBTC, Bangkokbiznews and SCBS Investment Research

**Figure 7: DTTV timeframe**

| Date               | Event                                                        | Potential players                                     |
|--------------------|--------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| March 2013         | Facility provider licenses by beauty contest                 |                                                       |
| March - April 2013 | Network provider licenses by beauty contest                  | MCOT, Army, Public Relations Department               |
| April 2013         | Announcement of new reserve price of commercial DTTV license |                                                       |
| May 2013           | Public service broadcaster licenses, 12 channels             | Channel 5, NBT                                        |
| July - August 2013 | Commercial service broadcaster licenses by auction           |                                                       |
|                    | · Kids, 3 channels                                           | NINE, WORK, Rose Media, Cartoon Club                  |
|                    | · News, 7 channels                                           | VoiceTV, Spring News, NBC                             |
|                    | · Standard-definition variety, 7 channels                    | BEC, Channel 7, MCOT<br>NMG, Amarin Group<br>WORK, RS |
|                    | · High-definition variety, 7 channels                        | BEC, Channel 7, MCOT<br>INTUCH, TrueVisions<br>GRAMMY |
| December 2013      | Community service broadcaster licenses, 12 channels          |                                                       |

Source: NBTC and SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

## ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะแกว่งตัวตามอุปสงค์จากจีน

- ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะแกว่งตัวตามอุปสงค์จากจีน
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์น่าจะดีต่อเนื่อง และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นจะหนุนให้กำไรไตรมาส 1/56 ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55: IVL จุดให้กำไรลดลง QoQ บริษัทปิโตรเคมี 2 แห่งในนิคมฯ ของ SCBS รายงานกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปิโตรเคมีไตรมาส 4/55 ลดลง 32% QoQ นำโดย IVL ที่รายงานผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังในปี 2555 เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PTA ในตลาดเอเชีย (คิดเป็น 20% ของปริมาณขาย) ลดลง นอกจากนี้กำไรจากสต็อกที่ลดลงก็ส่งผลทำให้ PTTGC รายงานกำไรลดลง QoQ ด้วย แต่ส่วนใหญ่ได้รับการชดเชยจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และปริมาณขายที่สูงขึ้น

**ไตรมาส 1/56 – ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นจะหนุนให้กำไรเพิ่มขึ้น QoQ** เราคาดว่าไตรมาส 1/56 จะเป็นไตรมาสที่ดีสำหรับบริษัทปิโตรเคมี เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเพิ่มขึ้น 8-19% QoQ โดยเฉพาะเอทิลีนที่ราคาปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่กว่า 1,500 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เพราะอุปสงค์จากจีนเพิ่มขึ้นก่อนเทศกาลตรุษจีน แต่หลังจากนั้นราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีก็ปรับตัวลดลง เพราะอุปสงค์กลับมาชะลอตัวลงอีกครั้ง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 เนื่องจากต้องรอระยะหนึ่งจึงจะมีการปรับราคาสถาปัตยกรรม

**จีนยังคงมีบทบาทสำคัญ** อุปสงค์จากจีนช่วยกระตุ้นราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีให้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 เพราะตลาดมองบวกต่อเศรษฐกิจจีนหลังจากเปลี่ยนถ่ายผู้นำ ปัจจัยอื่นๆ ที่มีส่วนช่วยสนับสนุนราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี คือ การปิดซ่อมบำรุงโรงแครงเกอร์จำนวนมากในยุโรป และการลดอัตราการดำเนินงานในตะวันออกกลางและเอเชียเหนือซึ่งส่งผลทำให้อุปทานและอุปสงค์กลับสู่ภาวะที่มีความสมดุลมากขึ้น อย่างไรก็ตาม สถานการณ์เปลี่ยนไปหลังเทศกาลตรุษจีน เพราะราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวลดลงโดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์จากจีนลดลง ซึ่งจุดให้ราคาเอทิลีนลดลงเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปลายปี 2555 เราคาดว่าราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะปรับตัวลดลงต่อเนื่องในช่วงต้นไตรมาส 2/56 ก่อนที่จะฟื้นตัวกลับขึ้นมาในช่วงกลางไตรมาส 2/56 โดยมีสาเหตุมาจากความต้องการกลับมาเก็บสินค้าคงคลังเพิ่มมากขึ้นก่อนที่จะเข้าสู่ช่วง peak season เราเชื่อว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โอเลฟินส์และผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2556 เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจโลกดีขึ้น และความกังวลเกี่ยวกับวิกฤตหนี้ยุโรปมีน้อยลง

**ราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 2/56** ทั้งๆ ที่ราคาพาราไซลีน (PX) ปรับตัวลดลงเพราะราคา isomer MX ลดลงและแนวโน้มความต้องการซื้อชะลอตัวลงอันเป็นผลมาจากการลดอัตราการผลิต PTA ที่เป็นผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ แต่เรายังคงคาดว่าธุรกิจอะโรเมติกส์น่าจะยังมีแนวโน้มเป็นบวกในช่วงครึ่งแรกปี 56 เป็นอย่างน้อย โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์อุปทานตึงตัวอันเป็นผลมาจากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน Chemical Market Associates Inc (CMAI) คาดว่ากำลังการผลิต PX ในตลาดเอเชียจะหายไปมากกว่า 600,000 ตันในช่วงครึ่งแรกปี 56 จากการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน ในขณะที่อุปสงค์ PX จะเติบโตต่อเนื่องเกือบ 7% ในปี 2556 ซึ่งจะส่งผลทำให้ภูมิภาคเอเชียโดยเฉพาะจีนกลายเป็นผู้นำเข้า PX สุทธิ อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PX โดยเฉลี่ยในไตรมาส 1/56 ยังอยู่ในระดับสูงที่ 783 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+6.7% QoQ และ +13.8% YoY) เมื่อเทียบกับระดับ 682 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ปัจจัยกระตุ้นราคา PX ในระยะสั้น คือ การปิดซ่อมบำรุงโรงงานหลายแห่งในภูมิภาคเอเชีย โดยส่วนใหญ่จะอยู่ในญี่ปุ่นและเกาหลีใต้

**ยังไม่แน่ว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET/PTA จะปรับขึ้นต่อในไตรมาส 2/56** ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET/PTA โดยเฉลี่ยในไตรมาส 1/56 ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 21% QTD โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาวัตถุดิบ (MEG และ PX) ที่ลดลง นอกจากนี้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ดังกล่าวก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดในรอบ 17 เดือนในเดือน มี.ค. 2556 ด้วย ซึ่งจะส่งผลดีต่อ IVL หลังจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงในเอเชียในช่วงครึ่งหลังปี 55 ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานปี 2555 ของบริษัท เราไม่มั่นใจว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET/PTA จะฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 2/56 เพราะการปิดซ่อมบำรุงโรงงาน PX ในภูมิภาคเอเชียตามแผนในเดือน มี.ค.-เม.ย. 2556 อาจกระตุ้นให้ราคา PX กลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น การปิดโรงงาน PTA ต้นทุนสูงในภูมิภาคเอเชียเพราะส่วนต่างราคา PTA-PX อยู่ในระดับต่ำ น่าจะช่วยสนับสนุนราคา PTA ได้บ้าง แต่เราเชื่อว่าผู้ผลิต PTA ต้นทุนต่ำรายใหม่ในจีนจะยังคงอัตราการดำเนินงานของตนไว้เพื่อลดต้นทุนต่อหน่วยให้ต่ำที่สุด

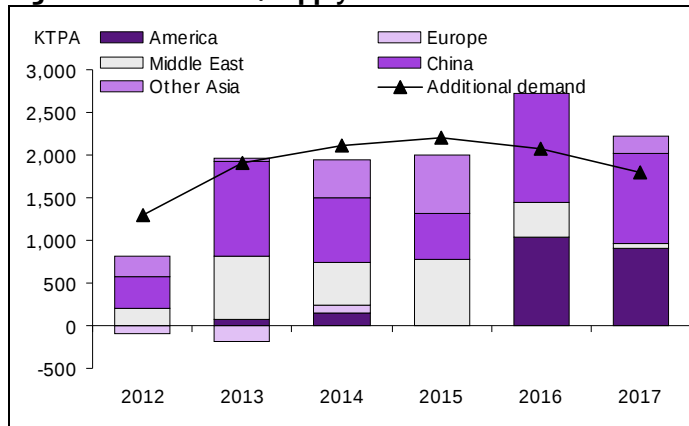
**ยังแนะนำซื้อ PTTGC** เรายังคงมุมมองด้านบวกและแนะนำ "ซื้อ" PTTGC เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบที่สามารถแข่งขันได้และการรวมธุรกิจโอเลฟินส์กับอะโรเมติกส์ที่ช่วยกระจายความเสี่ยง PTTGC ดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นปิโตรเคมีตัวอื่นๆ ในประเทศไทยและตลาดภูมิภาคโดยเทรตที่ PE เพียง 8.3 เท่า (ปี 2556) เทียบกับ PE ของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 14.6 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) |     |     |
|---------|---------|---------------|----------------|---------|---------|------|------|----------------|-------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|-----|-----|
|         |         |               |                |         | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F   | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F | 14F |
| IVL     | Neutral | 21.0          | 27.0           | 30.5    | 69.1    | 17.2 | 11.2 | (85.8)         | 300.9 | 54.1 | 1.70     | 1.57 | 1.42 | 2.5     | 9.5  | 13.3 | 1.7            | 1.9 | 2.9 | 11.7          | 6.7 | 5.0 |
| PTTGC   | Buy     | 66.3          | 90.0           | 39.8    | 9.5     | 8.3  | 7.6  | (1.4)          | 14.0  | 9.7  | 1.34     | 1.22 | 1.10 | 14.1    | 14.3 | 14.2 | 5.1            | 3.9 | 4.2 | 6.6           | 5.9 | 4.2 |
| Average |         |               |                |         | 39.3    | 12.8 | 9.4  | (43.6)         | 157.4 | 31.9 | 1.52     | 1.39 | 1.26 | 8.3     | 11.9 | 13.8 | 3.4            | 2.9 | 3.5 | 9.2           | 6.3 | 4.6 |

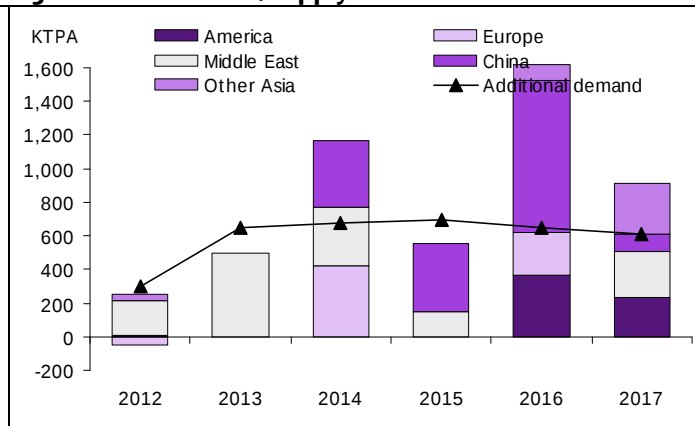
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: LT demand/supply outlook – HDPE**



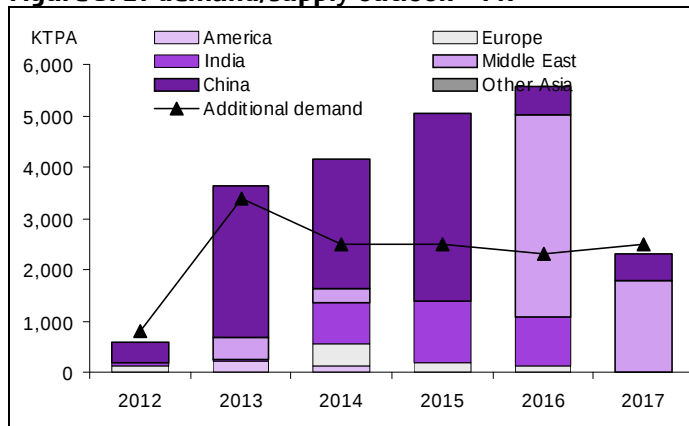
Source: CMAI (Jan 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

**Figure 2: LT demand/supply outlook – LDPE**



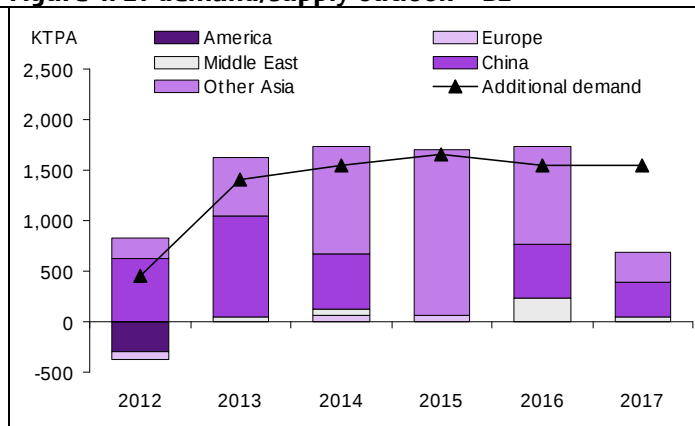
Source: CMAI (Jan 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

**Figure 3: LT demand/supply outlook – PX**



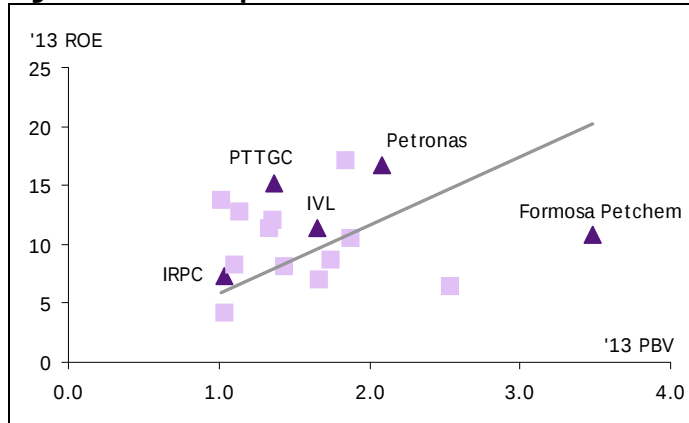
Source: CMAI (Jan 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

**Figure 4: LT demand/supply outlook – BZ**



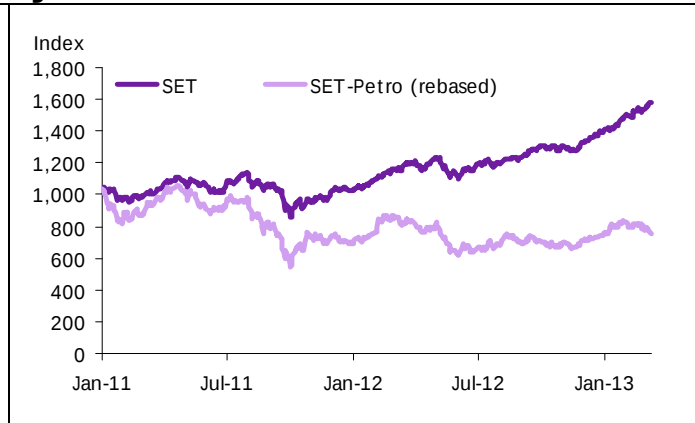
Source: CMAI (Jan 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

**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

สิริการย์ กฤษณิพัทธ์  
0-2949-1020  
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

## เติบโตผ่านตลาดต่างจังหวัด

- ภาวะอุปสงค์/อุปทานอยู่ในเกณฑ์ดีในปี 2555 โดยอุปสงค์เติบโตสูงกว่าอุปทานใหม่ ทำให้สินค้าคงเหลือลดลง
- การเปลี่ยนไลฟ์สไตล์ และผู้ซื้อที่มีอายุน้อยลง ทำให้อุปสงค์คอนโดปรับตัวเพิ่มขึ้น
- อุปสงค์ในกรุงเทพฯ และปริมณฑลจะเติบโตในอัตราปกติที่ 5-10%; การเติบโตในต่างจังหวัดจะสูงกว่ากรุงเทพฯ และปริมณฑล
- ยังไม่เกิดภาวะฟองสบู่ แต่มีการเก็งกำไรในบางทำเล
- Top picks: QH SIRI และ AP

ภาวะอุปสงค์/อุปทานอยู่ในเกณฑ์ดี ภาวะตลาดที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ และปริมณฑล ดีมากในปี 2555 โดยอุปสงค์เติบโตสูงถึง 31% YoY สู่ 104,900 ยูนิต สูงกว่าอุปทานใหม่ที่มีจำนวน 100,200 ยูนิต (+19% YoY) ส่งผลทำให้สินค้าคงคลังปรับลดลง 4% เหลือ 126,200 ยูนิต และนับเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่วิกฤติปี 2540 ที่อุปสงค์สูงกว่า 100,000 ยูนิตต่อปี บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเรา อุปสงค์ในช่วง 92,700-123,075 ยูนิตต่อปี บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเรา รายงานยอดการรับรู้รายได้เพิ่มขึ้น 21% และกำไรจากการดำเนินงานธุรกิจปกติเติบโต 33%

การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง อุปสงค์คอนโดเพิ่มขึ้นจาก 48-55% ของอุปสงค์ที่อยู่อาศัยทั้งหมดในปี 2551-2554 สู่ 64% ในปี 2555 ซึ่งเราตีความได้ว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างที่ไม่ใช่แค่กระแสความนิยม ซึ่งสอดคล้องกับไลฟ์สไตล์ที่เปลี่ยนแปลงไปและผู้ซื้อบ้านที่มีอายุน้อยลง โดยผู้ซื้อกลุ่มนี้มีแนวโน้มเลือกซื้อคอนโดราคาไม่แพงประมาณ 1-2 ล้านบาท/ยูนิต ส่งผลทำให้สัดส่วนคอนโดราคาในช่วงดังกล่าวปรับเพิ่มขึ้นจาก 35-39% ในปี 2551-2554 เป็น 49% ในปี 2555

ตลาดต่างจังหวัดเติบโตก้าวกระโดด เรายังคงมองที่ว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ และปริมณฑล จะเติบโตในอัตราปกติที่ 5-10% อย่างต่อเนื่อง แต่อุปสงค์ที่อยู่อาศัยในต่างจังหวัดที่สร้างโดยผู้ประกอบการจะเติบโตได้ดีกว่าโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายตัวของสังคมเมือง ในฐานะคนเมืองและมีรายได้เพิ่มขึ้น ทำให้อุปสงค์ที่อยู่อาศัย (โดยเฉพาะที่สร้างโดยผู้ประกอบการ) ปรับตัวเพิ่มขึ้น และจะเป็นแหล่งที่สนับสนุนให้รายได้เติบโตในอนาคต หุ่นทั้ง 7 ตัวในการวิเคราะห์ของได้ขยายธุรกิจไปสู่ตลาดต่างจังหวัดแล้ว มูลค่ายอดขายทั้งหมดเติบโตสูงถึง 42% ในปีที่แล้ว มากกว่าอัตราเติบโตเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 21% ยอดขายที่เพิ่มขึ้นมาจากอุปสงค์ในต่างจังหวัด

ฟองสบู่? เรื่องนี้เป็นประเด็นที่ถูกพูดถึงกันอย่างมากในปัจจุบัน แต่เรามองว่ายังไม่มีภาวะฟองสบู่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมอสังหาริมทรัพย์ของไทยในตอนนี้ โดยปกติแล้วการเก็งกำไรมักจะทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ แต่นับถึงปัจจุบัน มีการเก็งกำไรเกิดขึ้นในบางพื้นที่เท่านั้น ราคาอสังหาริมทรัพย์ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ส่วนใหญ่เกิดจากต้นทุนที่สูงขึ้น (ต้นทุนค่าที่ดินและค่าก่อสร้างสูงขึ้น) และเรามองว่ายังไม่ได้ปรับขึ้นมาถึงระดับที่น่าเป็นห่วง สิ่งที่น่าเป็นห่วง คือ ราคาที่ดินที่ปรับขึ้นเท่าตัวในบางจังหวัดภายใน 1-2 ปี ถ้าราคาอสังหาริมทรัพย์ปรับขึ้นอีกอย่างรวดเร็ว ชปท.ก็อาจจะเข้าแทรกแซงด้วยการออกหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดมากขึ้น ซึ่งน่าจะลดความร้อนแรงของตลาดอสังหาริมทรัพย์และราคาหุ้นได้เช่นเดียวกับที่เคยเกิดขึ้นในปี 2553

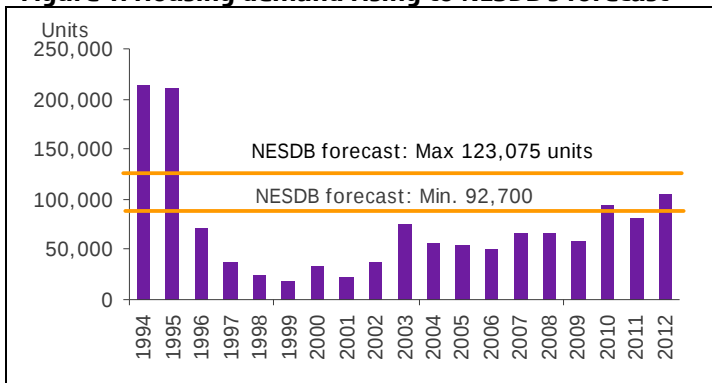
**Top picks: QH SIRI และ AP:** เรายังคงเลือก QH เป็นหุ้นเด่น เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งหลังจากฟื้นตัวในปีก่อน และ Valuation ถูก ส่วน SIRI เป็นหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตได้ดีและรายได้มีความแน่นอนสูง ยอดขายจำนวนมากในไตรมาส 1/56 ทำให้มีโอกาสปรับเป้ายอดขายทั้งปีเพิ่มขึ้น เราชอบ AP เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานและรายได้มีความแน่นอนมากขึ้นในปี 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) |      |      |
|---------|---------|---------------|----------------|---------|---------|------|------|----------------|------|------|----------|------|------|---------|------|------|----------------|-----|-----|---------------|------|------|
|         |         |               |                |         | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F  | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F  | 14F  |
| AP      | Buy     | 8.90          | 13.0           | 49.5    | 11.3    | 8.9  | 7.5  | 33.5           | 27.3 | 18.4 | 2.02     | 1.73 | 1.48 | 19.3    | 21.0 | 21.2 | 2.8            | 3.4 | 4.1 | 12.2          | 9.4  | 8.2  |
| LH      | Neutral | 12.30         | 12.0           | 1.2     | 24.9    | 19.1 | 15.9 | 29.3           | 30.4 | 20.6 | 4.00     | 3.81 | 3.66 | 16.4    | 20.4 | 23.6 | 3.7            | 5.2 | 6.3 | 19.1          | 18.0 | 15.1 |
| LPN     | Neutral | 22.10         | 26.0           | 21.6    | 15.1    | 12.7 | 10.4 | 13.4           | 18.8 | 21.4 | 3.90     | 3.32 | 2.80 | 27.9    | 28.3 | 29.1 | 3.4            | 4.0 | 4.8 | 11.8          | 9.8  | 8.1  |
| PS      | Buy     | 28.00         | 39.0           | 42.0    | 15.9    | 11.1 | 9.8  | 37.3           | 43.4 | 13.4 | 3.09     | 2.52 | 2.12 | 21.0    | 25.0 | 23.6 | 1.8            | 2.7 | 3.1 | 13.7          | 10.0 | 8.7  |
| QH      | Buy     | 4.10          | 4.8            | 20.7    | 22.3    | 13.1 | 10.9 | 103.2          | 69.9 | 19.9 | 2.43     | 2.17 | 1.94 | 11.8    | 17.5 | 18.7 | 2.9            | 3.6 | 4.2 | 18.6          | 15.2 | 13.0 |
| SIRI    | Buy     | 4.62          | 6.6            | 47.8    | 11.3    | 8.9  | 7.5  | 35.7           | 26.4 | 18.8 | 2.45     | 2.07 | 1.77 | 22.5    | 25.2 | 25.4 | 3.7            | 5.0 | 5.9 | 11.5          | 9.7  | 8.0  |
| SPALI   | Buy     | 20.40         | 27.0           | 36.0    | 12.8    | 11.0 | 7.9  | 6.8            | 15.7 | 39.0 | 2.81     | 2.44 | 2.06 | 23.6    | 23.7 | 28.2 | 3.2            | 3.7 | 5.1 | 9.9           | 9.0  | 6.3  |
| Average |         |               |                |         | 16.2    | 12.1 | 10.0 | 37.0           | 33.1 | 21.6 | 2.96     | 2.58 | 2.26 | 20.4    | 23.0 | 24.2 | 3.1            | 3.9 | 4.8 | 13.8          | 11.6 | 9.6  |

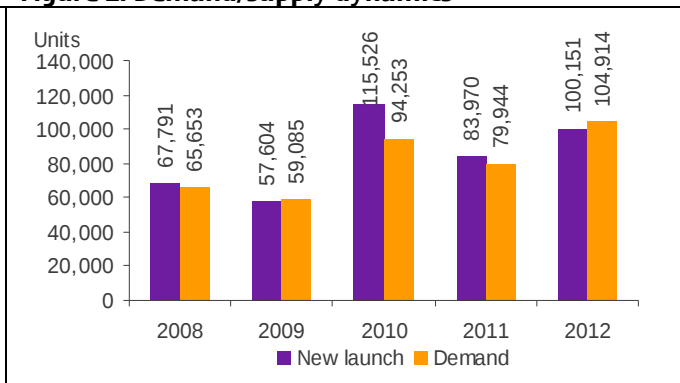
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: Housing demand rising to NESDB's forecast**



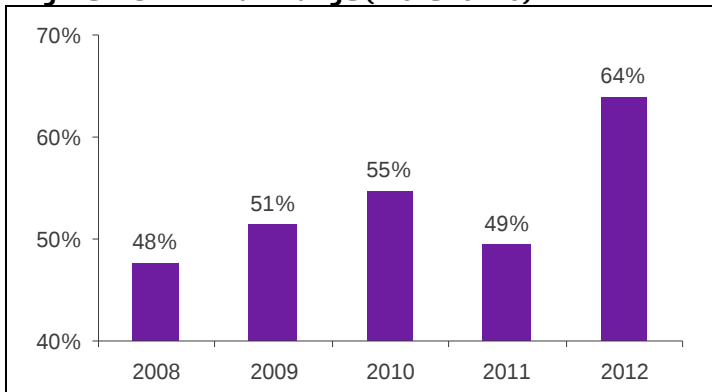
Source: AREA, NESDB

**Figure 2: Demand/supply dynamics**



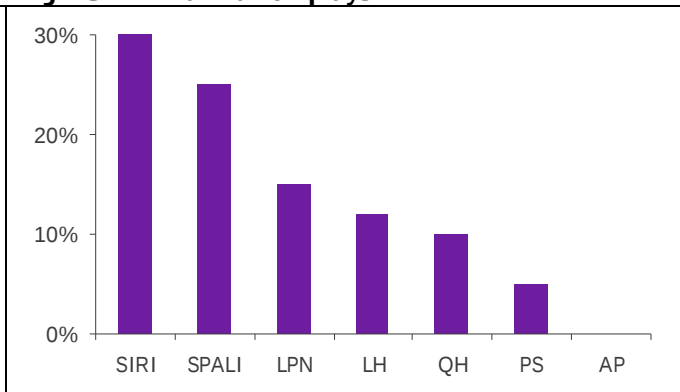
Source: AREA

**Figure 3: Structural change (more condo)**



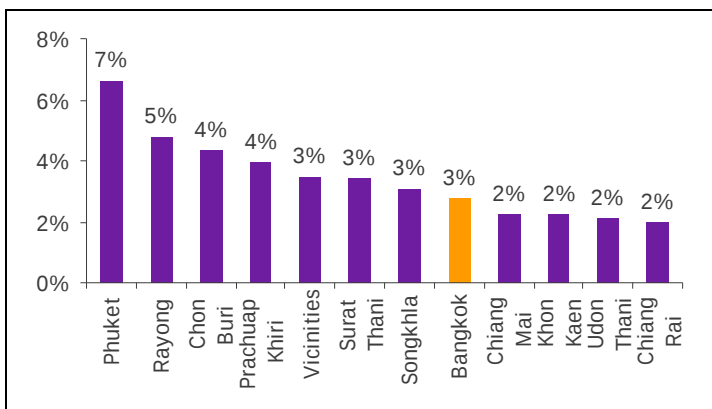
Source: AREA

**Figure 4: Urbanization plays**



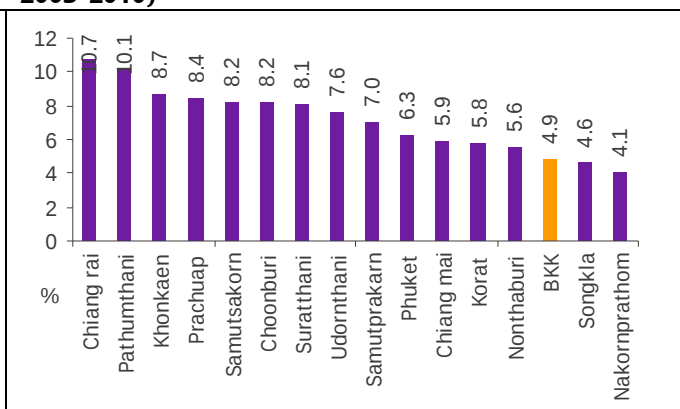
Source: Company

**Figure 5: 4-yr CAGR housing growth during 2007-2011**



Source: REIC

**Figure 6: Growing urban income (7-yr CAGR during 2003-2010)**



Source: NESDB

## เติบโตตามสภาพคล่องในประเทศที่เพิ่มขึ้น

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

- มีแนวโน้ม Upside จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ สูงสุดเป็นประวัติการณ์โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเม็ดเงินภายในประเทศอันเป็นผลมาจากภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและนักลงทุนมีความมั่งคั่งเพิ่มมากขึ้น
- โบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนรายย่อยอย่าง ASP และ MBKET มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม YTD
- คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET

มีแนวโน้ม Upside จากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ทำจุดสูงสุดใหม่โดยได้รับปัจจัยหนุนจากเม็ดเงินภายในประเทศ เรามีแนวโน้มปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ 3.5 หมื่นล้านบาทเพิ่มขึ้นเมื่อพิจารณาจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน มี.ค. (1.01 แสนล้านบาทเมื่อวันที่ 22 มี.ค.) มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ในไตรมาส 1/56 (ณ วันที่ 20 มี.ค.) อยู่ที่ 5.7 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้นเป็นประมาณสองเท่าจาก 2.81 หมื่นล้านบาทในปี 2555 โดยหลักๆ เกิดจากการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศ เม็ดเงินส่วนใหญ่มาจากนักลงทุนรายย่อย ดังเห็นได้จากสัดส่วนการซื้อขายของนักลงทุนในประเทศเทียบกับการซื้อขายทั้งหมดที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน ซึ่งเราเชื่อว่าสามารถอธิบายได้ด้วยสภาพคล่องจำนวนมากในระบบและภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ (อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงติดลบ) ที่น่าแปลกใจคือ ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิใน SET ต่ำที่สุดในตลาดภูมิภาค เนื่องจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันจำนวนมากตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน ได้รับปัจจัยหนุนจากสภาพคล่องในประเทศ ดังนั้นเราเชื่อว่ามูลค่าการซื้อขายมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงต่อไปอีกอย่างน้อยในช่วงครึ่งแรกปี 56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่ติดลบค่อนข้างมากอันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ไม่เปลี่ยนแปลง รวมทั้งมีความเสี่ยงที่อัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้นเพราะได้รับแรงกดดันจากการขึ้นค่าจ้าง บวกกับนักลงทุนมีฐานะการเงินดีขึ้น

โบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนรายย่อยมีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่ม ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน โบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนรายย่อย เช่น MBKET และ ASP ได้ส่วนแบ่งการตลาดมาจากโบรกเกอร์ที่เน้นนักลงทุนต่างประเทศและนักลงทุนสถาบัน ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น

**ASP** มีกำไรจากพอร์ตลงทุนเพิ่มขึ้น พอร์ตเงินลงทุนในหลักทรัพย์มูลค่า 1.74 พันล้านบาทของ ASP ได้ประโยชน์จากการปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 6% ของ SET ตั้งแต่ต้นปี 2556 จนถึงปัจจุบัน (ปรับขึ้น 15% ทำจุดสูงสุด) ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานกำไรจากเงินลงทุนในปี 2556 เพิ่มขึ้นอีก 100 ล้านบาท ในขณะที่ MBKET มีพอร์ตลงทุนน้อยมาก

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET เนื่องจากโบรกเกอร์สองแห่งนี้มีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากสภาพคล่องในประเทศที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยหนุนให้กำไรเติบโตสูงในปี 2556

### Valuation summary

|                | Rating | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |            |             | EPS growth (%) |             |               | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |             |            |
|----------------|--------|------------------|-------------------|------------|-------------|------------|-------------|----------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|------------|
|                |        |                  |                   |            | 12A         | 13F        | 14F         | 12A            | 13F         | 14F           | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F        |
| ASP            | Buy    | 3.52             | 4.80              | 46.6       | 12.3        | 8.8        | 11.0        | 19.4           | 39.5        | (20.0)        | 1.77        | 1.64        | 1.67        | 14.8        | 19.4        | 15.0        | 6.8            | 10.2        | 8.2        |
| MBKET          | Buy    | 19.80            | 24.00             | 31.0       | 15.3        | 10.3       | 14.0        | 12.9           | 49.1        | (26.4)        | 2.50        | 2.31        | 2.46        | 16.5        | 23.4        | 17.1        | 6.3            | 9.7         | 7.2        |
| <b>Average</b> |        |                  |                   |            | <b>13.8</b> | <b>9.5</b> | <b>12.5</b> | <b>16.1</b>    | <b>44.3</b> | <b>(23.2)</b> | <b>2.14</b> | <b>1.98</b> | <b>2.07</b> | <b>15.7</b> | <b>21.4</b> | <b>16.1</b> | <b>6.6</b>     | <b>10.0</b> | <b>7.7</b> |

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

|                                                               | MBKET  | ASP    |
|---------------------------------------------------------------|--------|--------|
| <b>Target price (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover</b> |        |        |
| Bt25bn                                                        | 13     | 3.5    |
| Bt30bn                                                        | 19     | 4.2    |
| Bt35bn — base case                                            | 24     | 4.8    |
| Bt40bn                                                        | 29     | 5.4    |
| Bt45bn                                                        | 35     | 6.0    |
| <b>2013F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover</b>          |        |        |
| Bt25bn                                                        | 1.07   | 0.30   |
| Bt30bn                                                        | 1.50   | 0.35   |
| Bt35bn — base case                                            | 1.93   | 0.40   |
| Bt40bn                                                        | 2.36   | 0.45   |
| Bt45bn                                                        | 2.79   | 0.50   |
| <b>2013F DPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover</b>    |        |        |
| Bt25bn                                                        | 1.07   | 0.27   |
| Bt30bn                                                        | 1.50   | 0.31   |
| Bt35bn — base case                                            | 1.93   | 0.36   |
| Bt40bn                                                        | 2.36   | 0.41   |
| Bt45bn                                                        | 2.79   | 0.45   |
| <b>Dividend payout</b>                                        |        |        |
| 2013F                                                         | 100%   | 90%    |
| <b>Target PER (x)</b>                                         |        |        |
|                                                               | 12.5   | 12.0   |
| Cost of equity                                                | 10.00% | 10.00% |
| Sustainable growth                                            | 2.00%  | 2.50%  |

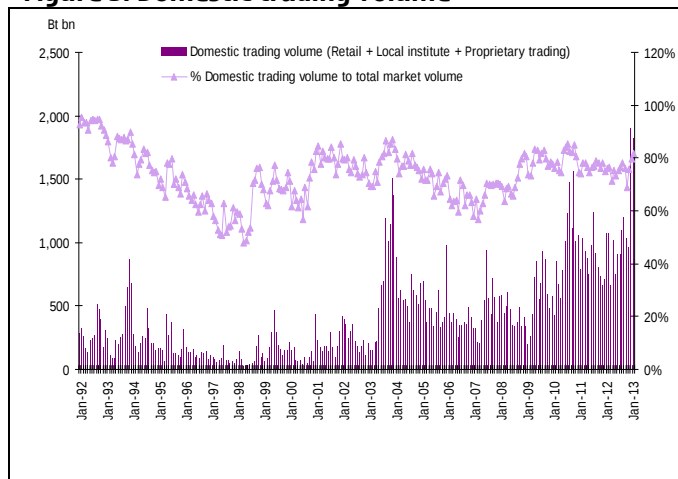
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2013 earnings forecast and assumptions

| Unit:<br>Bt mn | Net profit |       |     | Market share |        | Commission rate |       | Brokerage income |       | Fee income |       | Investment gain |       |
|----------------|------------|-------|-----|--------------|--------|-----------------|-------|------------------|-------|------------|-------|-----------------|-------|
|                | 2012       | 2013F | Ch  | 2012         | 2013F  | 2012            | 2013F | 2012             | 2013F | 2012       | 2013F | 2012            | 2013F |
| <b>MBKET</b>   | 738        | 1,101 | 49% | 11.86%       | 12.00% | 0.14%           | 0.14% | 2,521            | 3,135 | 80         | 80    | 26              | 50    |
| <b>ASP</b>     | 603        | 842   | 40% | 4.12%        | 4.20%  | 0.19%           | 0.19% | 1,159            | 1,424 | 313        | 329   | 321             | 450   |

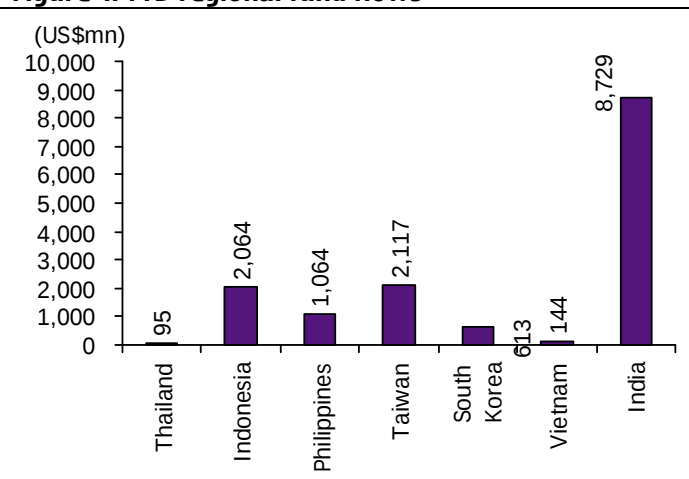
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic trading volume



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: YTD regional fund flows



Source: SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา  
0-2949-1007

solaya.na\_songkhla@scb.co.th

## เปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz ในไตรมาส 2/56

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55: กำไรกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโต 30% YoY
- บริการ non-voice เติบโตต่อเนื่อง
- 3G-2.1 GHz จะเปิดให้บริการในไตรมาส 2/56 และวางแผนเร่งโอนย้ายผู้ใช้บริการ
- Top picks: CSL และ SAMTEL

**สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55:** อัตราหมายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 123% ณ ไตรมาส 4/55 โดยยอดผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 2.5 ล้านเลขหมาย สู่จำนวน 82 ล้านเลขหมาย ผู้ประกอบการที่มียอดผู้ใช้บริการรายใหม่สุทธิสูงที่สุดคือ DTAC (1.5 ล้านเลขหมาย) หลังจากเรียกความเชื่อมั่นที่ลูกค้ามีต่อคุณภาพโครงข่ายกลับคืนมาได้ รองลงมาคือ TRUE (632,000 เลขหมาย) และ ADVANC (420,000 เลขหมาย) กำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติรวมทั้งหมดในไตรมาส 4/55 ของบริษัท โทรศัพท์เคลื่อนที่ 3 รายใหญ่ ปรับตัวเพิ่มขึ้น 30% YoY สู่จำนวน 9.3 พันล้านบาท โดย ADVANC รายงานกำไรโต 22% TRUE มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติลดลง 31% และ DTAC กำไรลดลง 5.1%

**รายได้ค่าบริการ non-voice เติบโตต่อเนื่อง** รายได้จากการให้บริการข้อมูล หรือ non-voice ของอุตสาหกรรม โทรศัพท์เคลื่อนที่โดยรวมปรับตัวเพิ่มขึ้น 39% YoY สู่จำนวน 1.38 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 4/55 หรือคิดเป็น 26% ของรายได้ค่าบริการรวม (ไม่รวมรายได้ IC) รายได้ค่าบริการ non-voice ของ TRUE เติบโตสูงที่สุดที่ +72% YoY รองลงมาคือ DTAC +33% และ ADVANC +33% ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญยังคงเป็น mobile internet โดยได้รับการสนับสนุนจากความนิยมในโทรศัพท์สมาร์ทโฟนและสังคมออนไลน์ รวมถึงบริการ 3G ที่ขยายตัวเพิ่มมากขึ้น (บนคลื่นความถี่ 850 MHz และ 900 MHz) เราเชื่อว่าบริการ mobile internet ยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมากหลังจากเปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz เพราะความจริงแล้วบริการนี้อาจจะเป็นตัวเลือกในการใช้อินเตอร์เน็ตความเร็วสูงได้เพียงทางเดียวในหลายๆ พื้นที่ เนื่องจากประเทศไทยมีสัดส่วนผู้ใช้บริการอินเตอร์เน็ตความเร็วสูงต่อครัวเรือนเพียง 22% ณ ไตรมาส 4/55

**เปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz ในไตรมาส 2/56** ADVANC DTAC และ TRUE ขณะประมูลใบอนุญาต 3G บนคลื่นความถี่ 2.1 GHz รายละเอียด 1 ใบในเดือน ต.ค. 2555 และเริ่มติดตั้งโครงข่าย 3G-2.1 GHz แล้ว ทุกบริษัทวางแผนที่จะเปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz ในไตรมาส 2/56 และมีแผนเร่งโอนย้ายผู้ใช้บริการ ADVANC และ DTAC ตั้งเป้าโอนย้ายผู้ใช้บริการ 8-10 ล้านเลขหมาย ส่วน TRUE ตั้งเป้าโอนย้ายผู้ใช้บริการ 5-6 ล้านเลขหมายภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนการโอนย้ายผู้ใช้บริการได้ที่ 26% สำหรับ ADVANC, 37% สำหรับ DTAC, และ 26% สำหรับ TRUE ปัจจุบันเราใช้สมมติฐานการโอนย้ายรายได้ 25% ภายในสิ้นปีนี้สำหรับ ADVANC และ DTAC แต่ 50% สำหรับ TRUE เนื่องจากบริการ 3G-850 MHz ของ TRUE สร้างรายได้ให้กับบริษัทแล้วในสัดส่วน 38% ของรายได้ค่าบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งหมดในไตรมาส 4/55

**Top pick #1: CSL** ในขณะที่ผลการดำเนินงานของบริษัทโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่น่าจะถูกกดดันเป็นการชั่วคราวจากค่าใช้จ่ายในการเริ่มให้บริการ 3G-2.1 GHz ในไตรมาส 2/56 CSL น่าจะได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการเปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz เพราะ ADVANC ที่เป็นบริษัทในเครือเดียวกันกับ CSL วางแผนว่าจ้าง CSL เป็นผู้ให้บริการ cloud-computing สำหรับบริการนี้ นอกจากนี้บริการศูนย์ข้อมูลอินเทอร์เน็ต (IDC) สำหรับลูกค้าองค์กรของ CSL ก็เป็นที่ต้องการสูง โดยรายได้เติบโตเฉลี่ย 30% ต่อปีในระหว่างปี 2553-2555 และโมเมนตัมน่าจะดีต่อเนื่องในปี 2556

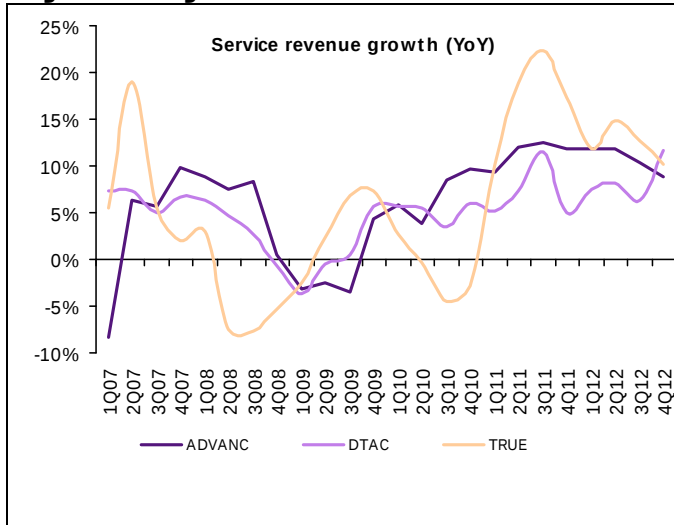
**Top pick #2: SAMTEL** เราคาดว่าจะมีข่าวดีหลายอย่างเข้ามา โดยจะมีการประมูล หรือความคืบหน้าใหญ่ๆ ของโครงการขนาดใหญ่หลายโครงการในไตรมาส 2/56 ได้แก่ 1) โครงการวางระบบข้อมูลการตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (APPS) ของ AOT 2) โครงการ 3G เฟส 2 + LTE ของทีโอที ที่คาดว่า ครม.จะอนุมัติในไตรมาส 2/56 และ 3) โครงการ Smart Thailand ของกระทรวงไอซีที

### Valuation summary

|                 | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|-----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                 |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F        | 14F        |
| ADVANC          | Neutral | 223.00        | 230.00         | 8.4     | 19.1        | 19.1        | 16.9        | 31.0           | (0.3)       | 13.2        | 15.23       | 14.52       | 14.08       | 83.8        | 77.7        | 84.6        | 4.9            | 5.2        | 5.9        | 10.8          | 11.0       | 9.7        |
| CSL             | Buy     | 11.50         | 16.00          | 45.2    | 17.2        | 13.7        | 12.1        | 0.6            | 25.7        | 12.8        | 6.01        | 5.46        | 4.99        | 35.0        | 41.9        | 43.1        | 5.2            | 6.1        | 7.0        | 9.6           | 8.7        | 7.5        |
| DTAC            | Buy     | 91.75         | 105.00         | 19.6    | 19.5        | 19.3        | 15.5        | (7.0)          | 0.9         | 24.5        | 6.22        | 6.25        | 6.09        | 32.0        | 32.3        | 39.8        | 5.5            | 5.2        | 6.5        | 8.9           | 8.8        | 7.5        |
| INTUCH          | Buy     | 74.00         | 82.00          | 16.3    | 19.8        | 18.4        | 15.8        | 19.6           | 7.5         | 16.5        | 16.66       | 16.67       | 16.67       | 84.0        | 90.6        | 105.7       | 5.1            | 5.4        | 6.3        | 19.5          | 18.2       | 15.6       |
| SAMART          | Neutral | 21.30         | 19.00          | (7.5)   | 22.1        | 15.9        | 14.3        | 18.4           | 39.1        | 11.7        | 3.06        | 2.59        | 2.21        | 14.8        | 17.7        | 16.7        | 2.8            | 3.3        | 3.3        | 9.4           | 8.4        | 7.3        |
| SAMTEL          | Buy     | 21.10         | 26.00          | 26.8    | 16.1        | 10.6        | 9.7         | 5.3            | 52.1        | 9.5         | 4.75        | 3.67        | 2.94        | 32.2        | 39.1        | 33.7        | 3.3            | 3.6        | 3.6        | 10.0          | 8.1        | 7.2        |
| THCOM           | Neutral | 31.25         | 38.00          | 23.2    | 40.9        | 25.8        | 17.6        | n.m.           | 58.7        | 46.6        | 2.41        | 2.29        | 2.11        | 5.9         | 9.1         | 12.5        | 1.3            | 1.6        | 2.3        | 10.1          | 9.4        | 7.4        |
| TRUE            | Neutral | 7.40          | 6.50           | (12.2)  | n.m.        | n.m.        | n.m.        | (22.9)         | 7.6         | 44.1        | 7.66        | 13.61       | 24.03       | (37.4)      | (56.0)      | (55.5)      | 0.0            | 0.0        | 0.0        | 12.0          | 11.5       | 9.7        |
| <b>Average*</b> |         |               |                |         | <b>22.5</b> | <b>17.4</b> | <b>14.3</b> | <b>4.3</b>     | <b>26.2</b> | <b>23.2</b> | <b>6.48</b> | <b>6.91</b> | <b>8.06</b> | <b>23.8</b> | <b>23.1</b> | <b>25.0</b> | <b>3.3</b>     | <b>3.6</b> | <b>4.1</b> | <b>10.1</b>   | <b>9.4</b> | <b>8.0</b> |

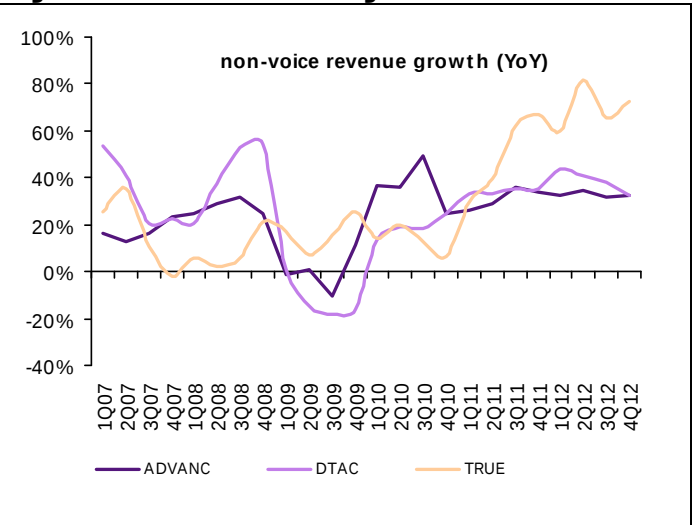
Note \* Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements. Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



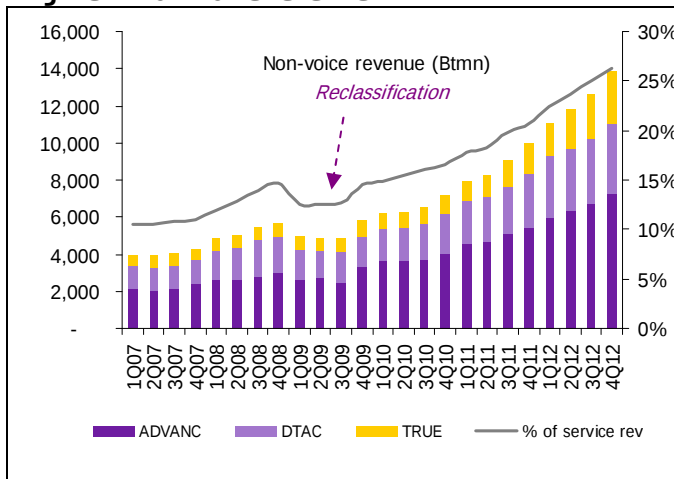
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



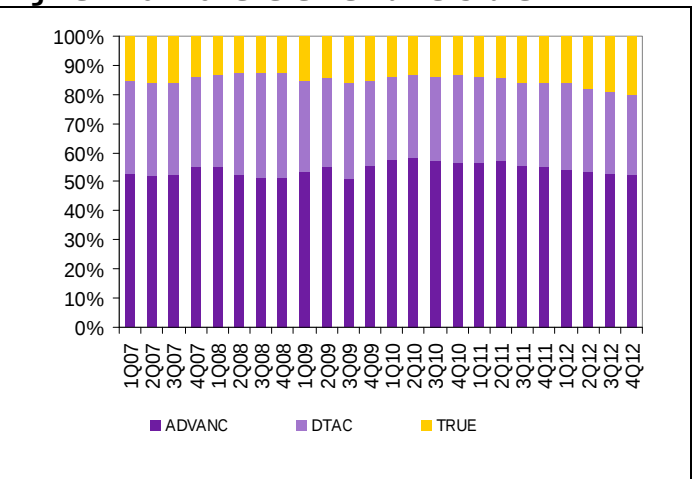
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



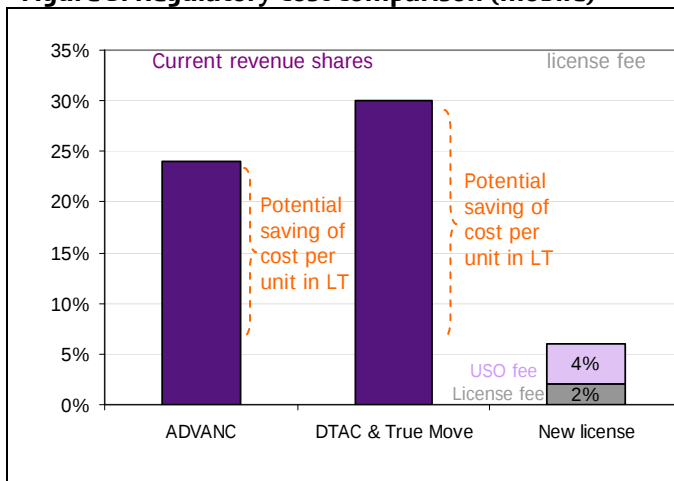
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



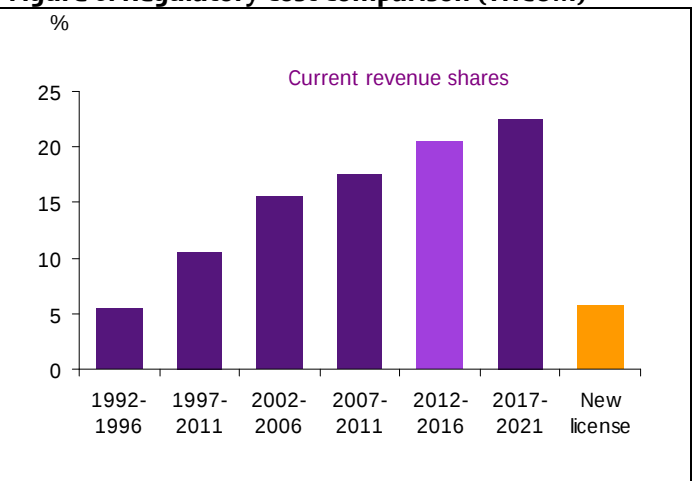
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: Regulatory cost comparison (mobile)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM

รวินุช ปิยะกรียงไกร  
0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## เติบโตสูง แต่จะเข้าสู่ช่วง low season ในไตรมาส 2/56

- ปี 2556 จะเป็นปีที่ดีอีกปีหนึ่งของการท่องเที่ยวไทย โดยคาดว่านักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในไทยจะมีจำนวนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 24.5 ล้านคน หรือเติบโต 10%
- กำไรที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/56 จะช่วยสนับสนุนราคาหุ้น แต่หลังจากนั้นคาดว่าจะราคาหุ้นจะลดลงเพราะการท่องเที่ยวจะเข้าสู่ช่วง low season อย่างเต็มตัว
- ERW เป็น top pick เพราะกำไรอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในปี 2556-57 และกำไรพิเศษในไตรมาส 2/56 จะช่วยสนับสนุนฐานะการเงิน เพราะอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะลดลง

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยเติบโตสูงในเดือน ก.พ. ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดช่วยยืนยันว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยแข็งแกร่ง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ก.พ. เติบโตเร่งขึ้น 26% YoY จีนเป็นตลาดสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต เนื่องจากนักท่องเที่ยวชาวจีนที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 163% ในเดือน ก.พ. ในช่วงเทศกาลตรุษจีน และคิดเป็น 18% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย และครึ่งหนึ่งของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น

คาดการณ์นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยโต 10% ในปี 2556 กลุ่ม RIC เป็นตลาดหลักที่ช่วยหนุนการเติบโต จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยเติบโต 16% ในปี 2555 ทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 22.3 ล้านคน และคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยจะเติบโตต่อเนื่องอีก 10% สู่ 24.5 ล้านคนในปี 2556 ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ ได้แก่ รัสเซีย อินเดีย และจีน (RIC) มีแนวโน้มที่จะเป็นตลาดหลักสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย ดังเห็นได้จากอัตราเติบโตเฉลี่ย 22% ต่อปีในปี 2548-55 ที่ทำให้สัดส่วนนักท่องเที่ยวจากกลุ่ม RIC เทียบกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าไทยทั้งหมดปรับเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจาก 11% ในปี 2548 มาอยู่ที่ 23% ในปี 2555 เราเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจากกลุ่ม RIC ที่เดินทางเข้าไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคต เนื่องจากจีนและอินเดียเป็นประเทศที่มีประชากรมากที่สุดในโลก โดยมีอัตราส่วนจำนวนนักท่องเที่ยวชาวออกเทียบกับการ์ชากรทั้งหมดในระดับต่ำ และเศรษฐกิจของทั้งสามประเทศนี้กำลังเติบโต ส่งผลทำให้มีประชากรชั้นกลางที่ต้องการเดินทางท่องเที่ยวต่างประเทศเพิ่มมากขึ้น ซึ่งถือเป็นแนวโน้มที่ดีสำหรับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย

โมเมนตัมดีเพราะกำไรจะทะลุสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/56 ราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมปรับตัวขึ้นมาตั้งแต่ต้นปี 2556 โดย CENTEL +40% ERW +27% และ MINT +21% เทียบกับ SET +10% เราเชื่อว่าโมเมนตัมที่ดีเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งแรกของไตรมาส 2/56 ก่อนประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/56 ในเดือน พ.ค. เนื่องจากกำไรของหุ้นกลุ่มโรงแรม (CENTEL ERW และ MINT) มีแนวโน้มขึ้นไปทำจุดสูงสุดในไตรมาส 1/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในไทยจำนวนมากในฤดูกาลท่องเที่ยวซึ่งช่วยหนุนให้อัตราการเข้าพักอยู่ในระดับสูงและ ARR (อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย) เพิ่มขึ้น แต่หลังจากนั้นคาดว่าจะราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงเพราะขาดปัจจัยบวกสนับสนุนในช่วง low season ของการท่องเที่ยว

**Top picks คือ ERW** เรายังคงเลือก ERW เป็น top pick เราชอบ ERW เนื่องจากบริษัทน่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว เพราะ ERW ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวโดยมีโรงแรมครอบคลุมทุกตลาด และกำไรจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในปี 2556-57 ในขณะที่บริษัทอื่นๆ จะมีแนวโน้มที่ไม่น่าตื่นเต้นนักในไตรมาส 2/56 เพราะเป็นช่วง low season ของการท่องเที่ยว แต่ ERW มีปัจจัยบวกเฉพาะตัวเกี่ยวกับการขายโรงแรมชั้นประหยัด 2 แห่ง คือ โอบิส ปาดอง ที่ภูเก็ต และ โอบิส พัทยา ที่ชลบุรี ให้แก่กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์เอราวัณ โฮเทล โกรท (ERWPF) ที่คาดว่าจะทำให้บริษัทได้กำไร 700 ล้านบาท กำไรดังกล่าวจะช่วยให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ ERW ปรับลดลงจาก 2.0 เท่า เหลือ 1.7 เท่า เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 35% เราคาดว่าเงินปันผลปี 2556 จะมีจำนวน 0.13 บาท/หุ้น โดย 0.03 บาท/หุ้นมาจากการดำเนินงาน และ 0.10 บาท/หุ้นมาจากการขายโรงแรม 2 แห่ง

### Valuation summary

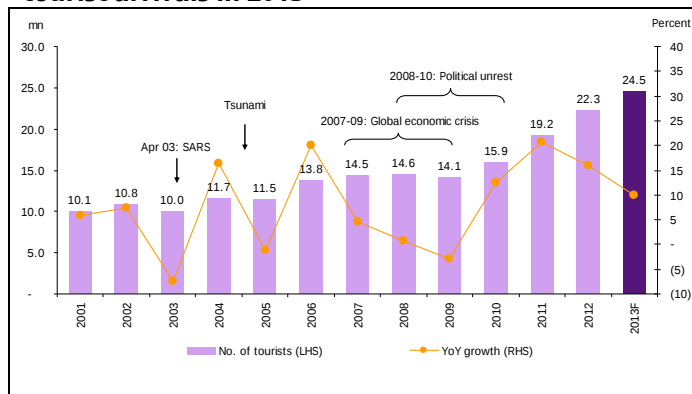
|                | Rating  | Price (Bt/Sh) | Target (Bt/Sh) | ETR (%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |             | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|---------------|----------------|---------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |               |                |         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F         | 14F         |
| CENTEL         | Buy     | 37.00         | 43.00          | 17.5    | 42.7        | 30.2        | 24.0        | 93.2           | 41.4        | 25.8        | 4.97        | 4.52        | 4.06        | 14.5        | 15.7        | 17.8        | 0.8            | 1.3        | 1.7        | 19.5          | 15.6        | 13.3        |
| ERW            | Buy     | 5.35          | 6.75           | 28.6    | 163.4       | 60.9        | 42.5        | n.m.           | 168.3       | 43.2        | 3.61        | 3.12        | 2.97        | 2.2         | 5.5         | 7.2         | 0.4            | 2.4        | 0.8        | 16.8          | 14.4        | 12.7        |
| MINT           | Neutral | 23.30         | 28.00          | 21.8    | 29.5        | 23.8        | 20.7        | 67.3           | 24.1        | 14.5        | 4.89        | 4.32        | 3.80        | 18.7        | 19.3        | 19.5        | 1.3            | 1.6        | 1.9        | 17.8          | 15.0        | 13.2        |
| <b>Average</b> |         |               |                |         | <b>78.5</b> | <b>38.3</b> | <b>29.1</b> | <b>80.2</b>    | <b>78.0</b> | <b>27.8</b> | <b>4.49</b> | <b>3.98</b> | <b>3.61</b> | <b>11.8</b> | <b>13.5</b> | <b>14.8</b> | <b>0.8</b>     | <b>1.8</b> | <b>1.4</b> | <b>18.1</b>   | <b>15.0</b> | <b>13.1</b> |

Source: SCBS Investment Research

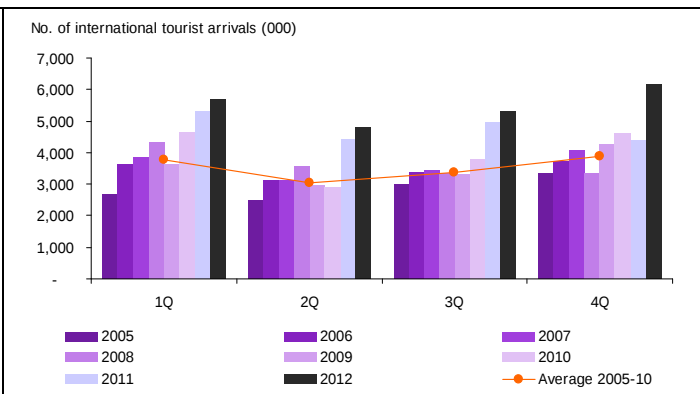
**Figure 1 : Earnings of hoteliers**

|               | Core earnings (Bt mn) |              |            |            |              | Growth       |              | Core earnings (Bt mn) |              |              | % YoY Growth |             |             |
|---------------|-----------------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
|               | 4Q11                  | 1Q12         | 2Q12       | 3Q12       | 4Q12         | % YoY        | % QoQ        | 2012                  | 2013F        | 2014F        | 2012         | 2013F       | 2014F       |
| CENTEL        | 121                   | 566          | 169        | 104        | 331          | 174.4        | 219.3        | 1,170                 | 1,655        | 2,082        | N.M.         | 41.4        | 25.8        |
| ERW           | (103)                 | 99           | (15)       | (54)       | 52           | N.M.         | N.M.         | 82                    | 220          | 315          | N.M.         | 168.3       | 43.2        |
| MINT          | 472                   | 1,152        | 364        | 585        | 1,164        | 146.8        | 98.8         | 3,211                 | 3,986        | 4,565        | 67.3         | 24.1        | 14.5        |
| <b>Sector</b> | <b>489</b>            | <b>1,816</b> | <b>518</b> | <b>635</b> | <b>1,547</b> | <b>216.2</b> | <b>143.6</b> | <b>4,463</b>          | <b>5,860</b> | <b>6,962</b> | <b>90.0</b>  | <b>31.3</b> | <b>18.8</b> |

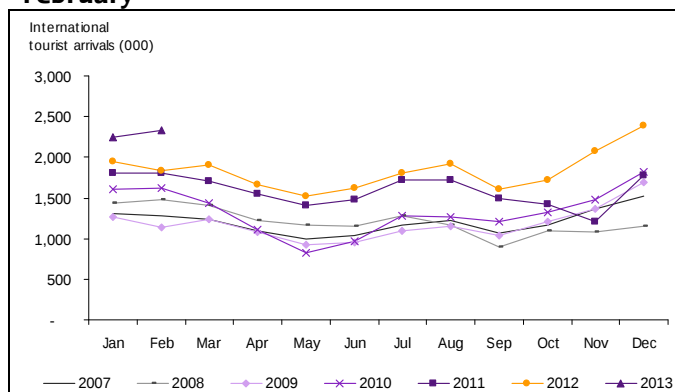
Source: Tourism Authority of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 2 : We expect 10% growth of international tourist arrivals in 2013**

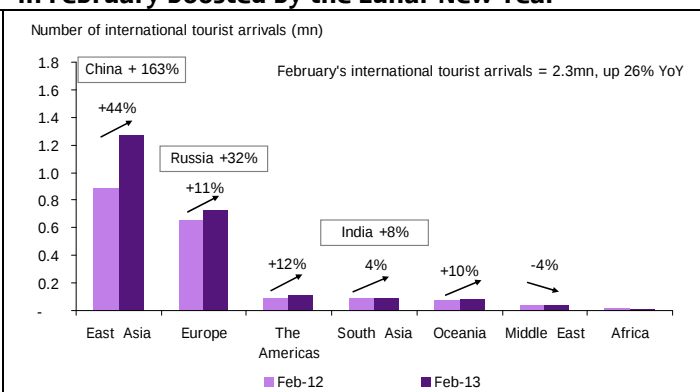
Source: Tourism Authority of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 3 : Peak season for tourism industry in 1Q**

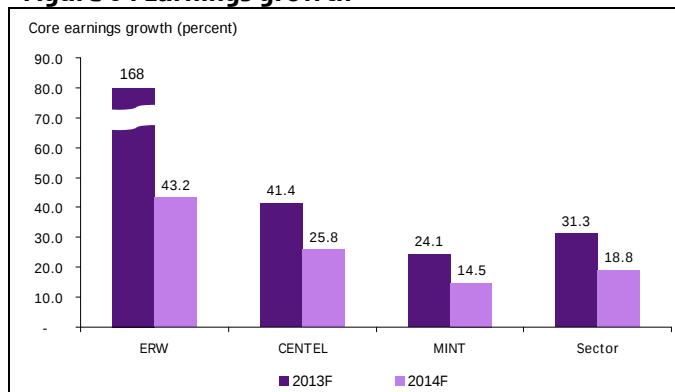
Source: Tourism Authority of Thailand, SCB EIC and SCBS Investment Research

**Figure 4 : Strong industry statistics in January-February**

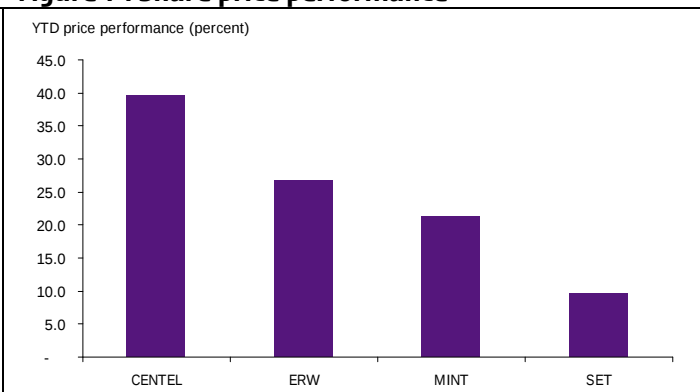
Source: Company data, SCBS Investment Research

**Figure 5 : International tourist arrivals grew 26% YoY in February boosted by the Lunar New Year**

Source: Company data, SCBS Investment Research

**Figure 6 : Earnings growth**

Source: Company data, SCBS Investment Research

**Figure 7 : Share price performance**

Source: SET, SCBS Investment Research

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

## เคลื่อนเข้าสู่ช่วง low season

- ธุรกิจขนส่งทางอากาศ: ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้น YoY เพราะปริมาณการจราจรในเอเชียเติบโตสูง แต่จะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล; ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินยังไม่เป็นห่วง
- ธุรกิจขนส่งทางบก: ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้น YoY จากการเปิดใช้เส้นทางส่วนต่อขยายและตู้รถไฟไฟฟ้าใหม่ (ระบบขนส่งมวลชน) และยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมาก (ทางด่วน) แต่จะลดลง QoQ เพราะเป็นช่วง low season
- Top picks: BTS เพราะผลประโยชน์การแข็งแกร่ง/มีแนวโน้มจ่ายปันผลพิเศษจากการจัดตั้งกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และ THAI เพราะเป็นหุ้น laggard play มากที่สุดในกลุ่มท่องเที่ยว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55 ทุกบริษัทในกลุ่มขนส่งรายงานกำไรปกติดีขึ้นในไตรมาส 4/55 โดยหลักๆ เกิดจากฐานต่ำเพราะนำท่วมในไตรมาส 4/54 BECL รายงานกำไรเติบโตสูงที่สุด (+77% YoY) เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้น ตามด้วย AOT (+64% YoY) เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นและต้นทุนลดลงจากการกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมือง BTS (+36% YoY) เพราะส่วนแบ่งกำไรจากทุกธุรกิจ (ระบบขนส่งมวลชน สื่อโฆษณา และอสังหาริมทรัพย์) ปรับตัวเพิ่มขึ้น และ AAV (+34% YoY) เพราะ load factor และอัตราค่าโดยสารเพิ่มขึ้น ในขณะที่บริษัทอื่นๆ ที่รายงานผลการดำเนินงานดีขึ้นแต่ยังขาดทุน คือ THAI เพราะการปรับราคาใช้จ่ายโบนัส 1 เดือนไปหักล้าง cabin factor ที่สูงขึ้น และ BMCL เพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงไปหักล้างจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

**การขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน)** ปริมาณการจราจรในไตรมาส 2/56 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวในภูมิภาคเอเชียตะวันออกและอาเซียน (60% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) แต่จะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล ต้นทุนน้ำมันยังไม่ใช้เรื่องที่นำเป็นห่วงเมื่อพิจารณาจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินในระดับทรงตัวที่ 129 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน (-2% YoY แต่ +2% QoQ) ทั้งนี้หลังจากกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบเมื่อวันที่ 1 ต.ค. 2555 AOT ก็เปิดเผยว่าจำนวนผู้โดยสารสายการบินต้นทุนต่ำผ่านสนามบินดอนเมืองเพิ่มขึ้นตามคาด แต่จำนวนผู้โดยสารผ่านสนามบินสุวรรณภูมิลดลงน้อยกว่าคาด เพราะมีเที่ยวบินเช่า/เส้นทางประจำเพิ่มมากขึ้นจากสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบที่เข้าใช้พื้นที่ของสายการบินต้นทุนต่ำที่ย้ายออกไป การกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมืองจะส่งผลดีต่อ: 1) ปริมาณผู้โดยสารที่จะเพิ่มขึ้นในระยะยาวเพราะสนามบินมีความแออัดน้อยลง และ 2) AOT (รายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนดำเนินงานต่ำ) และ AAV (ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินและค่าธรรมเนียมขึ้น-ลง/จอดอากาศยานลดลง) ในระยะสั้น

**การขนส่งทางบก (ระบบขนส่งมวลชน/ทางด่วน)** จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนในไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว (วงเวียนใหญ่-บางหว้า: 2 สถานีในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 และอีก 2 สถานีช่วงปลายปี 2556) และการทยอยเพิ่มจำนวนผู้โดยสารของ BTS จาก 153 ล้านคนในปัจจุบัน เป็น 188 ล้านคน (+23%) ภายในเดือน มี.ค. 2556 ในขณะที่จำนวนผู้โดยสารจะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล นโยบายของรัฐบาลที่เลือกกลับมาใหม่ที่จะลดอัตราค่าโดยสารเส้นทางส่วนต่อขยายของ BTS และ BRT จะช่วยหนุนให้จำนวนผู้โดยสารในระบบขนส่งมวลชนหลักปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว ปริมาณการจราจรบนทางด่วนในไตรมาส 2/56 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งมอบรถยนต์ที่จองไว้ภายใต้มาตรการรถยนต์คันแรกในปีก่อน แต่จะลดลง QoQ เพราะผลกระทบฤดูกาล

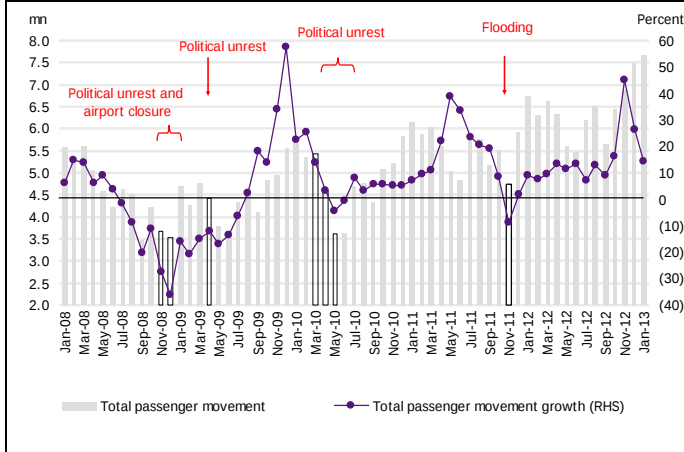
**Top picks: BTS กับ THAI** เราชอบ BTS เพราะ: 1) กำไรสุทธิไตรมาส 1 ปีบัญชี 2557 (เม.ย.-มิ.ย. 56) มีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษจากการขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานและกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติที่เพิ่มขึ้น; และ 2) แนวโน้มที่บริษัทจะประกาศจ่ายเงินปันผลพิเศษ (จะประกาศในเดือน มิ.ย. 56) จากเงินสด 2.9-3.1 หมื่นล้านบาท (2.7-2.8 บาท/หุ้น) และกำไร 1.8-2.0 หมื่นล้านบาท (1.6-1.8 บาท/หุ้น) จากการขายรายได้ค่าโดยสารสุทธิให้กับกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน โดยอิงกับจำนวนเงินที่คาดว่าจะได้มา 6.0-6.3 หมื่นล้านบาท นอกจากนี้เราก็คงชอบ THAI เพราะ: 1) THAI เป็นหุ้น laggard play มากที่สุดในอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว โดยในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา ราคาหุ้น THAI ปรับตัวลดลง 3% เทียบกับหุ้นขนส่งทางอากาศอื่นๆ (AOT +100% และ AAV +92%) หุ้นโรงแรม (CENTEL +189% ERW +94% MINT +98%) และ SET (+24%); 2) THAI เป็นหนึ่งในหุ้นสายการบินที่มีราคาถูกสุดเมื่อเทียบกับหุ้นสายการบินอื่นๆในตลาดภูมิภาค โดยเทรดที่ PBV ปี 2556 ระดับ 0.8 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.2 เท่า) และ EV/EBITDA ปี 2556 ระดับ 6 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 8 เท่า); และ 3) ปัจจัยบวกที่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น ได้แก่ ผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/56 และการนำหุ้นนอกระบบเข้าซื้อขายในตลาดฯ

## Valuation summary

|         | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x) |      |      | EPS growth (%) |       |        | P/BV (x) |      |      | ROE (%) |         |       | Div. Yield (%) |     |     | EV/EBITDA (x) |      |      |
|---------|---------|------------------|-------------------|------------|---------|------|------|----------------|-------|--------|----------|------|------|---------|---------|-------|----------------|-----|-----|---------------|------|------|
|         |         |                  |                   |            | 12A     | 13F  | 14F  | 12A            | 13F   | 14F    | 12A      | 13F  | 14F  | 12A     | 13F     | 14F   | 12A            | 13F | 14F | 12A           | 13F  | 14F  |
| AAV     | Buy     | 7.10             | 7.80              | 9.9        | 36.1    | 23.5 | 19.4 | (13.9)         | 54.0  | 21.1   | 1.76     | 1.74 | 1.59 | 9.8     | 7.7     | 8.6   | 0.0            | 0.0 | 0.0 | 16.2          | 8.8  | 6.8  |
| AOT     | Buy     | 115.00           | 140.00            | 23.8       | 23.7    | 18.7 | 16.0 | 69.2           | 26.7  | 17.1   | 2.11     | 1.91 | 1.77 | 9.2     | 10.7    | 11.5  | 1.6            | 2.0 | 1.9 | 11.0          | 10.5 | 10.1 |
| BECL    | Buy     | 35.25            | 50.00             | 46.4       | 19.0    | 13.1 | 10.1 | 11.8           | 44.8  | 30.3   | 1.26     | 1.07 | 1.01 | 7.1     | 8.8     | 10.4  | 4.3            | 4.6 | 5.0 | 8.0           | 6.8  | 5.4  |
| BMCL    | Neutral | 1.12             | 0.80              | (28.6)     | n.m.    | n.m. | n.m. | 15.0           | 6.9   | (24.9) | 13.99    | n.m. | n.m. | (67.8)  | (182.7) | 216.4 | 0.0            | 0.0 | 0.0 | 53.6          | 46.4 | 83.0 |
| BTS     | Buy     | 8.80             | 10.00             | 15.6       | 57.4    | 41.0 | 31.6 | 46.6           | 40.0  | 30.0   | 2.20     | 2.15 | 2.07 | 3.9     | 5.3     | 6.7   | 2.6            | 2.0 | 2.5 | 31.2          | 24.3 | 17.6 |
| THAI    | Buy     | 24.90            | 30.00             | 22.7       | 33.0    | 13.7 | 11.9 | n.m.           | 141.1 | 15.3   | 0.78     | 0.75 | 0.71 | 2.5     | 5.6     | 6.2   | 2.0            | 2.2 | 2.5 | 6.7           | 6.6  | 6.3  |
| Average |         |                  |                   |            | 33.8    | 22.0 | 17.8 | 25.7           | 52.2  | 14.8   | 3.68     | 1.52 | 1.43 | (5.9)   | (24.1)  | 43.3  | 1.7            | 1.8 | 2.0 | 21.1          | 17.2 | 21.5 |

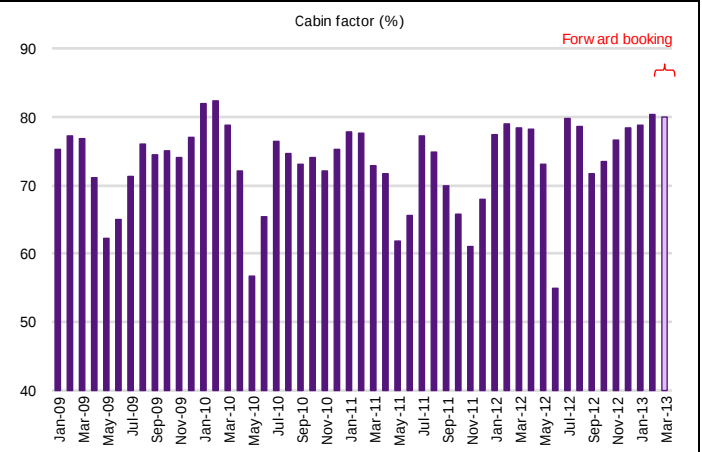
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



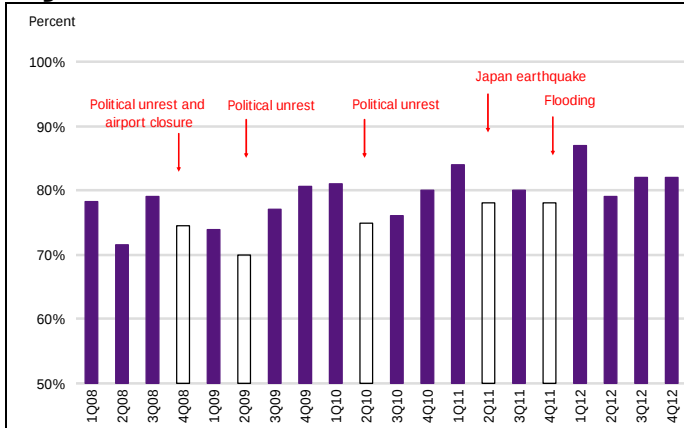
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



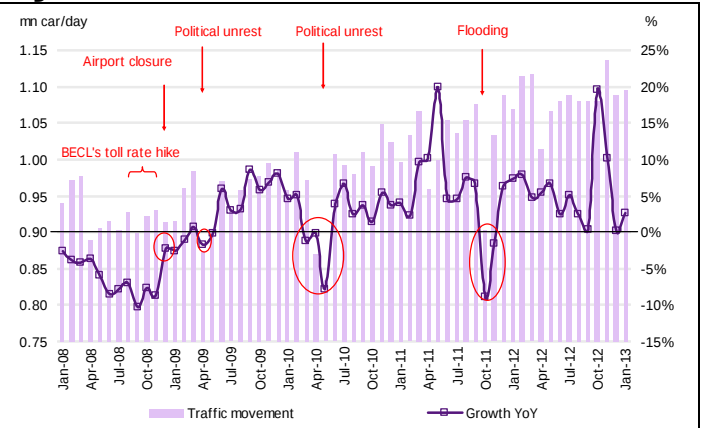
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV cabin factor



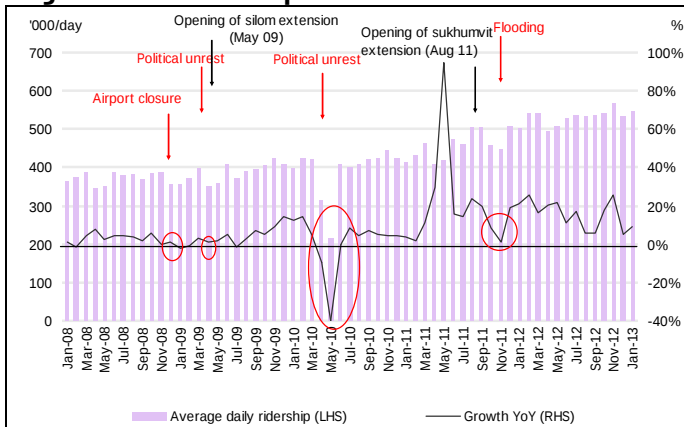
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BECL traffic movement



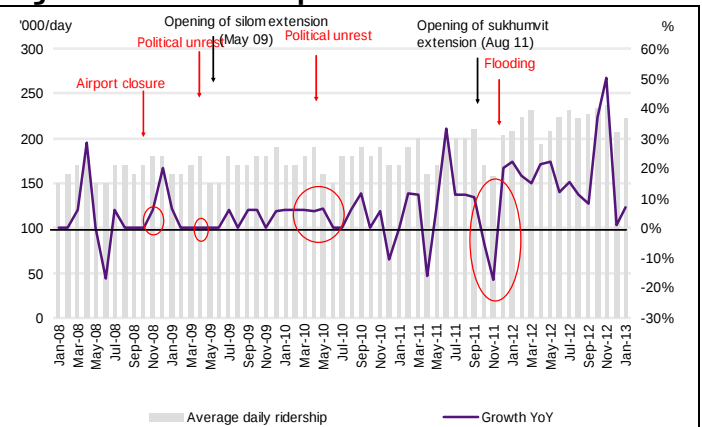
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BTS ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BMCL ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริภรุษย์ ฤกษ์นิพัทธ์  
0-2949-1020  
yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์  
0-2949-1005  
chaipat.thanawattano@scb.co.th

## ผลการประมูล IPP รอบใหม่จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น

- ผลการดำเนินงานน่าจะฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในไตรมาส 4/55
- การประกาศผลการประมูล IPP จะช่วยกระตุ้นราคาหุ้น
- สถานการณ์ขาดแคลนอุปทานก๊าซส่งผลกระทบน้อยมากต่อโรงไฟฟ้า IPP

**สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 4/55:** กำไรสุทธิลดลง QoQ เพราะเป็นช่วงที่กำไรชะลอตัว ผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าอ่อนตัวลง QoQ ตามคาด เนื่องจากโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่เดินเครื่องครบกำหนดตามสัญญา Contracted Available Hours (CAH) ตอนสิ้นเดือน พ.ย. จนถึงต้นเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นมาก YoY นำโดย EGCO ที่ถือหุ้นเพิ่มในโรงไฟฟ้า Quezon ที่ฟิลิปปินส์ และมีส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ GLOW ก็รายงานกำไรเพิ่มขึ้น YoY ด้วยเช่นกันหลังจากเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้าในเดือน ก.ค. 2555

**แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56:** คาดฟื้นตัว QoQ เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 จะฟื้นตัวดีขึ้นจากจุดต่ำสุดในไตรมาส 4/55 นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานจะเพิ่มขึ้น YoY ด้วย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจที่ซื้อเข้ามาใหม่ในปี 2555 ที่ส่วนใหญ่เป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนซึ่งหลักๆ เป็นของ EGCO และ RATCH การจ่ายไฟฟ้าเพิ่มมากขึ้นโดย กฟผ. ก็สะท้อนถึงรายได้ค่าพลังงานไฟฟ้า (Energy Payment) ที่เพิ่มขึ้นด้วย โดยบริษัทไฟฟ้าจะได้ประโยชน์เล็กน้อยจากการใช้เชื้อเพลิงได้อย่างมีประสิทธิภาพมากกว่าที่ระบุไว้ในสัญญา

**เหตุการณ์สำคัญในไตรมาส 2/56 คือ การประกาศผลการประมูล IPP รอบใหม่** เราเชื่อว่าไตรมาส 2/56 จะเป็นไตรมาสที่ต้องจับตามากที่สุดสำหรับธุรกิจผลิตไฟฟ้า โดยเฉพาะ IPP เนื่องจากจะมีการประกาศผลการประมูล IPP รอบใหม่ในเดือน มิ.ย. การแข่งขันประมูลจะรุนแรงเช่นเดียวกับการประมูลรอบก่อนในปี 2538 และปี 2550 โดย กฟผ. สามารถจำหน่ายเอกสารเชิญชวนรับซื้อไฟฟ้าจาก IPP ไปแล้วกว่า 80 ชุด บริษัทผลิตไฟฟ้าจดทะเบียนรายใหญ่ทั้งสามราย คือ EGCO RATCH และ GLOW จะเข้าร่วมการแข่งขันประมูลครั้งนี้อย่างแน่นอนเพื่อสร้างความมั่นใจว่าผลการดำเนินงานจะเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง บริษัทผลิตไฟฟ้าแห่งใหม่ในเครือ PTT ที่เกิดจากการควบรวมกิจการระหว่าง IPT ของ TOP กับ PTTUT ของ PTTGC จะทำให้การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น เนื่องจากมีความได้เปรียบในการแข่งขันทางด้านอุปทานก๊าซและแหล่งเงินทุน

**สถานการณ์ขาดแคลนอุปทานก๊าซส่งผลกระทบน้อยมากต่อโรงไฟฟ้า IPP** ประเด็นสำคัญอีกอย่างหนึ่งในไตรมาส 2/56 คือ สถานการณ์ขาดแคลนก๊าซในช่วงที่มีการปิดซ่อมบำรุงแหล่งก๊าซธรรมชาติในพม่าในเดือน เม.ย. ซึ่งเป็นเรื่องที่ตลาดพูดถึงมาตั้งแต่ต้นปีนี้ เนื่องจากมีความกังวลว่าจะเกิดไฟฟ้าตกหรือไฟฟ้าดับในวงกว้าง ทั้งนี้เป็นเพราะคาดว่าความต้องการใช้ไฟฟ้าสูงสุดจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 27,000 เมกะวัตต์ อย่างไรก็ตาม สถานการณ์ดังกล่าวไม่น่าจะมีผลกระทบต่อโรงไฟฟ้า IPP ส่วนใหญ่ เนื่องจากปริมาณความพร้อมจ่ายสุทธิของโรงไฟฟ้า (Plant Availability) ยังอยู่ในระดับเดิม กฟผ. จะเป็นผู้รับภาระต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นจากการนำมณฑิลและน้ำมันเตาที่มีความหนืดสูงมาใช้แทนก๊าซธรรมชาติ ซึ่งในที่สุดแล้วจะส่งผลทำให้ประชาชนทั่วไปต้องจ่ายค่าไฟฟ้าเพิ่มขึ้น

**คำแนะนำ Neutral** เรายังคงมุมมองที่ว่าตลาดตั้งความคาดหวังว่าบริษัทจดทะเบียนโดยเฉพาะ EGCO จะชนะการประมูล IPP รอบนี้ไว้สูงเกินไป ซึ่งส่งผลทำให้หุ้นเหล่านี้มีความน่าสนใจน้อยลง เพราะทำให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลปรับลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 4% ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ Neutral สำหรับกลุ่มพลังงาน แม้กระทั่ง GLOW ที่เราเลือกเป็น top pick ของกลุ่มพลังงานในไตรมาส 1/56 ก็มี Upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายปลายปี 2556 ของเราที่ 82 บาท/หุ้น

**TTW:** กำไรสุทธิปี 2555 เพิ่มขึ้นจากการดำเนินงานปกติและกำไรพิเศษ กำไรสุทธิปี 2555 ของ TTW เพิ่มขึ้น 14.5% YoY เพราะกำไรจากการดำเนินงานปกติเพิ่มขึ้น 7% ความต้องการใช้น้ำประปาที่เพิ่มขึ้น 7.2% YoY บวกกับการขึ้นค่าน้ำประปาของ TTW อีก 3.5% และของ PTW อีก 4% และรายได้อื่นที่สูงขึ้น มากเกินพอชดเชยค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษีที่เพิ่มขึ้น TTW รับรู้กำไรพิเศษจำนวน 152 ล้านบาทจากการคืนภาษีของ PTW

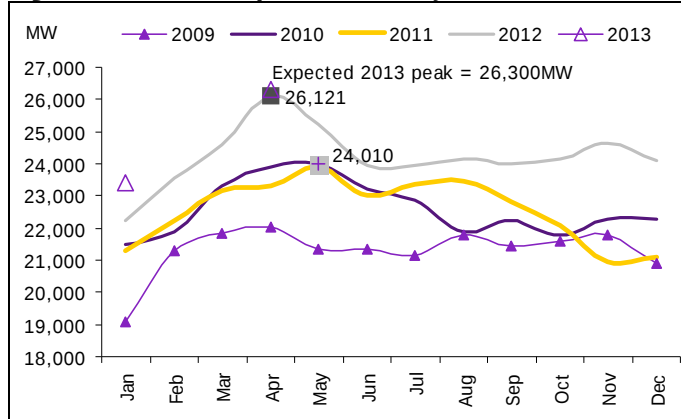
**TTW:** กำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้นในปี 2556 เพราะมีกำไรพิเศษ เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2556 ของ TTW จะเติบโต 9.5% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการใช้น้ำประปาเพิ่มขึ้น การขึ้นค่าน้ำประปา ส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก CKP และการคืนภาษีอีก 328 ล้านบาท ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและภาษีที่เพิ่มขึ้น

## Valuation summary

|                | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |             |            | P/BV (x)    |             |             | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |             |             |
|----------------|---------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|-------------|-------------|
|                |         |                  |                   |            | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F         | 14F        | 12A         | 13F         | 14F         | 12A         | 13F         | 14F         | 12A            | 13F        | 14F        | 12A           | 13F         | 14F         |
| EGCO           | Neutral | 155.5            | 145.0             | (2.9)      | 12.7        | 11.2        | 10.4        | 30.1           | 13.2        | 7.2        | 1.21        | 1.14        | 1.07        | 10.3        | 10.5        | 10.6        | 3.9            | 3.9        | 3.9        | 21.5          | 16.5        | 15.7        |
| GLOW           | Buy     | 76.3             | 82.0              | 11.2       | 22.8        | 13.8        | 13.5        | 12.6           | 64.9        | 2.6        | 3.03        | 2.70        | 2.45        | 13.8        | 20.7        | 19.1        | 2.8            | 3.7        | 3.8        | 12.0          | 9.5         | 9.0         |
| GUNKUL         | Buy     | 28.8             | 31.5              | 11.0       | 54.2        | 28.5        | 25.9        | 127.8          | 90.2        | 9.9        | 9.87        | 7.44        | 6.30        | 22.5        | 29.8        | 26.3        | 0.2            | 1.4        | 1.6        | 28.1          | 19.9        | 18.4        |
| RATCH          | Neutral | 58.8             | 56.0              | (0.8)      | 16.8        | 14.5        | 14.4        | 3.9            | 15.6        | 0.9        | 1.61        | 1.53        | 1.47        | 10.1        | 10.8        | 10.4        | 3.9            | 3.9        | 3.9        | 8.6           | 8.3         | 8.4         |
| TTW            | Buy     | 10.8             | 12.0              | 17.0       | 19.0        | 18.5        | 17.1        | 7.4            | 2.4         | 8.6        | 4.01        | 3.96        | 3.96        | 21.7        | 21.5        | 23.2        | 4.8            | 5.8        | 5.9        | 10.9          | 10.7        | 10.0        |
| <b>Average</b> |         |                  |                   |            | <b>25.1</b> | <b>17.3</b> | <b>16.3</b> | <b>36.4</b>    | <b>37.3</b> | <b>5.8</b> | <b>3.95</b> | <b>3.36</b> | <b>3.05</b> | <b>15.7</b> | <b>18.7</b> | <b>17.9</b> | <b>3.1</b>     | <b>3.7</b> | <b>3.8</b> | <b>16.2</b>   | <b>13.0</b> | <b>12.3</b> |

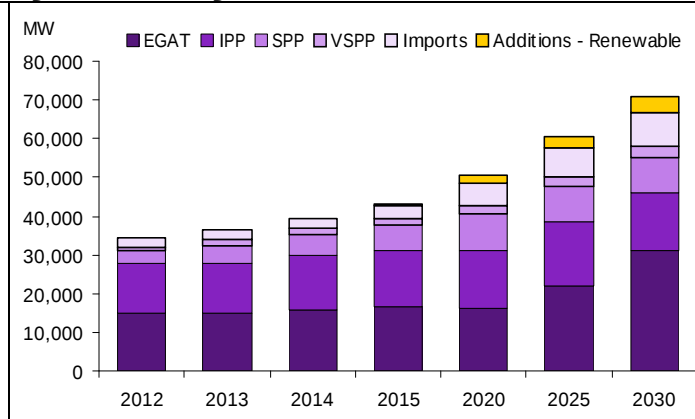
Source: SCBS Investment Research

**Figure 1: Thailand's peak electricity demand**



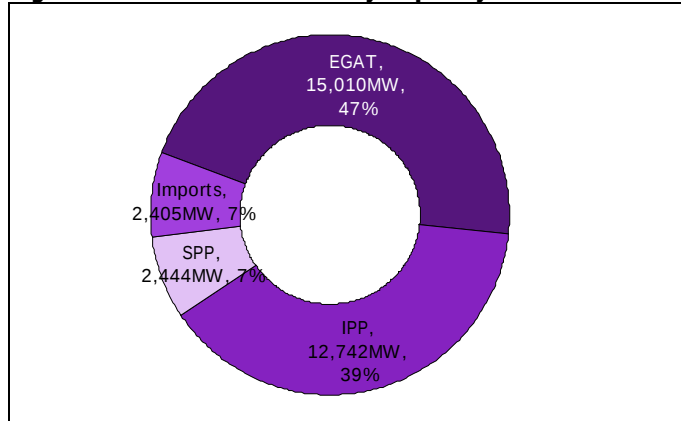
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

**Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)**



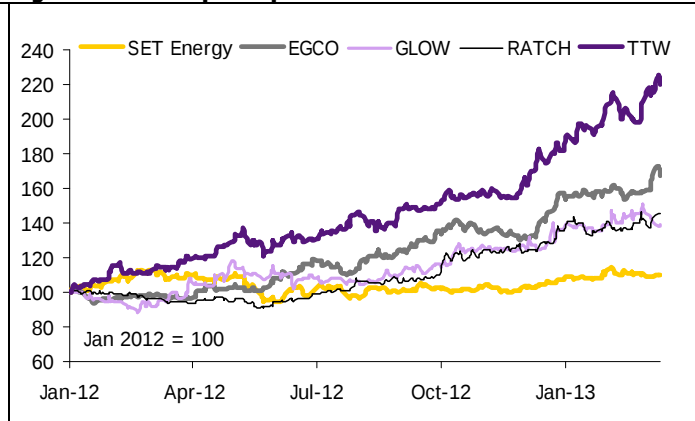
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

**Figure 3: Thailand's electricity capacity breakdown**



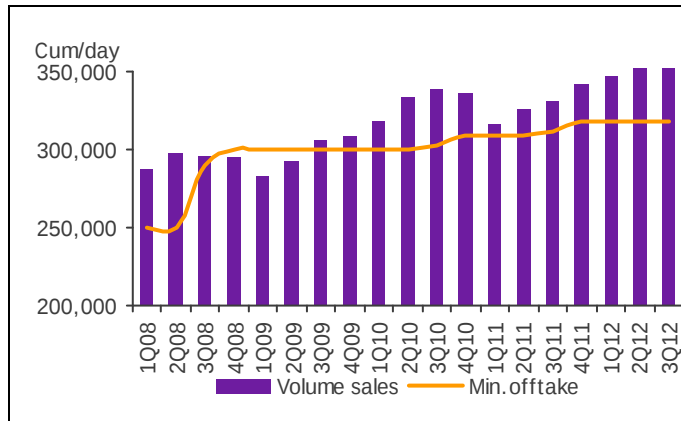
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

**Figure 4: Share price performance**



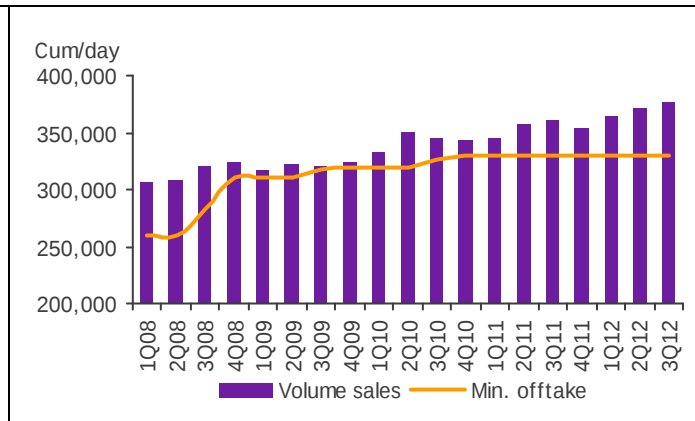
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**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  | 12-mth       | %         | 12-mth | Core Profit (Btm) |         |         | Core EPS (Bt) |       |       | EPS growth (%) |      |      | PER (x) |      |      | BVPS(Bt) |       |       | P/BV (x) |       |       | ROE (%) |     |     |
|------------------------|---------|--------|--------------|-----------|--------|-------------------|---------|---------|---------------|-------|-------|----------------|------|------|---------|------|------|----------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-----|-----|
|                        |         | (Bt)   | Target Price | Up/(Down) | BB-CON | 12A               | 13F     | 14F     | 12A           | 13F   | 14F   | 12A            | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A      | 13F   | 14F   | 12A      | 13F   | 14F   | 12A     | 13F | 14F |
| Agribusiness           |         |        |              | 6.3       |        | -30               | 908     | 1,138   |               |       |       |                |      | n.m. | 11.0    | 8.8  |      | 12A      | 13F   | 14F   | 1.69     | 1.55  | 1.68  | -1%     | 15% | 35% |
| GFPT                   | Buy     | 8.00   | 8.50         | 6.3       | 6.9    | -30               | 908     | 1,138   | -0.02         | 0.72  | 0.91  | n.m.           | n.m. | 25%  | n.m.    | 11.0 | 8.8  | 4.7      | 5.2   | 4.8   | 1.69     | 1.55  | 1.68  | -1%     | 15% | 35% |
| Automotive             |         |        |              | 9.1       |        | 2,917             | 3,412   | 3,845   |               |       |       |                |      |      | 12.5    | 10.6 | 9.4  |          |       |       | 1.89     | 1.69  | 1.51  | 16%     | 17% | 17% |
| AH                     | Sell    | 24.00  | 23.00        | (4.2)     | 21.8   | 531               | 615     | 681     | 1.98          | 2.29  | 2.53  | n.m.           | 16%  | 11%  | 12.1    | 10.5 | 9.5  | 16.9     | 18.4  | 20.0  | 1.42     | 1.31  | 1.20  | 12%     | 13% | 13% |
| SAT                    | Neutral | 33.00  | 36.00        | 9.1       | 34.3   | 825               | 1,017   | 1,214   | 2.43          | 2.99  | 3.57  | 90%            | 23%  | 19%  | 13.6    | 11.0 | 9.2  | 13.9     | 15.9  | 18.2  | 2.37     | 2.08  | 1.82  | 19%     | 20% | 21% |
| STANLY                 | Buy     | 239.00 | 270.00       | 13.0      | 245.4  | 1,560             | 1,780   | 1,950   | 20.36         | 23.24 | 25.44 | 62%            | 14%  | 10%  | 11.7    | 10.3 | 9.4  | 127.4    | 142.5 | 159.0 | 1.88     | 1.68  | 1.50  | 17%     | 17% | 17% |
| Banking                |         |        |              | 25.8      |        | 163,018           | 196,166 | 222,330 |               |       |       |                |      |      | 15.4    | 13.1 | 11.6 |          |       |       | 1.86     | 1.68  | 1.51  | 14%     | 15% | 15% |
| Large Banks            |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| BBL                    | Buy     | 210.00 | 260.00       | 23.8      | 222.6  | 32,198            | 37,865  | 41,414  | 16.87         | 19.84 | 21.70 | 18%            | 18%  | 9%   | 12.4    | 10.6 | 9.7  | 139.2    | 152.3 | 166.0 | 1.51     | 1.38  | 1.26  | 13%     | 14% | 14% |
| KBANK                  | Buy     | 202.00 | 244.00       | 20.8      | 201.7  | 34,152            | 41,465  | 49,148  | 14.27         | 17.33 | 20.54 | 41%            | 21%  | 19%  | 14.2    | 11.7 | 9.8  | 76.5     | 90.2  | 106.4 | 2.64     | 2.24  | 1.90  | 20%     | 21% | 21% |
| KTB                    | Buy     | 24.70  | 32.00        | 29.6      | 19.1   | 23,424            | 30,070  | 34,556  | 1.68          | 2.15  | 2.47  | 10%            | 28%  | 15%  | 14.7    | 11.5 | 10.0 | 12.7     | 14.2  | 15.8  | 1.95     | 1.74  | 1.57  | 15%     | 16% | 17% |
| SCB                    | No rec  | 170.00 |              |           | 181.1  | 41,140            | 49,397  | 55,534  | 12.10         | 14.53 | 16.34 | 13%            | 20%  | 12%  | 14.0    | 11.7 | 10.4 | 63.3     | 73.0  | 83.5  | 2.69     | 2.33  | 2.04  | 21%     | 21% | 21% |
| Mid/small banks        |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| BAY                    | Buy     | 32.75  | 40.00        | 22.1      | 35.7   | 14,954            | 17,607  | 19,488  | 2.46          | 2.90  | 3.21  | 61%            | 18%  | 11%  | 13.3    | 11.3 | 10.2 | 18.6     | 20.5  | 22.5  | 1.76     | 1.60  | 1.45  | 14%     | 15% | 15% |
| KK                     | Sell    | 61.50  | 55.00        | (10.6)    | 45.5   | 3,209             | 3,937   | 4,235   | 3.88          | 4.76  | 5.12  | -14%           | 23%  | 8%   | 15.8    | 12.9 | 12.0 | 40.5     | 42.8  | 45.4  | 1.52     | 1.44  | 1.35  | 11%     | 11% | 12% |
| LHBANK                 | Sell    | 1.41   | 1.40         | (0.7)     | 1.4    | 684               | 796     | 867     | 0.06          | 0.07  | 0.07  | 34%            | 16%  | 9%   | 24.4    | 21.0 | 19.3 | 1.2      | 1.2   | 1.3   | 1.20     | 1.15  | 1.11  | 5%      | 6%  | 6%  |
| TCAP                   | Neutral | 42.50  | 47.00        | 10.6      | 38.0   | 5,070             | 6,025   | 6,717   | 3.97          | 4.71  | 5.26  | 6%             | 19%  | 11%  | 10.7    | 9.0  | 8.1  | 32.6     | 35.9  | 39.6  | 1.30     | 1.18  | 1.07  | 13%     | 14% | 14% |
| TISCO                  | Neutral | 51.50  | 58.00        | 12.6      | 45.2   | 3,448             | 4,021   | 4,468   | 4.74          | 5.52  | 6.14  | 6%             | 17%  | 11%  | 10.9    | 9.3  | 8.4  | 24.6     | 27.8  | 31.2  | 2.09     | 1.85  | 1.65  | 20%     | 21% | 21% |
| TMB                    | Sell    | 2.52   | 2.20         | (12.7)    | 1.5    | 4,740             | 4,984   | 5,902   | 0.11          | 0.11  | 0.14  | 18%            | 5%   | 18%  | 23.1    | 22.0 | 18.6 | 1.3      | 1.4   | 1.5   | 1.97     | 1.85  | 1.73  | 9%      | 9%  | 10% |
| Commerce               |         |        |              | (4.2)     |        | 26,879            | 34,084  | 42,912  |               |       |       |                |      |      | 32.7    | 25.1 | 19.8 |          |       |       | 9.86     | 8.42  | 7.09  | 33%     | 35% | 38% |
| BIGC                   | Neutral | 210.00 | 205.00       | (2.4)     | 205.3  | 6,744             | 8,862   | 11,567  | 8.17          | 10.74 | 14.02 | 24%            | 31%  | 31%  | 25.7    | 19.5 | 15.0 | 35.6     | 42.3  | 50.9  | 5.89     | 4.97  | 4.12  | 25%     | 28% | 30% |
| CPALL                  | Buy     | 45.00  | 46.00        | 2.2       | 38.8   | 11,500            | 13,760  | 16,675  | 1.28          | 1.53  | 1.86  | 48%            | 20%  | 21%  | 35.2    | 29.4 | 24.3 | 2.8      | 3.4   | 4.0   | 15.81    | 13.13 | 11.16 | 49%     | 49% | 50% |
| HMPRO                  | Neutral | 15.50  | 11.70        | (24.5)    | 13.9   | 2,841             | 3,846   | 4,986   | 0.49          | 0.66  | 0.85  | 41%            | 35%  | 30%  | 31.8    | 23.5 | 18.1 | 1.9      | 2.2   | 2.5   | 8.36     | 7.21  | 6.09  | 30%     | 33% | 36% |
| MAKRO                  | Neutral | 500.00 | 420.00       | (16.0)    | 395.4  | 3,544             | 4,504   | 5,678   | 14.77         | 18.77 | 23.66 | 27%            | 27%  | 26%  | 33.9    | 26.6 | 21.1 | 44.6     | 49.4  | 58.0  | 11.21    | 10.13 | 8.62  | 35%     | 40% | 44% |
| ROBINS                 | Buy     | 75.00  | 75.00        | -         | 68.8   | 2,250             | 3,112   | 4,006   | 2.04          | 2.82  | 3.63  | 55%            | 38%  | 29%  | 36.8    | 26.6 | 20.7 | 9.4      | 11.3  | 13.7  | 8.01     | 6.65  | 5.47  | 24%     | 27% | 29% |
| Construction Materials |         |        |              | 10.7      |        | 31,900            | 41,472  | 50,052  |               |       |       |                |      |      | 22.1    | 16.9 | 14.5 |          |       |       | 4.32     | 4.12  | 3.86  | 23%     | 26% | 28% |
| Cement                 |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| SCC                    | Buy     | 462.00 | 525.00       | 13.6      | 385.6  | 25,023            | 33,001  | 40,303  | 20.85         | 27.50 | 33.59 | -6%            | 32%  | 22%  | 22.2    | 16.8 | 13.8 | 145.1    | 160.5 | 179.0 | 3.18     | 2.88  | 2.58  | 15%     | 18% | 20% |
| SCCC                   | Sell    | 422.00 | 400.00       | (5.2)     | 326.1  | 4,069             | 4,726   | 5,390   | 17.69         | 20.55 | 23.43 | 15%            | 16%  | 14%  | 23.9    | 20.5 | 18.0 | 77.7     | 83.3  | 88.5  | 5.43     | 5.06  | 4.77  | 23%     | 26% | 27% |
| TIPL                   | Neutral | 14.60  | 15.00        | 2.7       | 13.2   | 951               | 1,621   | 1,904   | 0.47          | 0.80  | 0.94  | -62%           | 70%  | 17%  | 31.0    | 18.2 | 15.5 | 30.9     | 31.6  | 32.5  | 0.47     | 0.46  | 0.45  | 2%      | 3%  | 3%  |
| Ceramics               |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| DCC                    | Buy     | 58.00  | 70.00        | 20.7      | 56.6   | 1,327             | 1,513   | 1,769   | 3.25          | 3.71  | 4.34  | 7%             | 14%  | 17%  | 17.8    | 15.6 | 13.4 | 6.6      | 6.7   | 7.1   | 8.73     | 8.63  | 8.21  | 49%     | 55% | 63% |
| DRT                    | Neutral | 8.05   | 7.80         | (3.1)     | 7.7    | 530               | 611     | 685     | 0.52          | 0.59  | 0.67  | 13%            | 15%  | 12%  | 15.6    | 13.5 | 12.1 | 2.1      | 2.3   | 2.4   | 3.80     | 3.56  | 3.29  | 25%     | 27% | 28% |
| Electronic Components  |         |        |              | 10.4      |        | 6,542             | 8,852   | 9,838   |               |       |       |                |      |      | 22.4    | 11.5 | 10.2 |          |       |       | 1.97     | 1.56  | 1.43  | 9%      | 15% | 14% |
| CCET                   | Neutral | 3.38   | 3.90         | 15.4      | 2.5    | 1,372             | 1,463   | 1,573   | 0.34          | 0.36  | 0.39  | 295%           | 7%   | 8%   | 10.0    | 9.4  | 8.8  | 4.4      | 4.6   | 4.8   | 0.77     | 0.74  | 0.70  | 8%      | 8%  | 8%  |
| DELTA                  | Buy     | 36.00  | 41.00        | 13.9      | 27.2   | 3,269             | 3,802   | 4,202   | 2.62          | 3.05  | 3.37  | 24%            | 16%  | 11%  | 13.7    | 11.8 | 10.7 | 17.3     | 18.9  | 20.7  | 2.08     | 1.91  | 1.74  | 16%     | 17% | 17% |
| HANA                   | Neutral | 24.90  | 25.00        | 0.4       | 21.5   | 1,501             | 1,939   | 2,172   | 1.84          | 2.41  | 2.70  | -5%            | 31%  | 12%  | 13.6    | 10.3 | 9.2  | 19.6     | 21.2  | 22.6  | 1.27     | 1.17  | 1.10  | 10%     | 12% | 12% |
| KCE                    | Neutral | 15.20  | 17.00        | 11.8      | 8.2    | 121               | 481     | 543     | 0.26          | 1.02  | 1.15  | -2%            | 298% | 13%  | 59.4    | 14.9 | 13.2 | 6.1      | 6.9   | 7.7   | 2.50     | 2.22  | 1.98  | 4%      | 16% | 16% |
| SMT                    | Sell    | 9.90   | 9.00         | (9.1)     | 8.0    | -272              | 352     | 409     | -0.65         | 0.84  | 0.97  | n.m.           | n.m. | 16%  | n.m.    | 11.8 | 10.2 | 5.6      | 5.9   | 6.4   | 1.77     | 1.67  | 1.55  | -16%    | 15% | 16% |
| SVI                    | Buy     | 4.30   | 5.00         | 16.3      | 4.2    | 551               | 816     | 939     | 0.28          | 0.41  | 0.47  | -21%           | 47%  | 15%  | 15.3    | 10.4 | 9.1  | 1.2      | 2.6   | 2.9   | 3.44     | 1.64  | 1.51  | 30%     | 21% | 17% |
| Energy & Utilities     |         |        |              | 23.1      |        | 221,898           | 242,679 | 272,983 |               |       |       |                |      |      | 18.0    | 11.8 | 10.9 |          |       |       | 2.23     | 1.98  | 1.78  | 14%     | 17% | 16% |
| Oil & Gas and Coal     |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| BANPU                  | Neutral | 369.00 | 440.00       | 19.2      | 547.1  | 11,196            | 10,600  | 11,124  | 41.20         | 39.01 | 40.94 | 30%            | -5%  | 5%   | 9.0     | 9.5  | 9.0  | 299.5    | 319.5 | 342.4 | 1.23     | 1.16  | 1.08  | 14%     | 13% | 12% |
| PTT                    | Buy     | 320.00 | 400.00       | 25.0      | 378.0  | 121,368           | 118,311 | 141,020 | 42.49         | 41.42 | 49.37 | 10%            | -3%  | 19%  | 7.5     | 7.7  | 6.5  | 258.0    | 286.8 | 323.4 | 1.24     | 1.12  | 0.99  | 18%     | 15% | 16% |
| PTTEP                  | Buy     | 141.00 | 200.00       | 41.8      | 171.8  | 50,894            | 61,515  | 63,916  | 15.33         | 18.53 | 19.25 | 8%             | 21%  | 4%   | 9.2     | 7.6  | 7.3  | 69.9     | 81.8  | 93.5  | 2.02     | 1.72  | 1.51  | 24%     | 24% | 22% |
| Refineries             |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| BCP                    | Buy     | 33.00  | 40.00        | 21.2      | 24.4   | 3,246             | 4,259   | 4,801   | 2.45          | 3.09  | 3.49  | -58%           | 26%  | 13%  | 13.5    | 10.7 | 9.5  | 22.7     | 24.6  | 26.7  | 1.46     | 1.34  | 1.23  | 11%     | 13% | 14% |
| ESSO                   | Sell    | 9.20   | 8.50         | (7.6)     | 10.5   | 2,866             | 4,800   | 5,355   | 0.83          | 1.39  | 1.55  | 205%           | 68%  | 12%  | 11.1    | 6.6  | 5.9  | 7.8      | 8.9   | 10.0  | 1.18     | 1.03  | 0.92  | 11%     | 17% | 16% |
| IRPC                   | Neutral | 3.76   | 4.00         | 6.4       | 4.2    | 3,105             | 7,236   | 8,073   | 0.15          | 0.35  | 0.40  | -47%           | 133% | 12%  | 24.7    | 10.6 | 9.5  | 3.7      | 4.0   | 4.3   | 1.01     | 0.94  | 0.88  | 4%      | 9%  | 10% |
| TOP                    | Buy     | 63.75  | 76.00        | 19.2      | 69.1   | 10,760            | 12,613  | 14,783  | 5.27          | 6.18  | 7.25  | -30%           | 17%  | 17%  | 12.1    | 10.3 | 8.8  | 44.4     | 48.5  | 53.2  | 1.44     | 1.32  | 1.20  | 12%     | 13% | 14% |
| Utilities              |         |        |              |           |        |                   |         |         |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |       |       |          |       |       |         |     |     |
| EGCO                   | Neutral | 155.50 | 145.00       | (6.8)     | 125.9  | 5,960             | 6,395   | 6,103   | 11.32         | 12.15 | 11.59 | 20%            | 7%   | -5%  | 13.7    | 12.8 | 13.4 | 116.2    | 123.2 | 129.6 | 1.34     | 1.26  | 1.20  | 10%     | 10% | 9%  |
| GLOW                   | Buy     | 76.25  | 82.00        | 7.5       | 64.9   | 5,366             | 8,078   | 8,285   | 3.67          | 5.52  | 5.66  | 23%            | 51%  | 3%   | 20.8    | 13.8 | 13.5 | 25.0     | 28.1  | 31.0  | 3.05     | 2.71  | 2.46  | 15%     | 21% | 19% |
| GUNKUL                 | Buy     | 28.75  | 31.50        | 9.6       | 20.0   | 220               | 666     | 732     | 0.50          | 1.51  | 1.66  | 43%            | 203% | 10%  | 57.4    | 19.0 | 17.3 | 4.0      | 5.0   | 6.0   | 7.12     | 5.78  | 4.77  | 15%     | 34% | 30% |
| RATCH                  | Neutral | 58.75  | 56.00        | (4.7)     | 50.9   | 4,568             | 5,853   | 6,256   | 3.15          | 4.04  | 4.31  | -6%            | 28%  | 7%   | 18.6    | 14.6 | 13.6 | 35.3     | 37.1  | 39.1  | 1.66     | 1.58  | 1.50  | 9%      | 11% | 11% |
| TTW                    | Buy     | 10.80  | 12.00        | 11.1      | 6.9    | 2,347             | 2,354   | 2,535   | 0.59          | 0.59  | 0.64  | 11%            | 0%   | 8%   | 18.4    | 18.3 | 17.0 | 2.7      | 2.8   | 3.0   | 3.97     | 3.81  | 3.66  | 22%     | 21% | 22% |

| 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 (%) |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
|----------------------------------------|---------|------------|---------------------|-------------|---------------|-------------------|--------|--------|---------------|-------|-------|----------------|------|------|---------|------|------|----------|------|---------|----------|-------|---------|---------|------|-------|------|--|--|---------|--|--|------|--|--|-----|--|--|-------|--|--|
|                                        |         |            |                     |             |               | 12A               | 13F    | 14F    | 12A           | 13F   | 14F   | 12A            | 13F  | 14F  | 12A     | 13F  | 14F  | 12A      | 13F  | 14F     | 12A      | 13F   | 14F     | 12A     | 13F  | 14F   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Finance & Securities                   |         |            |                     |             | 10.7          | 2,323             |        |        | 2,763         |       |       | 2,888          |      |      | 25.6    |      |      | 18.3     |      |         | 17.8     |       |         | 2.52    |      |       | 2.40 |  |  | 2.30    |  |  | 12%  |  |  | 13% |  |  | 13%   |  |  |
| Credit card                            |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| AEONTS                                 | Neutral | 104.00     | 110.00              | 5.8         | 32.0          | 1,005             | 1,119  | 1,149  | 4.02          | 4.48  | 4.60  | 524%           | 11%  | 3%   | 25.9    | 23.2 | 22.6 | 26.4     | 28.8 | 31.3    | 3.94     | 3.61  | 3.32    | 16%     | 16%  | 15%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| KTC                                    | Sell    | 34.25      | 31.00               | (9.5)       | 16.4          | 205               | 542    | 661    | 0.80          | 2.10  | 2.56  | n.m.           | 164% | 22%  | 43.1    | 16.3 | 13.4 | 19.7     | 21.4 | 23.2    | 1.74     | 1.60  | 1.48    | 4%      | 10%  | 11%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Securities                             |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| ASP                                    | Buy     | 3.52       | 4.80                | 36.4        |               | 472               | 448    | 405    | 0.22          | 0.21  | 0.19  | -7%            | -5%  | -9%  | 15.7    | 16.6 | 18.3 | 1.9      | 1.9  | 1.9     | 1.84     | 1.83  | 1.83    | 12%     | 11%  | 10%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| MBKET                                  | Buy     | 19.80      | 24.00               | 21.2        | 14.1          | 640               | 655    | 673    | 1.12          | 1.15  | 1.18  | -2%            | 2%   | 3%   | 17.7    | 17.3 | 16.8 | 7.7      | 7.7  | 7.8     | 2.57     | 2.56  | 2.55    | 15%     | 15%  | 15%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Food & Beverage                        |         |            |                     |             | 12.3          | 11,606            |        |        | 22,271        |       |       | 26,529         |      |      | 33.5    |      |      | 20.8     |      |         | 17.2     |       |         | 5.57    |      |       | 4.70 |  |  | 3.97    |  |  | 18%  |  |  | 24% |  |  | 26%   |  |  |
| CPF                                    | Neutral | 32.00      | 35.00               | 9.4         | 38.9          | 8,068             | 17,446 | 20,774 | 1.09          | 2.36  | 2.81  | -49%           | 116% | 19%  | 29.3    | 13.6 | 11.4 | 13.7     | 14.8 | 16.1    | 2.33     | 2.16  | 1.99    | 10%     | 17%  | 18%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| MINT                                   | Neutral | 23.30      | 28.00               | 20.2        | 17.0          | 2,703             | 3,371  | 3,715  | 0.67          | 0.83  | 0.91  | 41%            | 25%  | 10%  | 35.0    | 28.1 | 25.5 | 4.1      | 4.6  | 5.2     | 5.67     | 5.05  | 4.52    | 17%     | 19%  | 19%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| OISHI                                  | Buy     | 161.50     | 185.00              | 14.6        | 197.4         | 835               | 1,453  | 2,040  | 4.45          | 7.75  | 10.88 | 6%             | 74%  | 40%  | 36.3    | 20.8 | 14.8 | 18.5     | 23.5 | 30.0    | 8.73     | 6.88  | 5.39    | 26%     | 37%  | 41%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Health Care Services                   |         |            |                     |             | 12.8          | 8,734             |        |        | 10,089        |       |       | 11,642         |      |      | 34.3    |      |      | 30.5     |      |         | 26.9     |       |         | 6.95    |      |       | 6.19 |  |  | 5.51    |  |  | 22%  |  |  | 22% |  |  | 22%   |  |  |
| BGH                                    | Buy     | 156.50     | 180.00              | 15.0        | 112.7         | 5,781             | 6,884  | 8,075  | 3.74          | 4.45  | 5.22  | 48%            | 19%  | 17%  | 41.8    | 35.1 | 30.0 | 25.1     | 27.8 | 31.0    | 6.24     | 5.62  | 5.04    | 16%     | 17%  | 18%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| BH                                     | Sell    | 85.25      | 88.00               | 3.2         | 78.1          | 2,068             | 2,273  | 2,519  | 2.38          | 2.62  | 2.90  | 37%            | 10%  | 11%  | 35.8    | 32.5 | 29.4 | 9.3      | 10.6 | 12.0    | 9.18     | 8.08  | 7.12    | 28%     | 26%  | 26%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| BCH                                    | Neutral | 11.20      | 13.00               | 16.1        | 10.3          | 885               | 932    | 1,049  | 0.44          | 0.47  | 0.53  | 32%            | 5%   | 12%  | 25.2    | 24.0 | 21.3 | 2.1      | 2.3  | 2.6     | 5.43     | 4.87  | 4.37    | 23%     | 21%  | 22%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Information & Communication Technology |         |            |                     |             | 5.8           | 56,259            |        |        | 59,828        |       |       | 70,016         |      |      | 23.9    |      |      | 20.1     |      |         | 17.1     |       |         | 7.28    |      |       | 7.20 |  |  | 7.09    |  |  | 32%  |  |  | 34% |  |  | 37%   |  |  |
| Mobile                                 |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| ADVANC                                 | Neutral | 223.00     | 230.00              | 3.1         | 226.9         | 35,494            | 35,899 | 39,353 | 11.94         | 12.07 | 13.24 | 34%            | 1%   | 10%  | 18.7    | 18.5 | 16.8 | 15.0     | 15.4 | 15.6    | 14.87    | 14.46 | 14.33   | 84%     | 79%  | 85%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| DTAC                                   | Buy     | 91.75      | 105.00              | 14.4        | 97.5          | 11,539            | 11,439 | 14,296 | 4.87          | 4.83  | 6.04  | -4%            | -1%  | 25%  | 18.8    | 19.0 | 15.2 | 19.6     | 19.6 | 20.8    | 4.68     | 4.69  | 4.42    | 28%     | 25%  | 30%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| TRUE                                   | Neutral | 7.40       | 6.50                | (12.2)      | 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     | 6.35     | 7.77  | 8.63    | -25%    | -20% | -11%  |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Internet                               |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| CSL                                    | Buy     | 11.50      | 16.00               | 39.1        | 8.2           | 421               | 487    | 513    | 0.71          | 0.82  | 0.86  | 6%             | 16%  | 5%   | 16.2    | 14.0 | 13.3 | 2.1      | 2.3  | 2.4     | 5.60     | 5.09  | 4.74    | 36%     | 38%  | 37%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| THCOM                                  | Neutral | 31.25      | 38.00               | 21.6        | 20.4          | 620               | 907    | 1,429  | 0.57          | 0.83  | 1.30  | n.m.           | 46%  | 58%  | 55.3    | 37.8 | 24.0 | 13.4     | 14.1 | 15.0    | 2.33     | 2.22  | 2.08    | 4%      | 6%   | 9%    |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Other                                  |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| INTUCH                                 | Buy     | 74.00      | 82.00               | 10.8        | 77.8          | 12,029            | 13,881 | 15,683 | 3.75          | 4.33  | 4.89  | 20%            | 15%  | 13%  | 19.7    | 17.1 | 15.1 | 4.4      | 4.4  | 4.4     | 16.64    | 16.64 | 16.64   | 84%     | 97%  | 110%  |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| SAMART                                 | Neutral | 21.30      | 19.00               | (10.8)      | 12.6          | 915               | 1,016  | 993    | 0.93          | 1.03  | 1.01  | 14%            | 11%  | -2%  | 22.9    | 20.7 | 21.1 | 6.9      | 7.8  | 8.5     | 3.07     | 2.74  | 2.51    | 14%     | 14%  | 12%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| SAMTEL                                 | Buy     | 21.10      | 26.00               | 23.2        | 18.3          | 819               | 949    | 929    | 1.35          | 1.57  | 1.53  | 9%             | 16%  | -2%  | 15.6    | 13.5 | 13.8 | 4.4      | 5.3  | 6.2     | 4.75     | 3.96  | 3.39    | 33%     | 32%  | 27%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Insurance                              |         |            |                     |             | (3.2)         | -632              |        |        | 5,926         |       |       | 7,303          |      |      | 23.5    |      |      | 16.3     |      |         | 13.3     |       |         | 5.03    |      |       | 3.90 |  |  | 3.31    |  |  | -90% |  |  | 27% |  |  | 27%   |  |  |
| BLA                                    | Sell    | 72.75      | 70.00               | (3.8)       | 49.5          | 3,717             | 4,757  | 5,890  | 3.10          | 3.96  | 4.91  | 9%             | 28%  | 24%  | 23.5    | 18.4 | 14.8 | 13.7     | 17.0 | 21.0    | 5.32     | 4.28  | 3.46    | 25%     | 26%  | 26%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| THRE                                   | Buy     | 4.72       | 6.40                | 35.6        | 4.7           | -4,349            | 1,169  | 1,413  | -1.24         | 0.33  | 0.40  | 11%            | n.m. | 21%  | n.m.    | 14.2 | 11.7 | 1.0      | 1.3  | 1.5     | 4.75     | 3.52  | 3.15    | -206%   | 29%  | 28%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Media & Publishing                     |         |            |                     |             | 5.9           | 6,485             |        |        | 7,184         |       |       | 7,652          |      |      | 24.7    |      |      | 22.6     |      |         | 21.2     |       |         | 7.77    |      |       | 7.25 |  |  | 6.92    |  |  | 29%  |  |  | 31% |  |  | 31%   |  |  |
| TV broadcasting                        |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| BEC                                    | Sell    | 63.50      | 66.00               | 3.9         | 54.8          | 4,115             | 4,670  | 4,942  | 2.06          | 2.34  | 2.47  | 17%            | 13%  | 6%   | 30.9    | 27.2 | 25.7 | 4.0      | 4.4  | 4.6     | 15.98    | 14.59 | 13.79   | 54%     | 56%  | 55%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| MCOT                                   | Neutral | 50.75      | 57.00               | 12.3        | 31.8          | 1,418             | 1,460  | 1,584  | 2.06          | 2.13  | 2.30  | 5%             | 3%   | 8%   | 24.6    | 23.9 | 22.0 | 11.4     | 11.7 | 12.1    | 4.45     | 4.33  | 4.19    | 18%     | 18%  | 19%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Cinema                                 |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| MAJOR                                  | Neutral | 19.60      | 21.00               | 7.1         | 21.1          | 951               | 1,053  | 1,126  | 1.05          | 1.16  | 1.25  | 20%            | 11%  | 7%   | 18.6    | 16.8 | 15.7 | 6.8      | 6.9  | 7.0     | 2.89     | 2.84  | 2.79    | 16%     | 17%  | 18%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Petrochemicals & Chemicals             |         |            |                     |             | 34.0          | 39,811            |        |        | 45,973        |       |       | 52,655         |      |      | 9.9     |      |      | 8.1      |      |         | 7.1      |       |         | 1.45    |      |       | 1.29 |  |  | 1.14    |  |  | 15%  |  |  | 17% |  |  | 17%   |  |  |
| IVL                                    | Neutral | 21.00      | 27.00               | 28.6        | 37.5          | 10,373            | 15,885 | 18,019 | 2.15          | 3.30  | 3.74  | 1%             | 53%  | 13%  | 9.7     | 6.4  | 5.6  | 13.8     | 16.3 | 19.0    | 1.52     | 1.29  | 1.11    | 17%     | 22%  | 21%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| PTTGC                                  | Buy     | 66.25      | 90.00               | 35.8        | 70.1          | 29,438            | 30,087 | 34,637 | 6.53          | 6.67  | 7.68  | -6%            | 2%   | 15%  | 10.2    | 9.9  | 8.6  | 47.7     | 51.7 | 56.3    | 1.39     | 1.28  | 1.18    | 14%     | 13%  | 13%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Property Development                   |         |            |                     |             | 20.0          | 27,389            |        |        | 34,090        |       |       | 41,093         |      |      | 55.4    |      |      | 21.3     |      |         | 16.3     |       |         | 3.58    |      |       | 3.12 |  |  | # # # # |  |  | 16%  |  |  | 18% |  |  | #REF! |  |  |
| Contractors                            |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| CK                                     | Buy     | 24.20      | 38.00               | 57.0        | 8.9           | 82                | 612    | 1,463  | 0.05          | 0.37  | 0.89  | n.m.           | 642% | 139% | 485.3   | 65.4 | 27.3 | 5.4      | 10.1 | 10.7    | 4.51     | 2.41  | 2.26    | 1%      | 5%   | 9%    |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| ITD                                    | Neutral | 7.15       | 4.20                | (41.3)      | 3.6           | 591               | 699    | 707    | 0.14          | 0.17  | 0.17  | n.m.           | 18%  | 1%   | 50.7    | 42.9 | 42.4 | 2.1      | 2.1  | #DIV/0! | 3.47     | 3.36  | #DIV/0! | 7%      | 8%   | 0%    |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| NWR                                    | Buy     | 4.54       | 6.00                | 32.2        | 2.9           | 215               | 372    | 483    | 0.14          | 0.24  | 0.31  | n.m.           | 72%  | 30%  | 32.7    | 19.0 | 14.6 | 1.2      | 1.4  | 1.5     | 3.65     | 3.33  | 2.99    | 7%      | 8%   | 0%    |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| STEC                                   | Buy     | 27.50      | 38.00               | 38.2        | 18.6          | 1,165             | 1,370  | 1,715  | 0.87          | 1.06  | 1.20  | 15%            | 21%  | 14%  | 31.5    | 26.0 | 22.8 | 4.9      | 5.3  | 5.6     | 5.56     | 5.23  | 4.89    | 18%     | 21%  | 22%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Industrial Estate                      |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| AMATA                                  | Buy     | 23.90      | 34.00               | 42.3        | 20.0          | 1,524             | 1,878  | 2,463  | 1.43          | 1.76  | 2.31  | 63%            | 23%  | 31%  | 16.7    | 13.6 | 10.4 | 7.3      | 8.5  | 10.0    | 3.25     | 2.83  | 2.40    | 21%     | 22%  | 25%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| HEMRAJ                                 | Buy     | 4.16       | 5.20                | 25.0        | 3.4           | 2,443             | 3,405  | 4,109  | 0.25          | 0.35  | 0.42  | 341%           | 39%  | 21%  | 16.5    | 11.9 | 9.8  | 1.2      | 1.4  | 1.6     | 3.57     | 2.99  | 2.54    | 24%     | 27%  | 28%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| ROJNA                                  | Neutral | 10.90      | 7.30                | (33.0)      | 11.1          | 532               | 594    | 1,171  | 0.46          | 0.51  | 0.99  | n.m.           | 12%  | 93%  | 23.8    | 21.3 | 11.0 | 5.7      | 5.9  | #REF!   | 1.92     | 1.84  | #REF!   | 8%      | 9%   | #REF! |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| TICON                                  | Buy     | 21.10      | 30.00               | 42.2        | 14.5          | 1,316             | 1,416  | 1,589  | 1.69          | 1.81  | 2.03  | 192%           | 8%   | 12%  | 12.5    | 11.6 | 10.4 | 8.8      | 9.3  | 9.9     | 2.39     | 2.27  | 2.13    | 21%     | 20%  | 21%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| WHA                                    | Buy     | 45.50      | 17.50               | (61.5)      | 16.6          | 238               | 818    | 960    | 0.47          | 1.60  | 1.88  | 221%           | 244% | 17%  | 97.4    | 28.4 | 24.2 | 5.7      | 6.6  | 7.8     | 8.01     | 6.85  | 5.85    | 12%     | 26%  | 26%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| Residential                            |         |            |                     |             |               |                   |        |        |               |       |       |                |      |      |         |      |      |          |      |         |          |       |         |         |      |       |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| AP                                     | Buy     | 8.90       | 13.00               | 46.1        | 9.1           | 2,166             | 2,891  | 3,425  | 0.77          | 1.02  | 1.21  | 30%            | 33%  | 18%  | 11.6    | 8.7  | 7.3  | 4.4      | 5.1  | 5.9     | 2.04     | 1.75  | 1.51    | 19%     | 22%  | 22%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| LH                                     | Neutral | 12.30      | 13.00               | 5.7         | 8.5           | 4,713             | 4,713  | 5,413  | 0.47          | 0.47  | 0.54  | 23%            | 0%   | 15%  | 26.2    | 26.2 | 22.8 | 3.0      | 3.0  | 3.1     | 4.07     | 4.07  | 3.98    | 16%     | 16%  | 18%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| LPN                                    | Neutral | 22.10      | 26.00               | 17.6        | 18.0          | 2,174             | 2,619  | 3,196  | 1.47          | 1.73  | 2.12  | 14%            | 17%  | 23%  | 15.0    | 12.8 | 10.4 | 5.7      | 6.8  | 8.1     | 3.88     | 3.26  | 2.73    | 28%     | 28%  | 29%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| PS                                     | Buy     | 28.00      | 39.00               | 39.3        | 19.5          | 3,947             | 4,988  | 5,178  | 1.79          | 2.26  | 2.34  | 39%            | 26%  | 4%   | 15.7    | 12.4 | 11.9 | 9.1      | 10.8 | 12.4    | 3.08     | 2.60  | 2.25    | 21%     | 23%  | 20%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| QH                                     | Buy     | 4.10       | 4.80                | 17.1        | 2.2           | 1,222             | 1,753  | 2,022  | 0.17          | 0.23  | 0.26  | 90%            | 33%  | 15%  | 23.8    | 17.9 | 15.5 | 1.7      | 1.8  | 1.9     | 2.42     | 2.29  | 2.14    | 11%     | 13%  | 13%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| SIRI                                   | Buy     | 4.62       | 6.60                | 42.9        | 2.7           | 2,267             | 2,887  | 3,130  | 0.32          | 0.40  | 0.44  | 5%             | 27%  | 8%   | 14.5    | 11.4 | 10.5 | 1.8      | 2.0  | 2.3     | 2.59     | 2.27  | 2.03    | 19%     | 21%  | 20%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |
| SPALI                                  | Buy     | 20.40      | 27.00               | 32.4        | 19.3          | 2,794             | 3,075  | 4,070  | 1.63          | 1.79  | 2.37  | 9%             | 10%  | 32%  | 12.5    | 11.4 | 8.6  | 7.2      | 8.1  | 9.4     | 2.85     | 2.51  | 2.16    | 24%     | 23%  | 27%   |      |  |  |         |  |  |      |  |  |     |  |  |       |  |  |

| Company                    | Rec.    | Price<br>(Bt) | 12-mth<br>Target Price | %<br>Up/(Down) | 12-mth<br>BB-CON | Core Profit (Btm) |         |         | Core EPS (Bt) |        |        | EPS growth (%) |       |       | PER (x) |      |      | BVPS(Bt) |      |      | P/BV (x) |        |        | ROE (%) |       |       |
|----------------------------|---------|---------------|------------------------|----------------|------------------|-------------------|---------|---------|---------------|--------|--------|----------------|-------|-------|---------|------|------|----------|------|------|----------|--------|--------|---------|-------|-------|
|                            |         |               |                        |                |                  | 12A               | 13F     | 14F     | 12A           | 13F    | 14F    | 12A            | 13F   | 14F   | 12A     | 13F  | 14F  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A      | 13F    | 14F    | 12A     | 13F   | 14F   |
| Property Fund              |         |               |                        |                |                  | 4,193             | 4,318   | 4,203   |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      | 1.25     | 1.24   | 1.24   |         |       |       |
| Commercial                 |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| CPNRF                      | Buy     | 19.50         | 17.00                  | (12.8)         | 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 | 1.85     | 1.83   | 1.81   | n.a.    | n.a.  | n.a.  |
| Industrial                 |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| TFUND                      | Sell    | 12.60         | 11.50                  | (8.7)          |                  | 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 | 1.19     | 1.18   | 1.18   | n.a.    | n.a.  | n.a.  |
| TLOGIS                     | Buy     | 12.70         | 14.00                  | 10.2           |                  | 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 | 1.17     | 1.17   | 1.16   | 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     | 11.10         | 10.50                  | (5.4)          |                  | 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 | 1.02     | 1.02   | 1.02   | n.a.    | n.a.  | n.a.  |
| POPF                       | Buy     | 13.50         | 12.00                  | (11.1)         |                  | 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 | 1.31     | 1.31   | 1.31   | n.a.    | n.a.  | n.a.  |
| Steel                      |         |               |                        | 3.4            |                  | -11,208           | 1,479   | 2,225   |               |        |        |                |       |       | n.m.    | 7.1  | 4.7  |          |      |      | 0.77     | 0.69   | 0.62   | -58%    | 10%   | 14%   |
| SSI                        | Neutral | 0.58          | 0.60                   | 3.4            | 0.6              | -11,208           | 1,479   | 2,225   | -0.62         | 0.08   | 0.12   | -107%          | n.m.  | 50%   | n.m.    | 7.1  | 4.7  | 0.8      | 0.8  | 0.9  | 0.77     | 0.69   | 0.62   | -58%    | 10%   | 14%   |
| Tourism & Leisure          |         |               |                        |                |                  | 18.1              |         |         |               |        |        |                |       |       | 80.7    | 49.2 | 36.9 |          |      |      | 5.49     | 5.05   | 4.60   | 9%      | 12%   | 14%   |
| CENTEL                     | Buy     | 37.00         | 43.00                  | 16.2           | 18.6             | 969               | 1,219   | 1,480   | 0.72          | 0.90   | 1.10   | 60%            | 26%   | 21%   | 51.5    | 41.0 | 33.7 | 4.9      | 5.4  | 6.1  | 7.56     | 6.81   | 6.07   | 15%     | 17%   | 19%   |
| ERW                        | Buy     | 5.35          | 6.75                   | 26.2           | 3.2              | 120               | 230     | 330     | 0.05          | 0.09   | 0.13   | n.m.           | 91%   | 43%   | 110.0   | 57.5 | 40.1 | 1.6      | 1.6  | 1.7  | 3.43     | 3.30   | 3.13   | 3%      | 6%    | 8%    |
| Transportation & Logistics |         |               |                        |                |                  | 16.9              |         |         |               |        |        |                |       |       | 48.8    | 39.6 | 17.9 |          |      |      | 2.67     | 13.34  | -0.49  | -5%     | -13%  | 35%   |
| Aviation                   |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| AAV                        | Buy     | 7.10          | 7.80                   | 9.9            | 4.2              | 1,136             | 1,631   | 1,830   | 0.20          | 0.30   | 0.37   | -14%           | 54%   | 21%   | 36.1    | 23.5 | 19.4 | 3.9      | 4.0  | 4.3  | 1.80     | 1.77   | 1.65   | 9%      | 6%    | 7%    |
| AOT                        | Buy     | 115.00        | 140.00                 | 21.7           | 72.1             | 6,083             | 7,320   | 7,944   | 4.26          | 5.12   | 5.56   | 58%            | 20%   | 9%    | 27.0    | 22.4 | 20.7 | 53.1     | 56.4 | 59.7 | 2.17     | 2.04   | 1.93   | 8%      | 9%    | 10%   |
| THAI                       | Buy     | 24.90         | 30.00                  | 20.5           | 25.7             | 3,654             | 4,585   | 5,208   | 1.67          | 2.10   | 2.38   | n.m.           | 25%   | 14%   | 14.9    | 11.9 | 10.4 | 31.4     | 33.0 | 34.6 | 0.79     | 0.75   | 0.72   | 6%      | 7%    | 7%    |
| Mass Transit               |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| BMCL                       | Neutral | 1.12          | 0.80                   | (28.6)         | 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 | 13.82    | 110.16 | -13.89 | -67%    | -155% | 258%  |
| BTS                        | Buy     | 8.80          | 10.00                  | 13.6           | 6.4              | 952               | 1,420   | 1,856   | 0.10          | 0.16   | 0.20   | n.m.           | 48%   | 31%   | 84.2    | 56.7 | 43.4 | 4.1      | 4.1  | 4.2  | 2.17     | 2.13   | 2.07   | 3%      | 4%    | 5%    |
| Shipping                   |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| PSL                        | Neutral | 15.60         | 15.50                  | (0.6)          | 15.6             | 145               | 507     | 1,171   | 0.14          | 0.49   | 1.13   | -64%           | 250%  | 131%  | 112.0   | 32.0 | 13.9 | 14.9     | 15.1 | 15.6 | 1.05     | 1.04   | 1.00   | 1%      | 3%    | 7%    |
| RCL                        | Neutral | 6.80          | 7.60                   | 11.8           | 7.5              | -1,015            | 57      | 1,096   | -1.22         | 0.07   | 1.32   | 51%            | n.m.  | 1824% | n.m.    | 99.0 | 5.1  | 14.5     | 14.6 | 15.7 | 0.47     | 0.47   | 0.43   | -8%     | 0%    | 9%    |
| TTA                        | Neutral | 16.60         | 16.00                  | (3.6)          | 18.0             | -551              | 210     | 646     | -0.78         | 0.30   | 0.91   | 19%            | n.m.  | 208%  | n.m.    | 55.9 | 18.2 | 40.1     | 40.5 | 41.3 | 0.41     | 0.41   | 0.40   | -2%     | 1%    | 2%    |
| Tollroads                  |         |               |                        |                |                  |                   |         |         |               |        |        |                |       |       |         |      |      |          |      |      |          |        |        |         |       |       |
| BECL                       | Buy     | 35.25         | 50.00                  | 41.8           | 32.0             | 1,475             | 1,771   | 2,170   | 1.92          | 2.30   | 2.82   | 15%            | 20%   | 23%   | 18.4    | 15.3 | 12.5 | 25.9     | 27.0 | 28.3 | 1.36     | 1.31   | 1.25   | 8%      | 9%    | 10%   |
| SCBS Coverage              |         | 1478.97       |                        | 16.5           |                  | 605,891           | 735,278 | 847,744 | 82.53         | 100.25 | 115.63 | 14.9%          | 21.5% | 15.3% | 17.9    | 14.8 | 12.8 |          |      |      | 2.4      | 2.1    | #REF!  | 16%     | 17%   | #REF! |



| Company                | Rec.    | Price<br>(Bt) | 12-mth<br>Target Price | %<br>Up/(Down) | 12-mth<br>BB-CON | DPS (Bt) |       |       | Dividend Yield (%) |      |      | EV/EBITDA (x) |       |       | EBITDA Growth (%) |        |       | Net Debt (Btm) |         |         | Shares<br>(m Shrs.) | Mkt. Cap.<br>(Btm) |
|------------------------|---------|---------------|------------------------|----------------|------------------|----------|-------|-------|--------------------|------|------|---------------|-------|-------|-------------------|--------|-------|----------------|---------|---------|---------------------|--------------------|
|                        |         |               |                        |                |                  | 12A      | 13F   | 14F   | 12A                | 13F  | 14F  | 12A           | 13F   | 14F   | 12A               | 13F    | 14F   | 12A            | 13F     | 14F     |                     |                    |
| Agribusiness           |         |               |                        | 6.3            |                  |          |       |       | 1.25               | 3.75 | 6.25 | 11.37         | 6.12  | 5.12  | -52.47            | 87.44  | 25.36 | 2,799          | 2,914   | 3,543   |                     | 10,031             |
| GFPT                   | Buy     | 8.00          | 8.50                   | 6.3            | 6.9              | 0.10     | 0.30  | 0.50  | 1.25               | 3.75 | 6.25 | 11.37         | 6.12  | 5.12  | -52.47            | 87.44  | 25.36 | 2,799          | 2,914   | 3,543   | 1,254               | 10,031             |
| Automotive             |         |               |                        | 9.1            |                  |          |       |       | 3.05               | 3.30 | 3.74 | 8.52          | 7.09  | 6.08  | 55.77             | 14.19  | 9.29  | 5,932          | 3,658   | 891     |                     | 34,967             |
| AH                     | Sell    | 24.00         | 23.00                  | (4.2)          | 21.8             | 0.85     | 0.80  | 0.89  | 3.53               | 3.33 | 3.70 | 10.52         | 9.19  | 8.13  | 82.52             | 10.11  | 6.86  | 4,558          | 4,136   | 3,552   | 227                 | 5,436              |
| SAT                    | Neutral | 33.00         | 36.00                  | 9.1            | 34.3             | 0.87     | 1.05  | 1.25  | 2.63               | 3.17 | 3.79 | 8.99          | 6.93  | 5.79  | 32.69             | 23.62  | 12.36 | 2,956          | 2,299   | 1,475   | 340                 | 11,217             |
| STANLY                 | Buy     | 239.00        | 270.00                 | 13.0           | 245.4            | 7.13     | 8.13  | 8.91  | 2.98               | 3.40 | 3.73 | 6.05          | 5.16  | 4.33  | 52.10             | 8.84   | 8.66  | (1,583)        | (2,778) | (4,135) | 77                  | 18,313             |
| Banking                |         |               |                        | 25.8           |                  |          |       |       | 2.89               | 3.24 | 3.60 |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     | 2,194,802          |
| Large Banks            |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| BBL                    | Buy     | 210.00        | 260.00                 | 23.8           | 222.6            | 6.75     | 7.93  | 8.68  | 3.21               | 3.78 | 4.13 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 1,909               | 400,857            |
| KBANK                  | Buy     | 202.00        | 244.00                 | 20.8           | 201.7            | 3.57     | 4.33  | 5.13  | 1.77               | 2.14 | 2.54 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 2,393               | 483,439            |
| KTB                    | Buy     | 24.70         | 32.00                  | 29.6           | 19.1             | 1.01     | 0.86  | 0.99  | 4.07               | 3.48 | 4.00 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 11,180              | 276,140            |
| SCB                    | No rec  | 170.00        |                        |                | 181.1            | 4.84     | 5.81  | 6.53  | 2.85               | 3.42 | 3.84 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 3,399               | 577,863            |
| Mid/small banks        |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| BAY                    | Buy     | 32.75         | 40.00                  | 22.1           | 35.7             | 0.98     | 1.16  | 1.28  | 3.01               | 3.54 | 3.92 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 6,074               | 198,928            |
| KK                     | Sell    | 61.50         | 55.00                  | (10.6)         | 45.5             | 1.94     | 2.38  | 2.56  | 3.16               | 3.87 | 4.17 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 637                 | 39,163             |
| LHBANK                 | Sell    | 1.41          | 1.40                   | (0.7)          | 1.4              | 0.02     | 0.03  | 0.03  | 1.64               | 1.90 | 2.07 |               |       |       |                   |        |       |                |         |         | 11,966              | 16,871             |
| TCAP                   | Neutral | 42.50         | 47.00                  | 10.6           | 38.0             | 1.40     | 1.50  | 1.60  | 3.29               | 3.53 | 3.76 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 1,278               | 54,307             |
| TISCO                  | Neutral | 51.50         | 58.00                  | 12.6           | 45.2             | 2.37     | 2.76  | 3.07  | 4.60               | 5.36 | 5.96 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 728                 | 37,487             |
| TMB                    | Sell    | 2.52          | 2.20                   | (12.7)         | 1.5              | 0.03     | 0.03  | 0.04  | 1.30               | 1.36 | 1.61 |               |       |       |                   |        |       | -              | -       | -       | 43,550              | 109,746            |
| Commerce               |         |               |                        | (4.2)          |                  |          |       |       | 1.97               | 2.54 | 2.76 | 18.07         | 14.61 | 11.61 | 29.20             | 22.17  | 22.86 | -12,894        | -26,934 | -47,918 |                     | 871,734            |
| BIGC                   | Neutral | 210.00        | 205.00                 | (2.4)          | 205.3            | 4.09     | 5.37  | 7.01  | 1.95               | 2.56 | 3.34 | 12.64         | 10.29 | 8.24  | 33.11             | 20.98  | 20.88 | 22,633         | 19,706  | 13,476  | 825                 | 173,250            |
| CPALL                  | Buy     | 45.00         | 46.00                  | 2.2            | 38.8             | 0.95     | 1.25  | 0.73  | 2.11               | 2.78 | 1.61 | 20.23         | 17.27 | 14.16 | 32.39             | 14.92  | 19.42 | -27,332        | -34,379 | -42,148 | 8,983               | 404,240            |
| HMPRO                  | Neutral | 15.50         | 11.70                  | (24.5)         | 13.9             | 0.34     | 0.46  | 0.60  | 2.20               | 2.98 | 3.86 | 17.79         | 13.89 | 10.82 | 26.64             | 25.89  | 25.22 | 1,357          | -202    | -2,486  | 5,867               | 90,945             |
| MAKRO                  | Neutral | 500.00        | 420.00                 | (16.0)         | 395.4            | 12.00    | 14.00 | 15.00 | 2.40               | 2.80 | 3.00 | 19.31         | 15.96 | 12.65 | 15.09             | 18.14  | 21.74 | -5,422         | -8,132  | -12,055 | 240                 | 120,000            |
| ROBINS                 | Buy     | 75.00         | 75.00                  | -              | 68.8             | 0.90     | 1.20  | 1.50  | 1.20               | 1.60 | 2.00 | 20.39         | 15.62 | 12.17 | 38.76             | 30.90  | 27.02 | -4,129         | -3,926  | -4,706  | 1,111               | 83,300             |
| Construction Materials |         |               |                        | 10.7           |                  |          |       |       | 3.46               | 4.04 | 4.68 | 12.54         | 10.92 | 9.56  | -6.54             | 14.01  | 12.11 | 136,170        | 124,904 | 107,757 |                     | 712,886            |
| Cement                 |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| SCC                    | Buy     | 462.00        | 525.00                 | 13.6           | 385.6            | 10.67    | 13.75 | 16.79 | 2.31               | 2.98 | 3.63 | 13.63         | 11.44 | 9.56  | 2.57              | 17.68  | 17.10 | 129,848        | 121,011 | 106,525 | 1,200               | 554,400            |
| SCCC                   | Sell    | 422.00        | 400.00                 | (5.2)          | 326.1            | 14.95    | 18.29 | 20.86 | 3.54               | 4.33 | 4.94 | 16.81         | 15.09 | 13.54 | 3.65              | 10.12  | 10.36 | 1,934          | 816     | -197    | 230                 | 97,060             |
| TIPL                   | Neutral | 14.60         | 15.00                  | 2.7            | 13.2             | 0.07     | 0.12  | 0.14  | 0.50               | 0.82 | 0.97 | 10.09         | 7.89  | 6.99  | -39.45            | 23.18  | 8.00  | 3,797          | 2,580   | 1,176   | 2,019               | 29,477             |
| Ceramics               |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| DCC                    | Buy     | 58.00         | 70.00                  | 20.7           | 56.6             | 3.25     | 3.71  | 4.34  | 5.61               | 6.39 | 7.48 | 12.56         | 11.52 | 9.88  | -5.21             | 8.80   | 15.83 | 153            | 86      | -62     | 408                 | 23,664             |
| DRT                    | Neutral | 8.05          | 7.80                   | (3.1)          | 7.7              | 0.43     | 0.46  | 0.51  | 5.37               | 5.68 | 6.37 | 9.59          | 8.67  | 7.85  | 5.71              | 10.26  | 9.28  | 438            | 410     | 315     | 1,029               | 8,285              |
| Electronic Components  |         |               |                        | 10.4           |                  |          |       |       | 2.80               | 4.08 | 4.85 | -4.57         | 7.06  | 6.44  | 7.66              | 28.40  | 11.42 | 10,024         | 3,266   | 4,921   |                     | 98,355             |
| CCET                   | Neutral | 3.38          | 3.90                   | 15.4           | 2.5              | 0.16     | 0.16  | 0.17  | 4.73               | 4.73 | 5.13 | 8.69          | 7.14  | 7.38  | 46.92             | 10.84  | 7.03  | 19,090         | 16,159  | 19,333  | 4,078               | 13,782             |
| DELTA                  | Buy     | 36.00         | 41.00                  | 13.9           | 27.2             | 1.50     | 1.60  | 1.80  | 4.17               | 4.44 | 5.00 | 8.69          | 7.44  | 6.52  | 18.51             | 14.30  | 9.45  | -8,625         | -9,402  | -10,873 | 1,247               | 44,906             |
| HANA                   | Neutral | 24.90         | 25.00                  | 0.4            | 21.5             | 1.10     | 1.30  | 1.40  | 4.42               | 5.22 | 5.62 | 5.26          | 3.91  | 3.44  | -2.13             | 20.48  | 9.31  | -5,725         | -6,927  | -7,459  | 805                 | 20,041             |
| KCE                    | Neutral | 15.20         | 17.00                  | 11.8           | 8.2              | 0.30     | 0.35  | 0.40  | 1.97               | 2.30 | 2.63 | 15.40         | 9.93  | 9.07  | -7.02             | 57.77  | 13.67 | 4,685          | 4,893   | 5,352   | 464                 | 7,054              |
| SMT                    | Sell    | 9.90          | 9.00                   | (9.1)          | 8.0              | 0.15     | 0.20  | 0.49  | 1.52               | 1.97 | 4.91 | -77.11        | 7.60  | 6.65  | n.m.              | n.m.   | 15.30 | 246            | 440     | 475     | 418                 | 4,139              |
| SVI                    | Buy     | 4.30          | 5.00                   | 16.3           | 4.2              | 0.00     | 0.25  | 0.25  | 0.00               | 5.81 | 5.81 | 11.63         | 6.31  | 5.57  | -17.98            | 38.62  | 13.76 | 352            | -1,898  | -1,906  | 1,961               | 8,433              |
| Energy & Utilities     |         |               |                        | 23.1           |                  |          |       |       | 3.50               | 4.09 | 4.69 | 10.12         | 9.05  | 8.28  | 20.01             | 12.50  | 6.71  | 575,814        | 557,258 | 475,338 |                     | 2,100,911          |
| Oil & Gas and Coal     |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| BANPU                  | Neutral | 369.00        | 440.00                 | 19.2           | 547.1            | 19.00    | 18.00 | 18.00 | 5.15               | 4.88 | 4.88 | 5.45          | 5.97  | 5.15  | -6.09             | -14.42 | 8.48  | 52,214         | 42,710  | 33,624  | 272                 | 100,275            |
| PTT                    | Buy     | 320.00        | 400.00                 | 25.0           | 378.0            | 17.17    | 17.21 | 19.97 | 5.37               | 5.38 | 6.24 | 4.95          | 5.50  | 4.72  | 12.76             | -9.13  | 15.37 | 299,397        | 312,644 | 299,754 | 2,856               | 914,016            |
| PTTEP                  | Buy     | 141.00        | 200.00                 | 41.8           | 171.8            | 6.10     | 7.40  | 7.70  | 4.33               | 5.25 | 5.46 | 3.92          | 3.43  | 3.17  | 11.47             | 16.27  | 3.78  | 55,824         | 65,004  | 43,591  | 3,320               | 468,118            |
| Refineries             |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| BCP                    | Buy     | 33.00         | 40.00                  | 21.2           | 24.4             | 1.00     | 1.30  | 1.40  | 3.03               | 3.94 | 4.24 | 8.42          | 7.40  | 6.53  | -31.99            | 22.04  | 10.22 | 14,024         | 18,321  | 16,616  | 1,377               | 45,438             |
| ESSO                   | Sell    | 9.20          | 8.50                   | (7.6)          | 10.5             | 0.30     | 0.50  | 0.60  | 3.26               | 5.43 | 6.52 | 7.73          | 6.26  | 5.17  | 69.87             | 14.19  | 6.76  | 29,856         | 25,199  | 18,486  | 3,461               | 31,840             |
| IRPC                   | Neutral | 3.76          | 4.00                   | 6.4            | 4.2              | 0.04     | 0.10  | 0.20  | 1.06               | 2.66 | 5.32 | 12.20         | 7.40  | 6.83  | -15.17            | 63.89  | 8.23  | 36,981         | 36,363  | 36,251  | 20,434              | 76,833             |
| TOP                    | Buy     | 63.75         | 76.00                  | 19.2           | 69.1             | 2.20     | 2.50  | 2.90  | 3.45               | 3.92 | 4.55 | 5.96          | 4.87  | 3.69  | -22.11            | 12.44  | 17.59 | 7,447          | -3,761  | -17,637 | 2,040               | 130,052            |
| Utilities              |         |               |                        |                |                  |          |       |       |                    |      |      |               |       |       |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |
| EGCO                   | Neutral | 155.50        | 145.00                 | (6.8)          | 125.9            | 5.25     | 5.25  | 5.25  | 3.38               | 3.38 | 3.38 | 15.06         | 23.24 | 22.45 | 101.53            | -39.04 | -2.04 | -3,204         | -7,860  | -11,840 | 526                 | 81,865             |
| GLOW                   | Buy     | 76.25         | 82.00                  | 7.5            | 64.9             | 2.10     | 2.80  | 2.90  | 2.75               | 3.67 | 3.80 | 12.05         | 9.55  | 9.06  | 39.48             | 20.36  | 0.13  | 56,854         | 49,107  | 41,084  | 1,463               | 111,543            |
| GUNKUL                 | Buy     | 28.75         | 31.50                  | 9.6            | 20.0             | 0.58     | 0.61  | 0.67  | 2.02               | 2.12 | 2.33 | 24.84         | 15.41 | 14.02 | 54.15             | 57.58  | 6.60  | 2,974          | 2,620   | 2,162   | 440                 | 12,650             |
| RATCH                  | Neutral | 58.75         | 56.00                  | (4.7)          | 50.9             | 2.30     | 2.30  | 2.30  | 3.91               | 3.91 | 3.91 | 8.04          | 7.40  | 6.97  | 20.42             | 3.18   | 3.61  | 16,153         | 10,956  | 8,672   | 1,450               | 85,188             |
| TTW                    | Buy     | 10.80         | 12.00                  | 11.1           | 6.9              | 0.46     | 0.49  | 0.61  | 4.26               | 4.55 | 5.63 | 12.81         | 12.15 | 11.60 | 5.79              | 2.66   | 1.79  | 7,295          | 5,956   | 4,575   | 3,990               | 43,099             |

| Company                                | Rec.    | Price  | 12-mth       | %         | 12-mth | DPS (Bt) |       |       | Dividend Yield (%) |      |       | EV/EBITDA (x) |       |         | EBITDA Growth (%) |        |       | Net Debt (Btm) |         |         | Shares<br>(m Shrs.) | Mkt. Cap.<br>(Btm) |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
|----------------------------------------|---------|--------|--------------|-----------|--------|----------|-------|-------|--------------------|------|-------|---------------|-------|---------|-------------------|--------|-------|----------------|---------|---------|---------------------|--------------------|--|---------|--|--|-------|--|--|-------|--|--|-------|--|--|---------|--|--|---------|--|--|---------|--|--|-----------|--|--|
|                                        |         | (Bt)   | Target Price | Up/(Down) | BB-CON | 12A      | 13F   | 14F   | 12A                | 13F  | 14F   | 12A           | 13F   | 14F     | 12A               | 13F    | 14F   | 12A            | 13F     | 14F     |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Finance & Securities                   |         |        |              |           |        | 10.7     |       |       | 3.59               |      |       | 3.93          |       |         | 3.97              |        |       |                |         |         | 53,545              |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Credit card                            |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| AEONTS                                 | Neutral | 104.00 | 110.00       | 5.8       | 32.0   | 2.10     | 2.10  | 2.10  | 2.02               | 2.02 | 2.02  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 250                 | 26,000             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| KTC                                    | Sell    | 34.25  | 31.00        | (9.5)     | 16.4   | 0.32     | 0.84  | 1.02  | 0.93               | 2.46 | 2.99  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 258                 | 8,831              |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Securities                             |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| ASP                                    | Buy     | 3.52   | 4.80         | 36.4      |        | 0.20     | 0.19  | 0.17  | 5.74               | 5.44 | 4.92  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 2,106               | 7,412              |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| MBKET                                  | Buy     | 19.80  | 24.00        | 21.2      | 14.1   | 1.12     | 1.15  | 1.18  | 5.67               | 5.79 | 5.96  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 571                 | 11,302             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Food & Beverage                        |         |        |              |           |        | 12.3     |       |       | 2.14               |      |       | 2.90          |       |         | 4.32              |        |       | 16.40          |         |         | 11.89               |                    |  | 9.74    |  |  | 17.65 |  |  | 38.40 |  |  | 16.45 |  |  | 35,278  |  |  | 30,702  |  |  | 12,682  |  |  | 363,159   |  |  |
| CPF                                    | Neutral | 32.00  | 35.00        | 9.4       | 38.9   | 1.20     | 1.50  | 2.50  | 3.75               | 4.69 | 7.81  | 11.84         | 8.08  | 6.74    | 3.38              | 45.13  | 14.03 | 14,744         | 12,191  | -       | 7,743               | 247,771            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| MINT                                   | Neutral | 23.30  | 28.00        | 20.2      | 17.0   | 0.30     | 0.37  | 0.41  | 1.29               | 1.61 | 1.77  | 18.42         | 15.67 | 14.59   | 22.92             | 16.57  | 6.10  | 18,971         | 18,039  | 16,692  | 3,653               | 85,104             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| OISHI                                  | Buy     | 161.50 | 185.00       | 14.6      | 197.4  | 2.23     | 3.88  | 5.44  | 1.38               | 2.40 | 3.37  | 18.95         | 11.92 | 7.88    | 26.64             | 53.50  | 29.21 | 1,564          | 472     | (4,010) | 188                 | 30,281             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Health Care Services                   |         |        |              |           |        | 12.8     |       |       | 1.73               |      |       | 1.69          |       |         | 1.90              |        |       | 18.32          |         |         | 16.47               |                    |  | 14.51   |  |  | 24.44 |  |  | 9.59  |  |  | 11.29 |  |  | 16,779  |  |  | 12,530  |  |  | 6,469   |  |  | 326,304   |  |  |
| BGH                                    | Buy     | 156.50 | 180.00       | 15.0      | 112.7  | 1.50     | 1.78  | 2.09  | 0.96               | 1.14 | 1.34  | 23.92         | 20.98 | 18.07   | 24.59             | 12.43  | 13.97 | 17,438         | 13,815  | 9,162   | 1,545               | 241,864            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| BH                                     | Sell    | 85.25  | 88.00        | 3.2       | 78.1   | 1.93     | 1.56  | 1.73  | 2.26               | 1.83 | 2.03  | 17.57         | 15.84 | 14.04   | 24.69             | 10.02  | 10.60 | (819)          | (1,325) | (2,511) | 728                 | 62,096             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| BCH                                    | Neutral | 11.20  | 13.00        | 16.1      | 10.3   | 0.22     | 0.23  | 0.26  | 1.98               | 2.09 | 2.35  | 13.45         | 12.59 | 11.40   | 24.04             | 6.32   | 9.30  | 159            | 40      | (181)   | 1,995               | 22,344             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Information & Communication Technology |         |        |              |           |        | 5.8      |       |       | 3.40               |      |       | 3.66          |       |         | 4.04              |        |       | 11.23          |         |         | 10.44               |                    |  | 9.70    |  |  | 9.47  |  |  | 11.31 |  |  | 9.83  |  |  | 117,994 |  |  | 150,413 |  |  | 140,980 |  |  | 1,299,861 |  |  |
| Mobile                                 |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| ADVANC                                 | Neutral | 223.00 | 230.00       | 3.1       | 226.9  | 11.94    | 12.07 | 13.24 | 5.35               | 5.41 | 5.94  | 10.72         | 10.69 | 9.70    | 9.14              | 1.77   | 9.37  | 48             | 9,948   | 4,612   | 2,973               | 663,000            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| DTAC                                   | Buy     | 91.75  | 105.00       | 14.4      | 97.5   | 4.87     | 4.83  | 6.04  | 5.31               | 5.27 | 6.58  | 9.04          | 8.74  | 7.39    | -3.56             | 4.91   | 17.50 | 25,826         | 29,154  | 27,646  | 2,368               | 217,247            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| TRUE                                   | Neutral | 7.40   | 6.50         | (12.2)    | 3.6    | 0.00     | 0.00  | 0.00  | 0.00               | 0.00 | 0.00  | 11.73         | 11.96 | 13.69   | 0.56              | 25.58  | 15.99 | 76,070         | 95,098  | 96,575  | 14,503              | 107,324            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Internet                               |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| CSL                                    | Buy     | 11.50  | 16.00        | 39.1      | 8.2    | 0.60     | 0.67  | 0.70  | 5.22               | 5.83 | 6.09  | 9.30          | 8.29  | 7.75    | -2.67             | 9.02   | 4.73  | -304           | -493    | -625    | 595                 | 6,837              |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| THCOM                                  | Neutral | 31.25  | 38.00        | 21.6      | 20.4   | 0.20     | 0.33  | 0.52  | 0.64               | 1.06 | 1.67  | 11.35         | 9.97  | 8.61    | 28.87             | 8.23   | 15.60 | 7,679          | 5,635   | 5,571   | 1,096               | 34,248             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Other                                  |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| INTUCH                                 | Buy     | 74.00  | 82.00        | 10.8      | 77.8   | 3.78     | 4.33  | 4.89  | 5.11               | 5.85 | 6.61  | 19.52         | 16.92 | 14.98   | 19.87             | 15.35  | 12.96 | -2,248         | -2,250  | -2,250  | 3,206               | 237,275            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| SAMART                                 | Neutral | 21.30  | 19.00        | (10.8)    | 12.6   | 0.52     | 0.57  | 0.55  | 2.44               | 2.68 | 2.58  | 8.61          | 8.87  | 7.97    | 10.57             | 3.89   | -1.13 | 6,043          | 7,951   | 4,737   | 989                 | 21,075             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| SAMTEL                                 | Buy     | 21.10  | 26.00        | 23.2      | 18.3   | 0.66     | 0.67  | 0.60  | 3.13               | 3.18 | 2.84  | 9.58          | 8.09  | 7.53    | 12.96             | 21.70  | 3.57  | 4,880          | 5,370   | 4,715   | 609                 | 12,856             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Insurance                              |         |        |              |           |        | (3.2)    |       |       | 0.53               |      |       | 3.50          |       |         | 4.25              |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  | 103,879 |  |  |           |  |  |
| BLA                                    | Sell    | 72.75  | 70.00        | (3.8)     | 49.5   | 0.77     | 0.99  | 1.23  | 1.06               | 1.36 | 1.69  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 1,200               | 87,300             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| THRE                                   | Buy     | 4.72   | 6.40         | 35.6      | 4.7    | 0.00     | 0.27  | 0.32  | 0.00               | 5.64 | 6.82  |               |       |         |                   |        |       |                |         |         | 3,512               | 16,579             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Media & Publishing                     |         |        |              |           |        | 5.9      |       |       | 3.92               |      |       | 4.27          |       |         | 4.58              |        |       | 13.61          |         |         | 12.94               |                    |  | 12.23   |  |  | 1.88  |  |  | 4.72  |  |  | 5.15  |  |  | -3,907  |  |  | -4,987  |  |  | -5,759  |  |  | 179,241   |  |  |
| TV broadcasting                        |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| BEC                                    | Sell    | 63.50  | 66.00        | 3.9       | 54.8   | 1.95     | 2.22  | 2.35  | 3.08               | 3.49 | 3.70  | 17.35         | 16.03 | 15.21   | -2.31             | 7.43   | 4.86  | -5,726         | -6,596  | -7,184  | 2,000               | 127,000            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| MCOT                                   | Neutral | 50.75  | 57.00        | 12.3      | 31.8   | 1.86     | 1.91  | 2.07  | 3.66               | 3.77 | 4.09  | 14.35         | 14.27 | 13.25   | -6.25             | 0.32   | 7.37  | -545           | -631    | -712    | 687                 | 34,870             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Cinema                                 |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| MAJOR                                  | Neutral | 19.60  | 21.00        | 7.1       | 21.1   | 0.98     | 1.09  | 1.16  | 5.02               | 5.56 | 5.94  | 9.13          | 8.53  | 8.22    | 14.19             | 6.40   | 3.21  | 2,364          | 2,240   | 2,137   | 886                 | 17,371             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Petrochemicals & Chemicals             |         |        |              |           |        | 34.0     |       |       | 3.70               |      |       | 4.42          |       |         | 5.26              |        |       | 6.73           |         |         | 5.43                |                    |  | 4.35    |  |  | 8.07  |  |  | 17.86 |  |  | 9.30  |  |  | 104,993 |  |  | 72,034  |  |  | 9,145   |  |  | 399,730   |  |  |
| IVL                                    | Neutral | 21.00  | 27.00        | 28.6      | 37.5   | 0.70     | 1.00  | 1.10  | 3.33               | 4.76 | 5.24  | 6.65          | 4.58  | 3.76    | 4.92              | 33.86  | 9.95  | 14,623         | 5,629   | -4,892  | 4,814               | 101,099            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| PTTGC                                  | Buy     | 66.25  | 90.00        | 35.8      | 70.1   | 2.70     | 2.70  | 3.50  | 4.08               | 4.08 | 5.28  | 6.82          | 6.28  | 4.95    | 11.21             | 1.86   | 8.64  | 90,370         | 66,405  | 14,037  | 4,508               | 298,630            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Property Development                   |         |        |              |           |        | 20.0     |       |       | 2.72               |      |       | 3.19          |       |         | #REF!             |        |       | 18.39          |         |         | 14.70               |                    |  | # # # # |  |  | 48.90 |  |  | 25.91 |  |  | 16.19 |  |  | 185,255 |  |  | 194,354 |  |  | 148,749 |  |  | 577,541   |  |  |
| Contractors                            |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| CK                                     | Buy     | 24.20  | 38.00        | 57.0      | 8.9    | 0.35     | 0.40  | 0.40  | 1.45               | 1.65 | 1.65  | 21.35         | 18.77 | 15.11   | 179.71            | 10.72  | 25.54 | 21,669         | 20,033  | 20,681  | 1,653               | 39,993             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| ITD                                    | Neutral | 7.15   | 4.20         | (41.3)    | 3.6    | 0.00     | 0.00  | 0.00  | 0.00               | 0.00 | 0.00  | 15.99         | 14.22 | #DIV/0! | 40.84             | 30.94  | n.m.  | 32,874         | 43,210  | 0       | 4,194               | 29,985             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| NWR                                    | Buy     | 4.54   | 6.00         | 32.2      | 2.9    | 0.12     | 0.12  | 0.16  | 2.64               | 2.63 | 3.43  | 9.62          | 6.75  | 5.93    | 74.89             | 48.88  | 22.14 | 2,014          | 2,419   | 3,101   | 1,553               | 7,050              |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| STEC                                   | Buy     | 27.50  | 38.00        | 38.2      | 18.6   | 0.61     | 0.74  | 0.84  | 2.22               | 2.69 | 3.07  | 26.01         | 20.28 | 19.43   | 25.37             | 24.06  | 12.85 | -56            | -135    | -800    | 1,186               | 32,621             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Industrial Estate                      |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| AMATA                                  | Buy     | 23.90  | 34.00        | 42.3      | 20.0   | 0.65     | 0.81  | 1.06  | 2.74               | 3.37 | 4.42  | 13.89         | 11.27 | 8.33    | 45.60             | 20.32  | 28.30 | 7,215          | 6,440   | 4,786   | 1,067               | 25,501             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| HEMRAJ                                 | Buy     | 4.16   | 5.20         | 25.0      | 3.4    | 0.13     | 0.18  | 0.21  | 3.03               | 4.22 | 5.09  | 13.45         | 10.68 | 8.63    | 150.48            | 28.33  | 16.88 | 5,445          | 6,288   | 3,706   | 9,705               | 40,374             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| ROJNA                                  | Neutral | 10.90  | 7.30         | (33.0)    | 11.1   | 0.30     | 0.33  | #REF! | 2.73               | 3.06 | #REF! | 29.27         | 25.52 | 24.46   | n.m.              | 10.65  | -0.85 | 15,292         | 14,305  | 12,671  | 1,187               | 12,934             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| TICON                                  | Buy     | 21.10  | 30.00        | 42.2      | 14.5   | 1.35     | 1.45  | 1.63  | 6.39               | 6.87 | 7.71  | 11.69         | 11.76 | 11.04   | 93.20             | 0.44   | 6.00  | 7,122          | 7,370   | 7,262   | 781                 | 16,479             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| WHA                                    | Buy     | 45.50  | 17.50        | (61.5)    | 16.6   | 0.19     | 0.64  | 0.75  | 0.41               | 1.41 | 1.65  | 49.53         | 19.24 | 15.79   | -8.05             | 158.85 | 19.42 | 1,360          | 1,501   | 1,004   | 510                 | 23,205             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| Residential                            |         |        |              |           |        |          |       |       |                    |      |       |               |       |         |                   |        |       |                |         |         |                     |                    |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| AP                                     | Buy     | 8.90   | 13.00        | 46.1      | 9.1    | 0.31     | 0.41  | 0.49  | 3.50               | 4.61 | 5.45  | 12.68         | 10.06 | 8.11    | 13.71             | 26.62  | 21.98 | 12,730         | 12,900  | 12,250  | 2,841               | 25,286             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| LH                                     | Neutral | 12.30  | 13.00        | 5.7       | 8.5    | 0.47     | 0.47  | 0.54  | 3.82               | 3.82 | 4.39  | 25.60         | 26.02 | 22.88   | -13.57            | 0.09   | 14.02 | 26,181         | 28,770  | 29,173  | 10,026              | 123,319            |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| LPN                                    | Neutral | 22.10  | 26.00        | 17.6      | 18.0   | 0.71     | 0.81  | 0.99  | 3.21               | 3.66 | 4.50  | 11.38         | 10.26 | 8.24    | 2.28              | 13.41  | 22.42 | -297           | -519    | -890    | 1,476               | 32,613             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| PS                                     | Buy     | 28.00  | 39.00        | 39.3      | 19.5   | 0.56     | 0.70  | 0.73  | 1.99               | 2.51 | 2.61  | 13.93         | 10.62 | 10.10   | 22.35             | 20.72  | 3.78  | 12,847         | 6,898   | 5,961   | 2,211               | 61,913             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| QH                                     | Buy     | 4.10   | 4.80         | 17.1      | 2.2    | 0.10     | 0.09  | 0.11  | 2.48               | 2.24 | 2.57  | 16.18         | 18.53 | 16.50   | 106.08            | -4.82  | 11.70 | 21,047         | 23,286  | 22,897  | 9,184               | 37,653             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| SIRI                                   | Buy     | 4.62   | 6.60         | 42.9      | 2.7    | 0.16     | 0.20  | 0.21  | 3.37               | 4.29 | 4.65  | 14.13         | 12.27 | 11.94   | 6.52              | 19.59  | 7.91  | 16,945         | 18,861  | 21,471  | 7,272               | 33,597             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |
| SPALI                                  | Buy     | 20.40  | 27.00        | 32.4      | 19.3   | 0.73     | 0.81  | 1.07  | 3.59               | 3.95 | 5.23  | 9.54          | 8.99  | 7.37    | -5.89             | 5.75   | 30.73 | 2,868          | 2,727   | 5,477   | 1,717               | 35,016             |  |         |  |  |       |  |  |       |  |  |       |  |  |         |  |  |         |  |  |         |  |  |           |  |  |



| Company                               | Rec.    | Price<br>(Bt) | 12-mth<br>Target Price | %<br>Up/(Down) | 12-mth<br>BB-CON | DPS (Bt) |      |      | Dividend Yield (%) |      |       | EV/EBITDA (x) |       |        | EBITDA Growth (%) |        |        | Net Debt (Btm) |           |           | Shares<br>(m Shrs.) | Mkt. Cap.<br>(Btm) |
|---------------------------------------|---------|---------------|------------------------|----------------|------------------|----------|------|------|--------------------|------|-------|---------------|-------|--------|-------------------|--------|--------|----------------|-----------|-----------|---------------------|--------------------|
|                                       |         |               |                        |                |                  | 12A      | 13F  | 14F  | 12A                | 13F  | 14F   | 12A           | 13F   | 14F    | 12A               | 13F    | 14F    | 12A            | 13F       | 14F       |                     |                    |
| <b>Property Fund</b>                  |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     | 64,426             |
| <b>Commercial</b>                     |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| CPNRF                                 | Buy     | 19.50         | 17.00                  | (12.8)         | 17.6             | 1.06     | 1.11 | 1.17 | 5.41               | 5.69 | 5.98  | n.a.          | n.a.  | n.a.   | n.a.              | n.a.   | n.a.   | n.a.           | n.a.      | n.a.      | 1,636               | 31,908             |
| <b>Industrial</b>                     |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| TFUND                                 | Sell    | 12.60         | 11.50                  | (8.7)          |                  | 0.77     | 0.65 | 0.79 | 6.11               | 5.12 | 6.27  | n.a.          | n.a.  | n.a.   | n.a.              | n.a.   | n.a.   | n.a.           | n.a.      | n.a.      | 999                 | 12,585             |
| TLOGIS                                | Buy     | 12.70         | 14.00                  | 10.2           |                  | 0.91     | 0.87 | 0.87 | 7.15               | 6.83 | 6.85  | n.a.          | n.a.  | n.a.   | n.a.              | n.a.   | n.a.   | n.a.           | n.a.      | n.a.      | 238                 | 3,017              |
| 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              |
| <b>Office</b>                         |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| QHPF                                  | Buy     | 11.10         | 10.50                  | (5.4)          |                  | 0.77     | 0.80 | 0.00 | 6.93               | 7.22 | 0.00  | n.a.          | n.a.  | n.a.   | n.a.              | n.a.   | n.a.   | n.a.           | n.a.      | n.a.      | 797                 | 8,847              |
| POPF                                  | Buy     | 13.50         | 12.00                  | (11.1)         |                  | 0.99     | 1.01 | 1.03 | 7.35               | 7.46 | 7.61  | n.a.          | n.a.  | n.a.   | n.a.              | n.a.   | n.a.   | n.a.           | n.a.      | n.a.      | 342                 | 4,617              |
| <b>Steel</b>                          |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| SSI                                   | Neutral | 0.58          | 0.60                   | 3.4            | 0.6              | 0.00     | 0.02 | 0.02 | 0.00               | 3.51 | 3.51  | -10.36        | 8.86  | 7.94   | n.m.              | n.m.   | 8.04   | 51,168         | 50,195    | 48,274    | 18,337              | 10,635             |
| <b>Tourism &amp; Leisure</b>          |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| CENEL                                 | Buy     | 37.00         | 43.00                  | 16.2           | 18.6             | 0.28     | 0.36 | 0.44 | 0.74               | 0.98 | 1.19  | 18.33         | 15.82 | 14.09  | 29.84             | 15.50  | 10.28  | 16,089         | 15,380    | 13,890    |                     | 61,960             |
| ERW                                   | Buy     | 5.35          | 6.75                   | 26.2           | 3.2              | 0.02     | 0.04 | 0.05 | 0.41               | 0.67 | 0.96  | 16.19         | 14.19 | 12.64  | 33.74             | 15.68  | 10.58  | 7,768          | 8,062     | 7,745     | 2,245               | 12,010             |
| <b>Transportation &amp; Logistics</b> |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| <b>Aviation</b>                       |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| AAV                                   | Buy     | 7.10          | 7.80                   | 9.9            | 4.2              | 0.00     | 0.00 | 0.00 | 0.00               | 0.00 | 0.00  | 13.87         | 9.15  | 7.34   | 182.69            | 45.56  | 17.79  | 689            | 1,819     | 2,422     | 4,850               | 34,435             |
| AOT                                   | Buy     | 115.00        | 140.00                 | 21.7           | 72.1             | 1.78     | 2.31 | 2.50 | 1.55               | 2.00 | 2.18  | 12.33         | 12.13 | 12.22  | 2.87              | 5.05   | 4.11   | 34,083         | 40,832    | 50,801    | 1,429               | 164,286            |
| THAI                                  | Buy     | 24.90         | 30.00                  | 20.5           | 25.7             | 0.54     | 0.73 | 0.83 | 2.15               | 2.95 | 3.35  | 6.46          | 6.30  | 5.70   | 47.84             | 9.56   | 6.31   | 139,175        | 152,430   | 144,458   | 2,183               | 54,351             |
| <b>Mass Transit</b>                   |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| BMCL                                  | Neutral | 1.12          | 0.80                   | (28.6)         | 0.6              | 0.00     | 0.00 | 0.00 | 0.00               | 0.00 | 0.00  | 63.89         | 52.64 | 100.75 | 77.93             | 23.15  | -46.70 | 16,138         | 16,568    | 17,176    | 11,950              | 13,384             |
| BTS                                   | Buy     | 8.80          | 10.00                  | 13.6           | 6.4              | 0.17     | 0.08 | 0.10 | 1.97               | 0.88 | 1.15  | 37.62         | 32.75 | 28.33  | 75.62             | 19.76  | 13.31  | 31,664         | 36,112    | 33,783    | 9,526               | 83,830             |
| <b>Shipping</b>                       |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| PSL                                   | Neutral | 15.60         | 15.50                  | (0.6)          | 15.6             | 0.26     | 0.29 | 0.68 | 1.67               | 1.87 | 4.33  | 15.63         | 12.94 | 7.78   | -16.77            | 44.01  | 39.54  | 2,771          | 6,421     | 2,781     | 1,040               | 16,217             |
| RCL                                   | Neutral | 6.80          | 7.60                   | 11.8           | 7.5              | 0.00     | 0.02 | 0.33 | 0.00               | 0.25 | 4.86  | 23.29         | 8.10  | 4.86   | n.m.              | 197.66 | 56.11  | 6,066          | 6,476     | 5,709     | 829                 | 5,636              |
| TTA                                   | Neutral | 16.60         | 16.00                  | (3.6)          | 18.0             | 0.25     | 0.07 | 0.23 | 1.51               | 0.45 | 1.38  | 10.47         | 8.32  | 7.45   | -0.05             | 33.46  | 13.29  | 13,208         | 14,742    | 15,128    | 708                 | 11,753             |
| <b>Tollroads</b>                      |         |               |                        |                |                  |          |      |      |                    |      |       |               |       |        |                   |        |        |                |           |           |                     |                    |
| BECL                                  | Buy     | 35.25         | 50.00                  | 41.8           | 32.0             | 1.30     | 1.56 | 1.92 | 3.70               | 4.44 | 5.44  | 7.91          | 7.00  | 5.89   | 1.51              | 4.19   | 8.13   | 14,410         | 11,163    | 7,685     | 770                 | 27,143             |
| <b>SCBS Coverage</b>                  |         | 1478.97       |                        | 16.5           |                  |          |      |      | 3.3%               | 3.7% | #REF! | 9.21          | 8.42  | 7.43   | 10.73             | 9.47   | 11.05  | 1,499,695      | 1,472,248 | 1,198,908 |                     | 9,810,572          |

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งหากถูกนำมาทราบผิดใจได้โดยทั่วไป และไม่มีข้อมูลที่เกี่ยวข้องว่าบริษัทใด แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (บริษัท) มีมติเห็นหรือรับรองข้อเท็จจริงทางกฎหมาย หรือสนับสนุนข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความเห็นหรือข้อสรุปในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และมีความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามสภาวะตลาด โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณะ หรือสำนักงานกฎหมาย ธนาคารมีหน้าที่ในการเปิดเผยหรือแจ้งให้ลูกค้าทราบเท่านั้น บริษัทไม่จำเป็นต้องตอบคำถามหรือข้อสงสัยของลูกค้าในโอกาสใด ๆ ปรากฏในการพิจารณาตัดสินให้มีความการลงทุน นอกจากนั้น บริษัท หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆกับบริษัทใดๆที่ถูกลำดับในรายงานนี้ก็ได้

[illegible]

SCBS สงวนสิทธิ์ในการได้ผลประโยชน์ตอบแทนเพียงผู้เดียวในการถือเพิ่มต้นทุนลูปในครั้งคราวโดยไม่ได้อนุญาตจาก เอ็กซอมนับถือซึ่งสิ่งใดที่ก่อเฉพาะบุคคลที่กำหนดกันนั้น แลหากินได้ทำการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสดงทางประจักษ์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในสำเนาใดๆ เว้นแต่ได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองเพื่อเพียงผู้เดียวในการเก็บและเพิ่มข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จึงต้องส่งให้คณะกรรมการที่กำหนดยกเว้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือลอกเลียนแบบในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่ได้รับอนุญาตยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

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.