

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 3/56



เก็บหุ้นราคาถูก

Research Group

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

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

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

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

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

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม
สิริการณีย์ กฤษณ์นิพัทธ์ (ยุพพร สิริวัฒแสนสุข)
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
ฐานิดา ทรงพัฒนโยธิน
tanida.songphanayothin@scb.co.th, (662) 949-1012

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

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

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

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

ฐานข้อมูล
อมรรัตน์ คณานต์กุล
amornrat.kananankul@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

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

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

SCBS Market Strategy Report



2555



2554



ดูข้อเสนอสิทธิและปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้ใน
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Diamond in the rough

We “select” for your wealth

SCB Securities

Private Portfolio

SCB
Securities 

SCBS's **Private Portfolio** service is a new alternative investment for investors who wish to enhance return on investment through investing in high growth and valued equities. The strategy is to focus on small and middle cap stocks with strong fundamentals and long-term growth story. Portfolios will be managed by a team of experts in asset management conducting an in-dept stock analysis and monitoring portfolios on a regular basis.

Our approach

“Discovering hidden Value”

Small/Mid Cap stocks
with high growth

“Experienced Team”

Portfolio's managed
by specialists

“Strong risk Management”

Aim to provide
high risk-adjusted returns
through a balanced
& diverse approach

For additional information

02-949-1999



SCB Securities Co., Ltd.

19 Tower 3, 20th-21th Fl., 101 RCP Tower, Ground Fl., SCB Park Plaza, Ratchadapisek Rd., Chatuchak Bangkok 10900

www.scbs.com
www.scbsonline.com

*Investments contain risk. Investors should study fund information before making any decisions to invest.

SCBS TECHNICAL CHART

2

ก้าวสู่ปีที่ 2 กับ SCBS Technical Chart [2] กราฟหุ้นอัจฉริยะ
ที่พัฒนาอีกขั้นกับการผสานกราฟเทคนิคและข่าวหุ้นไว้ด้วยกัน
ให้คุณไม่พลาดทุกข้อมูลประกอบการตัดสินใจลงทุน

SCBS Online

SCBS Technical Chart 2

จับจังหวะการลงทุนและ
เล็งข่าวหุ้นร้อนๆ พร้อมกัน

SCB
หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์

Information

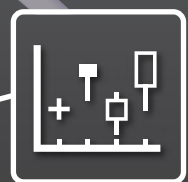


Smart News

ค้นหาข่าว ตลาดหุ้น ตลาดอนุพันธ์
ข่าวหุ้นรายตัว ด้วยคีย์เวิร์ด สะดวก
รวดเร็ว แบบเรียลไทม์

The Real-Time Connection between
Smart Information and the Right Market Timing

Market Timing



Technical Chart

กราฟเทคนิคแสดงสัญญาณซื้อขาย
สำเร็จรูปพร้อมเมนูตั้งค่า Timeframe
และ Indicators หลากหลาย ใช้งาน
ง่าย ไม่ซับซ้อน ไม่พลาดทุกเสี้ยววินาที
ของการตัดสินใจลงทุน



Send to



E-mail

Share to



Facebook



Twitter

Send & Share ส่งต่อข้อมูลดีๆ
ทางอีเมล และแบ่งปันประสบการณ์
การลงทุนผ่าน Social Network

Join us at facebook.com/scbsecurities.thailand
and Follow us at twitter.com/scbsonline



สอบถามรายละเอียด

SCBS Call Center 02 949 1999

www.scbs.com
www.scbsonline.com

สารบัญ

เก็บหุ้นราคาถูก.....	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

เอพี (ไทยแลนด์) (AP).....	11
บ้านปู (BANPU)	15
เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)	19
เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) (DELTA).....	23
เคซีอี อีเลคโทรนิคส์ (KCE)	27
เสิร์ (SIRI)	31

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์.....	37
ธนาคาร	39
วัสดุก่อสร้าง	41
รับเหมาก่อสร้าง	43
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	45
พลังงาน	47
เงินทุน	49
การแพทย์	51
นิคมอุตสาหกรรม	53
ประกัน	55
สื่อ	57
ปิโตรเคมี	59
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	61
หลักทรัพย์	63
สื่อสาร	65
ท่องเที่ยว	67
ขนส่ง	69
สาธารณูปโภค	71
SCBS Stock Universe	73

This page is left blank intentionally



เก็บหุ้นราคาถูก

เกียรติก้อง วัฒนวิภากร CFA
0-2949-1022
andy@scb.co.th

ตลาดที่ปรับฐานลงแรงแล้วในเดือน มี.ค.-เม.ย. กลับยิ่งร่วงลงแรงไปกว่านั้นอีกในเดือน มิ.ย. อย่างไรก็ดี เนื่องจาก SET index อยู่ที่ระดับ 1,427 จุด ณ เวลาที่เราจัดทำรายงานฉบับนี้ ทำให้ตอนนี้ PE ของตลาดอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้นที่ 14 เท่าในปี 2556 และ 12 เท่าในปี 2557 เรายังคงเป้า SET index ปลายปี 2556 ไว้ที่ 1,500 จุด สะท้อนว่าตลาดน่าจะปรับตัว sideways นับจากนี้ไป ในขณะที่ตลาดน่าจะยังคงมีความผันผวนสูง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาส 3/56 โดยมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการถอนมาตรการ QE ของสหรัฐฯ และสถานการณ์การเมืองภายในประเทศที่ตึงเครียดมากขึ้น อย่างไรก็ดี เราเล็งเห็นโอกาสเข้าเก็บหุ้นราคาถูกอันเป็นผลมาจากราคาที่แกว่งตัวผันผวนอย่างหนัก และเริ่มหันมาให้ความสนใจหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯ หุ้น top picks ในไตรมาส 3/56 ของเรา ได้แก่ AP BANPU CPF DELTA KCE และ SIRI

Valuation กลับมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น ประเมินการกำไรสุทธิโดยรวมในปี 2556 ของหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมมากนักหลังจากปรับประมาณการเพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 1/56 ดังนั้นการปรับฐานลงมาของตลาดหุ้นเมื่อไม่นานมานี้จึงเป็นการดึงให้ Valuation ของตลาดกลับลงมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น (แต่ยังไม่ถือว่าถูก) โดยปัจจุบัน SET index เทตที่ PER 14 เท่าในปี 2556 และ 12 เท่าในปี 2557 เรายังคงเป้า SET index ปลายปี 2556 เอาไว้ที่ 1,500 จุด นอกจากนี้เรายังคงยืนยันมุมมองที่เคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้าว่า นักลงทุนหันมาใช้ความระมัดระวังมากขึ้นหลังจากตลาดปรับตัวลงแรง ความกลัวมีแนวโน้มที่จะเข้ามาบีบหนทางสำคัญในการตัดสินใจลงทุนมากขึ้นหลังจากตลาดปรับตัวลดลงแรงรอบที่สองในระยะเวลาห่างกันกับรอบแรกเพียง 3 เดือน เรามองแนวรับระยะสั้นของตลาดที่ 1,350 จุด

การถอนมาตรการ QE และการเมืองในประเทศ เราคาดว่าตลาดจะยังคงผันผวนสูงในระยะสั้นเมื่อพิจารณาจากเหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นในไตรมาส 3/56 เหตุการณ์แรก คือ การประชุมธนาคารกลางสหรัฐฯ (30-31 ก.ค. และ 17-18 ก.ย.) จะถูกติดตามอย่างใกล้ชิดเพื่อหาสัญญาณถอนมาตรการ QE ในขณะที่สิ่งที่สำคัญที่ต้องจับตามอง คือ การถอนมาตรการ QE จะเกิดขึ้นเมื่อใด ไม่ใช่ว่าจะเกิดขึ้นหรือไม่ นักลงทุนดูเหมือนจะเริ่มทยอยขายสินทรัพย์เสี่ยงเพื่อนำเงินไปปิดสถานะ USD carry trades ที่สะสมในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาแล้ว เหตุการณ์ที่สอง คือ สภาผู้แทนราษฎรมีกำหนดเปิดสมัยประชุมอีกครั้งในเดือน ส.ค. ซึ่งมีประเด็นโต้แย้งหลายประเด็นอยู่ในวาระการประชุม นอกจากนี้สถานการณ์การเมืองก็ดูตึงเครียดมากขึ้น เพราะมีกลุ่มผู้ชุมนุมต่อต้านรัฐบาลในนาม “หน้ากากขาว” เพิ่มขึ้น อีกทั้งยังมีเสียงวิพากษ์วิจารณ์มากขึ้นเกี่ยวกับโครงการรับจำนำข้าว และพรรคเพื่อไทยก็ประสบความพ่ายแพ้ 2 ครั้งในการเลือกตั้งผู้ว่าฯ กทม. และการเลือกตั้งซ่อม ส.ส.ดอนเมือง

เก็บหุ้นราคาถูก ราคาหุ้นที่แกว่งตัวผันผวนอย่างหนักเปิดโอกาสให้เข้าเก็บหุ้นราคาถูก ณ ระดับราคาปัจจุบัน และเนื่องจากเรามองว่าตลาดจะยังคงผันผวนสูงอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นกลยุทธ์สำหรับไตรมาส 3/56 ของเรายังคงเน้นไปที่หุ้น Valuation ถูก เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่ตลาดจะปรับตัวลดลง อย่างไรก็ดี เรายังคงประเมินการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐฯเข้ามาเป็นส่วนหนึ่งในการวางกลยุทธ์สำหรับไตรมาส 3 นี้ด้วย เนื่องจากเราคาดว่าภาวะปิดสถานะ USD carry trades จะเป็นเหตุการณ์สำคัญในตลาดทั่วโลกในระยะเวลาอันใกล้นี้ หุ้น top picks ในไตรมาส 3/56 ของเรา ได้แก่ AP BANPU CPF DELTA KCE และ SIRI โดยหุ้นเหล่านี้เทตที่ PER เฉลี่ยเพียง 8.6 เท่าในปี 2556 และ 7.4 เท่าในปี 2557

- AP ราคาตลาดลง 36% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และลดลงเฉลี่ย 24% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 6.9 เท่าในปี 56
- BANPU ราคาตลาดลง 39% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และลดลงเฉลี่ย 29% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 8.0 เท่าในปี 56
- CPF ราคาตลาดลง 30% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และลดลงเฉลี่ย 20% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 16.6 เท่าในปี 56
- DELTA ราคาตลาดลง 12% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และลดลงเฉลี่ย 2% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 9.4 เท่าในปี 56
- KCE ราคาตลาดลง 23% จากจุดสูงสุดของปีนี้ แต่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 10.1 เท่าในปี 56
- SIRI ราคาหุ้นลดลง 39% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และลดลงเฉลี่ย 24% ตั้งแต่ต้นปี; เทตที่ PE 6.8 เท่าในปี 56

3Q13 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
AP	Buy	6.90	13.0	92.0	8.8	6.9	5.8	33.5	27.3	18.4	1.57	1.34	1.15	19.3	21.0	21.2	3.6	4.4	5.2	10.3	7.9	6.9
BANPU	Buy	258.00	440.0	77.5	12.2	8.0	6.5	(33.2)	52.5	23.8	0.86	0.81	0.75	7.3	10.4	12.1	7.0	5.0	6.2	6.0	6.2	4.6
CPF	Buy	25.75	35.0	40.2	48.4	16.6	10.3	(72.9)	191.9	61.5	1.65	1.78	1.65	4.7	10.6	15.9	4.3	3.1	5.0	20.0	14.3	10.5
DELTA	Buy	36.25	43.0	25.2	10.8	9.4	8.5	58.8	14.5	11.2	2.01	1.86	1.70	19.8	20.5	21.0	6.6	6.9	7.4	6.5	5.7	4.9
KCE	Buy	14.80	19.0	32.1	123.8	10.1	8.8	(54.2)	1,122.9	15.1	2.27	1.75	1.56	2.0	19.6	18.8	3.7	4.7	4.7	16.6	8.4	7.6
SIRI	Buy	3.30	6.6	105.2	8.1	6.8	5.7	35.7	18.8	18.8	1.73	1.51	1.30	22.1	24.4	24.4	5.2	6.5	7.8	9.9	8.4	7.0
Average					35.3	9.6	7.6	(5.4)	238.0	24.8	1.68	1.51	1.35	12.5	17.7	18.9	5.1	5.0	5.9	11.5	8.5	6.9

Source: SCBS Investment Research

ประมาณการอัตราเติบโต
ของ GDP โลกถูกปรับ
ลดลงเล็กน้อยสู่ 3.3% ใน
ปี 2556

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับล่าสุด (เดือน เม.ย.) กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ได้ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกปี 2556 ลดลง 0.2% สู่ 3.3% เพิ่มขึ้นน้อยมาจากอัตราเติบโต 3.2% ในปี 2555 ในขณะที่คงประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ปี 2557 ไว้ที่ 4%

สำหรับประมาณ GDP ปี 2556 นั้น IMF ได้ปรับประมาณการลดลงเกือบทุกประเทศ ยกเว้นญี่ปุ่น (ปรับขึ้น 0.4%) อาเซียน-5 (ปรับขึ้น 0.3%) และเยอรมนี (ปรับขึ้น 0.1%) ประเทศที่ถูกปรับประมาณการ GDP ลงมากที่สุด คือ กลุ่มประเทศเครือรัฐเอกราชไม่รวมรัสเซีย (-0.8%) ตามมาด้วยบราซิล (-0.5%); ฝรั่งเศสกับอิตาลี (-0.4%); และสหราชอาณาจักร แคนาดา กับรัสเซีย (-0.3%)

จีน อาเซียน-5 อินเดีย และรัสเซียยังคงเป็นประเทศหลักๆ ที่จะช่วยขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจโลกเติบโต โดยคาดว่า GDP ปี 2556 ของประเทศเหล่านี้จะเติบโต 8.0% 5.9% 5.7% และ 3.4% ตามลำดับ ในทางกลับกัน ประเทศที่เป็นตัวฉุด GDP โลกมากที่สุดยังคงเป็นสเปนและอิตาลีที่คาดว่า GDP จะมีอัตราเติบโตติดลบที่ -1.6% และ -1.5% ตามลำดับ

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

(Percent change unless noted otherwise)	Projections				Difference from January 2013 WEO Update	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
World Output	4.0	3.2	3.3	4.0	-0.2	0.0
Advanced Economies	1.6	1.2	1.2	2.2	-0.1	0.1
United States	1.8	2.2	1.9	3.0	-0.2	-0.1
Euro Area	1.4	-0.6	-0.3	1.1	-0.2	0.0
Germany	3.1	0.9	0.6	1.5	0.1	0.0
France	1.7	0.0	-0.1	0.9	-0.4	0.0
Italy	0.4	-2.4	-1.5	0.5	-0.4	0.0
Spain	0.4	-1.4	-1.6	0.7	-0.1	-0.1
Japan	-0.6	2.0	1.6	1.4	0.4	0.7
United Kingdom	0.9	0.2	0.7	1.5	-0.3	-0.3
Canada	2.6	1.8	1.5	2.4	-0.3	0.1
Other Advanced Economies	3.3	1.8	2.5	3.4	-0.3	0.1
Emerging Market and Developing Economies	6.4	5.1	5.3	5.7	-0.2	-0.1
Central and Eastern Europe	5.2	1.6	2.2	2.8	-0.3	-0.4
Commonwealth of Independent States	4.8	3.4	3.4	4.0	-0.4	-0.1
Russia	4.3	3.4	3.4	3.8	-0.3	0.0
Excluding Russia	6.1	3.3	3.5	4.6	-0.8	-0.1
Developing Asia	8.1	6.6	7.1	7.3	0.0	-0.1
China	9.3	7.8	8.0	8.2	-0.1	-0.3
India	7.7	4.0	5.7	6.2	-0.2	-0.1
ASEAN-5	4.5	6.1	5.9	5.5	0.3	-0.2
Latin America and the Caribbean	4.6	3.0	3.4	3.9	-0.3	0.0
Brazil	2.7	0.9	3.0	4.0	-0.5	0.1
Mexico	3.9	3.9	3.4	3.4	-0.1	-0.1
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.9	4.7	3.1	3.7	-0.3	-0.1
Sub-Saharan Africa	5.3	4.8	5.6	6.1	-0.2	0.4
South Africa	3.5	2.5	2.8	3.3	0.0	-0.8
Memorandum						
European Union	1.6	-0.2	0.0	1.3	-0.2	-0.1
Middle East and North Africa	4.0	4.8	3.1	3.7	-0.3	-0.2
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.9	2.5	2.6	3.4	-0.2	0.0
World Trade Volume (goods and services)	6.0	2.5	3.6	5.3	-0.2	-0.1
Imports						
Advanced Economies	4.7	1.0	2.2	4.1	0.0	0.0
Emerging Market and Developing Economies	8.6	4.9	6.2	7.3	-0.3	-0.4
Exports						
Advanced Economies	5.6	1.9	2.8	4.6	0.0	0.1
Emerging Market and Developing Economies	6.4	3.7	4.8	6.5	-0.8	-0.4
Commodity Prices (U.S. dollars)						
Oil	31.6	1.0	-2.3	-4.9	2.8	-2.0
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	17.8	-9.8	-0.9	-4.3	2.2	-1.3
Consumer Prices						
Advanced Economies	2.7	2.0	1.7	2.0	0.1	0.2
Emerging Market and Developing Economies	7.2	5.9	5.9	5.6	-0.1	0.1
London Interbank Offered Rate (percent)⁷						
On U.S. Dollar Deposits	0.5	0.7	0.5	0.6	-0.1	0.0
On Euro Deposits	1.4	0.6	0.2	0.4	0.1	0.2
On Japanese Yen Deposits	0.3	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0

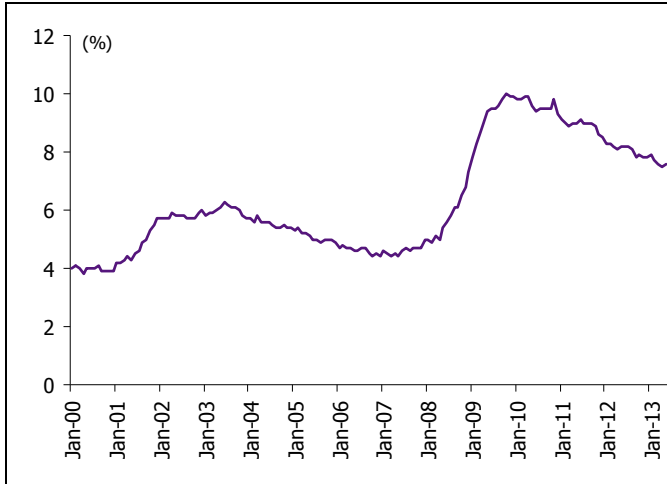
Source: IMF

เศรษฐกิจสหรัฐฯ และการถอนมาตรการ QE

เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยัง
เติบโตได้ดี

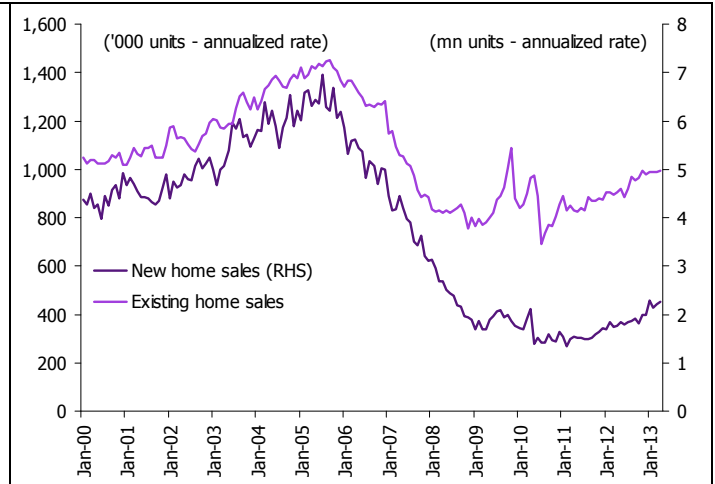
GDP สหรัฐฯ เติบโตเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 2.4% ในไตรมาส 1/56 โดยอิงกับ “ตัวเลขทบทวนครั้งที่ 2” เทียบกับอัตราเติบโต 0.4% ในไตรมาส 4/55 การเติบโตเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เกิดจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคส่วนบุคคล การปรับระดับสินค้าคงคลังภาคเอกชน การลงทุนในสินทรัพย์คงที่ และการส่งออก ในขณะที่เครื่องชี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ยังคงแข็งแกร่ง โดย: 1) อัตราการว่างงานล่าสุดในเดือน พ.ค. อยู่ที่ 7.6% ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจาก 10% ในเดือน ต.ค. 2552; 2) ยอดขายบ้านมือสองและยอดขายบ้านใหม่เดือน เม.ย. ทำสถิติสูงสุดในรอบเกือบ 5 ปี; 3) ดัชนีราคาบ้าน S&P Case-Shiller อยู่ที่ระดับ 164.48 ในเดือน มี.ค. และมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นทำจุดสูงสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤตซับไพร์ม; และ 4) ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเดือน พ.ค. อยู่ที่ระดับ 76.2 สูงสุดในรอบ 5 ปี

Figure 2: อัตราการว่างงานสหรัฐฯ



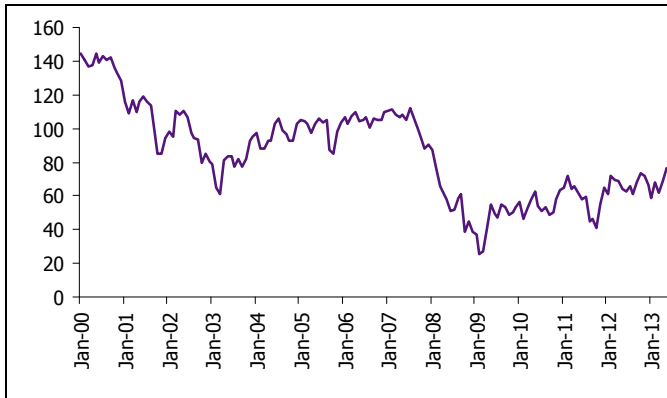
Source: Bloomberg

Figure 3: ยอดขายบ้านมือสองและบ้านใหม่ในสหรัฐฯ



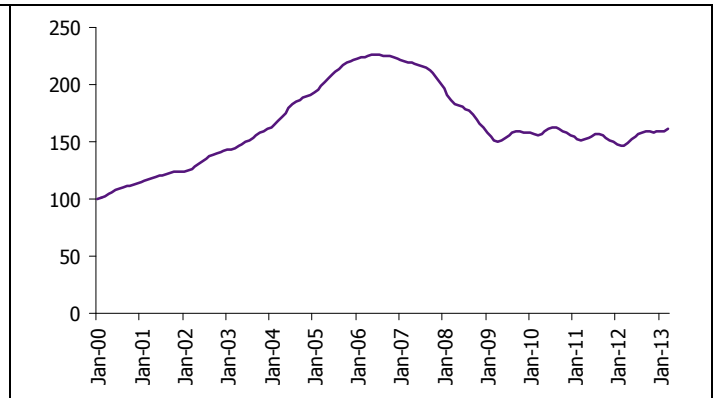
Source: Bloomberg

Figure 4: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคสหรัฐฯ



Source: Bloomberg

Figure 5: ดัชนีราคาบ้าน S&P/Case-Shiller



Source: Bloomberg

ปัจจุบัน การถอน
มาตรการ QE เป็นปัจจัย
ใหญ่ที่สุดสำหรับตลาด
การเงิน

Figure 6: กำหนดประชุม FOMC

มกราคม	29-30
มีนาคม	19-20
เมษายน/พฤษภาคม	30-01
มิถุนายน	18-19
กรกฎาคม	30-31
กันยายน	17-18
ตุลาคม	29-30
ธันวาคม	17-18

Source: Federal Reserve

นำเงินไปลงทุนต่อ

เมื่ออิงกับขนาดของมาตรการ QE การถอนมาตรการนี้จะส่งผลกระทบต่อราคาสินทรัพย์อย่างแน่นอน อย่างไรก็ตาม ผลกระทบต่อตลาดการเงินไม่จำเป็นต้องเกิดขึ้นในช่วงที่ถอนมาตรการ QE การเคลื่อนไหวของตลาดการเงินในระยะหลังนี้สะท้อนให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มขายสินทรัพย์เสี่ยงเพื่อนำเงินไปปิดสถานะ USD carry trade แล้ว

การอุปโภคบริโภค
ภาคเอกชนชะลอตัวลง
GDP เติบโตน้อยลง

เศรษฐกิจไทย

GDP ไตรมาส 1/56 ของประเทศไทยเติบโต 5.3% YoY ต่ำกว่าคาด โดยมีสาเหตุหลักมาจากการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนที่ชะลอตัวลง ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ดูเหมือนจะมีความกังวลอยู่บ้าง และปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงจาก 2.75% สู่ 2.50% ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ครั้งล่าสุด SCB EIC (ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์) คาดว่า GDP ของประเทศไทยจะเติบโต 5.0% ในปี 2556 แต่มีความเสี่ยงมาจากการส่งออกโดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจโลกที่เปราะบาง ประมาณการดังกล่าวอิงกับสมมติฐานการใช้จ่ายลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ นอกจากนี้ SCB EIC ก็คาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะไม่เปลี่ยนแปลงจนถึงสิ้นปีนี้

Figure 7: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Indicators	Unit	Actual 2012	SCB EIC forecast				
			1Q13	2Q13	3Q13	4 Q13	2013
Economic Growth (GDP)	%YOY	6.4	5.3	3.7	5.4	5.4	5
Headline Inflation	%YOY	3	3.1	2.4	2.4	3.2	2.8
Core Inflation	%YOY	2.1	1.5	1.2	1.5	2	1.6
Policy Rate (RP-1D) (end of period)	%p.a.	2.75	2.75	2.5	2.5	2.50	2.5
THB/USD (end of period)	THB/USD	30.6	29.3	29.5	29.2	28.8	28.5-29.0

Source: SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

กำไรสุทธิบริษัทจดทะเบียน
โต 22.3% ในปี 2556

กำไรสุทธิบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 2.16 แสนล้านบาทในไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้น 9.5% YoY ทั้งนี้มีผลกระทบจากฐาน (base effect) ในการเปรียบเทียบผลประกอบการไตรมาส 1/56 กับไตรมาส 1/55 เนื่องจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำของประเทศไทยมีผลบังคับใช้ (เฉพาะบางจังหวัด) ตอนต้นไตรมาส 2/55 ในขณะที่เรคาดการณกำไรสุทธิใน 3 ไตรมาสที่เหลือที่ 5.45 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 23.6% YoY ประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ซึ่งสะท้อนถึงอัตราเติบโต 22.3% ดุลสมเหตุผลผล เนื่องจากกำไรไตรมาส 1/56 คิดเป็น 28.4% ของประมาณการกำไรทั้งปี และเมื่อมองต่อไปยังปี 2557 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตลงสู่ระดับ 15%

Figure 8: Sector valuation and forecasts

	Core PE (x)			Core Profit Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div Yield (%)		
	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
Agribusiness	259.5	11.7	9.3	(1)	21	25	1.91	1.64	1.77	1	15	18	-	3.6	5.9
Automotive	10.2	8.3	7.4	72	23	13	1.64	1.42	1.25	17	18	18	3.1	3.8	4.4
Banking	12.9	10.4	8.8	24	25	18	1.84	1.62	1.43	15	17	17	0.6	0.7	0.8
Commerce	34.4	27.4	21.6	31	26	27	9.76	8.48	7.12	31	33	36	1.5	2.3	2.8
Construction Materials	22.4	16.2	13.6	(15)	38	19	2.64	2.47	2.26	12	16	17	2.7	3.3	4.0
Electronic Components	15.9	9.2	8.2	17	51	13	1.52	1.32	1.24	10	15	16	5.6	6.7	7.0
Energy & Utilities	10.5	9.0	8.2	2	10	10	1.40	1.27	1.15	15	15	15	4.0	4.4	4.7
Finance & Securities	16.9	10.9	11.2	129	55	(3)	2.62	2.30	2.16	16	22	20	3.7	5.7	5.1
Food & Beverage	39.7	19.4	13.0	(53)	104	50	2.26	2.09	10.19	7	11	27	3.1	2.5	3.8
Health Care Services	35.3	29.5	25.4	43	20	16	6.03	5.38	4.79	22	21	21	1.5	1.4	1.7
ICT	26.9	25.4	20.7	19	6	23	8.17	8.40	9.21	31	31	34	4.0	4.2	4.8
Insurance	nm	15.5	13.0	nm	nm	19	3.84	3.13	2.66	(6)	22	22	1.0	2.3	2.8
Media & Publishing	23.0	19.8	18.0	28	16	10	7.33	6.88	6.64	33	36	38	4.1	4.7	5.2
Petrochemicals & Chemicals	12.0	9.5	8.1	(22)	27	17	1.33	1.22	1.12	12	13	14	4.3	4.6	5.3
Property Development	17.9	13.3	10.7	58	35	24	2.81	2.37	2.10	17	19	21	2.9	3.9	4.8
Steel	nm	27.9	5.9	(194)	nm	369	0.82	1.15	0.97	(82)	3	18	-	1.4	1.4
Tourism & Leisure	44.7	29.8	23.3	93	50	28	4.06	3.64	3.33	11	13	15	0.8	1.7	1.7
Transportation & Logistics	58.9	24.9	18.5	nm	117	29	1.67	1.48	1.36	3	6	8	1.8	2.2	2.8
SCBS Universe	18.6	14.3	12.2	7	30	18	2.28	2.05	1.90	14	16	17	3.1	3.6	4.1

Source: SCBS Investment Research

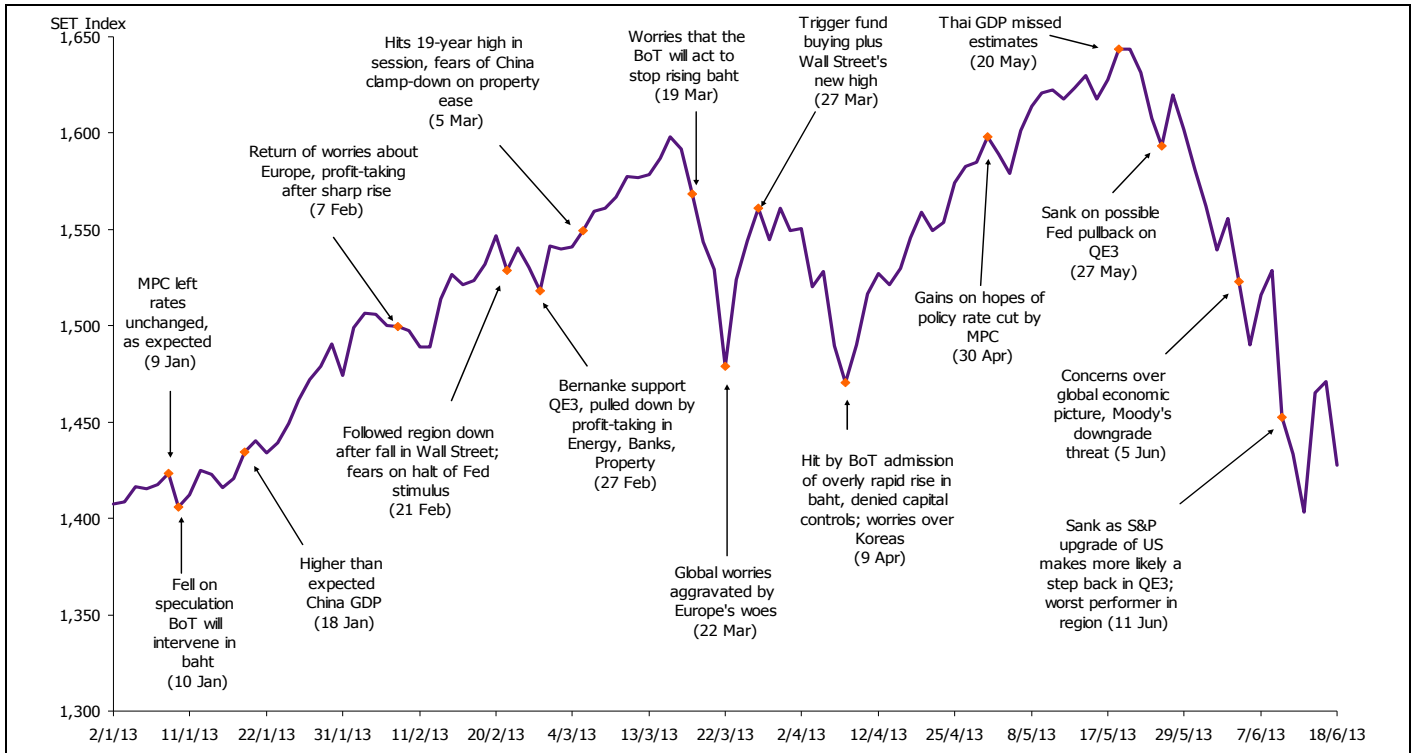


แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 3/56 และกลยุทธ์การลงทุน

ช่วงเวลาแห่งความผัน
ผวน

ตลาดหุ้นไทยที่ผันผวนมากแล้วในไตรมาส 1/56 กลับยิ่งผันผวนหนักขึ้นไปอีกในไตรมาส 2/56 โดย SET index ปรับตัวลดลงมาทำจุดต่ำสุดตอนต้นไตรมาส 2/56 ที่ 1,470.72 จุดเมื่อวันที่ 9 เม.ย. ก่อนดีดตัวขึ้นแรงมาทำจุดสูงสุดที่ 1,643.43 จุดเมื่อวันที่ 21 พ.ค. หรือคิดเป็นการปรับขึ้น 12% ในระยะเวลาเพียง 6 สัปดาห์ แต่ถัดมา จากนั้น 4 สัปดาห์ SET index ก็ร่วงลงแรงถึง 15% ทำจุดต่ำสุดใหม่ของปีนี้ที่ 1,403.27 จุดเมื่อวันที่ 13 มิ.ย. (ทำจุดต่ำสุดระหว่างวันที่ 1,351.95 จุด) ความผันผวนยังไม่หมดลง เพราะ SET index สามารถดีดตัวขึ้นได้ 5% ใน 3 วันสู่ระดับ 1,471.04 จุด และต่อจากนั้นก็ปรับตัวลดลงเกือบ 3% ในวันเดียวมาปิดที่ 1,427.42 จุดเมื่อวันที่ 18 มิ.ย. ค่าความผันผวนที่คำนวณจากข้อมูลในอดีต (historical volatility) ปรับเพิ่มขึ้นจาก 10% เป็น 43% ในเวลาเพียง 1 เดือน

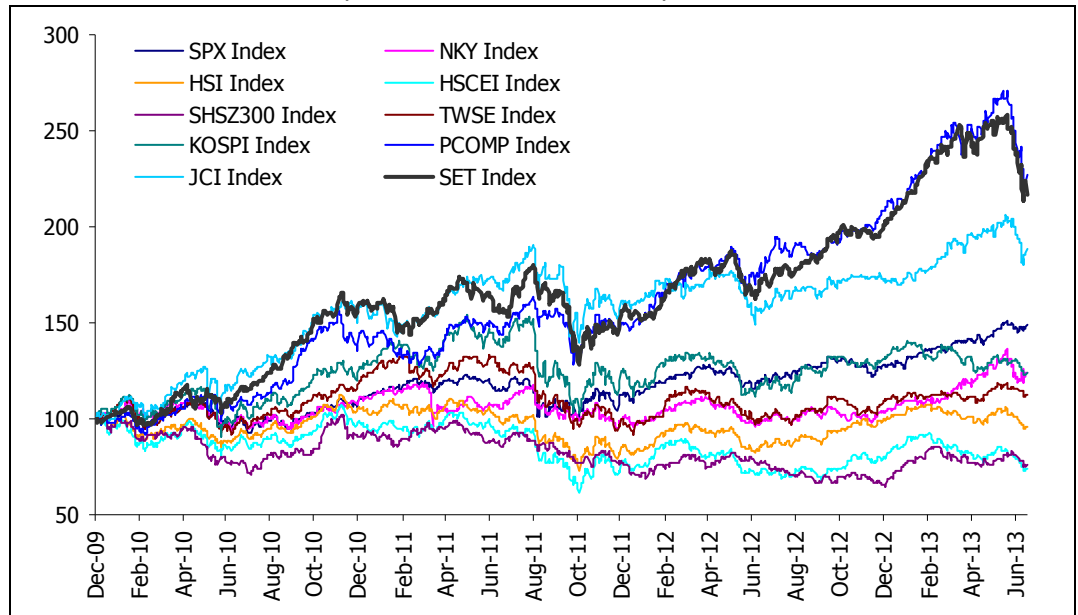
Figure 9: สรุปเหตุการณ์ในตลาดหุ้นไทย



Source: SET

นักลงทุนหันมาใช้ความ
ระมัดระวังมากขึ้น
หลังจากตลาดปรับตัวลง
แรง

เราพบว่าภาวะตลาดหุ้นไทยในไตรมาส 2/56 ก่อนข้างคล้ายคลึงกับไตรมาส 1/56 (ตามที่รายงานไว้ในรายงานกลยุทธ์ฉบับเดือนมิถุนายน) โดยเจอการเทขายเหมือนกันแต่รุนแรงกว่ามาก การปรับตัวลงของตลาดรอบนี้มีจุดเริ่มต้นที่เห็นได้ชัดเงินขึ้นมาก เริ่มตั้งแต่การปรับตัวลดลงแรงถึง 7% ของดัชนีนี้แค่ในวันเดียว และความกังวลเรื่องการถอนมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เราพบว่าตลาดหุ้นญี่ปุ่นและอาเซียนปรับตัวลงในรอบนี้แรงกว่ารอบก่อนมาก ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะตลาดเหล่านี้ปรับตัวขึ้นมามากตั้งแต่ต้นปี 2556 ทั้งนี้ก่อนร่วงลงแรง SET index ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 18% ในระยะเวลาไม่ถึง 6 เดือน หรือคิดเป็นผลตอบแทน 22% ในสกุลดอลลาร์สหรัฐ โดยมีค่า PER ที่อิงกับกำไรสุทธิต่อหุ้นในรอบ 12 เดือนย้อนหลังอยู่ที่ระดับเกือบ 18 เท่า และมีค่า PER ที่อิงกับกำไรสุทธิต่อหุ้นในรอบ 12 เดือนข้างหน้าระดับ 15 เท่า

Figure 10: ผลตอบแทนของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และเอเชียแปซิฟิกในสกุล USD นับตั้งแต่ออกมาตรการ QE

Source: SCBS Investment Research

Figure 11: Valuation ของตลาดหุ้นสหรัฐฯ และเอเชียแปซิฟิก

	Index 18-Jun	PE (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		Div. Yield (%)	
		2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
S&P 500 Index	1,651.81	15.0	13.4	8	11	2.32	2.12	2.1	2.3
Nikkei 225 Index	13,007.28	16.5	14.7	45	13	1.42	1.33	1.8	1.9
Hang Seng Index	21,225.88	10.1	9.3	(3)	9	1.27	1.17	3.8	4.1
Hang Seng China Ent Index	9,733.54	7.2	6.6	11	9	1.08	0.97	4.4	4.7
CSI 300 Index	2,418.75	10.3	8.7	17	18	1.49	1.31	2.5	2.8
Taiwan TaieX Index	8,011.02	14.7	13.0	32	13	1.58	1.56	3.0	3.3
KOSPI Index	1,900.62	9.5	8.0	62	19	1.03	0.93	1.3	1.4
Philippine SE index	6,518.77	19.1	17.2	2	11	2.75	2.59	2.1	2.3
Jakarta Composite Index	4,840.45	15.7	13.2	19	19	3.01	2.64	2.0	2.3
SET Index	1,427.42	13.1	11.6	25	12	2.16	1.97	3.4	3.9
Avg		13.1	11.6	22	13	1.81	1.66	2.6	2.9

Source: Bloomberg

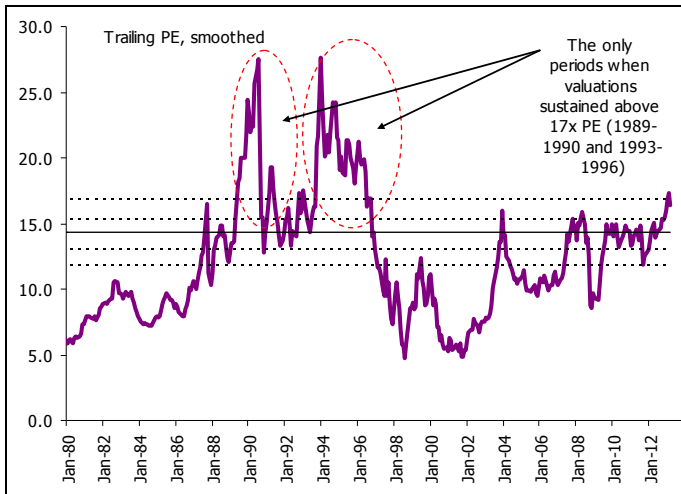
ตอนนี้ Valuation อยู่ใน
ระดับที่เหมาะสมมากขึ้น
แต่ยังไม่ถือว่าถูก

เรายังคงเป้า SET index
ปลายปี 2556 เอาไว้ที่
1,500 จุด

ตามที่เรากล่าวไว้ข้างต้นว่า ประเมินการกำไรสุทธิโดยรวมปี 2556 ของหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS ไม่ค่อยเปลี่ยนแปลงไปจากเดิมมากนักหลังจากปรับประมาณการเพื่อสะท้อนผลกระทบการไตรมาส 1/56 ดังนั้นการปรับฐานลงมาของตลาดหุ้นตอนปลายไตรมาส 2/56 จึงเป็นการดึงให้ Valuation ของตลาดกลับลงมาอยู่ในระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น (แต่ยังไม่ถือว่าถูก) การคำนวณของเราพบว่าปัจจุบัน SET index เทรดที่ PER 14 เท่าในปี 2556 และ 12 เท่าในปี 2557

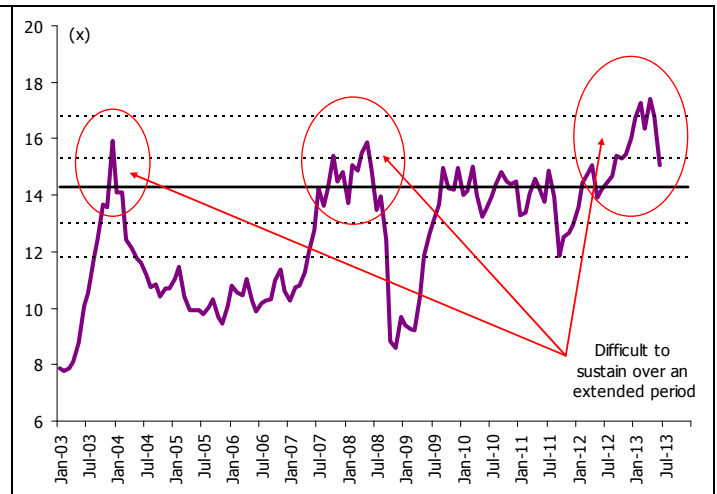
เรายังคงเป้า SET index ปลายปี 2556 เอาไว้ที่ 1,500 จุด เราเคยกล่าวไว้ว่าในรายงานกลยุทธ์รายไตรมาสเกือบทุกฉบับว่า เป้า SET index ของเราสะท้อนถึงระดับดัชนีที่เรามองว่าเป็นมูลค่าเหมาะสมโดยอิงกับปัจจัยพื้นฐานหรือเป็นจุดโฟกัสที่ดัชนีจะแกว่งตัว ด้วยเหตุผลนี้ เราจึงคิดคำนวณเป้า SET index โดยปรับเป็นจำนวนเต็มให้เพิ่มทีละ 25 จุด เป้า SET index กลางปี 2557 อยู่ที่ระดับประมาณ 1,600 จุด และปลายปี 2557 อยู่ที่ระดับประมาณ 1,725 จุด ส่วนเป้า SET index ในระยะสั้นสำหรับสิ้นไตรมาส 2/56 อยู่ที่ 1,350 จุด และสิ้นไตรมาส 3/56 อยู่ที่ 1,425 จุด

Figure 12: SET historical valuation (1975-2013)



Source: SCBS Investment Research

Figure 13: SET historical valuation (2000-2013)



Source: SCBS Investment Research

Figure 14: การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเป้า SET index

	2013				2014			
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dec-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dec-14
Index EPS	90	95	100	105	109	113	117	120
SET index								
@11.8x	1,070	1,120	1,180	1,240	1,280	1,330	1,380	1,420
@13x	1,180	1,240	1,300	1,360	1,410	1,460	1,510	1,570
@14.3x	1,290	1,360	1,430	1,500	1,550	1,610	1,670	1,720
@15.3x	1,380	1,460	1,530	1,600	1,660	1,720	1,780	1,840
@16.8x	1,520	1,600	1,680	1,760	1,830	1,890	1,960	2,020

Source: SCBS Investment Research

ตลาดจะฟื้นพวนสูง
ต่อเนื่องในไตรมาส 3/56
โดยเฉพาะในช่วงที่มีการ
ประชุม FOMC และสภาฯ
กลับมาเปิดสมัยประชุม

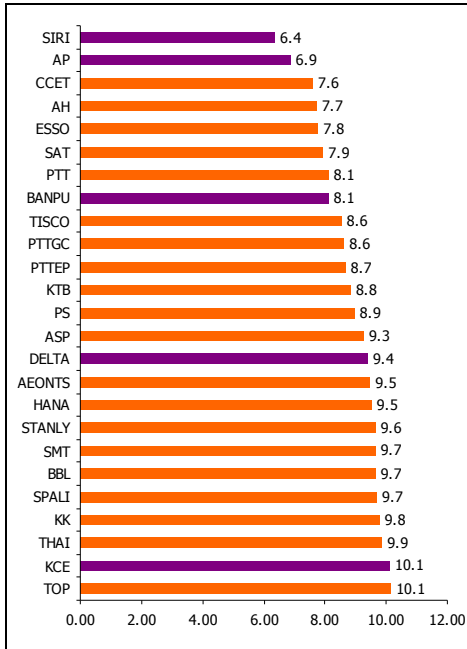
ดังนั้นเราจึงขอเตือนนักลงทุนให้เตรียมพร้อมรับมือกับภาวะตลาดที่ผันผวนสูงในไตรมาส 3/56 สิ่งหนึ่งที่เราเคยกล่าวไว้ในรายงานกลยุทธ์ฉบับก่อนหน้า คือ นักลงทุนหันมาใช้ความระมัดระวังมากขึ้นหลังจากตลาดปรับตัวลงแรงตอนปลายไตรมาส 1/56 และหลังจากนั้นไม่ถึง 3 เดือนตลาดก็ปรับตัวลงแรงอีกครั้ง ทำให้นักลงทุนมีแนวโน้มที่จะใช้ความระมัดระวังมากยิ่งขึ้นไปอีก ในขณะที่มีเหตุการณ์สำคัญ 2 อย่างที่ต้องจับตาดูในไตรมาส 3/56 เหตุการณ์แรกเป็นปัจจัยภายนอกประเทศ คือ การประชุมธนาคารกลางสหรัฐ ที่จะขึ้นในวันที่ 30-31 ก.ค. และ 17-18 ก.ย. ในขณะที่นักลงทุนจะรอติดตามรายงานผลการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินฉบับเต็มของธนาคารกลางสหรัฐ (FOMC Minutes) เพื่อหาสัญญาณถอนมาตรการ QE แต่สิ่งสำคัญที่ต้องจับตาดู คือ การถอนมาตรการ QE จะเกิดขึ้นเมื่อใด ไม่ใช่ว่าจะเกิดขึ้นหรือไม่ และตลาดก็ดูเหมือนจะเริ่มรับรู้การคาดการณ์เกี่ยวกับเรื่องนี้ไปแล้วในขณะที่ยังไม่มีเหตุการณ์จริงเกิดขึ้น เหตุการณ์ที่สองเป็นปัจจัยภายในประเทศ คือ สภาผู้แทนราษฎรมีกำหนดเปิดสมัยประชุมอีกครั้งในเดือน ส.ค. ซึ่งมีประเด็นโต้แย้งหลายประเด็นอยู่ในวาระการประชุม นอกจากนี้สถานการณ์การเมืองก็ดูตึงเครียดมากขึ้น เพราะมีกลุ่มผู้ชุมนุมต่อต้านรัฐบาลในนาม “หน้ากากขาว” เพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกัน พรรคเพื่อไทยซึ่งประสบความพ่ายแพ้ 2 ครั้งในการเลือกตั้งผู้ว่าฯ กทม. และการเลือกตั้งซ่อม ส.ส.ดอนเมือง ก็กำลังเผชิญกับเสียงวิพากษ์วิจารณ์เพิ่มมากขึ้นเกี่ยวกับผลขาดทุนจากโครงการรับจำนำข้าว

เน้นหุ้น Valuation ถูกและ
ได้ประโยชน์จากการแข็งค่า
ของดอลลาร์สหรัฐ

Top picks ไตรมาส 3/56

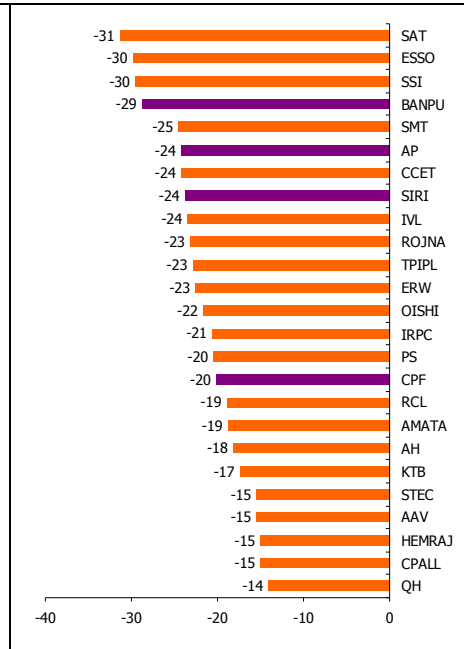
เนื่องจากเรามองว่าตลาดจะยังคงผันผวนต่อไปอีก ดังนั้นกลยุทธ์สำหรับไตรมาส 3/56 ของเรายังคงเน้นไปที่หุ้น Valuation ถูก เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่ตลาดจะปรับตัวลดลง นอกจากนี้เราก็ตอบรับหุ้นที่มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐด้วย โดยใช้ประเด็นนี้เป็นเกณฑ์ลำดับต่อมาในการคัดเลือกหุ้น เพราะมองว่าตลาดทั่วโลกมีแนวโน้มที่ค่อยๆ สะท้อนการชะลอมาตรการ QE ที่กำลังส่อเค้าว่าจะเกิดขึ้นในไม่ช้านี้ และถอยมาตรการดังกล่าวในเวลาต่อมา

Figure 15: PE ต่ำสุด



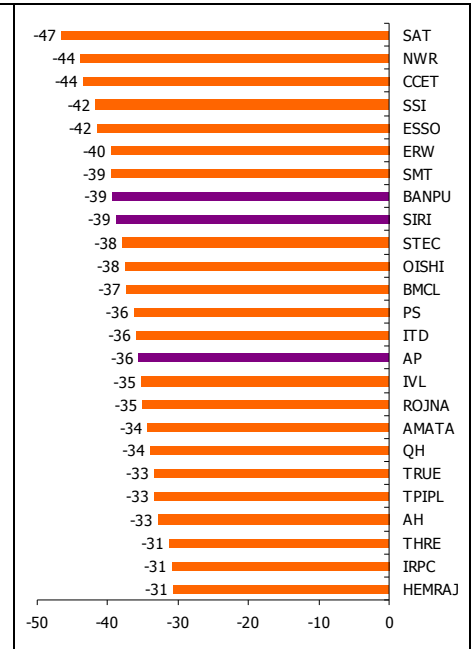
Source: SCBS Investment Research

Figure 16: % ลดลงเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี



Source: SCBS Investment Research

Figure 17: % ลดลงจากจุดสูงสุดของปี



Source: SCBS Investment Research

- **AP** ราคาลดลง 36% จากจุดสูงสุดของปี และลดลงเฉลี่ย 24% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 6.9 เท่าในปี 56
- **BANPU** ราคาลดลง 39% จากจุดสูงสุดของปี และลดลงเฉลี่ย 29% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 8.0 เท่าในปี 56
- **CPF** ราคาลดลง 30% จากจุดสูงสุดของปี และลดลงเฉลี่ย 20% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 16.6 เท่าในปี 56
- **DELTA** ราคาลดลง 12% จากจุดสูงสุดของปี และลดลงเฉลี่ย 2% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 9.4 เท่าในปี 56
- **KCE** ราคาลดลง 23% จากจุดสูงสุดของปี แต่เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 4% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 10.1 เท่าในปี 56
- **SIRI** ราคาหุ้นลดลง 39% จากจุดสูงสุดของปี และลดลงเฉลี่ย 24% ตั้งแต่ต้นปี; เทรตที่ PE 6.8 เท่าในปี 56

Figure 18: 3Q13 Top picks – Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
AP	Buy	6.90	13.0	92.0	8.8	6.9	5.8	33.5	27.3	18.4	1.57	1.34	1.15	19.3	21.0	21.2	3.6	4.4	5.2	10.3	7.9	6.9
BANPU	Buy	258.00	440.0	77.5	12.2	8.0	6.5	(33.2)	52.5	23.8	0.86	0.81	0.75	7.3	10.4	12.1	7.0	5.0	6.2	6.0	6.2	4.6
CPF	Buy	25.75	35.0	40.2	48.4	16.6	10.3	(72.9)	191.9	61.5	1.65	1.78	1.65	4.7	10.6	15.9	4.3	3.1	5.0	20.0	14.3	10.5
DELTA	Buy	36.25	43.0	25.2	10.8	9.4	8.5	58.8	14.5	11.2	2.01	1.86	1.70	19.8	20.5	21.0	6.6	6.9	7.4	6.5	5.7	4.9
KCE	Buy	14.80	19.0	32.1	123.8	10.1	8.8	(54.2)	1,122.9	15.1	2.27	1.75	1.56	2.0	19.6	18.8	3.7	4.7	4.7	16.6	8.4	7.6
SIRI	Buy	3.30	6.6	105.2	8.1	6.8	5.7	35.7	18.8	18.8	1.73	1.51	1.30	22.1	24.4	24.4	5.2	6.5	7.8	9.9	8.4	7.0
Average					35.3	9.6	7.6	(5.4)	238.0	24.8	1.68	1.51	1.35	12.5	17.7	18.9	5.1	5.0	5.9	11.5	8.5	6.9

Source: SCBS Investment Research

Top Picks



This page is left blank intentionally



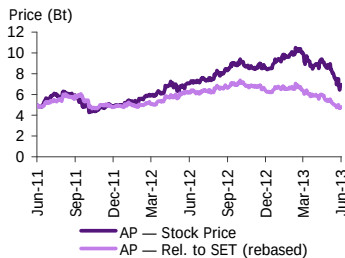
ชื่อ

ราคาหุ้นปรับตัวลงเกินพื้นฐาน

Stock Data

Last close (Jun 18) (Bt)	6.90
12-m target price (Bt)	13.00
Upside (Downside) to TP (%)	88.41
Mkt cap (Btbn)	19.73
Mkt cap (US\$mn)	640
Bloomberg code	AP TB
Reuters code	AP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.16
Sector % SET	8.49
Shares issued (mn)	2,860
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	10.7 / 6.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.31
Foreign limit / actual (%)	30 / 23
Free float (%)	61.0
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-22.0	-27.7	-2.8
Relative to SET	-10.2	-20.6	-20.1

Source: SET, SCBS Investment Research

สิรภรณ์ กฤษณิพัทธ์

0-2949-1020

sirikarn.krisnipat@scb.co.th

แม้ทั้ง SCBS และตลาดมีความกังวลว่าตลาดคอนโดจะเกิดภาวะฟองสบู่ และรพท.จะประกาศใช้เกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้น แต่เรามองว่าราคาหุ้น AP ปรับตัวลดลงมามากเกินไป เราพบว่าราคาหุ้น LPN (มีสัดส่วนยอดขายและรายได้จากคอนโดมากกว่า 90%) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 32% มาตั้งแต่ต้นปี แต่ราคาหุ้น AP (มีสัดส่วนยอดขายและรายได้จากคอนโดประมาณครึ่งหนึ่งของทั้งหมด) กลับปรับตัวลดลง 20% ในช่วงเวลาเดียวกัน ขณะเดียวกันความกังวลอีกอย่างหนึ่งคือปัญหาก่อสร้างโครงการ *The Address สาทร 12* ก็ได้รับการแก้ไขแล้ว และจะไม่ส่งผลกระทบต่ออัตรากำไร ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน AP เทตที่ PBV 1.3 เท่า ต่ำที่สุดในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลงเป็นโอกาสที่ดีในการเข้าซื้อ AP เพราะคาดการณ์ถึงแนวโน้มยอดขายและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นมากในครึ่งปีหลัง

ผลการดำเนินงานมีความแน่นอนสูง AP มียอดขายรอรับรายได้รวม 3.04 หมื่นล้านบาท โดยจำนวน 2.58 หมื่นล้านบาทเป็นคอนโดซึ่งจะรับรู้รายได้ในระหว่างปี 2556-2559 ที่เหลือ (4.6 พันล้านบาท) เป็นบ้านเดี่ยวกับทาวน์เฮาส์ ซึ่งจะรับรู้รายได้ในปีนี้ ยอดขายรอรับรายได้จำนวนดังกล่าวจะรองรับรายได้ 80% ของรายได้ทั้งหมดที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2556 สะท้อนให้เห็นว่ามีโอกาสน้อยมากที่ผลการดำเนินงานจะสร้างความผิดหวัง

เปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มมากขึ้นในครึ่งปีหลัง... AP ทำยอดขายได้รวม 6 พันล้านบาทในช่วง 5 เดือนแรกปี 56 คิดเป็น 27% ของเป้าหมายที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 2.2 หมื่นล้านบาท เนื่องจาก AP จะเปิดตัวโครงการใหม่ในครึ่งปีหลังมากกว่าครึ่งปีแรก ดังนั้นเราจึงคาดว่าบริษัทจะทำยอดขายได้จำนวนมากในครึ่งปีหลัง การศึกษาของเราพบว่าการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น AP มีความสัมพันธ์ในทางเดียวกันกับยอดขาย (ค่า correlation 59%) แต่ไม่ได้มีความสัมพันธ์กับกำไร (มีค่า correlation เพียง 11%) ดังนั้นยอดขายที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในครึ่งปีหลังจึงมีแนวโน้มที่จะเป็นปัจจัยบวกให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

โครงการแนวราบเป็นส่วนสำคัญ รายได้ประมาณครึ่งหนึ่งของที่เราคาดการณ์ไว้ทั้งหมด 2.08 หมื่นล้านบาทในปีนี้มีมาจากคอนโด และยอดขายรอรับรายได้ที่มีอยู่ในปัจจุบันรองรับรายได้คอนโด 91% ที่เราคาดการณ์ในปีที่แล้ว ดังนั้น AP จึงน่าจะสามารถทำรายได้คอนโดตามที่เราคาดการณ์ไว้ รายได้อีกครึ่งหนึ่งของที่คาดการณ์ไว้ในปีนี้จะมาจากโครงการแนวราบซึ่ง 62% ได้มียอดขายรอรับรายได้ที่มีอยู่ในปัจจุบันรองรับแล้ว AP จะต้องมียอดขายโครงการแนวราบไม่ต่ำกว่า 4 พันล้านบาท หรือคิดเป็นยอดขายเฉลี่ย 580 ล้านบาท/เดือน การทำยอดขายได้เฉลี่ย 720 ล้านบาท/เดือนในช่วง 5M56 บวกกับการเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มอีก 14 โครงการ (มูลค่า 1.08 หมื่นล้านบาท) ในงวดครึ่งหลังปี 56 และสต็อกสินค้ามากถึง 1.92 หมื่นล้านบาท ทำให้ AP มีแนวโน้มที่จะทำรายได้ได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้

กำไรจะเติบโตต่อเนื่อง ผลการดำเนินงานของ AP ทำจุดต่ำสุดในไตรมาส 1/56 และต่อจากนั้นน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกๆ ไตรมาส สูงสุดสูงสุดในไตรมาส 4/56 สอดคล้องกับกำหนดการโอนและการเปิดตัวโครงการแนวราบ โดยเฉพาะทาวน์เฮาส์ซึ่งสามารถโอนได้ภายใน 6 เดือน เราคาดว่ากำไรสุทธิของ AP จะแบ่งเป็น 35% ในงวดครึ่งแรกปี 56 และ 65% ในงวดครึ่งหลังปี 56

Valuation น่าสนใจ ราคาหุ้นที่ปรับตัวลงแรงส่งผลให้ AP ซื้อ-ขายที่ PBV ปี 2556 ระดับ 1.3 เท่า ต่ำกว่า SIRI ซึ่งซื้อ-ขายที่ PBV 1.5 เท่า, QH 1.7 เท่า, PS 2.0 เท่า, SPALI 2.1 เท่า, LH 3.3 เท่า และ LPN 3.5 เท่า เรายังคงราคาเป้าหมาย 13 บาทสำหรับ AP โดยอิงกับ PBV 2.5 เท่า ด้วยแนวโน้มที่สดใสขึ้นในครึ่งหลังของปี เราจึงแนะนำ "ซื้อ" AP

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	13,639	17,310	20,947	23,818	26,243
EBITDA	(Btmn)	2,624	3,022	3,881	4,461	4,795
Core Profit	(Btmn)	1,547	2,239	2,850	3,374	3,547
Reported Profit	(Btmn)	1,551	2,329	2,850	3,374	3,547
Core EPS	(Bt)	0.59	0.79	1.00	1.18	1.2
DPS	(Bt)	0.18	0.25	0.31	0.36	0.4
P/E, core	(x)	11.7	8.8	6.9	5.8	5.5
EPS growth, core	(%)	(35.1)	33.5	27.3	18.4	5.1
P/BV, core	(x)	1.7	1.6	1.3	1.1	1.0
ROE	(%)	15.3	19.3	21.0	21.2	19.3
Dividend yield	(%)	2.6	3.6	4.4	5.2	5.5
EV/EBITDA	(x)	14.4	11.8	9.1	7.9	7.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	13,639	17,310	20,947	23,818	26,243
Cost of goods sold	8,434	11,273	13,711	15,608	17,231
Gross profit	5,205	6,036	7,235	8,211	9,012
SG&A	2,560	3,037	3,390	3,878	4,349
Other income	75	76	76	76	76
Interest expense	191	213	268	291	306
Pre-tax profit	2,392	2,760	3,563	4,118	4,434
Corporate tax	844	521	713	744	887
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	1,547	2,239	2,850	3,374	3,547
Extra-ordinary items	4	90	0	0	0
Net Profit	1,551	2,329	2,850	3,374	3,547
EBITDA	2,624	3,022	3,881	4,461	4,795
Core EPS (Bt)	0.59	0.79	1.00	1.18	1.25
Net EPS (Bt)	0.59	0.82	1.00	1.18	1.25
DPS (Bt)	0.18	0.25	0.31	0.36	0.38

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	28,599	28,753	30,564	33,748	36,838
Total fixed assets	775	559	569	576	581
Total assets	29,375	29,312	31,133	34,324	37,419
Total loans	14,224	12,282	12,056	12,650	13,148
Total current liabilities	10,066	8,396	11,936	13,127	13,719
Total long-term liabilities	8,647	8,396	4,539	4,037	4,023
Total liabilities	18,714	16,792	16,475	17,164	17,742
Paid-up capital	2,822	2,848	2,848	2,848	2,848
Total equity	10,660	12,520	14,658	17,161	19,676
BVPS (Bt)	3.78	4.40	5.15	6.02	6.91

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	1,547	2,239	2,850	3,374	3,547
Depreciation and amortization	42	49	50	53	55
Operating cash flow	-3,091	2,492	1,151	812	517
Investing cash flow	-9	216	-60	-60	-60
Financing cash flow	3,181	-2,401	-938	-278	-534
Net cash flow	82	306	153	475	-77

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	38.2	34.9	34.5	34.5	34.3
Operating margin (%)	19.4	17.3	18.4	18.2	17.8
EBITDA margin (%)	19.2	17.5	18.5	18.7	18.3
EBIT margin (%)	18.9	17.2	18.3	18.5	18.1
Net profit margin (%)	11.4	13.5	13.6	14.2	13.5
ROE (%)	15.3	19.3	21.0	21.2	19.3
ROA (%)	5.8	7.6	9.4	10.3	9.9
Net D/E (x)	1.3	0.9	0.8	0.7	0.6
Debt service cover (x)	0.6	0.5	0.9	0.5	0.5
Payout Ratio (%)	30.5	30.6	30.6	30.6	30.6

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	3,151	3,846	3,632	6,681	2,848
Cost of goods sold	2,030	2,537	2,398	4,309	1,882
Gross profit	1,121	1,309	1,234	2,372	965
SG&A	600	687	712	1,141	651
Other income	9	41	10	16	17
Interest expense	35	44	58	75	50
Pre-tax profit	496	619	474	1,171	281
Corporate tax	80	86	91	263	59
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	416	533	383	908	223
Extra-ordinary items	4	27	47	13	0
Net Profit	419	560	430	921	223
EBITDA	557	685	583	1,403	401
Core EPS (Bt)	0.18	0.23	0.16	0.39	0.10
Net EPS (Bt)	0.18	0.24	0.18	0.39	0.10
DPS	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00

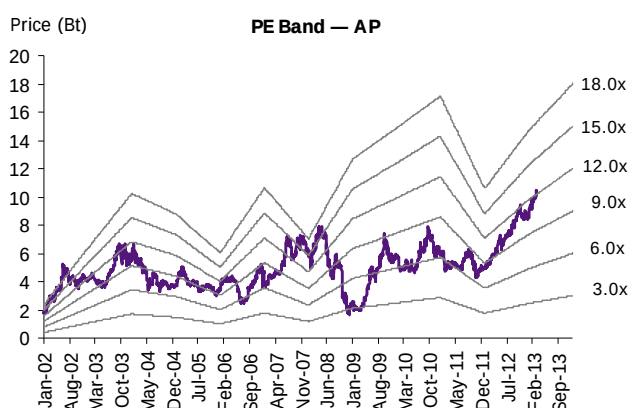
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	29,179	29,769	28,789	28,753	31,255
Total fixed assets	776	724	649	719	698
Total assets	29,955	30,493	29,438	29,472	31,953
Total Loans	14,262	15,049	13,390	12,282	14,291
Total current liabilities	10,051	9,905	9,634	8,396	10,513
Total long-term liabilities	8,788	9,368	8,175	8,396	8,508
Total liabilities	18,839	19,273	17,809	16,792	19,021
Paid-up capital	2,825	2,841	2,847	2,848	2,860
Total equity	11,116	11,220	11,628	12,679	12,931
BVPS (Bt)	3.93	3.95	4.08	4.45	4.52

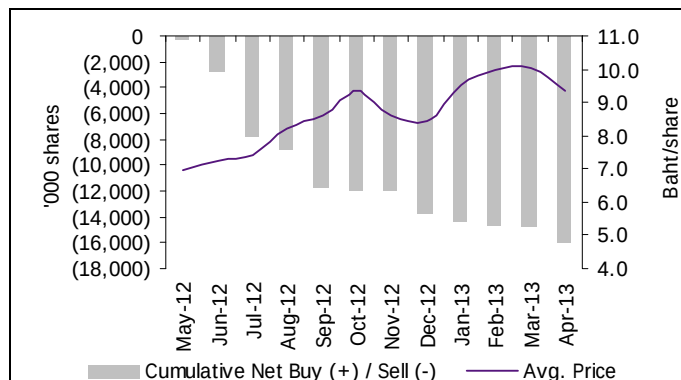
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
SDH+TH revenue (Btmn)	6,400	9,324	10,723	12,331	14,181
Condo revenue (Btmn)	7,189	7,872	10,111	11,375	11,949
S&A/Revenue (%)	19.8	18.1	16.6	16.3	16.6
Special business tax (%)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Transfer fee (%)**	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Effective tax rate (%)	35.3	18.9	20.0	18.1	20.0

PE Band Chart

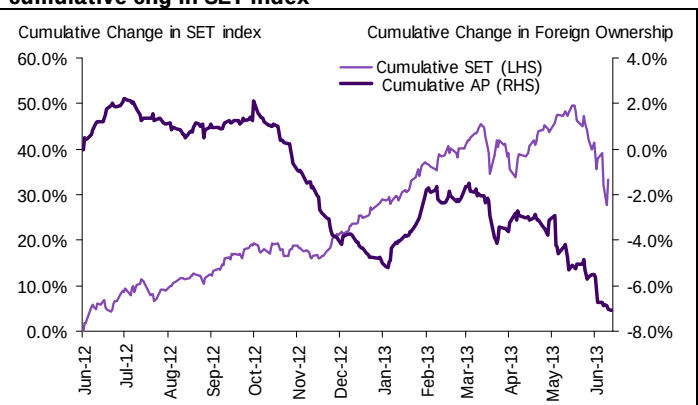


12-Month Cumulative directors trade



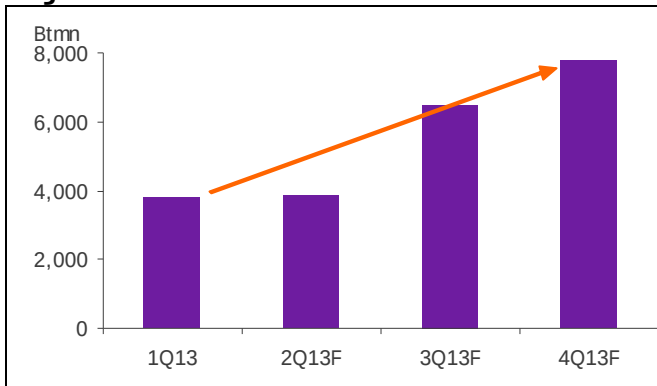
Source: SEC

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



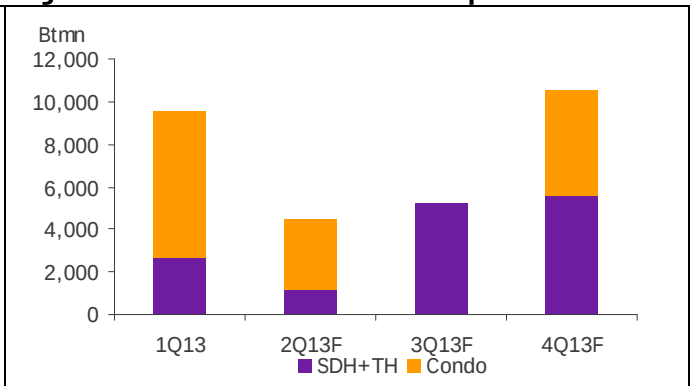
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales backloaded...



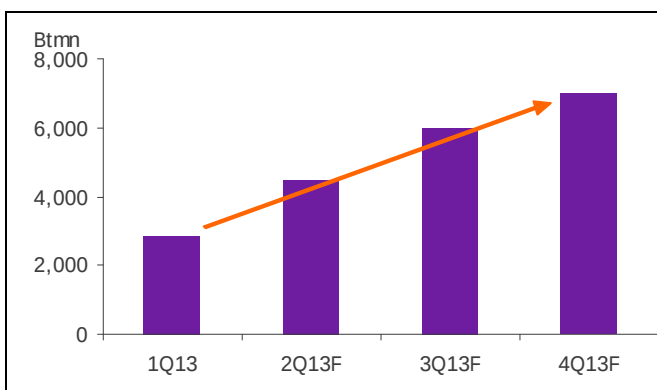
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 2: Backed load new launches plan for 2013



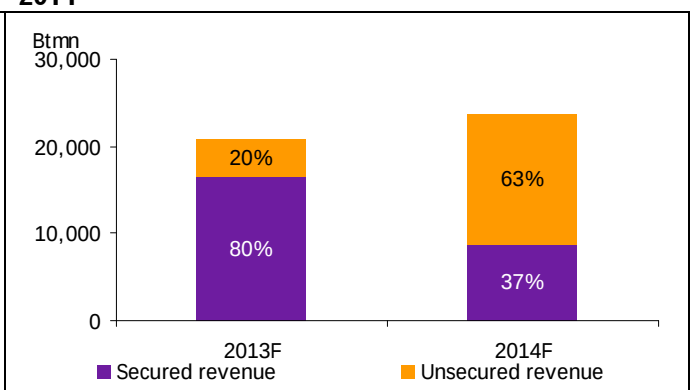
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 3: Sequential revenue growth



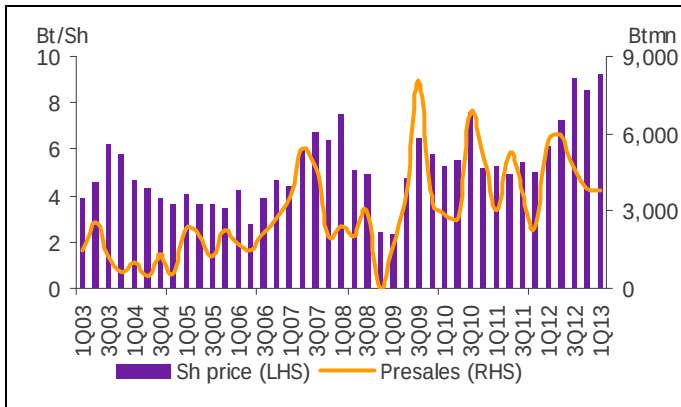
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 4: Backlog secures 80% of 2013 and 37% of 2014



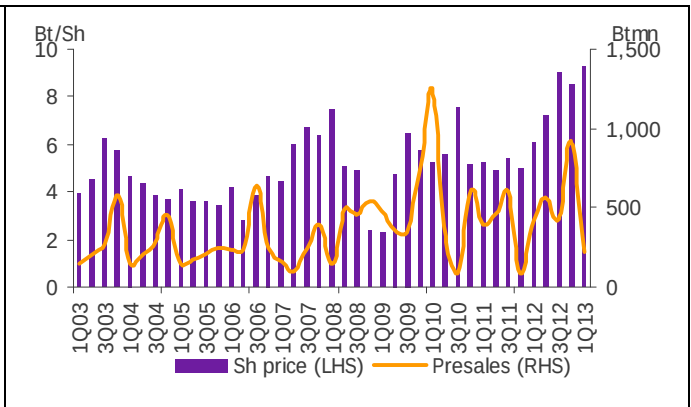
Source: AP, SCBS Investment Research

Figure 5: High correlation between share price and presales (59%)



Source: AP, Bisnews

Figure 6: No correlation between share price and earnings (11%)



Source: AP, Bisnews

This page is left blank intentionally



ชื่อ

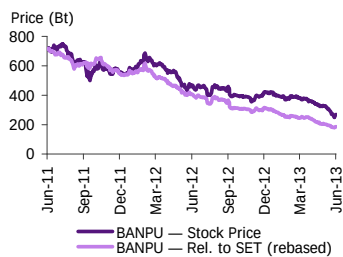
ไม่มุกดำในท้องทะเลลึก

Stock Data

Last close (Jun 18) (Bt)	258.00
12-m target price (Bt)	440.00
Upside (Downside) to TP (%)	70.54
Mkt cap (Btbn)	70.11
Mkt cap (US\$mn)	2,274

Bloomberg code	BANPU TB
Reuters code	BANP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.55
Sector % SET	18.31
Shares issued (mn)	272
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	476 / 245
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.90
Foreign limit / actual (%)	40 / 20
Free float (%)	81.8
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-21.3	-31.6	-44.9
Relative to SET	-9.4	-24.8	-54.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ราคาหุ้น BANPU ร่วงลงมาแล้ว 70% จากจุดสูงสุดในปี 2554 ในขณะที่ราคาถ่านหินปรับตัวลดลงมาน้อยกว่าหุ้นมากในระดับ 38% และแม้ยังไม่มีสัญญาณว่าราคาถ่านหินจะเริ่มพลิกฟื้นกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นในไม่ช้า แต่เราก็มองว่าโอกาสที่ราคาหุ้นจะปรับตัวลดลงต่อมีจำกัด โดยเฉพาะเมื่อเทียบกับมูลค่าทางบัญชีที่ 292 บาท/หุ้น ณ สิ้นไตรมาส 1/56 นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าไตรมาส 1/56 เป็นไตรมาสที่กำไรปรับตัวลดลงมาถึงจุดต่ำสุดแล้ว แม้คดีฟ้องร้องโครงการโรงไฟฟ้าหงสาจะเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้น แต่กระบวนการทางกฎหมายยังต้องใช้เวลานาน และยังอีกนานกว่าจะได้ข้อสรุป เรายังคงราคาเป้าหมายปี 2556 ที่คำนวณด้วยวิธี DCF ไว้ที่ 440 บาท/หุ้น ซึ่งยังคงให้ upside ที่น่าดึงดูด

ราคาหุ้นร่วงลงแรงเกินไป ความวิตกกังวลของตลาดเกี่ยวกับราคาถ่านหินที่ปรับตัวลดลงโดยมีสาเหตุมาจากอุปทานถ่านหินส่วนเกินจากสหรัฐฯ และแนวโน้มผลกระทบของคดีฟ้องร้องโครงการโรงไฟฟ้าหงสาต่อฐานะการเงินของ BANPU ส่งผลทำให้ราคาหุ้น BANPU ปรับตัวลดลงแรงถึง 70% จากจุดสูงสุดในปี 2554 และลดลง 41% จากวันที่เราปรับคำแนะนำลงล่าสุด เรายังคงมองว่าราคาหุ้น BANPU ปรับตัวลดลงแรงเกินไป เนื่องจากราคาถ่านหินเริ่มมีเสถียรภาพ และผลกระทบจากคดีฟ้องร้องต่อ BANPU ก็น่าจะใช้เวลาอีกนานกว่าจะได้ข้อสรุป

ราคาถ่านหินแกว่งตัวอยู่ใกล้กับจุดต่ำสุด ราคาถ่านหินในตลาดภูมิภาคปรับตัวลดลงมาแล้ว 38% จากจุดสูงสุด (หลังวิกฤตการณ์เงินปี 2551) มาเคลื่อนไหวในกรอบ 80-90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เราเชื่อว่าช่วงราคาดังกล่าวเป็นระดับแนวรับที่แข็งแกร่งของราคาถ่านหินในตลาดภูมิภาค เพราะต้นทุนของอุปทานถ่านหินใหม่อยู่ในระดับสูง อย่างไรก็ตาม แนวโน้มราคาถ่านหินยังไม่สดใส เพราะจะมีอุปทานจากอินโดนีเซียและออสเตรเลียเข้ามาในตลาดเพิ่มเติม เราคาดว่าราคาถ่านหินเฉลี่ยปี 2556 ของ BANPU จะลดลงจาก 90.23 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 สู่ 80+ ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน สำหรับถ่านหินอินโดนีเซีย และจาก 76 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตันในปี 2555 สู่ ~68 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตัน สำหรับถ่านหินออสเตรเลีย

คดีโรงไฟฟ้าหงสาจะยังไม่ได้ข้อสรุปในระยะเวลาอันใกล้นี้ เรายังคงมองว่าผลกระทบด้านลบของคดีฟ้องร้องโครงการโรงไฟฟ้าหงสาจะสะท้อนในราคาหุ้น BANPU ไปค่อนข้างมากแล้ว คดีนี้จะต้องใช้เวลานานอย่างน้อย 10 ปีนับจากนี้จึงจะได้ข้อสรุป (5 ปีสำหรับอุทธรณ์ และอีก 5 ปีสำหรับคำตัดสินสุดท้ายของศาลฎีกา) ผู้บริหารมั่นใจว่า แม้กระทั่งในกรณีเลวร้าย คดีนี้น่าจะมีผลกระทบจำกัดต่อผลการดำเนินงานรายปีของบริษัท เพราะจะมีการผ่อนชำระค่าปรับ

กำไรรายไตรมาสจะต่ำสุดแล้วในไตรมาส 1/56 กำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ของ BANPU ออกมาไม่ดีหวัง เพราะลดลงถึง 58.5% YoY และ 55.3% QoQ สู่อำนาจเพียง 925 ล้านบาท ต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2549 โดยมีสาเหตุมาจากอัตรากำไรที่อ่อนแอของธุรกิจถ่านหินในออสเตรเลียอันเป็นผลมาจากการย้าย long-wall ซึ่งทำให้ปริมาณขายในไตรมาส 1/56 ลดลงด้วยเช่นกัน เราคาดว่าไตรมาส 1/56 เป็นไตรมาสแย่สุดของปีนี้ และกำไรมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวขึ้นจากไตรมาส 2/56 เนื่องจากธุรกิจออสเตรเลียจะฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่าจะเห็นนักวิเคราะห์เห็นตลาดปรับประมาณการกำไรของ BANPU เพิ่มขึ้นเมื่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 สามารถเรียกความเชื่อมั่นจากตลาดกลับคืนมาได้

Valuation ดูน่าสนใจ หลังจากราคาหุ้น BANPU ปรับตัวลดลงแรง เราเชื่อว่าถึงเวลาแล้วที่จะเข้าซื้อสะสมหุ้น BANPU เพราะปัจจุบัน BANPU เทรดที่ PBV ระดับต่ำเพียง 0.8 เท่าในปี 2556 เทียบกับ PBV เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของบริษัทที่ 2 เท่า ครั้งก่อนที่ BANPU เทรดที่ PBV ต่ำกว่า 1 เท่า เกิดขึ้นในเดือน ต.ค. 2551 ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์การเงินครั้งล่าสุด ก่อนปรับขึ้นมาเทรดที่ PBV สูงกว่า 2 เท่าภายใน 6 เดือน นอกจากนี้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 5-6.2% ในระยะ 3 ปีข้างหน้าก็ดูน่าดึงดูดด้วย โดยส่วนหนึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการซื้อหุ้นคืน เราคาดว่า BANPU มีแนวโน้มที่จะยกเลิกหุ้นที่ซื้อคืนหลังจากดำเนินโครงการซื้อหุ้นคืนเสร็จสิ้น 6 เดือน

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	112,404	117,337	112,553	123,039	123,777
EBITDA	(Btmn)	29,800	23,890	23,196	30,703	29,827
Core profit	(Btmn)	8,618	5,755	8,559	10,321	9,541
Reported profit	(Btmn)	20,060	9,293	8,559	10,321	9,541
Core EPS	(Bt)	31.71	21.18	32.30	39.98	36.95
DPS	(Bt)	18.00	18.00	13.00	16.00	15.00
P/E, core	(x)	8.1	12.2	8.0	6.5	7.0
EPS growth, core	(%)	(12.6)	(33.2)	52.5	23.8	(7.6)
P/BV, core	(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	12.6	7.3	10.4	12.1	10.4
Dividend yield	(%)	7.0	7.0	5.0	6.2	5.8
EV/EBITDA	(x)	4.5	6.0	6.2	4.6	4.5

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	112,404	117,337	112,553	123,039	123,777
Cost of goods sold	62,960	72,526	68,067	72,343	74,169
Gross profit	49,444	44,811	44,486	50,696	49,608
SG&A	20,617	22,582	22,980	21,803	21,911
Other income	1,322	1,990	1,990	2,110	2,430
Interest expense	3,047	3,470	3,793	3,691	3,368
Pre-tax profit	20,523	14,009	14,394	18,318	17,764
Corporate tax	8,506	6,121	5,475	6,582	6,173
Equity a/c profits	1,939	2,873	3,963	3,784	2,826
Minority interests	(5,338)	(5,007)	(4,324)	(5,198)	(4,875)
Core profit	8,618	5,755	8,559	10,321	9,541
Extra-ordinary items	11,442	3,538	0	0	0
Net Profit	20,060	9,293	8,559	10,321	9,541
EBITDA	29,800	23,890	23,196	30,703	29,827
Core EPS (Bt)	31.71	21.18	32.30	39.98	36.95
Net EPS (Bt)	73.82	34.20	32.30	39.98	36.95
DPS (Bt)	18.00	18.00	13.00	16.00	15.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	62,625	58,787	60,890	56,904	48,459
Total fixed assets	162,386	177,514	187,553	192,117	193,880
Total assets	225,010	236,301	248,443	249,021	242,339
Total loans	94,785	97,032	103,701	94,477	79,439
Total current liabilities	37,605	32,638	39,979	46,445	50,250
Total long-term liabilities	98,750	110,348	112,848	97,783	79,331
Total liabilities	136,355	142,986	152,827	144,228	129,582
Paid-up capital	2,717	2,717	2,582	2,582	2,582
Total equity	75,891	81,843	81,983	88,560	94,087
BVPS (Bt)	279.27	301.17	317.53	343.01	363.01

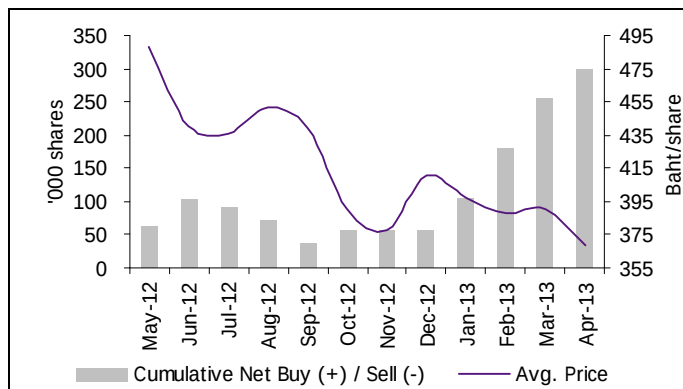
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	8,618	5,755	8,559	10,321	9,541
Depreciation and amortization	6,230	6,410	5,009	8,694	8,694
Operating cash flow	21,929	7,493	15,556	15,611	15,665
Investing cash flow	(1,653)	(8,671)	(12,351)	(10,559)	(7,755)
Financing cash flow	(7,733)	(5,527)	412	(10,368)	(16,616)
Net cash flow	12,543	(6,705)	3,616	(5,316)	(8,706)

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	44.0	38.2	39.5	41.2	40.1
Operating margin(%)	20.1	13.5	14.7	16.4	15.4
EBITDA margin(%)	26.5	20.4	20.6	25.0	24.1
EBIT margin(%)	21.0	14.9	16.2	17.9	17.1
Net profit margin(%)	17.8	7.9	7.6	8.4	7.7
ROE (%)	12.6	7.3	10.4	12.1	10.4
ROA (%)	4.1	2.5	3.5	4.1	3.9
Net D/E (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage (x)	9.8	6.9	6.1	8.3	8.9
Debt service coverage (x)	3.4	1.8	1.9	1.9	1.4
Payout Ratio (%)	24.4	52.6	40.2	40.0	40.6

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	28,353	29,644	29,218	30,122	24,905
Cost of goods sold	16,339	18,359	17,973	19,854	17,563
Gross profit	12,014	11,285	11,245	10,268	7,342
SG&A	7,339	6,921	6,957	7,776	6,234
Other income	278	310	618	784	723
Interest expense	825	860	903	882	809
Pre-tax profit	4,041	3,728	3,892	2,348	952
Corporate tax	1,713	1,649	1,752	1,007	478
Equity a/c profits	323	1,052	681	817	817
Minority interests	(1,413)	(1,688)	(1,164)	(741)	(789)
Core profit	1,238	1,443	1,657	1,417	502
Extra-ordinary items	992	1,291	605	650	423
Net Profit	2,230	2,734	2,262	2,067	925
EBITDA	6,513	5,855	6,515	5,006	3,255
Core EPS (Bt)	4.56	5.31	6.10	5.21	1.85
Net EPS (Bt)	8.21	10.06	8.32	7.61	3.40

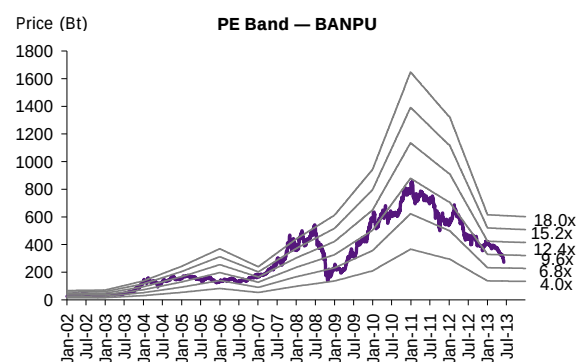
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	60,307	59,773	64,313	58,787	54,645
Total fixed assets	162,327	167,898	166,142	177,514	172,633
Total assets	222,635	227,671	230,455	236,301	227,278
Total loans	94,982	100,032	104,325	97,032	94,874
Total current liabilities	33,840	31,582	36,752	32,638	34,219
Total long-term liabilities	97,687	105,812	105,772	110,348	103,275
Total liabilities	131,527	137,394	142,523	142,986	137,494
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Total equity	77,498	78,500	77,528	81,843	79,374
BVPS (Bt)	285.18	288.87	285.29	301.17	292.09

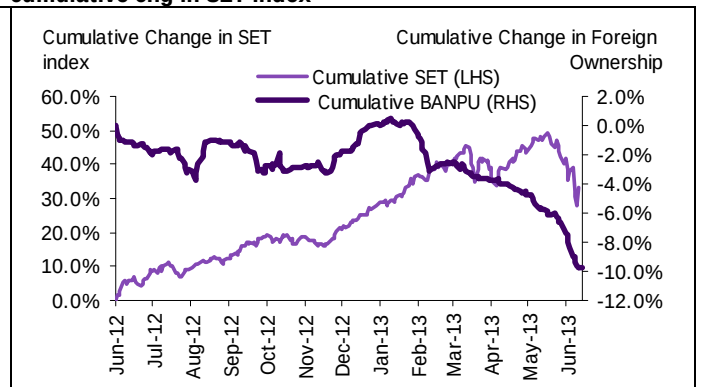
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Sales vol - Indonesia (mt)	24.6	26.0	29.7	31.7	32.2
ASP - Indonesia (US\$/t)	97.1	92.0	83.0	84.0	81.0
Sales vol - Australia (mt)	14.9	15.0	16.0	17.0	18.0
ASP - Australia (US\$/t)	72.3	67.0	64.7	69.0	70.3
Gross margin - Indonesia	50%	49%	45%	46%	44%
Gross margin - Australia	36%	32%	30%	34%	36%

PE Band Chart

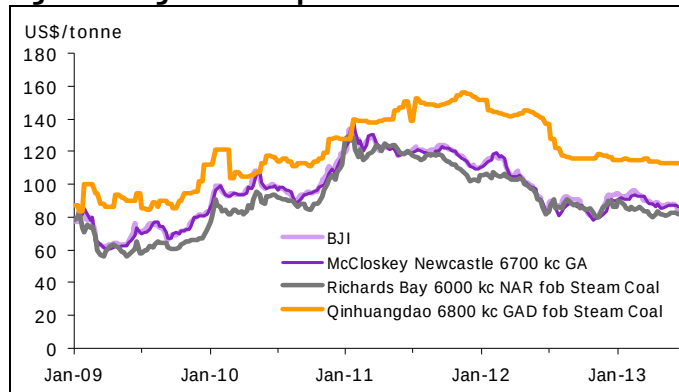


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



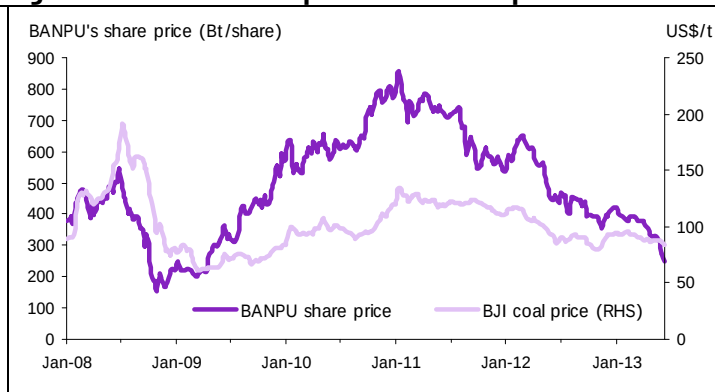
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Regional coal price



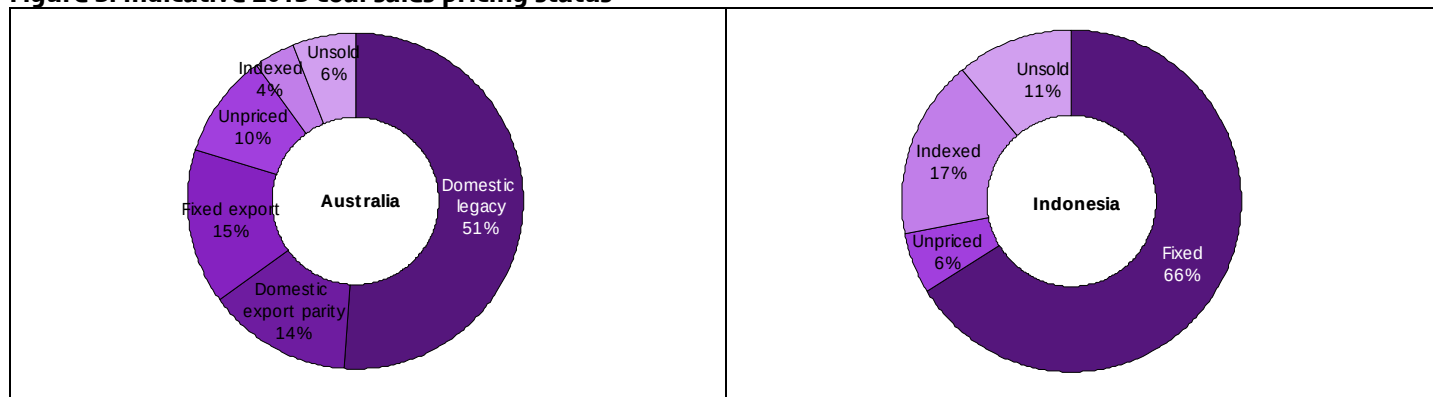
Source: BANPU, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: BANPU's shareprice vs. BJI coal price



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Indicative 2013 coal sales pricing status



Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 4: Peers comparison

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
China Coal Energy	6.7	6.3	6.0	(19.1)	6.8	4.3	0.5	0.5	0.5	8.4	8.6	8.3	4.6	4.8	5.0	6.6	5.8	5.3
China Shenhua Energy	7.9	7.3	7.5	(5.2)	9.1	(3.4)	1.3	1.2	1.1	16.8	16.0	15.0	5.1	5.4	5.4	4.9	4.5	4.3
Yanzhou Coal Mining	9.0	7.8	7.9	(52.9)	15.5	(1.3)	0.6	0.5	0.5	6.7	6.5	6.5	3.8	3.6	3.6	10.4	9.3	8.3
Adaro Energy	9.5	7.1	6.1	(25.3)	33.3	16.7	1.0	0.9	0.9	11.3	13.0	13.6	3.5	3.5	5.9	5.5	4.7	4.2
PTBA	10.7	9.2	7.5	(7.6)	16.7	22.3	3.0	2.6	2.2	28.4	28.9	29.4	5.2	5.0	6.1	6.9	5.8	4.7
Indo Tambangraya Megah	9.0	8.2	8.3	(22.1)	10.5	(1.5)	2.9	2.6	2.5	31.1	32.6	31.4	9.7	8.6	10.2	5.1	4.4	4.5
Harum Energy	11.5	9.4	7.3	(28.1)	22.9	27.9	2.7	2.3	2.0	24.1	26.8	26.3	5.5	5.5	7.7	5.9	4.9	4.4
Banpu PCL	9.4	7.8	7.0	(20.6)	20.2	11.4	0.8	0.8	0.8	8.7	10.0	10.2	5.5	6.0	6.3	7.2	6.3	5.9
Average	9.2	7.9	7.2	(22.6)	16.9	9.5	1.6	1.4	1.3	16.9	17.8	17.6	5.3	5.3	6.3	6.6	5.7	5.2

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



ชื่อ

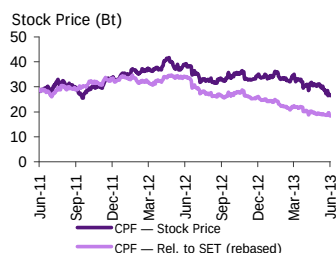
จีบแปดจบ

Stock data

Last close (Jun 18) (Bt)	25.75
12-m target price (Bt)	35.00
Upside (Downside) to TP (%)	35.92
Mkt cap (Btbn)	199.38
Mkt cap (US\$mn)	6,467

Bloomberg code	CPF TB
Reuters code	CPF.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.57
Sector % SET	0.52
Shares issued (mn)	7,743
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	39.5 / 25.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	26.72
Foreign limit / actual (%)	40 / 32
Free float (%)	46.6
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-17.6	-23.7	-34.0
Relative to SET	-5.1	-16.2	-45.7

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ผลการดำเนินงานของ CPF มีแนวโน้มฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้นในธุรกิจสัตว์บกและกุ้งในประเทศไทยหลังจากรายงานขาดทุนจากการดำเนินงานติดต่อกัน ในไตรมาส 4/55 และ 1/56 การที่ CPF เข้าควบรวมธุรกิจเพิ่มในจีนและเวียดนามในเวลาใกล้เคียงกับจุดต่ำสุดของวัฏจักรธุรกิจ เมื่อถึงเวลาฟื้นตัวจะยังทำให้กำไรฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยยะ เราจึงปรับคำแนะนำสำหรับ CPF ขึ้นสู่ “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมาย 35 บาท/หุ้น

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 CPF รายงานขาดทุนจากการดำเนินงานต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่สองที่ 738 ล้านบาทในไตรมาส 1/56 ทั้งนี้แม้ผลประกอบการรวมจะเห็นว่ายังมีกำไรสุทธิในงวดนี้ 1 พันล้านบาท ลดลง 92% YoY ทั้งนี้เพราะได้รับส่วนแบ่งกำไร 1.4 พันล้านบาทจากการถือหุ้น 31% ใน CPALL และรายการพิเศษรวม 1.8 พันล้านบาท อย่างไรก็ตาม ถือเป็นกำไรจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากไตรมาส 4/55 ทั้งนี้เป็นเพราะในปี 2555 ธุรกิจสัตว์บกในประเทศไทยประสบภาวะราคาตกต่ำ และวัตถุดิบราคาสูง และยังประสบปัญหาใหม่จากการแพร่ระบาดของโรค EMS ในกุ้งตั้งแต่ช่วงกลางปี ธุรกิจไทย เวียดนาม และในประเทศอื่นๆ ประสบกับสถานการณ์คล้ายกันทั้งเรื่องต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น บวกกับโรคในกุ้ง ในขณะที่ธุรกิจจีนของ CPF มีสถานการณ์ที่ดีกว่าส่วนงานอื่น เพราะธุรกิจอาหารสัตว์มีผลการดำเนินงานที่ดี ปัจจุบัน CPF ถือหุ้น 74% (66% หุ้นสามัญ และส่วนที่เหลือถือเป็นหุ้นบริวาร) ใน C.P. Pokphand Co., Ltd. (CPP) ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดฮ่องกง ดังนั้นจึงรวมผลการดำเนินงานของ CPP เข้ามา อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 1/56 ของ CPF อยู่ในระดับต่ำที่ 9% ลดลงจากระดับ 13.6% ในไตรมาส 1/55 อย่างมาก ในขณะที่อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 1/56 ของ CCP อยู่ที่ 12.3% เทียบกับ 15.6% ในไตรมาส 1/55

โรค EMS หมดไปภายในครึ่งหลังของปี 56 โรค “EMS” ในกุ้งส่งผลให้ CPF ขาดทุนส่วนนี้มากถึง ~2 พันล้านบาทในไตรมาส 1/56 โรคดังกล่าวส่งผลทำให้ต้องล้างและตากบ่อ และส่งผลกระทบต่ออุปทานกุ้งรวมถึงสายธุรกิจอาหารสัตว์-ฟาร์ม-อาหารโดยรวมในประเทศไทย โรคนี้ส่งผลทำให้ธุรกิจอาหารสัตว์และฟาร์มของ CPF มีผลผลิตต่ำกว่าจุดคุ้มทุน วิกฤตโรค EMS เริ่มเกิดขึ้นเมื่อกลางปี 2555 โดยมีอัตราตาย 30-40% ปัจจุบันบริษัทกำลังดำเนินการแก้ปัญหา และสามารถลดอัตราตายลงมาสู่ระดับ 8.5% ได้แล้ว แต่ยังสูงกว่าระดับปกติที่ 5% เราคาดว่าสถานการณ์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติในไตรมาส 3/56 ซึ่งจะส่งผลทำให้สายธุรกิจกุ้งและอาหารสัตว์ในประเทศไทย เวียดนาม (ภายใต้ CCP) และมาเลเซียของ CPF ฟื้นตัวดีขึ้น

ธุรกิจสัตว์บกฟื้นตัวจากที่ไม่สามารถทำกำไรได้ในไตรมาส 4/55 ราคาหมูปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 63 บาท/กก. (จาก 53 บาท/กก.ในไตรมาส 4/55) และราคาไก่อยู่ที่ 46 บาท/กก. (จากไตรมาส 4/55 ที่ 39 บาทต่อ กก.) ซึ่งสูงกว่าจุดคุ้มทุนแล้วทั้งคู่ ราคาวัตถุดิบก็มีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดเมื่อกลางปี 2555 ด้วย ส่งผลทำให้เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CPF จะฟื้นตัวดีขึ้นมากตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 56

ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตมาจากธุรกิจไทย จีน และเวียดนาม ธุรกิจไทยสร้างรายได้และกำไรให้กับ CPF ประมาณ 45% ในขณะที่บริษัทมีรายได้และกำไรจากธุรกิจจีนในสัดส่วน 27% เวียดนาม 13% และประเทศอื่นๆ 15% บริษัทมีรายได้จากธุรกิจอาหารสัตว์ 55% ธุรกิจฟาร์ม 32% และธุรกิจอาหาร 13% รายได้ในปี 2555 ของ CPF เพิ่มขึ้น 83% จากปี 2554 และเราคาดว่ารายได้ในปี 2557 จะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากปี 2554

ปรับคำแนะนำขึ้นสู่ “ซื้อ” และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 35 บาท/หุ้น เราประเมินราคาเป้าหมายของ CPF โดยอิงกับ PER ปี 2557 ที่ 14 เท่า เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและผลการดำเนินงานที่เริ่มฟื้นตัวขึ้น ปัจจุบันราคาสัตว์บกฟื้นตัวดีขึ้น ในขณะที่ราคาวัตถุดิบ (ข้าวโพด กากถั่วเหลือง) ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดของปีที่แล้ว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	206,099	357,175	371,771	423,010	455,690
EBITDA	(Btmn)	20,802	18,449	25,816	35,176	39,120
Core profit	(Btmn)	14,476	3,930	11,473	18,524	22,450
Reported profit	(Btmn)	16,117	18,790	13,238	18,524	22,450
Core EPS	(Bt)	1.96	0.53	1.55	2.51	3.04
DPS	(Bt)	1.20	1.10	0.80	1.30	1.20
P/E, core	(x)	13.1	48.4	16.6	10.3	8.5
EPS growth, core	(%)	24.9	(72.9)	191.9	61.5	21.2
P/BV, core	(x)	3.0	1.7	1.8	1.7	1.5
ROE	(%)	24.1	4.7	10.6	15.9	17.8
Dividend yield	(%)	4.7	4.3	3.1	5.0	4.7
EV/EBITDA	(x)	2.4	20.0	14.3	10.5	9.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	206,099	357,175	371,771	423,010	455,690
Cost of goods sold	172,488	315,838	320,691	358,551	385,288
Gross profit	33,612	41,337	51,080	64,459	70,402
SG&A	18,909	33,260	34,575	39,340	42,151
Other income	1,360	2,995	1,234	1,296	1,479
Interest expense	2,432	6,377	6,399	5,649	4,899
Pre-tax profit	13,631	4,695	11,340	20,765	24,831
Corporate tax	2,898	2,675	3,128	5,194	6,213
Equity a/c profits	3,863	4,138	4,302	5,203	6,232
Minority interests	(120)	(2,229)	(1,040)	(2,250)	(2,400)
Core profit	14,476	3,930	11,473	18,524	22,450
Extra-ordinary items	1,641	14,860	1,765	0	0
Net Profit	16,117	18,790	13,238	18,524	22,450
EBITDA	20,802	18,449	25,816	35,176	39,120
Core EPS (Bt)	1.96	0.53	1.55	2.51	3.04
Net EPS (Bt)	2.18	2.54	1.79	2.51	3.04
DPS (Bt)	1.20	1.10	0.80	1.30	1.50

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	76,501	109,201	112,539	125,014	137,418
Total fixed assets	81,062	201,343	203,116	214,459	226,598
Total assets	157,563	310,544	315,655	339,473	364,016
Total loans	63,762	137,069	137,278	156,260	159,102
Total current liabilities	46,071	95,218	95,054	111,786	123,389
Total long-term liabilities	47,358	94,545	99,958	105,958	105,458
Total liabilities	93,430	189,763	332,291	374,003	387,949
Paid-up capital	7,520	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	67,077	120,781	129,070	135,870	144,969
BVPS (Bt)	8.53	15.60	14.45	15.60	17.07

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pretax profit	16,237	21,019	15,642	25,968	31,063
Depreciation and amortization	4,739	7,376	8,077	8,761	9,390
Operating cash flow	20,464	5,000	23,711	26,487	46,200
Investing cash flow	(14,049)	(59,494)	(15,928)	(16,360)	(16,454)
Financing cash flow	13,022	46,449	(2,714)	90	(10,319)
Net cash flow	16,532	(12,516)	1,940	2,773	10,814

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	16.3	11.6	13.7	15.2	15.4
Operating margin (%)	7.1	2.3	4.4	5.9	6.2
EBITDA margin (%)	10.1	5.2	6.9	8.3	8.6
EBIT margin (%)	9.7	4.3	5.9	7.5	7.9
Net profit margin (%)	7.0	1.1	3.1	4.4	4.9
ROE (%)	24.1	4.7	10.6	15.9	17.8
ROA (%)	11.2	8.0	4.2	5.5	6.2
Net D/E (x)	0.7	1.3	1.2	1.3	1.1
Payout Ratio (%)	61.2	206.8	51.5	51.8	49.4

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	73,480	92,255	97,220	94,220	87,424
Cost of goods sold	63,464	79,692	85,861	86,821	79,532
Gross profit	10,016	12,563	11,359	7,400	7,892
SG&A	6,832	8,310	8,991	9,127	8,232
Other income	426	888	832	849	395
Interest expense	(1,175)	(1,650)	(1,658)	(1,894)	(1,600)
Pre-tax profit	2,435	3,491	1,542	(2,773)	(1,545)
Corporate tax	587	1,493	705	(110)	281
Equity a/c profits	2,838	3,084	1,902	(1,666)	(428)
Minority interests	(426)	(547)	(750)	(506)	(310)
Core profit	2,412	2,537	1,152	(2,171)	(738)
Extraordinaries	9,701	1,498	1,252	2,409	1,765
Net profit	12,113	4,035	2,404	238	1,026
EBITDA	5,271	6,994	5,170	1,013	2,011
Core EPS (Bt)	0.33	0.34	0.16	(0.29)	(0.10)
Net EPS (Bt)	1.64	0.55	0.33	0.03	0.14

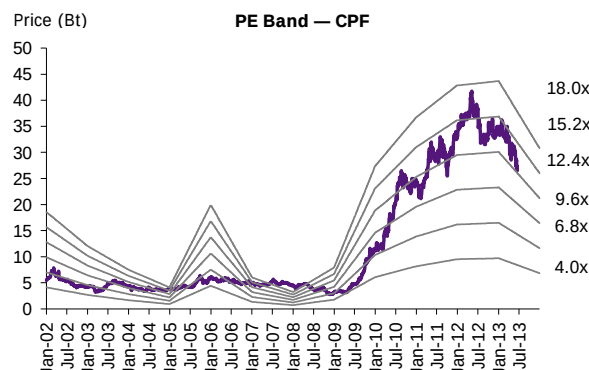
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	102,289	107,168	111,221	109,201	114,666
Total fixed assets	174,402	182,622	185,035	201,343	210,470
Total assets	276,691	289,790	296,257	310,544	325,136
Total loans	108,570	118,811	126,070	136,656	152,634
Total current liabilities	76,919	87,562	83,653	95,218	109,043
Total long-term liabilities	82,982	83,417	97,309	94,545	97,048
Total liabilities	159,901	170,979	180,962	189,763	206,091
Paid-up capital	7,743	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	116,790	118,811	115,295	120,781	119,045
BVPS (Bt)	15.08	15.34	14.89	15.60	15.37

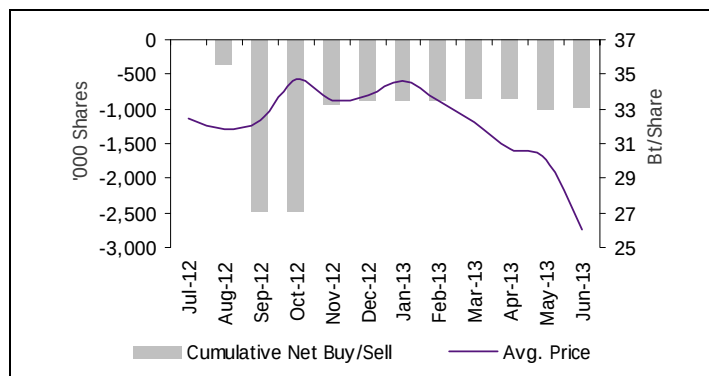
Main Assumptions

Revenue Breakdown (%)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Thailand	74.8	44.6	43.3	44.2	43.8
China	0.0	27.8	29.0	29.0	30.1
Vietnam	0.0	12.2	13.0	13.0	13.0
Other International	25.2	15.3	14.7	13.8	13.1

PE Band Chart

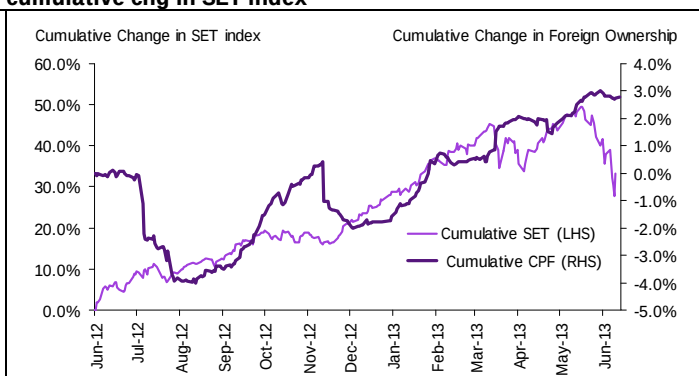


12-Month Cumulative directors trade



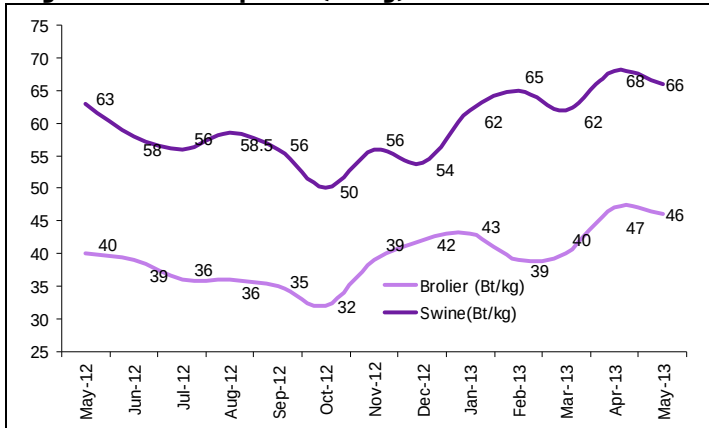
Source: SEC

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



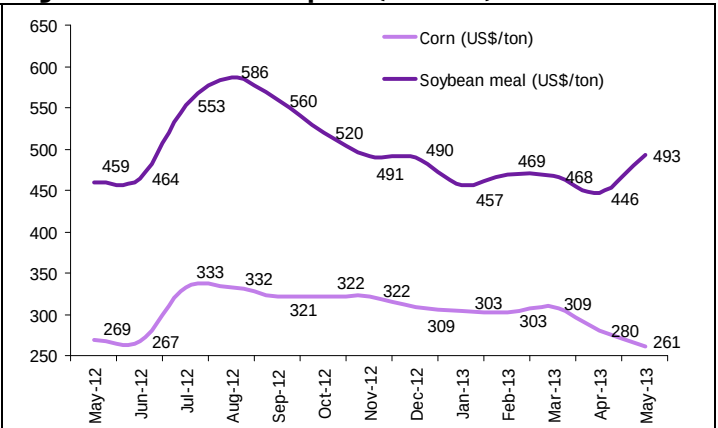
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Product prices (Bt/kg)



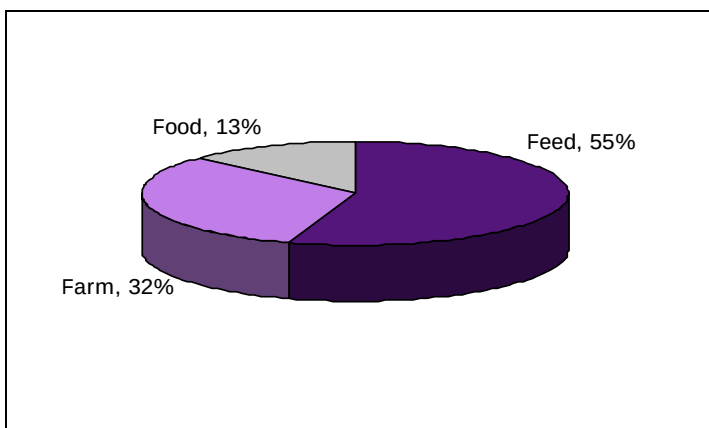
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Raw material price (US\$/ton)



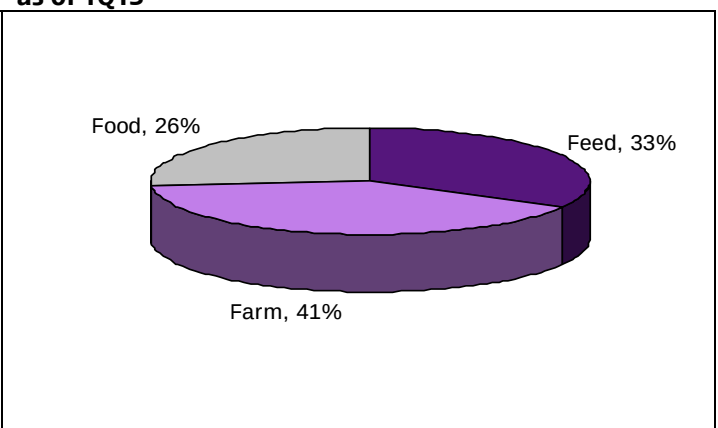
Source: Company Data, www.mundi.com, SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown by product in 1Q13



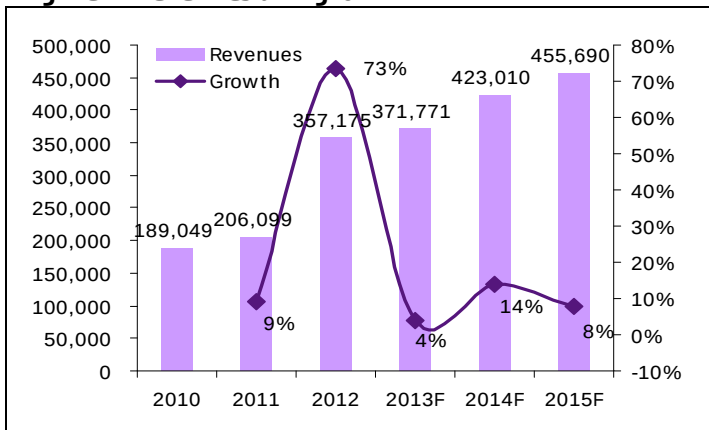
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 4: Revenue breakdown by product in Thailand as of 1Q13



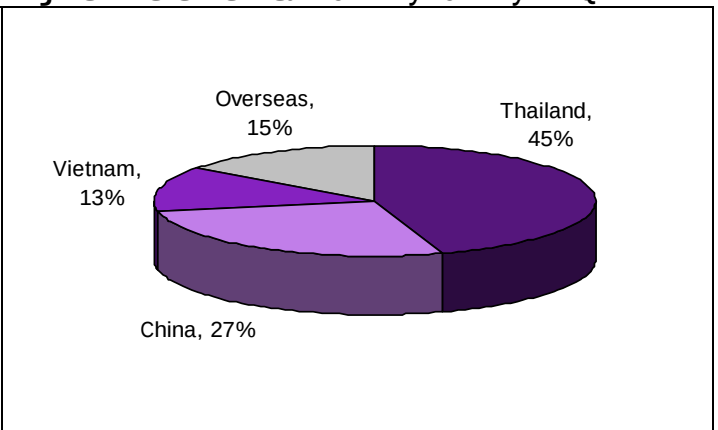
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 5: Revenues and growth in 2010-2015F



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 6: Revenue breakdown by country in 1Q13



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 1: Peer Comparison

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
Thai Union Frozen Products PCL	14.41	11.33	9.29	-7.27	27.15	22.04	1.77	1.63	1.50	13.08	15.33	16.87	3.43	4.30	5.31	11.40	9.26	8.06
Charoen Pokphand Foods PCL	14.42	11.06	9.03	76.27	30.40	22.45	1.79	1.64	1.48	12.57	15.51	17.06	3.80	4.74	5.73	13.62	10.95	9.46
Oishi Group PCL	21.87	15.68	9.94	22.97	39.48	57.82	6.08	4.90	3.82	29.08	33.56	41.55	2.58	4.05	5.74	13.65	9.52	6.77
GFPT PCL	13.21	10.00	7.91	2070.00	32.10	26.40	1.73	1.59	1.34	12.52	15.80	18.63	2.44	3.60	4.07	8.10	6.74	6.44
Premier Marketing PCL	11.35	9.73	8.47	21.52	16.58	14.97	3.62	2.92	2.21	33.17	32.03	27.10	4.46	5.43	6.59	8.37	7.15	6.65
Nestle SA	17.57	16.15	14.95	3.35	8.78	8.04	3.06	2.85	2.65	17.29	17.61	17.91	3.51	3.74	3.98	12.07	11.25	10.52
ConAgra Foods Inc	15.89	13.74	12.53	21.32	15.71	9.60	2.68	2.43	2.21	17.63	n.m.	n.m.	2.90	2.96	3.10	11.94	9.62	9.12
Hillshire Brands Co	19.27	18.32	15.87	9.98	5.18	15.43	9.89	18.15	7.38	n.m.	n.m.	n.m.	1.47	2.15	1.68	8.77	8.45	7.92
Nippon Suisan Kaisha Ltd	n.m.	15.72	11.75	n.m.	n.m.	33.79	1.04	1.00	0.93	-13.30	5.30	7.75	n.a	n.a	n.a	12.94	11.56	11.47
Danone SA	18.04	16.34	14.90	4.97	10.42	9.63	2.69	2.51	2.34	2.65	2.87	3.16	14.04	15.22	15.65	11.34	10.53	9.84
Average	16.38	13.96	11.66	203.46	20.13	21.79	3.28	3.69	2.49	15.01	18.24	20.06	2.98	3.68	4.27	15.68	13.77	14.03

Source: Bloomberg

This page is left blank intentionally

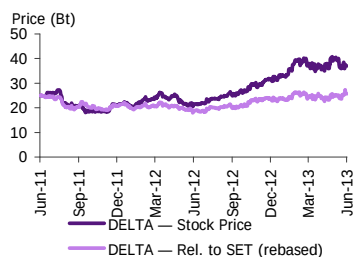
ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 18) (Bt)	36.25
12-m target price (Bt)	43.00
Upside (Downside) to TP (%)	18.62
Mkt cap (Btbn)	45.22
Mkt cap (US\$mn)	1,467

Bloomberg code	DELTA TB
Reuters code	DELT.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.36
Sector % SET	0.79
Shares issued (mn)	1,247
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	41 / 21
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.89
Foreign limit / actual (%)	100 / 87
Free float (%)	30.9
Dividend policy (%)	≥30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-9.9	-4.6	67.8
Relative to SET	3.7	4.8	37.9

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing ช่วยสนับสนุนให้แนวโน้มสดใส

แนวโน้มของ DELTA ยังคงสดใสมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing (เพาเวอร์ซัพพลายสำหรับ server, data center, และ networking) ซึ่งไม่ได้รับผลกระทบจากตลาด PC ที่ปรับตัวแย่ลง เราคาดว่ากำไรไตรมาส 2/56 จะเติบโต 40% YoY โดยเกิดจากธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing และการอ่อนค่าของเงินบาท นอกจากนี้ธุรกิจใหม่ (ผลิตชิ้นส่วนสำหรับยานยนต์ไฮบริด) ก็น่าจะเริ่มมีออเดอร์เข้ามาในไตรมาส 3/56 เมื่อรวมกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ในระดับที่น่าดึงดูดที่ 6.9% ในปี 2556 ทำให้เราแนะนำ "ซื้อ" DELTA ด้วยราคาเป้าหมาย 43 บาท

ได้รับปัจจัยหนุนอย่างต่อเนื่องจากธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing แนวโน้มธุรกิจเพาเวอร์ซัพพลายสำหรับ storage, server, และ networking ของ DELTA ยังคงสดใส โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์จำนวนมากในตลาด cloud computing บริษัทวิจัย iSuppli รายงานว่าการใช้ระบบ online storage และ infrastructure systems เพิ่มขึ้น ช่วยหนุนให้ยอดขายผลิตภัณฑ์ cloud server ปรับตัวเพิ่มขึ้น ~35% ในปี 2555 และคาดว่าจะเติบโต 23-30% ทุกปี สู่จำนวน ~1.8 ล้านยูนิตในปี 2558 การประชุมทางโทรศัพท์กับผู้บริหารพบว่า ธุรกิจนี้ทำยอดขายได้สูงมากในงวดครึ่งแรกปี 56 ทั้งๆ ที่เป็นช่วงที่ยอดขายปรับตัวลดลงตามฤดูกาล ในขณะที่ออเดอร์สำหรับโมเดลใหม่ๆ ก็จะเริ่มมีเข้ามาในไตรมาส 3/56 ธุรกิจนี้สร้างส่วนแบ่งยอดขายให้กับ DELTA ~40-45%

คาดการณ์กำไรไตรมาส 2/56 ออกมาดีมากโดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing และการอ่อนค่าของเงินบาท เราคาดว่ากำไรไตรมาส 2/56 ของ DELTA จะเติบโต ~40% YoY สู่จำนวนเกือบ 1.2 พันล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากออเดอร์จำนวนมากในกลุ่ม server และ data center และการอ่อนค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ

ตลาดผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ปรับตัวดีขึ้น ไม่เหมือนกับธุรกิจ solar inverter DELTA มีรายได้เพียงเล็กน้อยในตลาดผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ผ่านการผลิตพัฒนาระบบความร้อน (ตลาดระดับบน) บริษัทร่วมมือกับลูกค้ามานานเป็นปีๆ เพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์ (ส่วนใหญ่เป็นอุปกรณ์ประจุไฟฟ้าแบบต่างๆ) สำหรับยานยนต์ไฮบริดและยานยนต์ไฟฟ้า เมื่ออิงกับประมาณการเมื่อไม่นานนี้จากลูกค้า ผลิตภัณฑ์สำหรับยานยนต์ไฮบริดมีแนวโน้มที่จะเริ่มสร้างรายได้ให้กับบริษัทตั้งแต่ไตรมาส 3/56 และจะสร้างรายได้จำนวนมากนับจากปี 2557 ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยการอ่อนตัวลงของธุรกิจ solar inverter ที่ยังไม่มีสัญญาณฟื้นตัวได้

ควบคุมค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารได้ดี DELTA มุ่งเน้นควบคุมค่าใช้จ่ายโดยปรับโครงสร้างธุรกิจในตลาดภูมิภาคบางส่วนและควบคุมค่าใช้จ่ายในการวิจัยและพัฒนาของบางรายการมาตั้งแต่ช่วงครึ่งหลังปี 55 และเราก็พบความคืบหน้าที่ดี โดยอัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายปรับลดลงจาก 17.4% ในปี 2555 สู่ 14.9% ในไตรมาส 1/56 เราคาดการณ์อัตราส่วนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขายในปี 2556 ที่ 15.9% และมีโอกาสที่จะปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นจากประเด็นนี้

เงินสดในมือสูง คาดผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.9% DELTA เป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งมาก โดยมีเงินสดสุทธิ 1.25 หมื่นล้านบาท ณ ไตรมาส 1/56 หากหักเงินปันผลจ่ายจำนวน 3 พันล้านบาทในเดือน เม.ย.ออกไป พบว่าบริษัทยังคงมีเงินสดสุทธิสูงที่ 9.5 พันล้านบาท หรือ 7.64 บาท/หุ้น หรือเท่ากับ 21% ของ market cap เราคาดการณ์เงินปันผลสำหรับปี 2556 ที่ 2.5 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราดอกเบี้ยเงินปันผล 65% เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 64% ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 6.7% ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน

"ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 43 บาท แนวโน้มที่ดีของธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing โอกาสปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นเนื่องจากเราใช้สมมติฐานค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารระดับสูง และผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูด ช่วยสนับสนุนให้เราแนะนำ "ซื้อ" DELTA โดยมีราคาเป้าหมายที่ 43 บาท อิงกับ PE 11 เท่า ซึ่งเท่ากับ PE เฉลี่ย 10 ปีของบริษัท

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	38,434	40,779	40,043	43,784	47,492
EBITDA	(Btmn)	3,523	5,097	5,791	6,399	7,041
Core profit	(Btmn)	2,641	4,195	4,805	5,344	5,916
Reported profit	(Btmn)	2,864	4,347	4,805	5,344	5,916
Core EPS	(Bt)	2.12	3.36	3.85	4.28	4.74
DPS	(Bt)	1.20	2.40	2.50	2.70	3.00
P/E, core	(x)	17.12	10.78	9.41	8.46	7.64
EPS growth, core	(%)	(33.43)	58.81	14.54	11.22	10.69
P/BV, core	(x)	2.28	2.01	1.86	1.70	1.55
ROE	(%)	13.49	19.81	20.53	21.02	21.27
Dividend yield	(%)	3.31	6.62	6.90	7.45	8.28
EV/EBITDA	(x)	10.42	6.49	5.71	4.92	4.17

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	38,434	40,779	40,043	43,784	47,492
Cost of goods sold	29,392	29,984	29,333	32,145	34,900
Gross profit	9,041	10,795	10,710	11,639	12,591
SG&A	6,758	7,093	6,347	6,743	7,124
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	98	95	65	63	61
Pre-tax profit	2,680	4,204	4,903	5,453	6,036
Corporate tax	55	9	98	109	121
Equity a/c profits	17	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	2,641	4,195	4,805	5,344	5,916
Extra-ordinary items	223	152	0	0	0
Net Profit	2,864	4,347	4,805	5,344	5,916
EBITDA	3,523	5,097	5,791	6,399	7,041
Core EPS (Bt)	2.12	3.36	3.85	4.28	4.74
Net EPS (Bt)	2.30	3.49	3.85	4.28	4.74
DPS (Bt)	1.20	2.40	2.50	2.70	3.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	23,253	26,127	26,823	29,291	32,596
Total fixed assets	6,630	6,948	7,152	7,315	7,419
Total assets	29,884	33,075	33,975	36,606	40,015
Total loans	1,022	661	641	622	603
Total current liabilities	8,889	9,365	8,492	8,878	9,749
Total long-term liabilities	1,336	1,213	1,175	1,194	1,184
Total liabilities	10,024	10,578	9,667	10,072	10,934
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Total equity	19,859	22,497	24,308	26,534	29,081
BVPS (Bt)	15.92	18.04	19.49	21.27	23.31

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	2,641	4,195	4,805	5,344	5,916
Depreciation and amortization	746	798	822	883	944
Operating cash flow	3,581	6,321	4,062	5,763	6,509
Investing cash flow	-856	-1,058	-1,026	-1,046	-1,048
Financing cash flow	-2,419	-1,994	-3,052	-3,118	-3,396
Net cash flow	306	3,269	-16	1,598	2,065

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	23.5	26.5	26.7	26.6	26.5
Operating margin(%)	5.9	9.1	10.9	11.2	11.5
EBITDA margin(%)	9.2	12.5	14.5	14.6	14.8
EBIT margin(%)	7.0	10.3	12.2	12.5	12.7
Net profit margin(%)	7.5	10.7	12.0	12.2	12.5
ROE (%)	14.4	19.3	19.8	20.1	20.3
ROA (%)	9.6	13.1	14.1	14.6	14.8
Net D/E (x)	(0.43)	(0.54)	(0.50)	(0.52)	(0.54)
Interest coverage (x)	28.5	45.5	76.3	87.4	99.6
Debt service coverage (x)	2.8	4.6	8.0	9.1	10.3
Payout Ratio (%)	52.3	68.9	64.9	63.0	63.3

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	8,721	10,355	11,277	10,426	9,539
Cost of goods sold	6,479	7,788	7,798	7,919	6,964
Gross profit	2,243	2,567	3,479	2,507	2,575
SG&A	1,642	1,842	1,657	1,952	1,420
Other income	109	154	159	174	125
Interest expense	25	26	23	20	16
Pre-tax profit	685	852	1,958	709	1,208
Corporate tax	1	16	43	-52	0
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	683	836	1,915	761	1,208
Extra-ordinary items	30	63	6	53	8
Net Profit	713	899	1,921	814	1,216
EBITDA	910	1,080	2,176	930	1,438
Core EPS (Bt)	0.55	0.67	1.54	0.61	0.97
Net EPS (Bt)	0.57	0.72	1.54	0.65	0.97

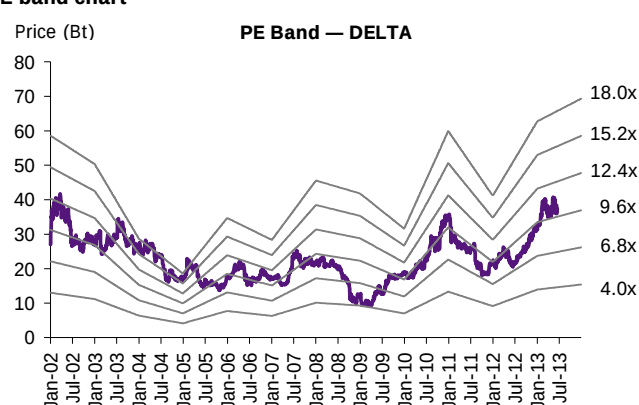
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	23,328	24,075	27,239	26,127	26,369
Total fixed assets	6,747	6,809	6,819	6,948	6,692
Total assets	30,075	30,884	34,058	33,075	33,061
Total loans	760	795	917	661	657
Total current liabilities	9,918	9,886	11,170	9,365	11,436
Total long-term liabilities	1,147	1,141	1,159	1,213	1,214
Total liabilities	11,065	11,027	12,330	10,578	12,650
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Total equity	19,011	19,857	21,729	22,497	20,411
BVPS (Bt)	15.24	15.92	17.42	18.04	16.36

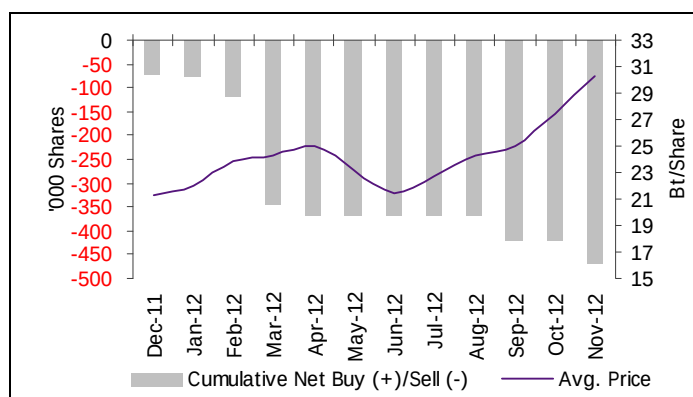
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Exchange rate (Bt/US\$)	30.50	31.00	29.50	29.50	29.50
Sales in US\$ term (mn)	1,261	1,262	1,357	1,484	1,610

PE band chart

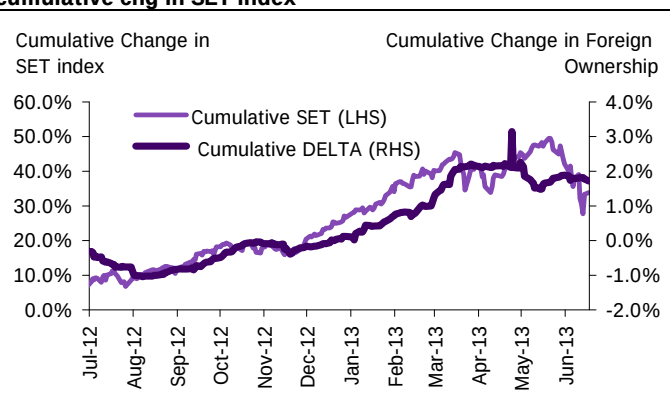


12-Month Cumulative directors trade



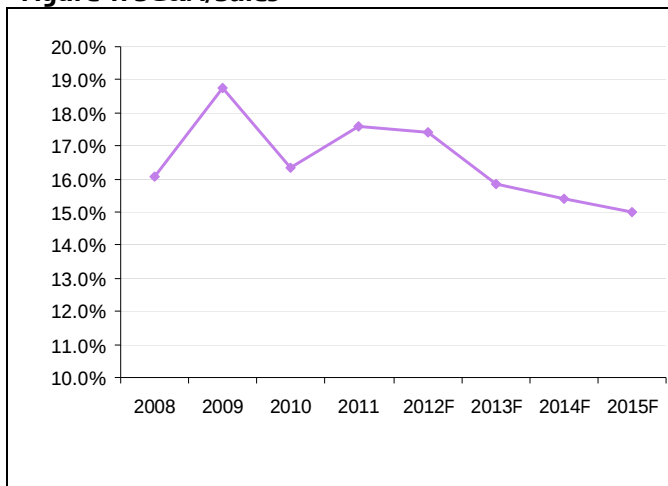
Source: SEC

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



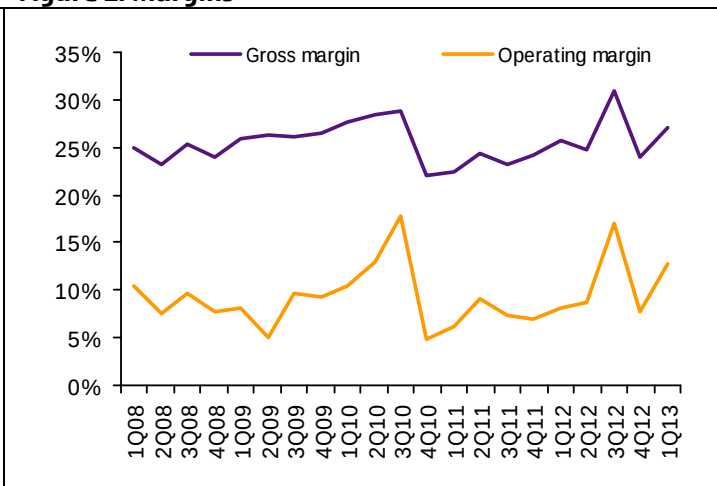
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: SG&A/Sales



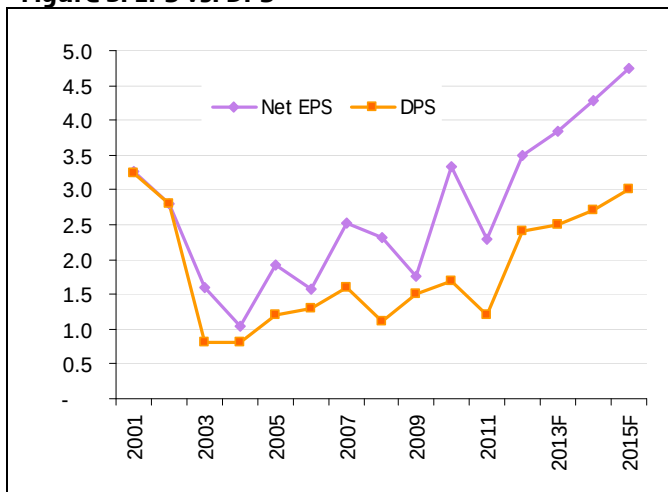
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 2: Margins



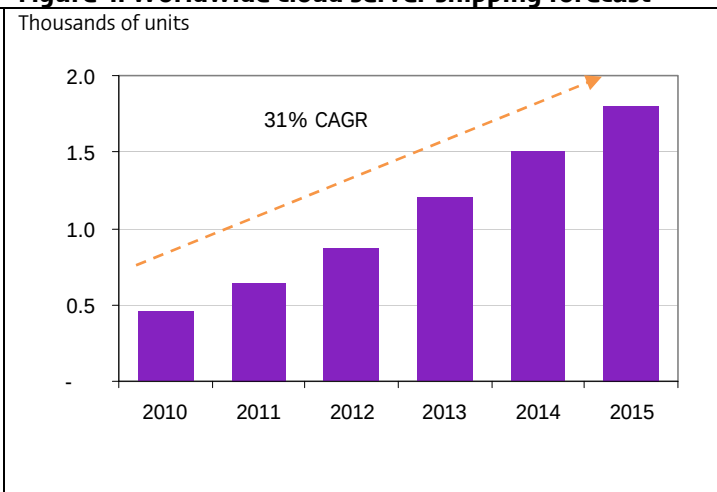
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 3: EPS vs. DPS



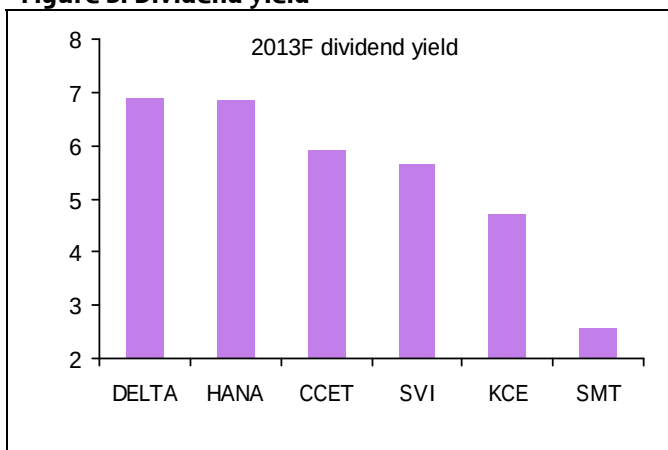
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 4: Worldwide cloud server shipping forecast



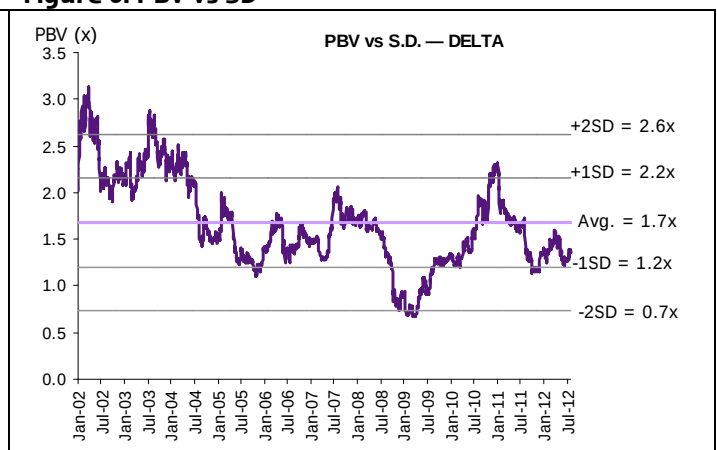
Source: iSuppli

Figure 5: Dividend yield



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: PBV vs SD



Source: DELTA and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

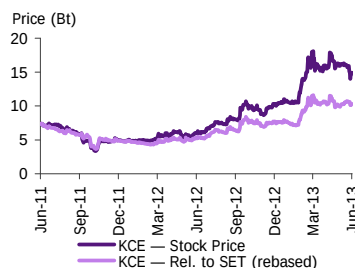
ซื้อ

Stock Data

Last close (Jun 18) (Bt)	14.80
12-m target price (Bt)	19.00
Upside (Downside) to TP (%)	28.38
Mkt cap (Btbn)	7.03
Mkt cap (US\$mn)	228

Bloomberg code	KCE TB
Reuters code	KCE.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.06
Sector % SET	0.79
Shares issued (mn)	475
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	19.2 / 6
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.15
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	55.6
Dividend policy (%)	n.a.

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-6.9	-11.9	146.7
Relative to SET	7.2	-3.2	102.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

KCE-Tech เปลี่ยนสถานะจากตัวถ่วงเป็นตัวช่วย

ช่วงเวลาอันขึ้นขมเป็นเพียงอดีต เนื่องจากปัจจุบัน KCE กำลังเปลี่ยนมามีแนวโน้มที่สดใสมากขึ้น หลังจาก KCE-Tech เปลี่ยนสถานะจากโรงงานที่สร้างผลขาดทุนมาเป็นตัวช่วยสนับสนุนกำไร การฟื้นฟูกำลังการผลิตหลังน้ำท่วมช่วยให้ประสิทธิภาพการผลิตปรับตัวดีขึ้นมาก โดยทำให้อัตราของเสียจากการผลิตลดลง และมีการนำเครื่องจักรมาใช้เพิ่มมากขึ้น เมื่อประกอบกับเงินบาทที่อ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐในระยะหลังนี้ และออเดอร์ที่ไหลเข้ามาจำนวนมาก ทำให้เราคาดว่ากำไรจะทำได้สูงสุดใหม่ในไตรมาส 2/56 ไตรมาส 3/56 และปี 2556

ช่วงเวลาอันขึ้นขมผ่านไปแล้ว ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา KCE มีปัญหาเกี่ยวกับเสถียรภาพของผลการดำเนินงาน เพราะไม่เคยมีกำไรปกติเป็นบวกมานานติดต่อกันกว่า 7 ไตรมาส ทั้งนี้เพราะ KCE-Tech ที่เป็นโรงงานใหญ่สุดของบริษัทขาดประสิทธิภาพในการผลิต เพราะมีอัตราของเสียจากการผลิตสูงถึง 8-9% และเนื่องจากโรงงานแห่งนี้มีกำลังการผลิตประมาณครึ่งหนึ่งของกำลังการผลิตทั้งหมดของ KCE ดังนั้นของเสียจากการผลิตที่โรงงานนี้เพียงแห่งเดียวจึงส่งผลกระทบทำให้อัตรากำไรสุทธิของบริษัทลดลง ~4-4.5% ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน คือ ขาดทุนจากการเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนและราคาสินค้า commodities อย่างไรก็ดี ช่วงเวลาอันขมขึ้นของบริษั已通过พ้นไปแล้ว เนื่องจากปัญหาทั้งสองอย่างนี้คลี่คลายลงแล้ว

ปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตของ KCE-Tech แม้สถานการณ์น้ำท่วมสร้างความเสียหายแก่ KCE อย่างมาก แต่ก็เปิดโอกาสให้บริษัทจัดการแก้ปัญหาโรงงาน KCE-Tech ที่ขาดประสิทธิภาพในการผลิต โดยบริษัทถือโอกาสนี้เปลี่ยนเครื่องจักรและอุปกรณ์ใหม่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตในหลายๆ ทางด้วยกัน ได้แก่ 1) ปรับกระบวนการผลิตใหม่เพื่อลดของเสีย 2) นำเครื่องจักรมาใช้มากขึ้นเพื่อลดแรงงานคนลง 20-25% 3) พัฒนาแผ่นวัตถุดิบที่มีขนาดใหญ่ขึ้นเพื่อลดขอบเหลือทิ้ง และ 4) ติดตั้งอุปกรณ์และวางผังใหม่เพื่อลดค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภค การเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ส่งผลทำให้อัตราของเสียจากการผลิตลดลงเหลือ 4-4.5% จากระดับก่อนน้ำท่วมที่ 8-9% โดยการลดของเสียจากการผลิตลงได้เพียงอย่างเดียวช่วยให้ KCE มีกำไรเพิ่มขึ้นมากถึง 1 ใน 3 ของกำไรปี 2553 (ก่อนน้ำท่วม)

และป้องกันความเสี่ยงได้ดีขึ้น บทเรียนที่ผ่านมาทำให้ KCE นำนโยบายป้องกันความเสี่ยงที่ยืดหลักความระมัดระวังมากขึ้นมาใช้ ทำให้ไม่มีผลขาดทุนจากการเก็งกำไรอัตราแลกเปลี่ยนในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ KCE ก็เข้าซื้อกิจการของบริษัท Chemtronics ซึ่งประกอบธุรกิจรีไซเคิลทองแดงในไตรมาส 4/55 ราคาขายผลิตภัณฑ์ของบริษัทแห่งนี้เคลื่อนไหวตามราคาตลาด ซึ่งช่วยป้องกันความเสี่ยงด้านราคาทองแดงที่เป็นวัตถุดิบหลักอย่างหนึ่งของบริษัท โดยต้นทุนค่าทองแดงคิดเป็น ~10% ของยอดขายทั้งหมด

คาดการณ์กำไรสูงสุดใหม่ในไตรมาส 2/56 และปี 2556 (มีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น) ประสิทธิภาพการผลิตที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมากของโรงงาน KCE-Tech ออเดอร์ที่ไหลเข้ามาจำนวนมาก (ทั้งจากลูกค้าเก่าและลูกค้าใหม่) และเงินบาทที่อ่อนค่าลงมาแล้ว 5% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/56 ถึงปัจจุบัน ทำให้เราคาดว่า KCE จะมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า 23% (>0.80% QoQ และ >3.70% YoY) ในไตรมาส 2/56 และกำไรปกติจะเพิ่มขึ้นมากถึง 38-50% QoQ สู่จำนวน 210-230 ล้านบาท ทำสถิติสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ บริษัทจะเริ่มผลิตผลิตภัณฑ์ใหม่เป็นจำนวนมากให้แก่ลูกค้าใหม่บางรายในไตรมาส 3/56 ดังนั้นเราจึงคาดว่าจะยอดขายและกำไรจะปรับเพิ่มขึ้นอีกในไตรมาส 3/56 ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรปกติจะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 691 ล้านบาท (และหลังจากรวมเงินชดเชยจากประกันภัยเข้ามาแล้วจะมีกำไรสุทธิ 1.2 พันล้านบาท) ในปี 2556 เนื่องจากประมาณการกำไรปกติงวดครึ่งแรกปี 56 ที่ 363-383 ล้านบาท คิดเป็น 53-55% ของประมาณการกำไรปี 2556 ของเรา ดังนั้นเราจึงมีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการของเราเพิ่มขึ้น

“ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 19 บาท ผลการดำเนินงานของ KCE น่าจะโดดเด่นออกมาจากบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในไตรมาส 2/56 โดยหลักๆ เกิดจากประสิทธิภาพการผลิตที่ปรับตัวดีขึ้นซึ่งสามารถช่วยให้โรงงานที่สร้างผลขาดทุน (KCE-Tech) พลิกกลับมาทำกำไรได้สำเร็จ นอกจากนี้เรายังคาดว่า KCE จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 1.7% ในงวดครึ่งแรกปี 56 และ 4.8% ในปี 2556 ด้วย เราแนะนำ “ซื้อ” KCE ด้วยราคาเป้าหมาย 19 บาท อิงกับ PE 13 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ +0.5 SD PE เฉลี่ย 10 ปีของกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	7,201	6,478	7,877	8,704	9,835
EBITDA	(Btmn)	828	730	1,422	1,597	1,801
Core profit	(Btmn)	123	56	691	795	909
Reported profit	(Btmn)	132	712	1,196	795	909
Core EPS	(Bt)	0.26	0.12	1.46	1.68	1.92
DPS	(Bt)	0.10	0.55	0.70	0.70	0.75
P/E, core	(x)	56.74	123.79	10.12	8.80	7.70
EPS growth, core	(%)	(73.09)	(54.16)	1,122.87	15.07	14.27
P/BV, core	(x)	2.79	2.27	1.75	1.56	1.39
ROE	(%)	4.77	2.02	19.55	18.78	19.09
Dividend yield	(%)	0.68	3.72	4.73	4.73	5.07
EV/EBITDA	(x)	14.01	16.57	8.45	7.58	6.71

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	7,201	6,478	7,877	8,704	9,835
Cost of goods sold	5,957	5,232	6,071	6,707	7,600
Gross profit	1,244	1,245	1,805	1,996	2,235
SG&A	1,074	1,075	1,071	1,153	1,269
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	153	159	163	176	190
Pre-tax profit	123	83	721	828	945
Corporate tax	2	20	29	33	38
Equity a/c profits	(0)	(3)	(1)	0	1
Minority interests	3	(4)	0	0	0
Core profit	123	56	691	795	909
Extra-ordinary items	9	656	505	0	0
Net Profit	132	712	1,196	795	909
EBITDA	828	730	1,422	1,597	1,801
Core EPS (Bt)	0.26	0.12	1.46	1.68	1.92
Net EPS (Bt)	0.28	1.51	2.53	1.68	1.92
DPS (Bt)	0.10	0.55	0.70	0.70	0.75

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	1,345	1,508	1,757	1,868	2,000
Cost of goods sold	1,089	1,216	1,441	1,486	1,555
Gross profit	256	291	316	382	445
SG&A	324	266	248	236	267
Other income	8	18	10	36	15
Interest expense	40	39	38	42	39
Pre-tax profit	(101)	5	39	140	153
Corporate tax	1	4	6	9	2
Equity a/c profits	(3)	0	1	0	4
Minority interests	(2)	1	(2)	(2)	(1)
Core profit	(107)	1	33	129	153
Extra-ordinary items	286	80	210	80	118
Net Profit	179	82	243	209	272
EBITDA	53	160	198	319	319
Core EPS (Bt)	(0.23)	0.00	0.07	0.27	0.32
Net EPS (Bt)	0.39	0.18	0.52	0.44	0.57

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	4,872	4,695	4,841	5,200	5,974
Total fixed assets	4,487	5,560	6,247	6,681	6,646
Total assets	9,358	10,256	11,088	11,881	12,620
Total loans	5,164	5,502	5,394	5,578	5,417
Total current liabilities	5,424	5,784	5,034	5,136	5,394
Total long-term liabilities	1,426	1,394	2,065	2,268	2,171
Total liabilities	6,850	7,178	7,099	7,404	7,565
Paid-up capital	472	473	473	473	473
Total equity	2,508	3,077	3,990	4,477	5,042
BVPS (Bt)	5.31	6.51	8.44	9.47	10.67

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	4,739	4,681	5,091	4,695	5,150
Total fixed assets	5,255	5,241	5,279	5,560	5,730
Total assets	9,994	9,923	10,369	10,256	10,880
Total loans	5,397	5,584	5,710	5,502	5,553
Total current liabilities	5,817	5,893	6,437	5,784	6,313
Total long-term liabilities	1,478	1,300	1,091	1,394	1,195
Total liabilities	7,296	7,193	7,528	7,178	7,508
Paid-up capital	464	464	469	473	475
Total equity	2,699	2,730	2,841	3,077	3,372
BVPS (Bt)	5.82	5.88	6.05	6.51	7.10

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	123	56	691	795	909
Depreciation and amortization	552	488	538	593	666
Operating cash flow	741	1,318	1,594	1,237	988
Investing cash flow	(598)	(1,563)	(1,221)	(1,027)	(630)
Financing cash flow	249	106	(391)	(123)	(491)
Net cash flow	392	(138)	(19)	87	(133)

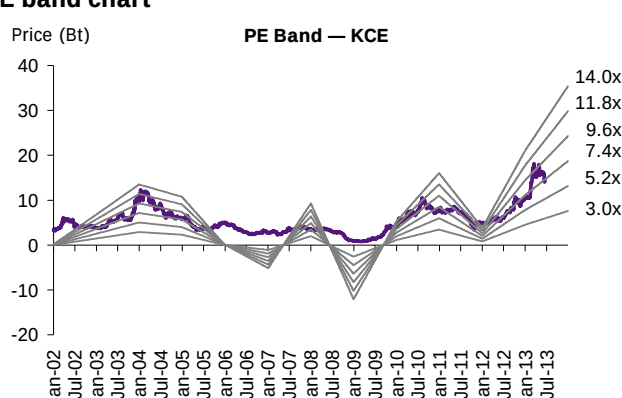
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Exchange rate (Bt/US\$)	30.5	31.0	29.5	29.5	29.5
Sales in US\$ term (mn)	237	210	267	295	333
% sales growth (US\$ term)	3	(11)	24	11	13

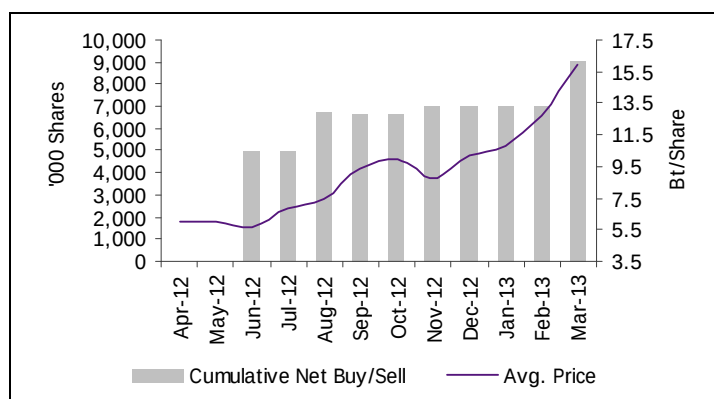
Key Financial Ratios

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	17.3	19.2	22.9	22.9	22.7
Operating margin(%)	2.4	2.6	9.3	9.7	9.8
EBITDA margin(%)	11.5	11.3	18.1	18.3	18.3
EBIT margin(%)	1.7	1.3	9.2	9.5	9.6
Net profit margin(%)	1.8	11.0	15.2	9.1	9.2
ROE (%)	5.2	23.2	30.1	17.8	18.0
ROA (%)	1.4	6.9	10.8	6.7	7.2
Net D/E (x)	1.84	1.66	1.26	1.14	1.01
Interest coverage (x)	1.8	1.5	5.4	5.7	6.0
Debt service coverage (x)	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
Payout Ratio (%)	35.8	36.5	27.7	41.6	39.0

PE band chart

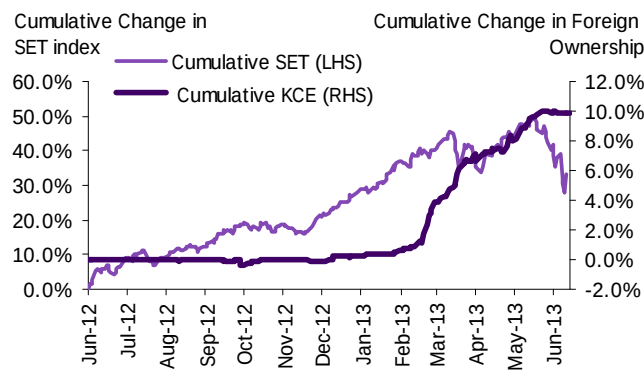


12-Month Cumulative directors trade



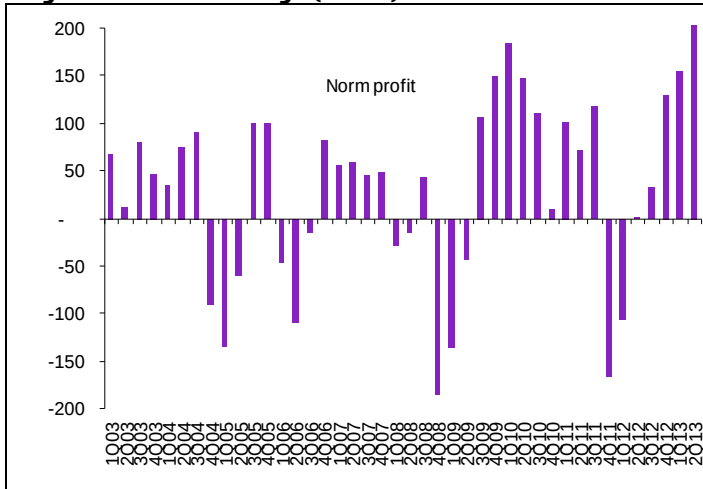
Source: SEC

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



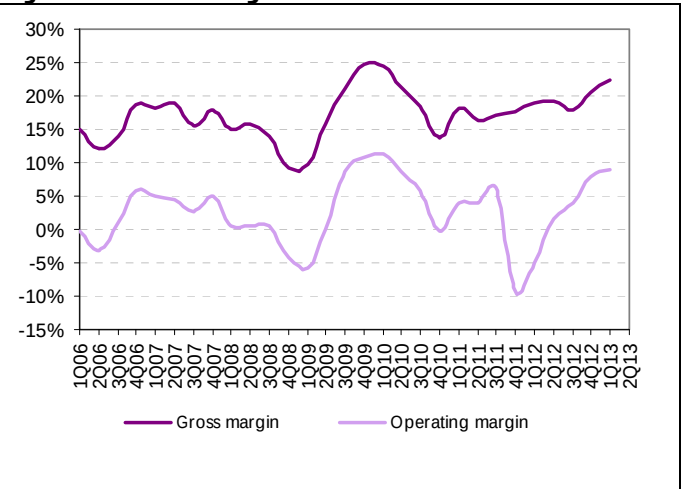
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Core earnings (Btmn)



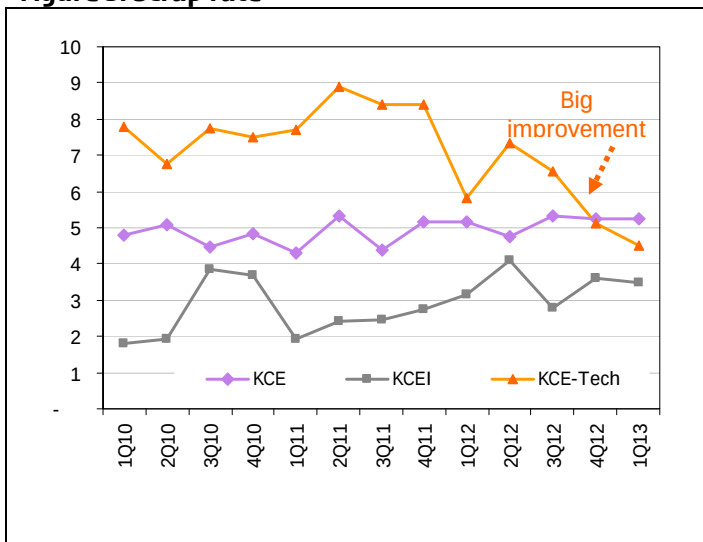
Source: KCE and SCBS Investment Research

Figure 2: Profit margin



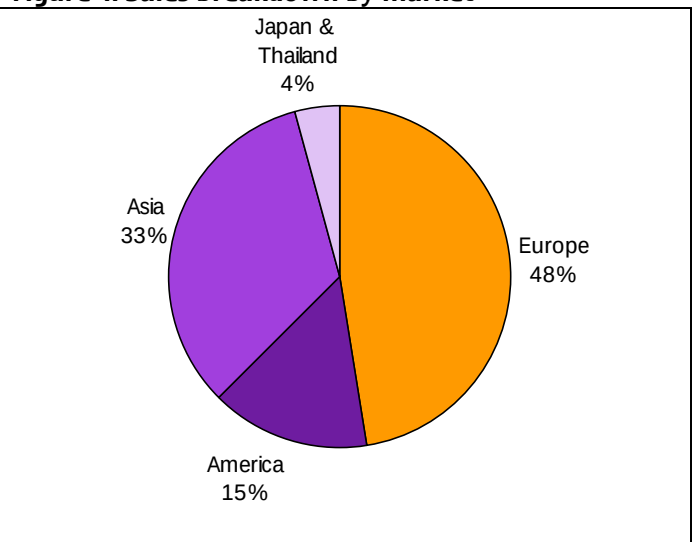
Source: KCE and SCBS Investment Research

Figure 3: Scrap rate



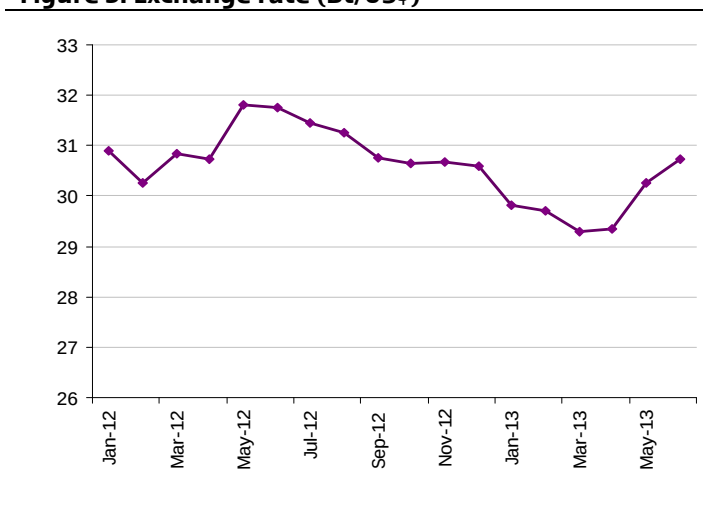
Source: KCE

Figure 4: Sales breakdown by market



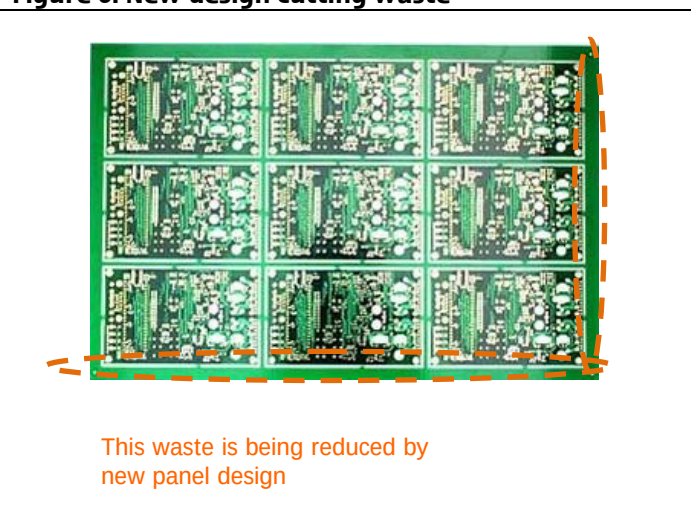
Source: KCE and SCBS Investment Research

Figure 5: Exchange rate (Bt/US\$)



Source: Bisnews

Figure 6: New design cutting waste



Source: KCE and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

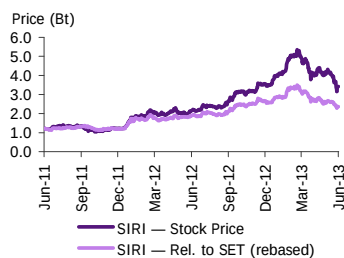


ชื่อ

Stock Data

Last close (Jun 18) (Bt)	3.30
12-m target price (Bt)	6.60
Upside (Downside) to TP (%)	100.00
Mkt cap (Btbn)	30.03
Mkt cap (US\$m)	974
Bloomberg code	SIRI TB
Reuters code	SIRI.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.24
Sector % SET	8.49
Shares issued (mn)	9,101
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	5.4 / 2.1
Avg. daily 6m (US\$m)	18.39
Foreign limit / actual (%)	39 / 15
Free float (%)	58.1
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-22.2	-29.2	51.4
Relative to SET	-10.4	-22.2	24.4

Source: SET, SCBS Investment Research

สิรภรณ์ ฤกษ์นิพัทธ์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

ผลการดำเนินงานพื้นฐาน

ราคาหุ้น SIRI ที่ปรับตัวลดลงสวนทางกับปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่ง เกิดจากความกังวลเกี่ยวกับผลขาดทุนในไตรมาส 1/56 ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการบันทึกค่าใช้จ่ายการตลาดจำนวนมาก ในขณะที่รับรู้รายได้เพียงเล็กน้อย เราเชื่อว่าการดำเนินงานจะพลิกฟื้นกลับมาเป็นกำไรในไตรมาส 2/56 และเติบโตต่อเนื่องทุกไตรมาสสูงสุดสูงสุดในไตรมาส 4/56 ราคาหุ้น SIRI ปรับตัวลดลงเช่นเดียวกับ AP จากความวิตกกังวลว่า ธปท.จะออกมาตรการสกัดภาวะฟองสบู่ของตลาดอสังหาริมทรัพย์ และจะประกาศใช้เกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับคอนโด และเราก็เชื่อว่าราคาหุ้น SIRI ปรับตัวลดลงมากเกินไปเช่นเดียวกับ AP เพราะพอร์ตโครงการของ SIRI ค่อนข้างสมดุล โดยคอนโดคิดเป็น ~60% ของยอดขาย และ 47% ของรายได้ ในขณะที่ LPN มีสัดส่วนยอดขายและรายได้จากคอนโดมากกว่า SIRI อย่างมาก แต่ราคาหุ้น LPN กลับปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจุบัน SIRI เทคที่ PBV ปี 2556 ระดับ 1.5 เท่า ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดอันดับสองในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย แนวโน้มที่ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นและผลตอบแทนรวมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวทำให้เราคาดว่าราคาหุ้น SIRI จะฟื้นตัวขึ้น ดังนั้นเราจึงแนะนำ "ซื้อ"

ยอดขายรับรู้รายได้จำนวนมาก = รายได้มีความแน่นอนสูง SIRI โดดเด่นกว่าบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยรายอื่นๆ ตรงที่มียอดขายรับรู้รายได้มากที่สุดที่ 6.15 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะรองรับการรับรู้รายได้ 73% ของประมาณการรายได้ปี 2556 ของเรา 47% ของประมาณการรายได้ปี 2557 และ 27% ของประมาณการรายได้ปี 2558 โดยยอดขายรับรู้รายได้แบ่งเป็นคอนโด 5.36 หมื่นล้านบาท บ้านเดี่ยว 6.5 พันล้านบาท และทาวน์เฮ้าส์ 1.5 พันล้านบาท

ยอดขายอยู่ในระดับที่ดี SIRI ทำยอดขายได้ดีที่ 2.67 หมื่นล้านบาทในช่วง 5 เดือนแรกปี 2556 คิดเป็น 55% ของเป้าหมายของบริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 4.86 หมื่นล้านบาท +14% YoY SIRI เปิดเผยข้อมูลสะท้อนให้เห็นว่ายอดขายอาจจะสูงกว่าเป้าหมายเปิดตัวโครงการเพิ่มเติมในไตรมาส 4/56

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวในไตรมาส 2/56 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ SIRI จะพลิกฟื้นกลับมาเป็นกำไรสุทธิประมาณ 500-600 ล้านบาทในไตรมาส 2/56 จากขาดทุนสุทธิ 86 ล้านบาทในไตรมาส 1/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการโอนกรรมสิทธิ์เพิ่มขึ้น QoQ และการประหยัดจากขนาดมากขึ้น เราคาดว่ากำไรจะเติบโตต่อเนื่องทุกไตรมาส และทำจุดสูงสุดในไตรมาส 4/56 ทั้งนี้ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 ของ SIRI ได้รับผลกระทบจากการบันทึกค่าใช้จ่ายการตลาดจำนวนมากเพื่อขายคอนโดในไตรมาส 1/56 ในขณะที่รับรู้รายได้เพียงเล็กน้อย ในเวลาเดียวกัน ค่าใช้จ่ายการตลาดคิดเป็นสัดส่วนเพียง 3.9% ของยอดขายในไตรมาส 1/56 น้อยกว่า 4.6% ในไตรมาส 1/55 อย่างมาก

Valuation น่าสนใจ ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงเมื่อไม่นานนี้ส่งผลทำให้ SIRI ปรับตัวลงมาเทคที่ PBV ปี 2556 ระดับต่ำสุดอันดับสองในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยที่ 1.5 เท่า เทียบกับ AP ที่ 1.3 เท่า, QH ที่ 1.7 เท่า, PS ที่ 2 เท่า, SPALI ที่ 2.1 เท่า, LH ที่ 3.2 เท่า และ LPN ที่ 3.4 เท่า ผลตอบแทนรวมที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเท่าตัวและน่าดึงดูดทำให้เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" SIRI และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 6.6 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV 3.5 เท่า

SIRI-W1 เปิดโอกาสให้ซื้อหุ้น SIRI ในราคาที่ถูกลง SIRI-W1 มีราคาปิดล่าสุดที่ 2.42 บาท/หน่วย เทียบกับราคาแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญที่ 1.114 บาท/หุ้น (อัตราการใช้สิทธิแปลงสภาพ 1:1.167) ซึ่งหมายความว่าต้นทุนทั้งหมดในการแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญอยู่ที่ 3.19 บาท/หุ้น หรือถูกกว่าราคาปิดของ SIRI ที่ 3.3 บาทอยู่ 3.4% ทั้งนี้กำหนดการแปลงสภาพ SIRI-W1 เป็นหุ้นสามัญครั้งต่อไป คือ วันที่ 28 มิ.ย. เมื่อใช้สมมติฐานว่าวอร์แรนท์ที่เหลืออยู่ทั้งหมด 1.4 พันล้านหน่วยถูกแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญ SIRI จะระดมทุนได้ ~1.9 พันล้านบาท ขณะที่ EPS จะปรับลดลง 20%

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	5,814	6,761	7,564
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	0.49	0.58	0.65
DPS	(Bt)	0.14	0.17	0.22	0.26	0.29
P/E, core	(x)	10.9	8.1	6.8	5.7	5.0
EPS growth, core	(%)	(9.7)	35.7	18.8	18.8	13.3
P/BV, core	(x)	1.9	1.6	1.5	1.3	1.1
ROE	(%)	19.0	22.1	24.4	24.4	23.8
Dividend yield	(%)	4.2	5.2	6.5	7.8	8.8
EV/EBITDA	(x)	13.6	12.0	9.7	8.1	7.2

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
Gross profit	7,032	9,944	12,141	13,830	15,527
SG&A	4,166	6,060	6,937	7,685	8,585
Other income	137	266	266	266	266
Interest expense	222	328	376	359	351
Pre-tax profit	2,781	3,823	5,094	6,051	6,857
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
Core profit	2,003	2,949	4,075	4,841	5,485
Extra-ordinary items	11	70	0	0	0
Net Profit	2,015	3,019	4,075	4,841	5,485
EBITDA	3,317	4,475	5,814	6,761	7,564
Core EPS (Bt)	0.30	0.41	0.49	0.58	0.65
Net EPS (Bt)	0.30	0.42	0.49	0.58	0.65
DPS (Bt)	0.14	0.17	0.22	0.26	0.29

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	32,293	41,073	42,596	44,331	47,795
Total fixed assets	4,224	5,228	5,208	5,181	5,148
Total assets	36,518	46,302	47,803	49,511	52,943
Total loans	18,563	24,005	22,150	20,761	20,791
Total current liabilities	14,081	18,173	18,552	18,698	21,270
Total long-term liabilities	10,785	13,103	10,933	9,463	6,986
Total liabilities	24,866	31,276	29,486	28,162	28,256
Paid-up capital	7,547	8,434	8,971	8,971	8,971
Total equity	11,652	15,025	18,319	21,351	24,687
BVPS (Bt)	1.65	1.91	2.18	2.55	2.94

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	215	3,767	2,874
Investing cash flow	-428	-622	-324	-324	-324
Financing cash flow	2,908	3,899	-2,572	-3,133	-2,054
Net cash flow	-486	543	-2,680	311	497

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	15.1	15.1
EBITDA margin (%)	16.1	15.0	16.2	16.6	16.4
EBIT margin (%)	14.6	13.9	15.3	15.7	15.7
Net profit margin (%)	9.8	10.1	11.4	11.9	11.9
ROE (%)	19.0	22.1	24.4	24.4	23.8
ROA (%)	5.9	7.1	8.7	9.9	10.7
Net D/E (x)	1.3	1.4	1.2	0.9	0.8
Debt service cover (x)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Payout Ratio (%)	46.1	40.6	44.4	44.4	44.4

Profit & Loss Statement (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total revenue	5,109	5,477	5,209	14,026	5,111
Cost of goods sold	3,374	3,648	3,406	9,448	3,478
Gross profit	1,735	1,829	1,802	4,578	1,633
SG&A	1,286	1,198	1,337	2,239	1,661
Other income	73	75	71	47	70
Interest expense	95	57	67	108	133
Pre-tax profit	427	648	470	2,277	-91
Corporate tax	105	198	78	493	13
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	322	450	392	1,785	-104
Extra-ordinary items	-1	0	17	54	17
Net Profit	321	450	409	1,839	-86
EBITDA	593	773	620	2,489	165
Core EPS (Bt)	0.04	0.06	0.05	0.23	(0.01)
Net EPS (Bt)	0.04	0.06	0.06	0.23	(0.01)
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.17	0.00

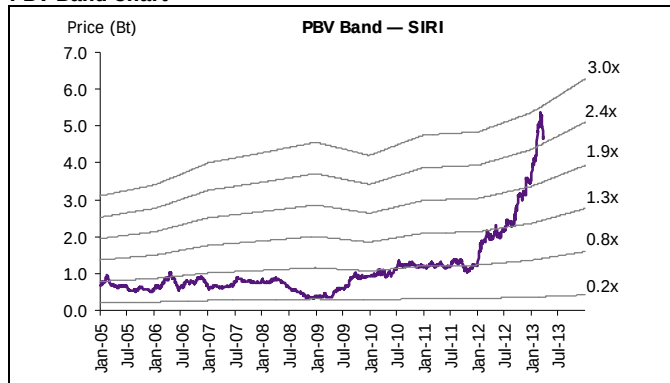
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
Total current assets	34,640	37,764	41,152	41,073	44,922
Total fixed assets	4,011	4,111	3,850	5,228	5,494
Total assets	38,652	41,875	45,001	46,302	50,417
Total Loans	14,240	15,253	17,899	18,139	18,664
Total current liabilities	16,692	19,638	21,660	18,173	18,303
Total long-term liabilities	10,113	10,858	10,856	13,103	16,358
Total liabilities	26,805	30,496	32,517	31,276	34,661
Paid-up capital	7,651	7,728	7,781	8,434	8,971
Total equity	11,878	11,378	12,484	15,025	15,755
BVPS (Bt)	1.66	1.58	1.72	1.91	1.88

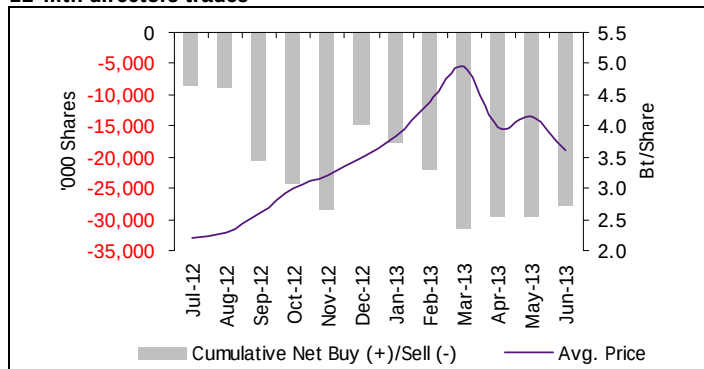
Main Assumptions

	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

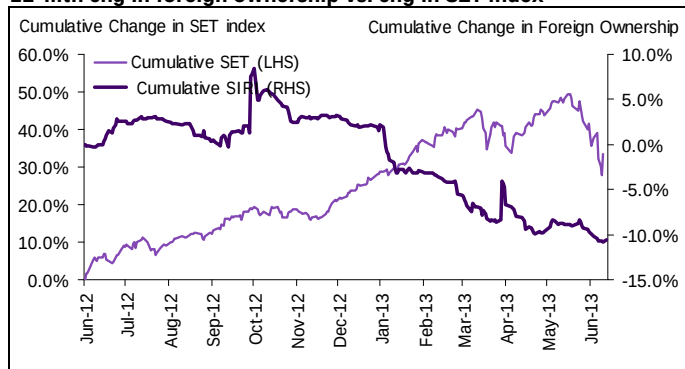


12-mth directors trades



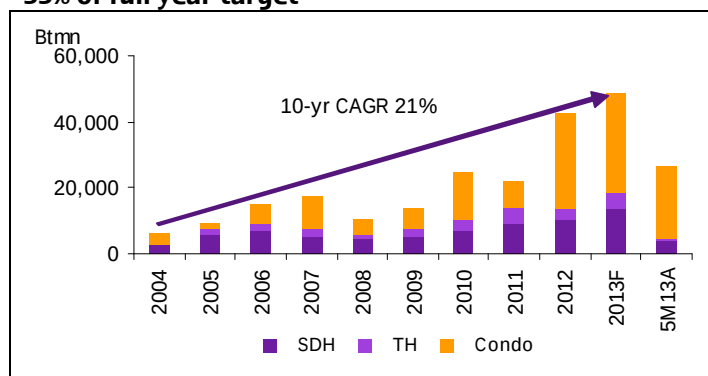
Source: SEC

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



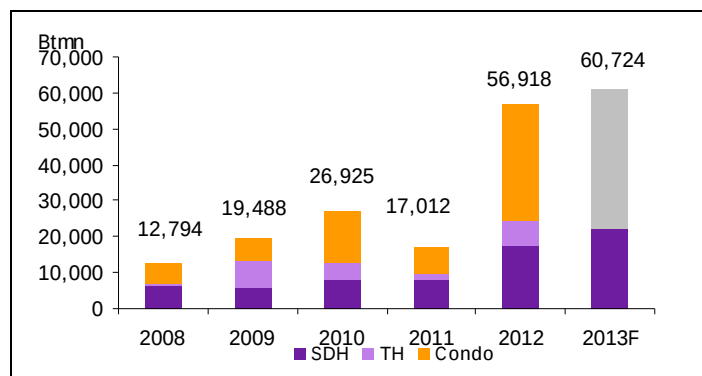
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Presales 10-yr CAGR of 21%; 5M13A reached 55% of full year target



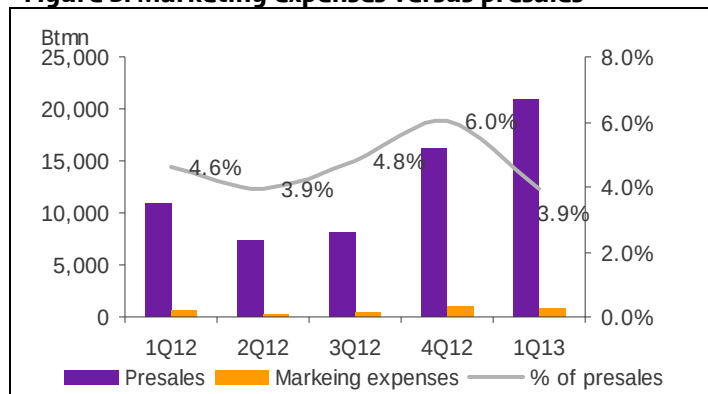
Source: SIRI

Figure 2: Growing new launches



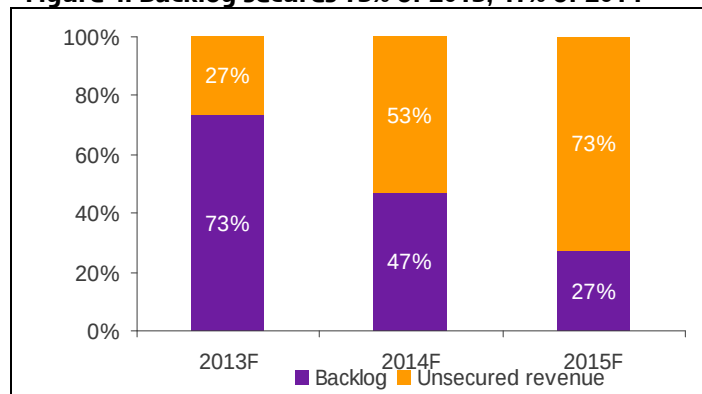
Source: SIRI

Figure 3: Marketing expenses versus presales



Source: SIRI

Figure 4: Backlog secures 73% of 2013, 47% of 2014



Source: SIRI, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



กลุ่มอุตสาหกรรม



This page is left blank intentionally



ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ยอดผลิตรถยนต์จะเติบโตช้าลงในครึ่งหลังปี 56 กลับสู่ภาวะปกติ

- ยอดผลิตรถยนต์จะกลับมาเติบโตตามปกติ หลังหมดมาตรการกระตุ้นในปีที่ผ่านมาที่หนุนให้ผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้นมาก
- ความท้าทาย: ต้นทุนค่าแรงที่สูงขึ้น และแรงกดดันด้านราคา
- แนะนำ “ซื้อ” STANLY และ SAT

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 – เติบโต QoQ ยกเว้น AH SAT และ STANLY รายงานกำไรปกติไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เพราะยอดขายเพิ่มขึ้นและอัตรากำไรขั้นต้นกว้างขึ้น ในขณะที่กำไรของ AH ลดลง QoQ เพราะกำไรไตรมาส 4/55 มีจำนวนสูงมากเป็นพิเศษเนื่องจากค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารอยู่ในระดับต่ำและได้รับเงินชดเชยจากบริษัทประกันภัย

ข้อมูลเชิงสถิติของอุตสาหกรรมยานยนต์ในเดือน พ.ค. ข้อมูลเกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์ทุกด้านได้แก่ ยอดผลิตรถยนต์ ยอดขายรถยนต์ในประเทศ และยอดส่งออกรถยนต์ เริ่มส่งสัญญาณการเติบโตที่ชะลอตัว โดยยอดผลิตรถยนต์มีจำนวน 231,000 คัน เพิ่มขึ้น 14% YoY และ 36% MoM ยอดขายรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 112,000 คัน ลดลง 4% YoY แต่เพิ่มขึ้น 2% MoM ยอดส่งออกรถยนต์มีจำนวน 87,000 คัน เพิ่มขึ้น 1% YoY และ 28% MoM

ยอดผลิตรถยนต์จะเติบโตช้าลง YoY ในงวดครึ่งหลังปี 56 เรายังคงประมาณการยอดผลิตรถยนต์ในปี 2556 เอาไว้ที่ 2.6 ล้านคัน หรือเพิ่มขึ้น 6% YoY โดยแบ่งเป็นยอดผลิตรถยนต์ 1.28 ล้านคันในครึ่งปีแรก และ 1.32 ล้านคันในครึ่งปีหลัง เรามองว่ายอดผลิตรถยนต์ในครึ่งปีแรกจะยังเติบโตได้ดี YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดภายในประเทศ เนื่องจากลูกค้าจะได้รับมอบรถยนต์ที่สั่งซื้อไว้เมื่อปีก่อนภายใต้มาตรการกระตุ้นของรัฐบาล แต่หลังจากนั้น เราคาดว่าผลิตรถยนต์จะกลับคืนสู่ภาวะปกติ และจะเติบโตช้าลง ยอดผลิตรถยนต์เติบโต 44% YoY ในไตรมาส 1/56 และเราคาดว่าจะเติบโตช้าลงสู่ระดับ +2% YoY ในไตรมาส 2/56, -1% YoY ในไตรมาส 3/56, และ -10% YoY ในไตรมาส 4/56 อัตราเติบโตติดลบ YoY ในไตรมาส 3/56-ไตรมาส 4/56 เกิดจากฐานสูงในปี 2555 ซึ่งเป็นปีที่มีการเร่งผลิตรถยนต์หลังน้ำท่วม

ความท้าทาย คือ ต้นทุนค่าแรงที่สูงขึ้นและแรงกดดันด้านราคา เรามองว่าบริษัทผลิตรถยนต์ส่วนใหญ่กำลังเผชิญกับความท้าทายที่อาจจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรและผลการดำเนินงาน คือ ต้นทุนที่สูงขึ้นจากการขาดแคลนแรงงานฝีมือ และแรงกดดันด้านราคาจากบริษัทผลิตรถยนต์ การขาดแคลนแรงงานมีฝีมือกลายเป็นปัญหามาตั้งแต่ปี 2555 ซึ่งเป็นผลมาจากการเร่งผลิตรถยนต์เพิ่มมากขึ้นและการขยายกำลังการผลิตของบริษัทผลิตรถยนต์ส่วนใหญ่ ซึ่งหมายความว่าค่าตอบแทนจะต้องนำดึงดูด แม้บริษัทผลิตรถยนต์ส่วนใหญ่ไม่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากการแข็งค่าของเงินบาท เนื่องจากมีสัดส่วนการส่งออกโดยตรงเพียงเล็กน้อย แต่ถ้าเงินบาทแข็งค่าอย่างมีนัยสำคัญก็จะส่งผลกระทบต่อผลกำไรของบริษัทในประเทศไทยและบริษัทผลิตรถยนต์ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อแนวโน้มบริษัทผลิตรถยนต์ผ่านทางแรงกดดันด้านราคาจากบริษัทผลิตรถยนต์

แนะนำ “ซื้อ” STANLY และ SAT เราชอบ STANLY เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 28% ในปีบัญชี 2557 (เม.ย. 2556 – มี.ค. 2557) อันเป็นผลมาจากยอดขายจำนวนมากและอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเพราะประสิทธิภาพการผลิตที่โรงงานใหม่ “Lamp 7” ปรับตัวดีขึ้น เราเชื่อว่า STANLY จะรักษาอัตรากำไรขั้นต้นระดับสูงไว้ได้ เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของบริษัท เช่น ชุดโคมไฟ มีความซับซ้อน และมีคู่แข่งโดยตรงน้อย ราคาหุ้น SAT ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 36% QTD และ Valuation ก็ปรับตัวลดลงมาจาก PE ปี 2556 ระดับสูงสุดที่ 14 เท่าในเดือน ก.พ. ลงมาสู่ระดับ 8 เท่าในปัจจุบัน ซึ่งต่ำกว่า PE เฉลี่ยย้อนหลังระยะยาวของบริษัทที่ 10 เท่า ณ Valuation ระดับต่ำเช่นนี้ ทำให้เรามองว่า downside มีจำกัด ในขณะที่ราคาหุ้นมีแนวโน้ม upside มากถึง 55% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา เรามองว่าแนวโน้มที่กำไรจะอ่อนตัวลงในไตรมาส 2/56 เป็นโอกาสให้เข้าซื้อสะสมหุ้น SAT ก่อนที่กำไรจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 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
AH	Sell	19.80	23.0	20.7	8.6	7.7	6.8	n.m.	11.4	14.4	1.30	1.17	1.05	16.4	15.9	16.4	3.7	4.5	5.2	8.0	8.6	7.2
SAT	Buy	18.70	29.0	59.5	10.1	7.9	6.7	82.9	26.8	17.9	1.32	1.36	1.13	17.6	18.8	18.4	3.9	4.4	5.2	6.7	5.6	4.5
STANLY	Buy	257.00	300.0	20.1	12.3	9.6	8.8	66.5	27.5	9.2	2.00	1.75	1.55	17.5	19.4	18.6	2.6	3.3	4.0	6.4	5.2	4.4
Average					10.3	8.4	7.4	74.7	21.9	13.8	1.54	1.43	1.25	17.2	18.0	17.8	3.4	4.1	4.8	7.0	6.5	5.4

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q13 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
AH	65	190	168	319	279	326.4	(12.7)	742	827	945	N.M.	11.4	14.4
SAT	191	167	251	184	239	25.0	29.9	794	1,007	1,187	82.9	26.8	17.9
STANLY*	316	364	365	432	476	50.8	10.1	1,602	2,042	2,230	66.5	27.5	9.2
Automotive sector	573	721	785	936	994	N.M.	6.2	3,138	3,876	4,363	135.0	23.5	12.6

Source: SCBS Investment Research

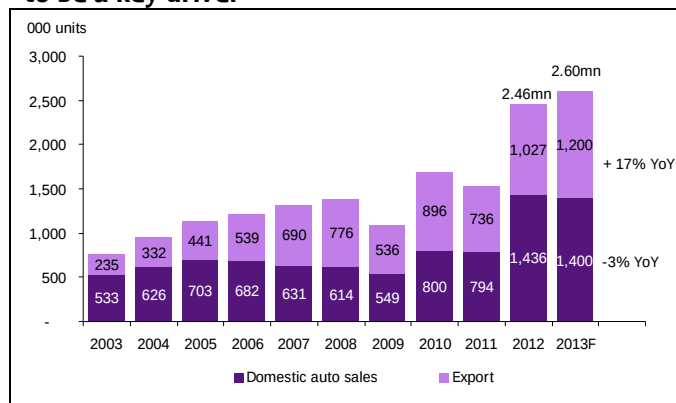
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

000 Units	May-13	May-12	% YoY	Apr-13	% MoM	5M13	5M12	% YoY
Domestic auto sales	111.7	115.9	(3.7)	109.7	1.8	643.9	482.3	33.5
Auto export	86.6	86.0	0.7	67.6	28.0	433.8	362.7	19.6
Auto production	231.1	202.8	13.9	170.5	35.6	1,123.0	844.4	33.0

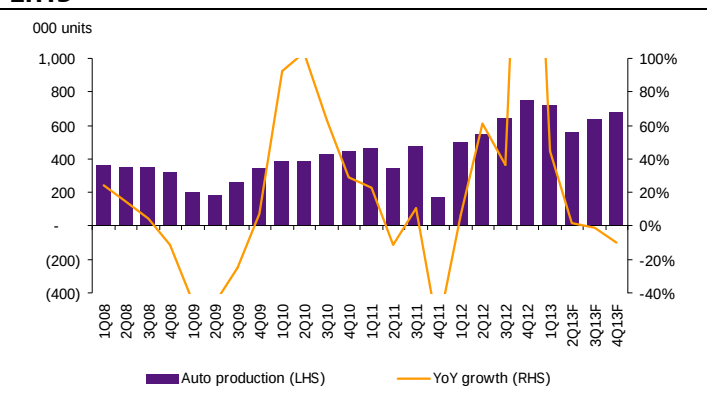
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

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



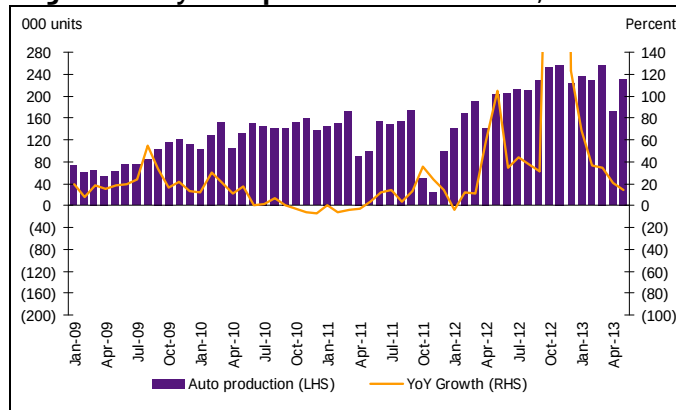
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: Expect auto production growth to slow YoY in 2H13



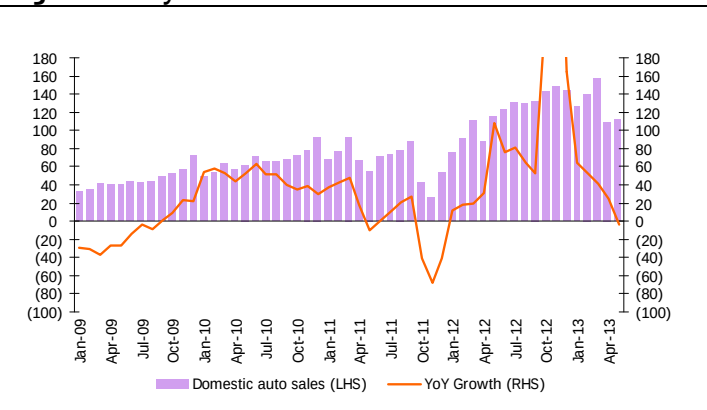
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: May auto production 231K units, +14% YoY



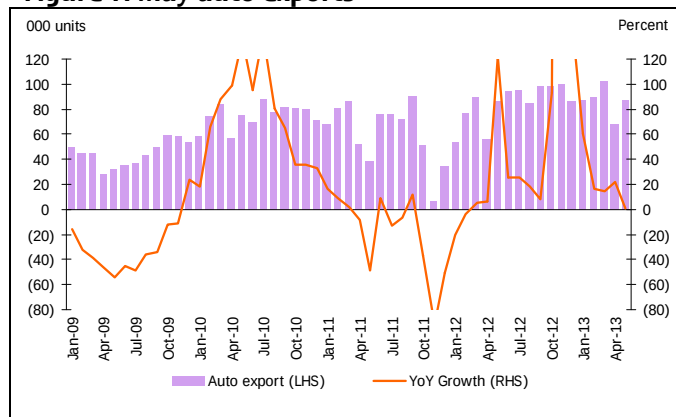
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: May domestic auto sales



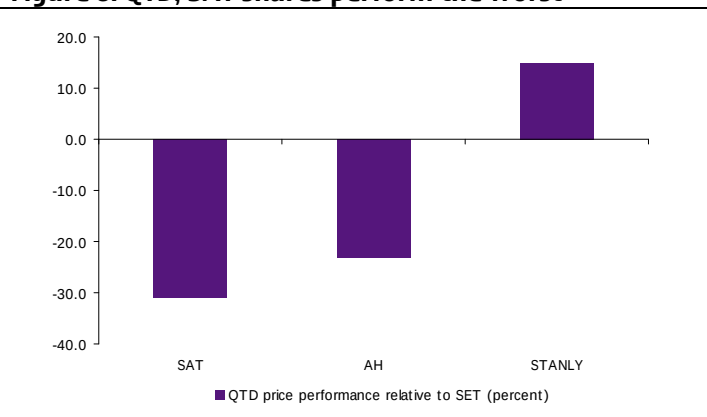
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 7: May auto exports



Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 8: QTD, SAT shares perform the worst



Source: SET, SCBS Investment Research

Oversold โอกาสเข้าซื้อ

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

- แนวโน้มปี 2556: สินเชื่อขยายตัวต่อเนื่อง โดยปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจได้เพิ่มมากขึ้น แต่ปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคได้น้อยลง; NIM แคลงจากการลดอัตราดอกเบี้ยและสภาพคล่องที่ตึงตัวมากขึ้น; รายได้ค่าธรรมเนียมเติบโตสูง และมีเซอร์ไพรส์ด้านบวกจากตลาดทุน; ตั้งสำรองทั่วไปเพิ่มขึ้นมาก
- สถานะ Oversold เปิดโอกาสให้เข้าซื้อ และยังคงเลือก KTB กับ BBL เป็น top picks เพราะมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน

วัฏจักรการลงทุน รัฐบาลได้ปรับเปลี่ยนนโยบายจากการส่งเสริมการอุปโภคบริโภคมาส่งเสริมการลงทุนตั้งเห็นได้จากโครงการลงทุนในระบบโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทที่รัฐบาลวางแผนไว้ ดังนั้นเราจึงชอบธนาคารขนาดใหญ่ (เน้นปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจ) มากกว่าธนาคารขนาดเล็ก (เน้นปล่อยสินเชื่อให้แก่ลูกค้ารายย่อย) เนื่องจากธนาคารขนาดใหญ่มีแนวโน้มในระยะกลางถึงยาวดีกว่าโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการลงทุนที่มีแนวโน้มขยายตัวเพิ่มมากขึ้น เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวสูงต่อเนื่องที่ระดับ 14% ในปี 2556 โดยสินเชื่อที่ปล่อยให้แก่ภาคธุรกิจจะปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่สินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจะชะลอตัวลง

ปรับประมาณการ NIM ปี 2556 ลดลงเล็กน้อย เราปรับประมาณการส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ปี 2556 ของกลุ่มธนาคารลง 0.01-0.03% เพื่อสะท้อนการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% ส่งผลทำให้ NIM ของกลุ่มธนาคารโดยรวมปรับลดลง 0.05% ในปี 2556 BBL จะได้รับผลกระทบมากที่สุดเพราะ เป็นธนาคารที่มีสภาพคล่องส่วนเกินซึ่งมีความสัมพันธ์โดยตรงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบายในสัดส่วนสูงที่สุด แรงกดดันให้ NIM ปรับตัวลดลงคาดว่าจะเกิดจากประเด็นในระยะยาวเกี่ยวกับสภาพคล่องตึงตัวซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดการแข่งขันระดมเงินฝากรุนแรงมากขึ้น ไม่ใช่การลดอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่า NIM ของกลุ่มธนาคารโดยรวมจะปรับลดลงเฉลี่ย 0.05% ในปี 2556 โดยเฉพาะในไตรมาส 2/56 ซึ่งเป็นไปไตรมาสที่อัตราดอกเบี้ยปรับลดลง

ปรับประมาณการรายได้ค่าธรรมเนียมปี 2556 เพิ่มขึ้นจากตลาดทุน เราปรับประมาณการอัตราเติบโตเฉลี่ยของรายได้ค่าธรรมเนียมปี 2556 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้นจาก 16% สู่ 18% เทียบกับ 19% ในปี 2555 โดยหลักๆ เป็นเพราะรายได้ค่าธรรมเนียมเกี่ยวกับตลาดทุนตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน ดูเหมือนจะสูงกว่าคาด เพราะปริมาณการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหุ้นทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ SET index ทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง และมีดีล IB จำนวนมาก

ตั้งสำรองทั่วไปเพื่อใช้เป็นเงินกองทุน counter-cyclical buffer ธนาคารส่วนใหญ่จะคงหรือตั้งสำรองทั่วไปเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2556-58 เพื่อใช้เป็นเงินกองทุนรองรับช่วงเศรษฐกิจขาขึ้นเพื่อรองรับผลกระทบในช่วงเศรษฐกิจขาลง (countercyclical buffer) ตามข้อเสนอที่ ธปท.ยังไม่ได้ประกาศใช้อย่างเป็นทางการ ความกังวลที่มีมากขึ้นเกี่ยวกับหนี้สินภาคครัวเรือนอาจจะกดดันให้ธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคกันสำรองเงินกองทุน counter-cyclical buffer สูงกว่าธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจ

ฟรีวีผลประกอบการไตรมาส 2/56 เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/56 จะปรับตัวลดลง QoQ โดยเกิดจาก NIM ที่แคลงอันเป็นผลมาจากการลดอัตราดอกเบี้ย สินเชื่อน่าจะยังขยายตัวดี เพราะการขยายสินเชื่อให้แก่ภาคธุรกิจเพิ่มมากขึ้นจะช่วยชดเชยสินเชื่อรถยนต์ที่ขยายตัวน้อยลงหลังจากสิ้นสุดการส่งมอบรถยนต์ภายใต้มาตรการรถคันแรก รายได้ค่าธรรมเนียมน่าจะเติบโตสูงอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดทุนที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองน่าจะปรับเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ เพื่อใช้เป็นเงินกองทุน counter-cyclical buffer แม้ NPL อยู่ในระดับทรงตัว

Top picks – KTB และ BBL SETBANK (+2% YTD) ปรับตัว underperform SET (+9% YTD) โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่ที่มีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง โดยมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบด้านลบของการลดอัตราดอกเบี้ยต่อ NIM เรามองการลดอัตราดอกเบี้ยว่าเป็นเพียงปัจจัยลบระยะสั้นต่อธนาคารขนาดใหญ่ และความจริงแล้วกลับมองว่าเป็นโอกาสให้เข้าซื้อหุ้นธนาคารขนาดใหญ่ โดยที่เรายังคงเลือก KTB และ BBL เป็น top picks เนื่องจากคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน

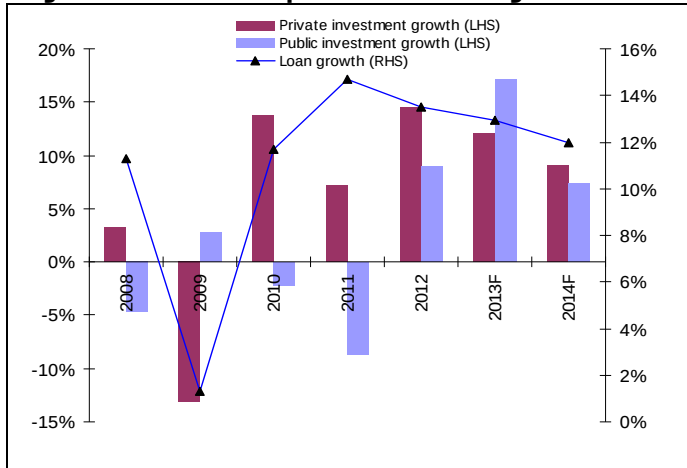
Valuation Summary

	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	31.75	40.00	28.8	13.2	10.6	8.6	57.9	24.4	23.0	1.70	1.51	1.34	13.6	15.1	16.5	2.5	2.8	3.5
BBL	Buy	189.50	260.00	40.8	11.0	9.7	8.5	20.8	13.4	13.3	1.32	1.20	1.10	12.8	13.0	13.5	3.4	3.6	4.1
KBANK	Buy	187.50	230.00	24.6	12.7	10.6	8.9	45.5	20.4	18.6	2.43	2.04	1.71	20.8	21.0	20.9	1.6	1.9	2.2
KK	Sell	54.00	60.00	16.2	13.3	9.8	9.1	(9.7)	35.9	7.0	1.37	1.27	1.20	12.1	13.5	13.5	4.4	5.1	5.5
KTB	Buy	19.60	30.00	57.6	11.6	8.8	7.4	10.5	31.8	19.5	1.52	1.35	1.20	15.2	16.2	17.2	4.1	4.5	5.4
LHBANK	Sell	1.32	1.40	8.4	23.2	17.2	12.9	31.9	34.8	33.1	1.12	1.08	1.02	5.0	6.4	8.1	2.5	2.3	3.1
TCAP	Neutral	40.50	47.00	19.8	9.4	10.7	7.4	14.4	(11.5)	43.8	1.21	1.00	0.91	13.5	10.3	12.8	3.5	3.7	4.0
TISCO	Neutral	46.25	58.00	30.7	9.1	8.6	7.6	13.4	6.2	13.0	1.85	1.64	1.45	21.5	21.2	20.3	5.2	5.3	5.4
TMB	Sell	2.18	2.20	3.2	59.1	13.1	10.4	(60.0)	350.5	26.0	1.77	1.60	1.43	3.0	12.8	14.5	1.5	2.3	2.9
Average					17.7	11.0	9.1	19.5	24.1	18.5	1.69	1.49	1.33	13.7	15.1	15.9	3.1	3.5	4.0

Source: SCBS Investment Research

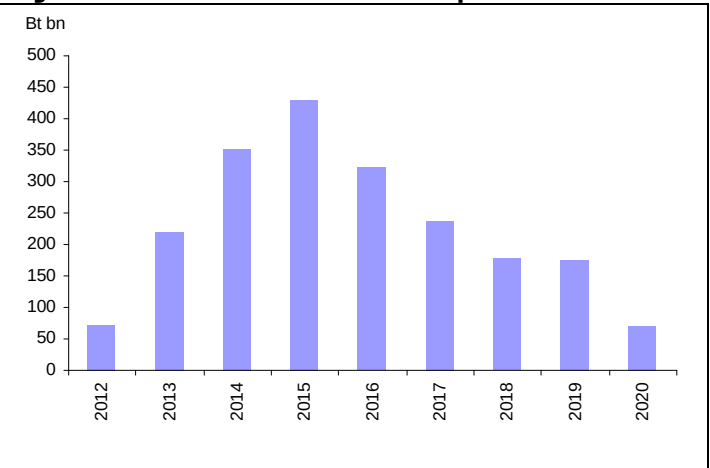
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and public investment growth



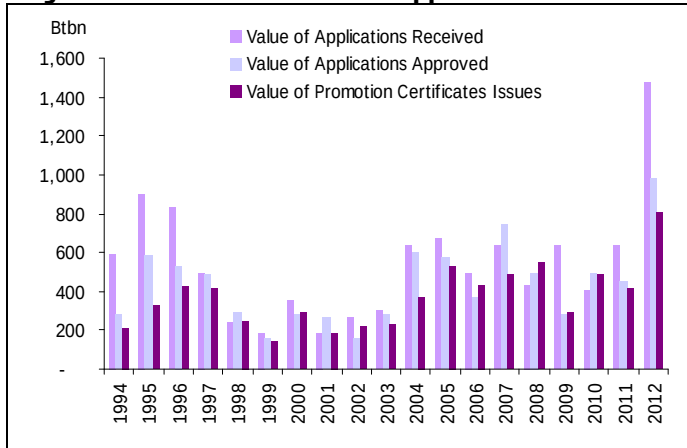
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Infrastructure investment plan



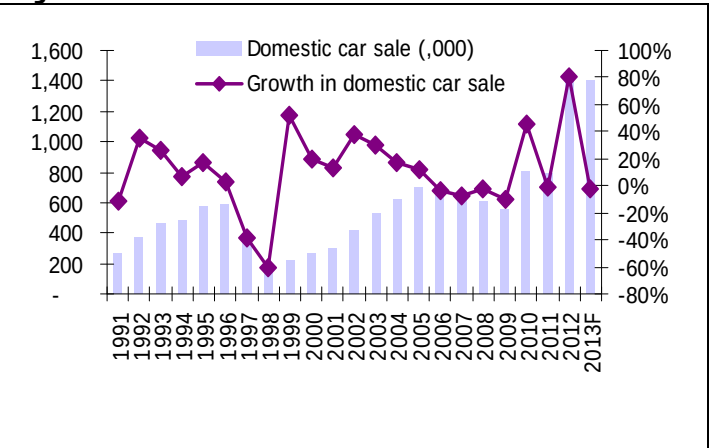
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Board of Investment applications



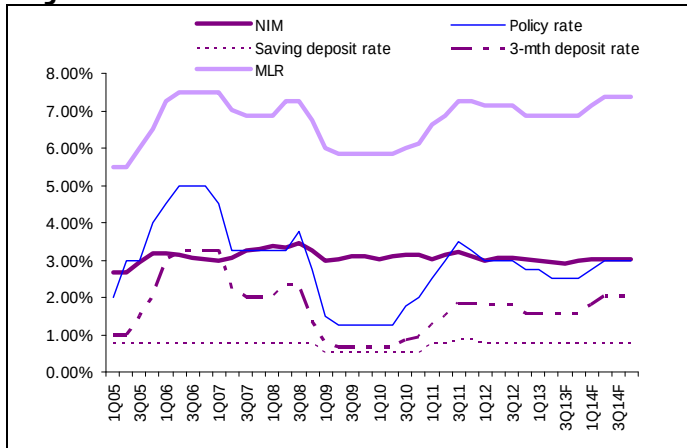
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Domestic car sales



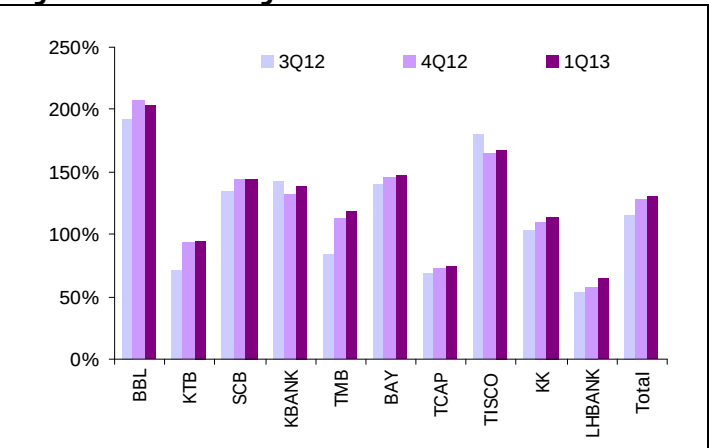
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NIM vs. interest rates



Source: BoT, Banks and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: Banks and SCBS Investment Research

แนวโน้มดีขึ้น

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

- ปริมาณขายในไตรมาส 3/56 จะเพิ่มขึ้น YoY เพราะการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และจะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล
- อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น เพราะราคาขายผลิตภัณฑ์สูงขึ้น ในขณะที่ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง
- Top picks : DCC เพราะเป็นหุ้น laggard play ราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำ และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด และ SCC เพราะคาดการณ์การดำเนินงานไตรมาส 2/56 แข็งแกร่ง และกำไรระยะ 3 ปีเติบโตสูงเฉลี่ย 25% ต่อปี

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 บริษัทในกลุ่มวัสดุก่อสร้างรายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 ที่มีทั้งดีขึ้นและแย่ลง SCC รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+47% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจเคมีภัณฑ์และธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับเคมีภัณฑ์ (หลักๆ เป็นเพราะส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์กว้างขึ้นและปริมาณขายเพิ่มขึ้น) ตามมาด้วย DCC (+10% YoY) และ DRT (+6% YoY) เพราะปริมาณขายเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน บริษัทที่รายงานกำไรลดลง คือ SCC (-3% YoY) เพราะอัตรากำไรลดลงเนื่องจากต้นทุนค่าไฟฟ้าและขนส่งอยู่ในระดับสูง และ TPIPL (-78% YoY) เพราะส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ (LDPE-เอทิลีน) อยู่ในระดับต่ำ

การลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐจะสนับสนุนปริมาณขาย ปริมาณขายในไตรมาส 3/56 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล แต่จะเพิ่มขึ้น YoY เพราะการลงทุนภาคเอกชน/ภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 10% ในปี 2556 (เทียบกับ 11% ในปี 2555) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 7% ในปี 2556 (เทียบกับ 5% ในปี 2555) ทั้งนี้ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 8% ในปี 2556 (กลับมาเติบโตตามปกติ) เทียบกับ 15% ในปี 2555 (การซ่อมแซมและการลงทุนใหม่หลังน้ำท่วม) ส่วนการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 21% ในปี 2556 (เร่งเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) เทียบกับ 9% ในปี 2555 (ทยอยเบิกจ่ายงบประมาณสำหรับโครงการระยะยาว) สำหรับภาคเอกชนนั้น คาดว่าจะมีการลงทุนในโครงการอสังหาริมทรัพย์เพื่ออยู่อาศัยมากที่สุด รวมถึงการย้ายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่องของบริษัทญี่ปุ่น และการขยายกำลังการผลิตในนิคมอุตสาหกรรม ส่วนฝั่งภาครัฐ งบประมาณก้อนใหญ่สำหรับโครงการบริหารจัดการน้ำ วงเงินรวม 3.5 แสนล้านบาท จะถูกอัดฉีดเข้าระบบในปี 2556-57 นอกจากนี้ โครงการลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล วงเงิน 2 ล้านล้านบาท ก็น่าจะช่วยสนับสนุนการลงทุนไปจนถึงปี 2562 ด้วย ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือการดำเนินการตามแผนเหล่านี้ได้จริง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากความล่าช้าเป็นเวลานานของโครงการขนาดใหญ่ๆ ที่ผ่านๆ มา

อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้น มีปัจจัยหลายปัจจัยที่น่าจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างปรับตัวเพิ่มขึ้นดังนี้: 1) ราคาขายผลิตภัณฑ์ดีขึ้น (ราคาปูนซีเมนต์ +2% YoY และราคากระเบื้องเซรามิก +1% YoY ในช่วง 4 เดือนแรกปี 56); 2) ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง (ราคาก๊าซหุงต้ม -16% YoY และราคาน้ำมัน -8% YoY ในช่วง 5 เดือนแรกปี 56) ต้นทุนถ่านหินคิดเป็น 35% ของต้นทุนการผลิตปูนซีเมนต์ ส่วนต้นทุนก๊าซธรรมชาติคิดเป็น 30% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องเซรามิก และ 3% ของต้นทุนการผลิตกระเบื้องมุงหลังคา โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้ไม่เกิน 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติก็ปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยประมาณ 6 เดือน ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้สะท้อนถึงแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดน้อยลงในช่วงครึ่งหลังปี 56

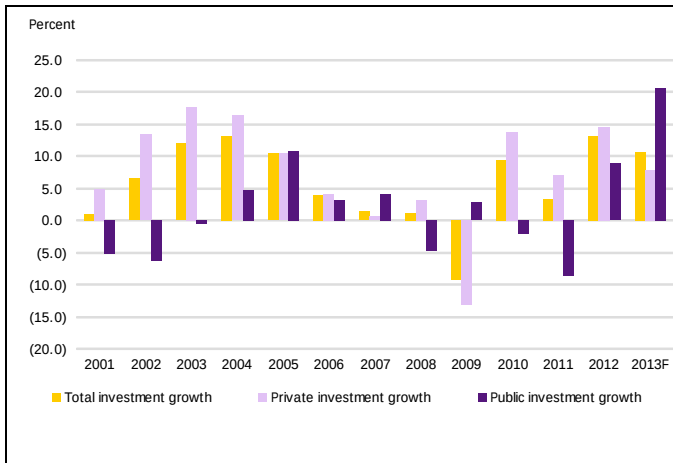
Top picks คือ DCC และ SCC เราเลือก DCC เป็น top pick ตัวแรกเพราะ: 1) DCC เป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (DCC -19% เทียบกับ SETCONMAT +24% และ SET +23% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา); 2) ราคาหุ้นยังเทรดในระดับต่ำที่ PE ปี 2556 ระดับ 16.7 เท่า เทียบกับ EPS ที่คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 20% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า; และ 3) ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 6% ในปี 2556 นอกจากนี้เราก็นชอบ SCC เพราะ: 1) กำไรไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยคาดว่าจะกำไรอยู่ในระดับทรงตัว QoQ เพราะรายได้เงินปันผลสูงขึ้น และส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์กว้างขึ้น (ในขณะที่กำไรของหุ้นตัวอื่นๆ ในกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะปรับตัวลดลง QoQ เพราะไตรมาส 2 เป็นช่วง low season ของธุรกิจ) และกำไรจะเพิ่มขึ้นมาก YoY เพราะผลการดำเนินงานของธุรกิจเคมีภัณฑ์และธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันกับเคมีภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น และเกิดจากฐานต่ำในไตรมาส 2/55 เพราะเกิดเหตุระเบิดที่โรงงาน BST; 2) กำไรจะเติบโตสูงในระยะยาว โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 25% ต่อปีในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกันกับเคมีภัณฑ์ การฟื้นตัวของอัตรากำไรของธุรกิจเคมีภัณฑ์ และการเติบโตจากโครงการลงทุนใหม่ๆ ในอาเซียน

Valuation summary

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	62.50	70.00	18.0	20.4	16.7	14.1	0.7	22.3	18.3	9.46	9.00	8.49	46.8	55.3	62.1	4.9	6.0	7.1	14.2	12.0	10.2	
DRT	Sell	9.65	8.50	(7.6)	20.1	17.4	15.3	5.8	15.1	13.8	4.49	4.30	3.96	23.3	25.2	26.9	4.1	4.3	4.9	12.5	11.3	10.1	
SCC	Buy	422.00	550.00	33.6	21.5	15.3	12.7	(11.7)	40.4	20.1	3.14	2.82	2.52	14.6	19.4	20.9	2.6	3.3	3.9	14.8	10.6	9.1	
SCCC	Sell	406.00	400.00	2.0	24.2	21.3	18.9	8.9	13.6	12.6	5.29	4.90	4.51	22.3	23.9	24.9	3.2	3.5	4.0	16.8	14.8	13.4	
TPIPL	Neutral	11.40	15.00	32.5	144.6	22.7	20.1	(93.7)	537.4	12.9	0.35	0.37	0.36	0.3	1.6	1.8	0.9	0.9	0.7	11.0	7.8	7.3	
Average					46.1	18.7	16.2	(18.0)	125.8	15.5	4.55	4.28	3.97	21.4	25.1	27.3	3.1	3.6	4.1	13.9	11.3	10.0	

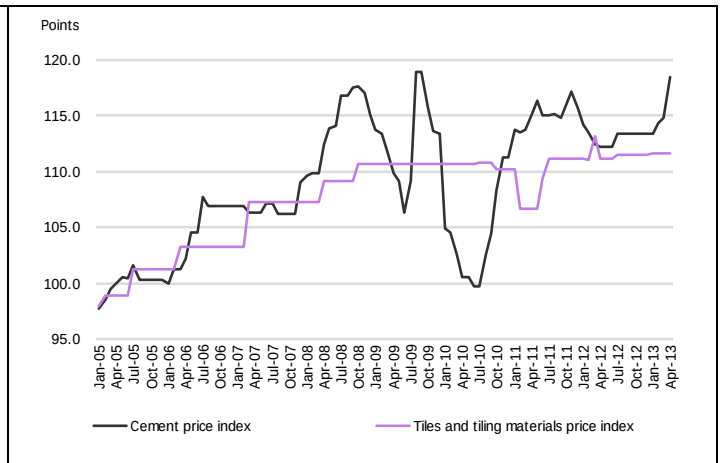
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Private and public investment to rise in 2013



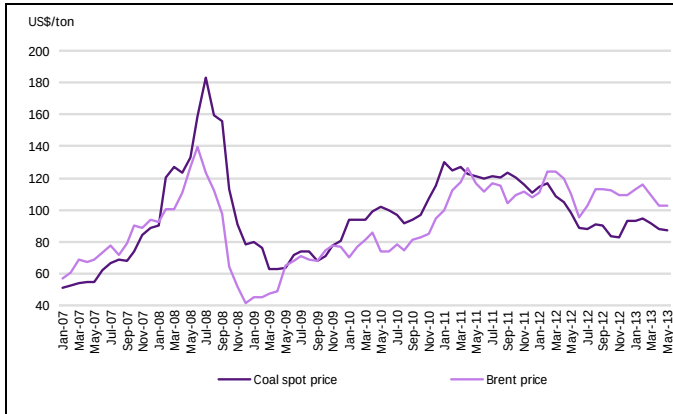
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Wholesale price in 4M13: +2% YoY for cement and +1% YoY for ceramic tiles



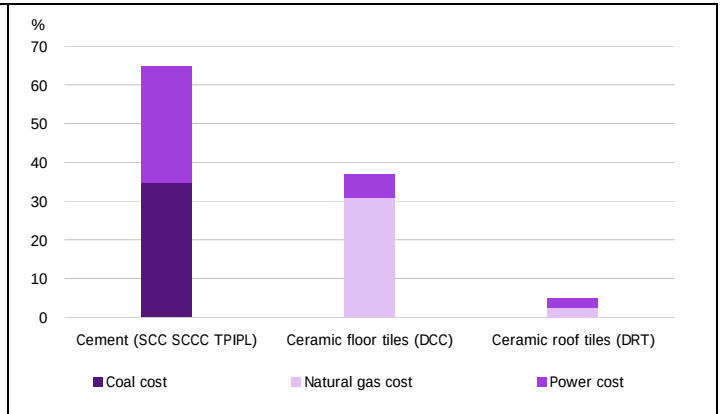
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Average fuel costs in 2013TD declined by 16% YoY for coal and 8% YoY for oil



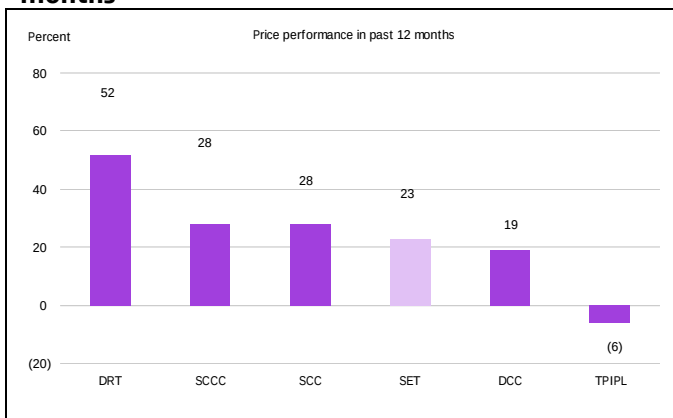
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Portion of fuel cost to total production costs



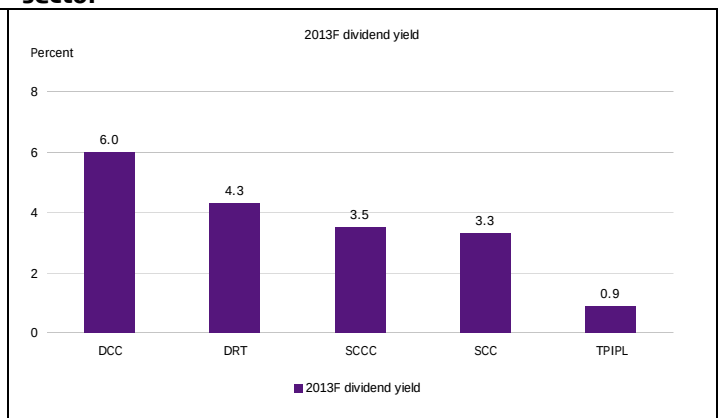
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Share price performance in the past 12 months



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: DCC's 2013F yield to be the highest in the sector



Source: SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

โครงการขนาดใหญ่ยังคงคืบหน้าตามกำหนด

- โครงการขนาดใหญ่คืบหน้าตามกำหนด โดยโครงการบริหารจัดการน้ำได้ผู้รับเหมาแล้ว
- กำไรปกติไตรมาส 1/56 ของบริษัทรับเหมาก่อสร้างชั้นนำทุกบริษัทปรับตัวดีขึ้น
- การเปิดประเทศของพม่าและการเปิด AEC ในปี 2558 จะส่งผลดีต่อกลุ่มรับเหมาฯ ของไทย
- เราแนะนำ “Overweight” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง โดยเลือก CK เป็น top pick

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 - กำไรของบริษัทรับเหมาก่อสร้างชั้นนำทุกบริษัทปรับตัวดีขึ้น กำไรปกติไตรมาส 1/56 ของหุ้นรับเหมาก่อสร้างในการวิเคราะห์ของเรา (ITD CK STEC และ NWR) ปรับตัวเพิ่มขึ้น กำไรปกติไตรมาส 1/56 ของ ITD ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่จำนวน 195 ล้านบาท (อัตรากำไรสุทธิ 2.0%) ในขณะที่ CK มีกำไรปกติ 320 ล้านบาท (อัตรากำไรสุทธิ 4.0%) STEC มีกำไรปกติ 403 ล้านบาท (อัตรากำไรสุทธิ 5.6%) และ NWR มีกำไรปกติ 55 ล้านบาท (อัตรากำไรสุทธิ 3.9%) ซึ่งชี้ให้เห็นว่าอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างยังคงอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในปีนี้ การเปิดประมูลโครงการขนาดใหญ่เพิ่มมากขึ้น ในขณะที่ผู้รับเหมาเริ่มมีงานล้นมือ ชุมพลชายชาญแคลน การแข่งขันลดน้อยลง ทำให้กำไรและอัตรากำไรของผู้ประกอบการรับเหมาก่อสร้างดีขึ้นกว่าในอดีต

โครงการขนาดใหญ่ของภาครัฐจะช่วยเหลือในปริมาณเพิ่มขึ้น เราคาดว่างานจำนวนมากจะเริ่มเข้ามาในปี 2556 โดยจะเริ่มด้วยโครงการบริหารจัดการน้ำ (ปี 2556-2560) นอกจากนี้ก็จะมีงานจากโครงการลงทุนพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐานวงเงิน 2 ล้านล้านบาทของรัฐบาลในปี 2556-2563 และงานก่อสร้างต่างๆ ของโครงการทวายในพม่าในระยะ 16 ปีข้างหน้า ในเดือน มิ.ย.ที่ผ่านมา รัฐบาลได้คัดเลือกผู้รับเหมาก่อสร้างโครงการบริหารจัดการน้ำไปเรียบร้อยแล้ว และรอการเซ็นสัญญาอย่างเป็นทางการในอีกประมาณ 1 เดือนจากนั้น บจ.ในตลาดหลักทรัพย์ คือ ITD และ LOXLEY เป็นผู้ชนะการประมูล (ดูรายละเอียดได้ในหน้าถัดไป)

การเปิดประเทศของพม่า และ AEC จะทำให้มีงานก่อสร้างเกิดขึ้นจำนวนมาก พม่าปิดประเทศมานานหลายปี ในขณะที่ประเทศเพื่อนบ้านลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเรื่อยมา ดังนั้นพม่าจะต้องเริ่มพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเพื่อให้ไล่ตามประเทศเพื่อนบ้านได้ทัน ดังนั้น พม่าจึงเป็นอีกหนึ่งตลาดใหญ่สำหรับอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้าง อีกทั้งในปี 2558 ก็จะมีการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ซึ่งก็จะส่งผลทำให้กลุ่มรับเหมาก่อสร้างมีโอกาสรับงานเพิ่มเข้ามา เราคาดว่าปี 2556-2558 จะเป็นปีทองของกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง

โครงการ 2 ล้านล้านบาทมีแนวโน้มคืบหน้าตามเป้า โครงการพัฒนาระบบโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทของรัฐบาลคาดว่าจะเปิดประมูลด้วยระบบ E-auction ในไตรมาส 3/56 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทรับเหมาก่อสร้างมีงานในมือเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะผู้รับเหมาขนาดใหญ่อย่าง CK ITD และ STEC

โครงการรถไฟฟ้าใต้ดิน MRT เป็นงานใหญ่ ที่จะขับเคลื่อนอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างเร็ว ๆ นี้ ในงบประมาณลงทุนด้านโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาทของรัฐบาล งานก่อสร้างที่มีความสำคัญเป็นอันดับแรกๆ คือ การก่อสร้างระบบขนส่งมวลชนอีก 10 สาย ซึ่งคิดเป็น 39% ของงบประมาณทั้งหมด หรือราว 4.72 แสนล้านบาท การรถไฟฟ้าแห่งประเทศไทย (รฟท.) จะบริหารรถไฟฟ้า 3 สาย คือ สายสีแดงเข้ม สายสีแดงอ่อน และ Airport Link ขณะที่การรถไฟฟ้าขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) จะบริหารรถไฟฟ้า 7 สาย คือ สายสีม่วง สายสีน้ำเงิน สายสีเขียวเข้ม สายสีเขียวอ่อน สายสีส้ม สายสีชมพู และสายสีเหลือง โดยเริ่มก่อสร้างสายสีแดง สายสีม่วง และสายสีน้ำเงิน เป็นบางส่วนแล้ว แต่ส่วนใหญ่จะเปิดประมูลในปี 2556-2557 และวางแผนเปิดให้บริการในปี 2557-2565 สายสุดท้าย คือ สายสีเหลือง มีกำหนดก่อสร้างเสร็จในปี 2565 ITD CK STEC และ NWR มีแนวโน้มที่จะได้งานส่วนหนึ่งในนี้เข้ามาเป็นงานในมือ

งานในมือที่มีอยู่เดิมและได้มาใหม่จะหนุนให้รายได้เติบโต STEC มีงานในมือ 8 หมื่นล้านบาท CK มีงานในมือ 1.44 แสนล้านบาท NWR มีงานในมือ 1.8 หมื่นล้านบาท และ CNT มีงานในมือ 1.6 หมื่นล้านบาท ขณะที่ ITD เพิ่งมีงานในมือเพิ่มขึ้นจาก 2.18 แสนล้านบาท เป็น 3.55 แสนล้านบาท จากการชนะประมูลงาน 5 โมดูลของโครงการบริหารจัดการน้ำ ทุกบริษัทพร้อมเข้าร่วมประมูลงานภาครัฐ

แนะนำ “Overweight” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง โดยเลือก CK เป็น top pick เราคาดว่าอุตสาหกรรมรับเหมาก่อสร้างจะเติบโต 7-9% ต่อปีในระยะ 7 ปีข้างหน้า สอดคล้องกับการเติบโตของโครงการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชน แม้จะมีความกังวลเกี่ยวกับความล่าช้าในโครงการลงทุนภาครัฐ เราคาดว่า CK กับ STEC จะได้สัญญางานก่อสร้างโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ไปเป็นส่วนใหญ่ ขณะที่ CK กับ ITD มีโอกาสสูงที่จะได้สัญญางานก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานในลาวและพม่า

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	23.10	38.00	66.2	463.3	29.0	24.8	n.m.	1,500.0	16.7	4.31	2.25	2.10	1.1	10.2	8.8	1.5	1.7	1.7	20.7	16.2	14.5
ITD	Neutral	6.35	9.00	43.1	31.4	36.5	20.5	n.m.	(14.0)	77.9	2.80	2.46	2.28	9.2	7.2	11.5	0.0	1.4	2.4	11.7	12.9	12.0
NWR	Buy	3.10	4.70	54.3	22.3	18.5	14.3	n.m.	20.6	30.0	2.49	1.88	1.69	13.0	13.3	12.5	3.9	2.7	3.5	7.2	5.5	4.8
STEC	Buy	21.60	38.00	77.8	22.0	21.6	19.0	29.0	1.9	13.9	4.03	4.27	3.75	19.1	21.7	21.1	0.1	1.9	2.1	12.1	11.7	9.7
Average					134.7	26.4	19.6	29.0	377.1	34.6	3.41	2.71	2.46	10.6	13.1	13.5	1.4	1.9	2.4	12.9	11.6	10.3

Remark: calculated by core EPS

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: The water management project

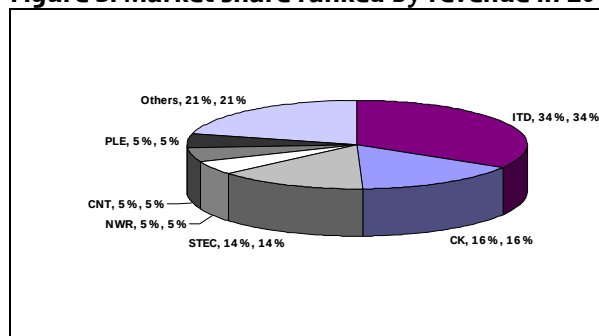
Module	Total amount (million baht)	Candidates	Activities
A1	50,000	ITD-Power China JV	Reservoir Ping, Wong, Yom and Nan river basins
A2	26,000	ITD-Power China JV	land development, water management, Chao Phaya river basin
A3	10,000	K Water	land development and detention basin Nakornsawan province
A4	17,000	ITD-Power China JV	bank erosion protection on Ping, Wong, Yom and Nan river basin
A5	153,000	K Water	Flood diversion channel (Floodway)
A6 + B4	4,000	LOXLEY	IT for water management
B1	12,000	ITD-Power China JV	Reservoir, 17 related river basins
B2	14,000	Summit SUT	land development, water management 17 related river basins
B3	5,000	ITD-Power China JV	bank erosion protection on 17 related river basins
9 Modules	291,000		

Source: OTP, SCBS Investment Research

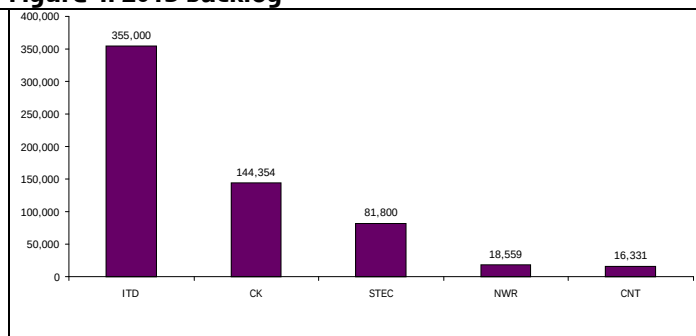
Figure 2: Mass transit projects under Bt2trn infrastructure project

#	Mass Rapid Transit	Owner	Total value (Btmn)
1	Light Red (Bang Sue - Phayathai - Makkasan)	SRT	11,298
2	Dark Red (Bang Sue - Hua Lam Pong)	SRT	27,171
3	Dark Red (Rang Sit - Thammasat)	SRT	5,413
4	Light Red (Taling Chan - Salaya)	SRT	7,527
5	Light Red (Bang Sue - Taling Chan)	SRT	6,243
6	Aiport Link Extension (Don Muang - Phayathai)	SRT	28,574
7	Blue Line (Bang Sue - Ta Phra and Hua Lam Pong -Bang Kae)	MRTA	50,620
8	Dark Green Line (Baring - Samut Prakarn)	MRTA	20,458
9	Dark Green Line (Mo Chit - Saphan Mai - Ku Khot)	MRTA	58,590
10	Pink Line (Khae Rai - Min Buri)	MRTA	58,629
11	Dark Green Line (Samut Prakarn - Bang Pu)	MRTA	13,345
12	Orange Line (Thailand Culture Center - Bang Krap - Min Buri)	MRTA	115,055
13	Purple Line (Bang Yai - Bang Sue)	MRTA	12,224
14	Yellow Line (Lad Prao - Sum Rong)	MRTA	57,307
Total project cost			472,454

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

Figure 3: Market share ranked by revenue in 2012

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 4: 2013 backlog

Source: Company, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ได้รับผลกระทบจากตลาด PC ที่แยลง เลือกลงทุนในหุ้นที่ไม่เกี่ยวข้อง กับ PC

- ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56: มีแค่ DELTA กับ KCE ที่กำไรแข็งแกร่ง ที่เหลืออ่อนแอ
- ตลาด PC แยลง: คาดยอดขาย PC ทั่วโลกลดลง 8% ในปี 2556
- ได้ประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่า แต่มีแค่ DELTA กับ KCE ที่น่าจะกำไรดีในไตรมาส 2/56
- Top pick #1 KCE, #2 DELTA

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 แม้กำไรปกติโดยรวมของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั้ง 6 แห่งในการวิเคราะห์ของเรา ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า YoY สู่จำนวน 1.6 พันล้านบาทในไตรมาส 1/56 แต่หลักๆ แล้วเกิดจากการฟื้นตัวจากผลกระทบน้ำท่วม ไม่ได้เกิดจากการเติบโตของธุรกิจ บริษัท 4 แห่งจาก 6 แห่งมีการดำเนินงานอ่อนตัวลงในไตรมาส 1/56: HANA และ CCET ได้รับผลกระทบจากตลาด PC ที่ปรับตัวแยลง ทำให้ HANA รายงานขาดทุนจากการดำเนินงานเป็นครั้งแรก และกำไรปกติของ CCET ปรับตัวลดลง 13% YoY ส่วนผลการดำเนินงานของ SVI ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่จากผลกระทบน้ำท่วม นอกจากนี้ SMT ก็รายงานขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติอย่างต่อเนื่องหลังจากได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมในไตรมาส 4/54 ในขณะที่ DELTA และ KCE รายงานผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/56 โดยผลการดำเนินงานของ DELTA ได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในธุรกิจ cloud computing ส่วน KCE ได้รับปัจจัยหนุนจากประสิทธิภาพการผลิตที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมากของโรงงาน KCE-Tech

ตลาด PC แยลง ถูกแท็บเล็ตแย่งชิงยอดขาย International Data Corp (IDC) รายงานว่า ยอดขายคอมพิวเตอร์ (PC) ทั่วโลกในไตรมาส 1/56 ปรับตัวลดลง 13.9% YoY สู่จำนวน 76.3 ล้านเครื่อง ลดลงเป็นรายไตรมาสมากที่สุดเท่าที่เคยมีมา ซึ่งน่าจะมีสาเหตุมาจาก Window 8 ไม่ประสบความสำเร็จ และแท็บเล็ตกับสมาร์ตโฟน เข้ามาแย่งชิงยอดขาย ดังนั้น IDC จึงปรับลดประมาณการยอดขาย PC ทั่วโลกในปี 2556 ลงจากระดับที่คาดว่าจะลดลง 1.3% เป็นลดลง 7.8% สู่ 321.9 ล้านเครื่อง และต่อจากนั้นคาดว่าจะเติบโตที่อัตราเฉลี่ยเพียง ~0.9% ต่อปีในระหว่างปี 2556-2560 สู่ 333 ล้านเครื่อง ในขณะที่แท็บเล็ตยังมีแนวโน้มที่สดใส โดย IDC คาดว่ายอดขายแท็บเล็ตทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น 59% ในปี 2556 และจะแซงหน้า PC ภายในปี 2558

ตัวเลขช่วง 4 เดือนแรกปี 56 ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์เติบโตจำกัด Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในช่วง 4 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้น 1% YoY สู่จำนวน 9.4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ตลาดญี่ปุ่นปรับตัวแยลง เพราะยอดขายลดลง 16% YoY ในขณะที่ตลาดเอเชียแปซิฟิกทำยอดขายได้มากที่สุด โดยเพิ่มขึ้น 6% YoY สำหรับปี 2556 SIA คาดว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นเพียง 2.1% สู่จำนวน 2.98 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ก่อนที่จะเติบโตปานกลางในระดับ 5.1% สู่ 3.13 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557 และ 3.8% สู่ 3.25 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2558

การอ่อนค่าของเงินบาท 5.4% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/56 ถึงปัจจุบัน ถือเป็นข่าวดี เงินบาทอ่อนค่าลงมาแล้ว 5.4% ตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/56 ถึงปัจจุบัน สู่ระดับ 30.85 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับบริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทุกรายในฐานะที่เป็นผู้ส่งออก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า HANA กับ CCET (มีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ PC) และ SMT จะรายงานผลการดำเนินงานอ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่องในไตรมาส 2/56 ในขณะที่คาดว่า DELTA กับ KCE จะรายงานผลการดำเนินงานที่ดีในไตรมาส 2-3 ปี 2556 และคาดว่าผลการดำเนินงานของ SVI จะฟื้นตัวดีขึ้นมากตอนปลายปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากออเดอร์ใหม่และลูกค้าใหม่

Top pick #1 KCE น่าสนใจในประเด็นผลการดำเนินงานฟื้นตัว KCE-Tech เป็นโรงงานใหญ่สุดของ KCE โดยมีกำลังการผลิตประมาณครึ่งหนึ่งของกำลังการผลิตทั้งหมดของบริษัท แต่ปัญหาเกี่ยวกับประสิทธิภาพการผลิตระดับต่ำและเปอร์เซ็นต์ของเสียจากการผลิตสูงทำให้โรงงานแห่งนี้เป็นตัวจุดผลการดำเนินงานของ KCE ให้ปรับตัวลดลง เหตุการณ์น้ำท่วมในไตรมาส 4/54 เปิดโอกาสให้ KCE เปลี่ยนเครื่องจักรใหม่และเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตด้วยการออกแบบกระบวนการผลิตบางส่วนใหม่ เนื่องจากโรงงาน KCE-Tech มีกำลังการผลิตประมาณครึ่งหนึ่งของกำลังการผลิตทั้งหมด ดังนั้นการลดอัตราของเสียจากการผลิตของโรงงาน KCE-Tech ลงได้ 3.5-4.5% เพียงอย่างเดียวจะทำให้กำไรของ KCE เพิ่มขึ้นถึง 28-36% (ใช้สมมติฐานการใช้กำลังการผลิตเต็มที่ และอัตรากำไรสุทธิ 6.2% เท่ากับปี 2553) ปัจจุบันโรงงาน KCE-Tech มีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนจากตัวถ่วงมาเป็นตัวสร้างกำไรในปี 2556-2557 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรของ KCE ทำจุดสูงสุดใหม่ในไตรมาส 2/56 และไตรมาส 3/56 นอกจากนี้เราก็มองแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรปี 2556 ซึ่งเป็นตัวเลขสูงสุดใหม่อยู่แล้วเพิ่มขึ้นด้วย

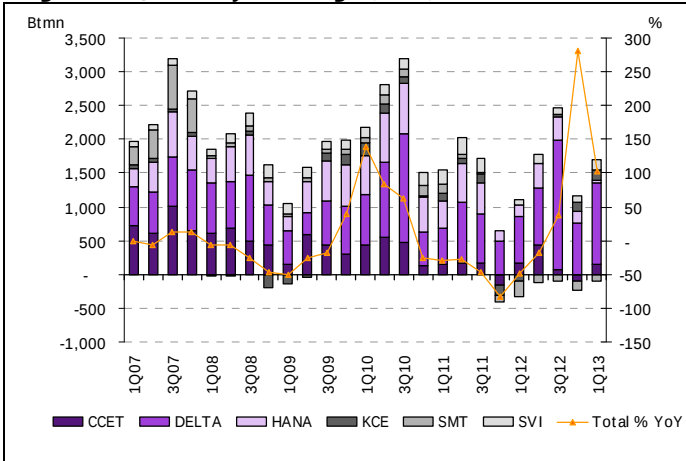
Top pick #2 DELTA ผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด นอกจากนี้เราก็อชอบ DELTA เพราะ: 1) คาดว่ากำไรจะเติบโต 15% ในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในธุรกิจ cloud computing และการฟื้นตัวของธุรกิจไอทีในอินเดีย และ 2) ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 6.9%

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
CCET	Neutral	2.70	3.90	50.4	19.2	7.6	7.0	64.9	153.7	8.4	0.72	0.68	0.65	3.5	9.3	9.5	5.9	5.9	6.4	8.7	6.6	6.4
DELTA	Buy	36.25	43.00	25.5	10.8	9.4	8.5	58.8	14.5	11.2	2.01	1.86	1.70	19.8	20.5	21.0	6.6	6.9	7.2	6.5	5.7	4.9
HANA	Sell	21.80	15.00	(24.3)	16.3	9.5	8.3	(30.5)	71.1	14.8	1.19	1.02	0.97	7.4	11.5	12.0	6.9	6.9	7.3	5.2	3.2	2.7
KCE	Buy	14.80	19.00	32.1	123.8	10.1	8.8	(54.2)	1,122.9	15.1	2.27	1.74	1.54	2.0	19.5	18.6	3.7	3.7	3.7	16.6	8.4	7.5
SMT	Sell	7.75	9.00	25.6	n.m.	9.7	8.2	n.m.	n.m.	18.2	1.84	1.41	1.59	(41.9)	16.5	18.3	0.0	9.5	6.1	(12.5)	6.6	6.1
SVI	Buy	3.54	4.40	31.4	20.7	10.6	8.5	(44.8)	94.9	24.6	2.76	1.61	1.50	20.3	20.0	18.2	0.0	7.1	7.1	13.3	6.4	5.1
Average					38.2	9.5	8.2	(1.2)	291.4	15.4	1.80	1.39	1.32	1.8	16.2	16.3	3.9	6.7	6.3	6.3	6.1	5.4

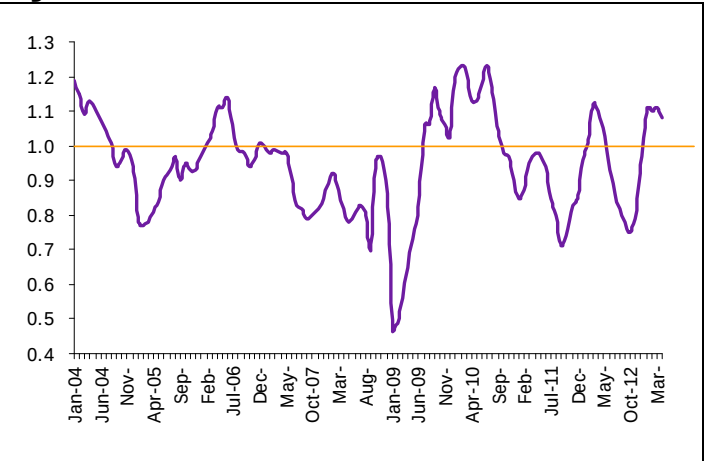
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



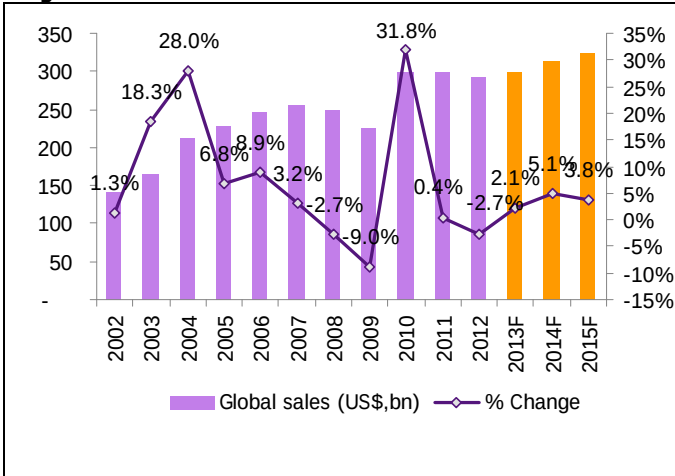
Source: Companies and SCBS Investment Research

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



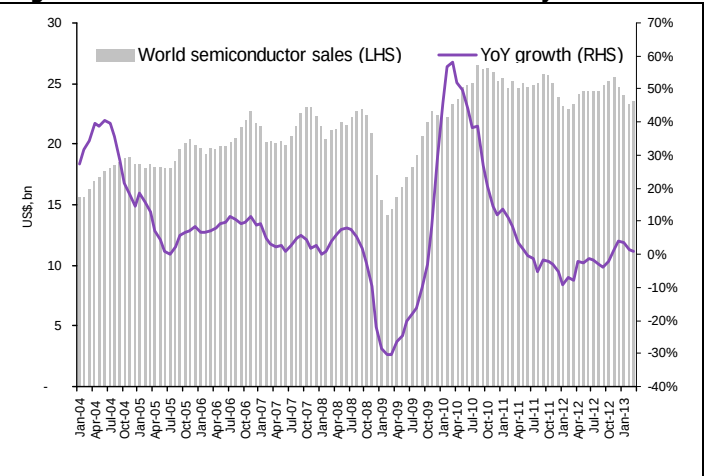
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



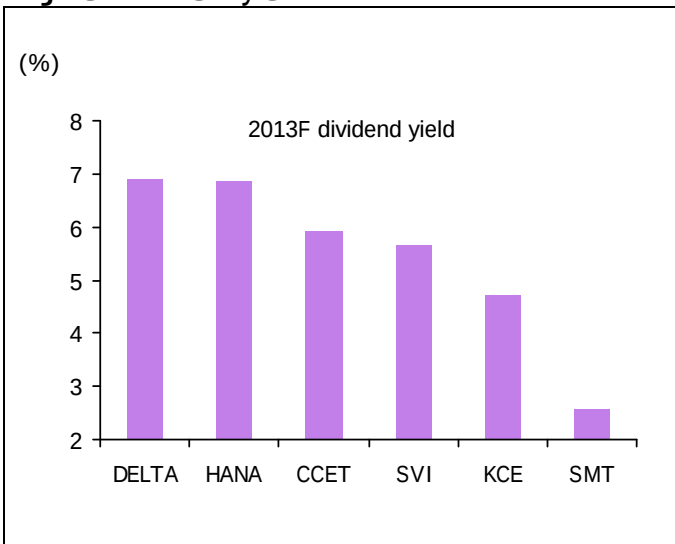
Source: SIA

Figure 4: Worldwide semiconductor monthly sales



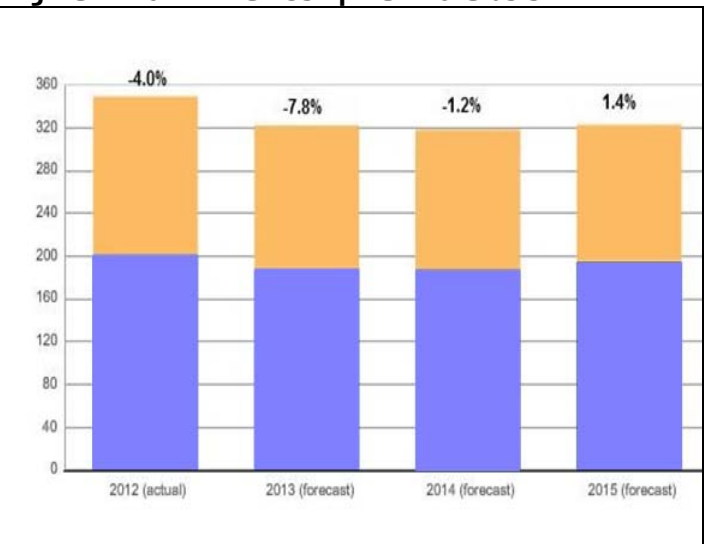
Source: SIA

Figure 5: Dividend yield



Source: WSTS, IC insights

Figure 6: Worldwide PC shipment forecasts



Source: IDC

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

คงคำแนะนำ Neutral โดยเลือก BANPU เป็น top pick

- ราคาหุ้นและถ่านหินน่าจะแกว่งตัวไปมาอยู่แถวๆ ระดับปัจจุบัน
- ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ จากผลกระทบฤดูกาล
- เลือก BANPU เป็น top pick ของกลุ่มพลังงาน เพราะราคาหุ้นร่วงลงแรง

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 – กำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ยกเว้น BANPU กำไรไตรมาส 1/56 ของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 54% QoQ แต่ยังคงปรับตัวลดลง 6% YoY กำไรที่เพิ่มขึ้น YoY ได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันระดับสูง ค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม กำไรของ BANPU ออกมาน่าผิดหวัง โดยกำไรสุทธิลดลงถึง 55% QoQ และ 59% YoY เพราะราคาถ่านหินลดลงมากโดยได้รับแรงกดดันจากปริมาณการใช้ถ่านหินสำหรับผลิตไฟฟ้าที่ลดลงในสหรัฐ และจีนนำเข้าถ่านหินลดลง

แนวโน้มไตรมาส 2/56 – การพลิกกลับมามีปัจจัยบวกในไตรมาส 1/56 จะสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 หลังจากพลิกกลับมามีปัจจัยบวกในไตรมาส 1/56 เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 ของกลุ่มพลังงานจะปรับตัวลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันและค่าการกลั่นที่ลดลง ราคาหุ้นดิบดูไบเฉลี่ยตั้งแต่ต้นไตรมาส 2/56 ถึงปัจจุบัน ลดลง 7% QoQ สู่ระดับ 101 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพราะอุปสงค์ลดลงจากการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในตลาดภูมิภาค และค่าการกลั่นในตลาดสิงคโปร์ปรับตัวลดลงจากระดับ 8.57 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 1/56 สู่ระดับ 5.93 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล โดยส่วนใหญ่เกิดจากราคาน้ำมันเบนซิน

ราคาน้ำมันดิบน่าจะยืนอยู่ในระดับสูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล IEA ปรับประมาณการอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2556-61 ลดลงเล็กน้อย (-0.02 ถึง -0.09 ล้านบาร์เรลต่อวัน) ในรายงานตลาดน้ำมันในระยะกลาง โดยกลุ่มประเทศ non-OECD ยังคงเป็นกลุ่มหลักที่ช่วยหนุนให้อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกฟื้นตัว ในขณะที่เดียวกันก็มีการปรับประมาณการอุปทานน้ำมันจากกลุ่ม non-OPEC ที่ส่วนใหญ่มาจากสหรัฐ เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนการผลิต shale gas กับน้ำมันกลุ่ม light tight oil ในสหรัฐ และ oil sand ในแคนาดาเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบของสถานการณ์อุปทานขาดตอนในตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือ เมื่อประกอบกับการแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับขึ้นจำกัด อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากลุ่ม OPEC จะยังเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสร้างเสถียรภาพให้กับราคาน้ำมันโลกและจะพยุงราคาน้ำมันไว้ให้สูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลเพื่อสนับสนุนงบประมาณการคลังของกลุ่ม

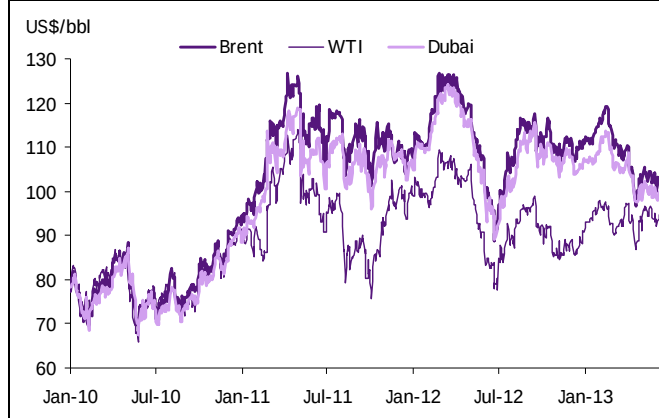
ราคาถ่านหินน่าจะยังแกว่งตัวอยู่ในกรอบแคบ ราคาถ่านหินเฉลี่ย YTD ที่ 89.55 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ยังอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับประมาณการทั้งปีของเรา (90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน) โดยลดลง 7% จากระดับ 96.4 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 และลดลง 5% YTD เรายังคงมุมมองของเราที่ว่าราคาถ่านหินจะยังคงแกว่งตัวอยู่ในช่วง 85-95 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ซึ่งเป็นต้นทุนเงินสดในการผลิตถ่านหินเพิ่มในตลาด ผู้ผลิตถ่านหินจะคงมาตรการควบคุมต้นทุนเพื่อให้ธุรกิจอยู่รอดในสถานการณ์ที่ตลาดถ่านหินตกต่ำเช่นนี้ตลอดปี หรือจนกว่าอุปสงค์จากจีนปรับตัวเพิ่มขึ้น แนวโน้มอุปสงค์ในระยะยาวจะได้รับปัจจัยหนุนจากการเริ่มผลิตของโรงไฟฟ้าใหม่ๆ ในประเทศหลักๆ ที่นำเข้าถ่านหิน เช่น ญี่ปุ่น เกาหลี และอินเดีย ซึ่งจะใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิงส่วนใหญ่

เลือก BANPU เป็น top pick เพราะราคาหุ้นร่วงลงแรง หลังจากราคาหุ้น BANPU ปรับตัวลดลงแรงถึง 70% จากจุดสูงสุดในปี 2554 และลดลง 41% จากวันที่เราปรับคำแนะนำล่าสุด เราเชื่อว่าถึงเวลาแล้วที่จะเข้าซื้อสะสมหุ้น BANPU เพราะปัจจุบัน BANPU เทรดที่ PBV ระดับต่ำเพียง 0.8 เท่าในปี 2556 เทียบกับ PBV เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีของบริษัทที่ 2 เท่า ครึ่งก่อนที่ BANPU เทรดที่ PBV ต่ำกว่า 1 เท่าเกิดขึ้นในเดือน ต.ค. 2551 ในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินครั้งล่าสุด ก่อนปรับขึ้นมาเทรดที่ PBV สูงกว่า 2 เท่าภายใน 6 เดือน เราเชื่อว่าราคาหุ้น BANPU ปรับตัวลดลงมามากเกินไปจากความกังวลเกี่ยวกับราคาถ่านหินที่อ่อนแอและคดีฟ้องร้องโครงการโรงไฟฟ้าหงสา นอกจากนี้แล้ว เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวลงมาถึงจุดต่ำสุดแล้วในไตรมาส 1/56 ในขณะที่คาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นมากในไตรมาส 2/56 เรามองว่าประเด็นนี้จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น

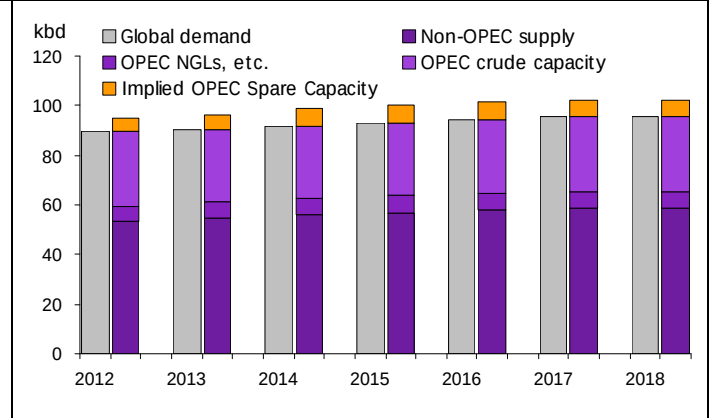
Valuation summary

	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	Buy	258.00	440.0	75.6	12.2	8.0	6.5	(33.2)	52.5	23.8	0.86	0.81	0.75	7.3	10.4	12.1	7.0	5.0	6.2	6.0	6.2	4.6
BCP	Buy	34.50	40.0	19.7	22.6	11.2	9.9	(74.1)	103.0	12.7	1.48	1.38	1.27	6.5	12.8	13.3	3.6	3.8	4.1	9.0	7.0	6.1
ESSO	Sell	6.90	8.5	27.5	n.m.	7.8	4.5	n.m.	n.m.	74.2	1.04	0.92	0.79	(7.2)	12.6	19.1	0.7	4.3	8.7	18.1	4.4	3.4
IRPC	Neutral	3.22	4.0	27.3	n.m.	10.2	9.2	n.m.	n.m.	10.9	0.89	0.84	0.78	(4.2)	8.5	8.8	2.5	3.1	3.1	35.1	7.1	6.5
PTT	Buy	321.00	400.0	29.0	8.5	8.1	7.6	(3.2)	5.2	7.1	1.26	1.12	1.01	15.7	14.6	14.0	4.0	4.4	4.7	5.3	5.6	5.4
PTTEP	Buy	147.00	200.0	40.7	7.6	8.7	8.0	35.9	(12.4)	8.0	1.50	1.57	1.40	24.5	19.2	18.4	3.9	4.6	5.0	3.6	3.6	3.4
TOP	Buy	62.75	76.0	25.4	13.6	10.1	8.7	(38.2)	33.6	17.2	1.41	1.32	1.20	10.7	13.4	14.5	4.3	4.3	4.6	7.1	4.9	3.7
Average					12.9	9.2	7.8	(22.6)	36.4	22.0	1.21	1.14	1.03	7.6	13.1	14.3	3.7	4.2	5.2	12.0	5.6	4.7

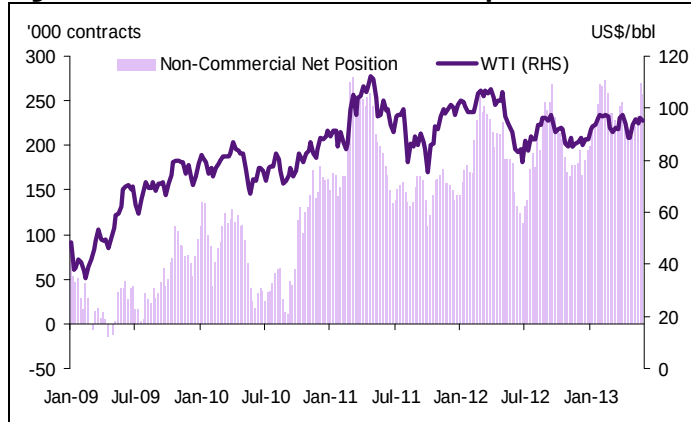
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

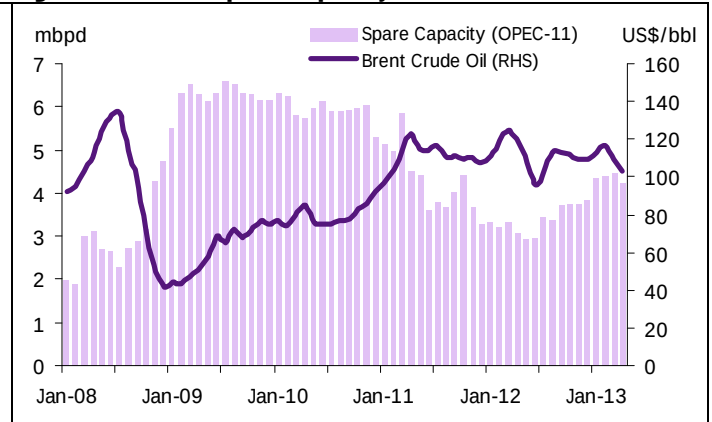
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Global oil demand/supply

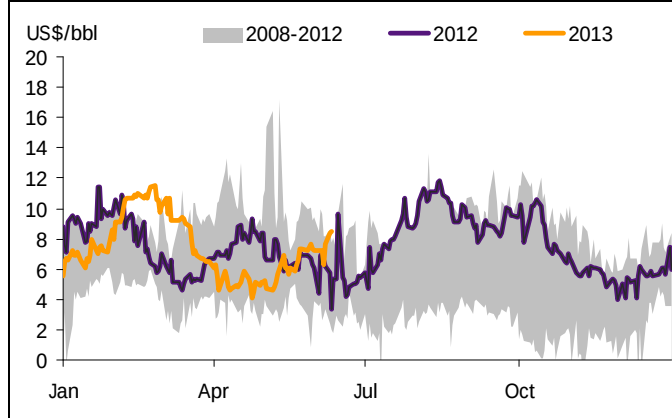
Source: IEA, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

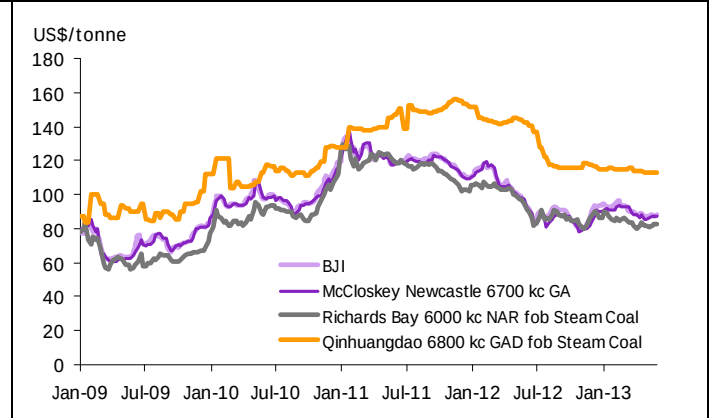
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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 ดูดีที่สุด เพราะมีโอกาสเติบโตได้ดี

- **AEONTS:** มีโอกาสเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างและ AEC
- **KTC:** อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ในไตรมาส 1/56 ต่ำกว่าคาด
- **ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน**

AEONTS: มีโอกาสเติบโตได้อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างและ AEC AEONTS คาดว่าสินค้าและ turnover ในปีบัญชี 2556 จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง (ตัวเลขสองหลัก) ในระดับไม่ต่ำกว่าปีบัญชี 2555 (สินค้าโต +17% และ turnover โต +19%) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำเป็น 300 บาท/วันทั่วประเทศ หลังจากมีผลบังคับใช้ 7 จังหวัดในปี 2555 นอกจากนี้ AEONTS ก็วางแผนจัดแคมเปญการตลาดเพิ่มมากขึ้นเพื่อขยายฐานลูกค้าของบริษัทด้วย นอกจากนี้เรายังเล็งเห็นแนวโน้ม Upside จากการขยายธุรกิจไปยังตลาด AEC ด้วย โดยในปีที่ผ่านมา AEONTS ได้จัดตั้งบริษัทย่อยที่บริษัทถือหุ้น 100% ขึ้นมา 2 แห่ง โดย 1 แห่งอยู่ในพม่าด้วยทุนชำระแล้ว 2.1 ล้านบาท และอีก 1 แห่งอยู่ในลาวด้วยทุนชำระแล้ว 30.4 ล้านบาท โดยคาดว่าจะบริษัทย่อยในลาวจะเริ่มดำเนินงานประมาณเดือน ส.ค.-ก.ย. ปีนี้ บริษัทย่อยในกัมพูชาดำเนินงานแล้วและคาดว่าจะเริ่มทำกำไรในปีนี้ และถ้าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในหลายปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแผนเปิด AEON Mall และสาขาใหม่ในสยามเรียบ

ฟรีวีลประกอบการไตรมาส 1 ปีบัญชี 56 ของ AEONTS: พื้นตัวต่อเนื่อง เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ AEONTS จะฟื้นตัวต่อเนื่องในไตรมาส 1 ปีบัญชี 2556 (21 ก.พ.-20 พ.ค.) ทั้ง YoY และ QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการปล่อยสินเชื่อส่วนบุคคลได้จำนวนมาก (โรงเรียนเปิดเทอม) การตั้งสำรองลดลง และการฟื้นฟูหนี้เสียได้มากขึ้น เราคาดว่ากำไรไตรมาส 1 ปีบัญชี 56 จะเพิ่มขึ้น 127% YoY และ 5% QoQ สู่อำนาจ 650 ล้านบาท

KTC: อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ในไตรมาส 1/56 ต่ำกว่าคาด อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (ไม่รวมค่าใช้จ่าย interchange และค่าใช้จ่ายการตลาด) ในไตรมาส 1/56 อยู่ที่ระดับเพียง 27% ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้อย่างมาก ดังนั้นเราจึงปรับสมมติฐานอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ (ไม่รวมค่าใช้จ่าย interchange และค่าใช้จ่ายการตลาด) ในปี 2556 ลดลงจาก 29% สู่ 27% (เทียบกับ 30% ในปี 2555) ส่งผลทำให้ประมาณการกำไรของเราปรับเพิ่มขึ้น 6% ในปี 2556 และ 13% ในปี 2557-2558 อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ต่ำกว่าคาดเป็นผลมาจากตั้งสำรองเพื่อการแลกคะแนนของรางวัลลดลงหลังตั้งสำรองไปครบแล้ว และผู้ใช้บัตรก็สะสมคะแนนน้อยลง ปัจจัยหลักที่ส่งผลทำให้อัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ปรับตัวลดลง คือ ประโยชน์ที่ได้รับอย่างเต็มที่จากโครงการลดต้นทุนด้วยการปรับเปลี่ยนระบบการปฏิบัติงานในส่วนที่ซ้ำซ้อน (เช่น การติดตามหนี้สิน ศูนย์บริการลูกค้าสัมพันธ์ และบริการ telemarketing) มาใช้พนักงานของบริษัทแทน การลดจำนวนสาขาลง (24 สาขา ณ สิ้นปี 2555 จาก 37 สาขา ณ สิ้นปี 2554) และระบบไอทีที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นเพราะใช้ระบบไอทีใหม่ อย่างไรก็ตาม ค่าใช้จ่ายการตลาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการจัดแคมเปญการตลาดเพิ่มขึ้นมากเพื่อกระตุ้นการใช้ผ่านบัตรเครดิต โดยสรุปแล้วอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปี 2556

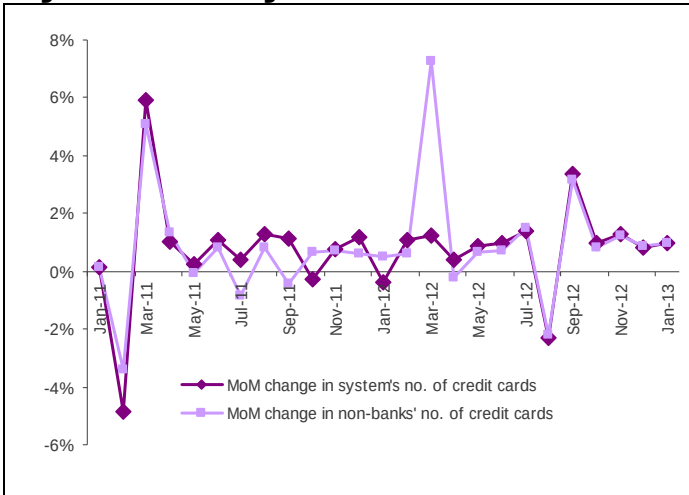
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ซึ่งเน้นลูกค้าระดับล่างที่มีรายได้ 7,000-15,000 บาท/เดือน จะได้รับประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างมากกว่า KTC 2) AEONTS มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งกว่า KTC เพราะ AEONTS มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำกว่า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

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
AEONTS	Buy	92.00	125.00	40.1	13.6	9.5	8.5	948.0	43.7	11.1	3.17	2.58	2.21	25.2	30.0	27.9	3.3	4.2	4.7
KTC	Sell	39.00	36.00	(5.1)	39.4	15.5	14.0	n.m.	154.6	10.3	1.94	1.75	1.62	5.1	11.9	12.0	1.0	2.6	2.8
Average					26.5	12.5	11.3	948.0	99.1	10.7	2.55	2.17	1.92	15.2	20.9	20.0	2.1	3.4	3.8

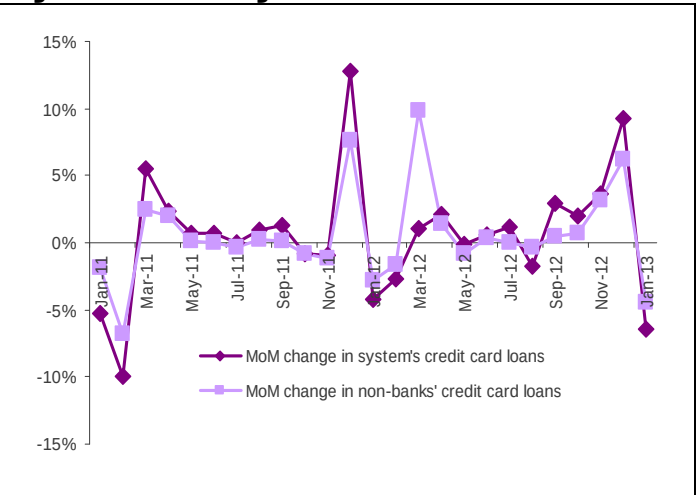
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: MoM change in no. of credit cards



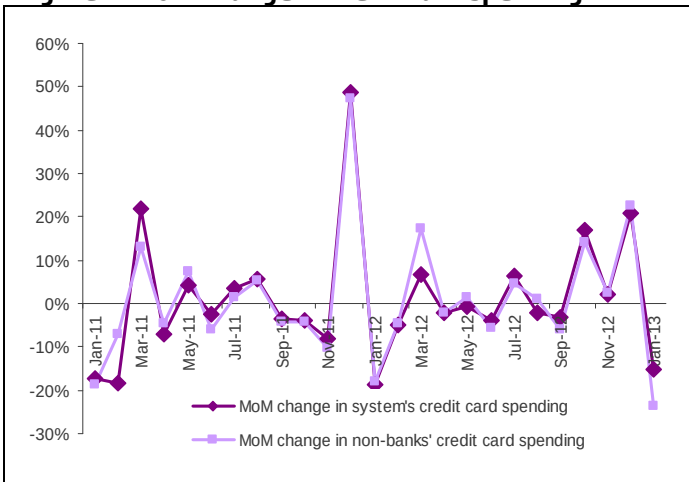
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: MoM change in credit card loans



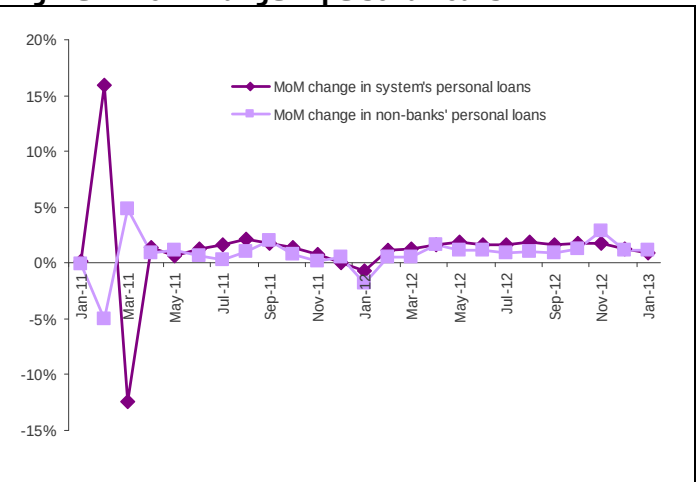
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: MoM change in credit card spending



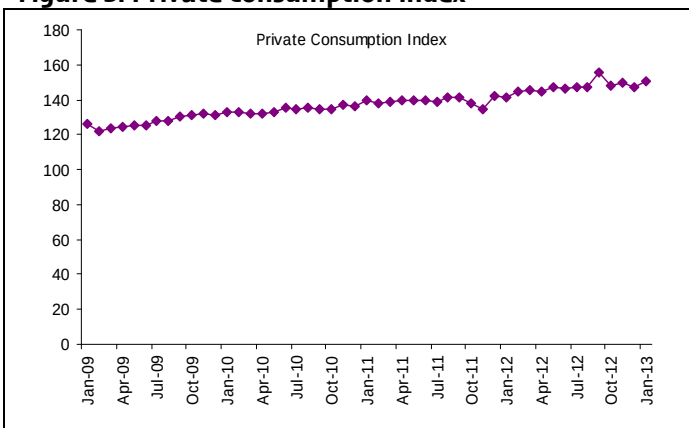
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: MoM change in personal loans



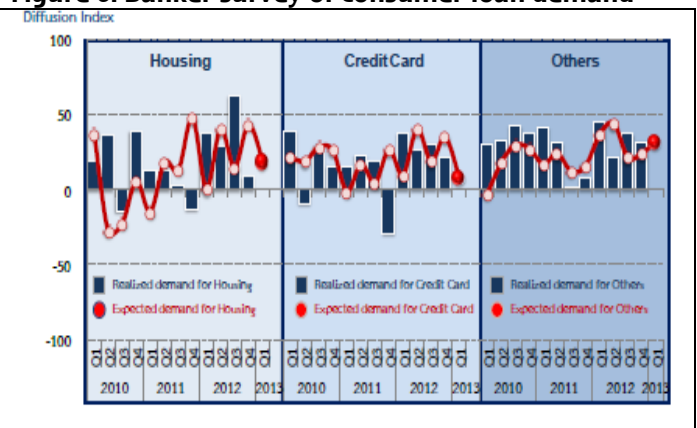
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ไตรมาส 3/56 จะเป็นไตรมาสที่ดีอีกหนึ่งไตรมาส

- ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 มีแนวโน้มแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผู้ป่วยในประเทศและต่างประเทศที่เพิ่มขึ้น

- เลือก BGH เป็น top pick โดยมีราคาเป้าหมายปี 2556 ที่ 195 บาท/หุ้น

ผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 – กำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ยกเว้น BCH BGH และ BH รายงานกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ EBITDA margin อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวเพราะต้นทุนค่าแรงเพิ่มขึ้น BCH เป็นหุ้นเพียงตัวเดียวในกลุ่มการแพทย์ที่รายงานกำไรลดลง YoY และ QoQ แต่มีสาเหตุมาจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ คือ World Medical Center (WMC) ที่เปิดให้บริการในเดือน ม.ค.

โมเมนตัมดีในไตรมาส 3/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้น โดยปกติแล้วไตรมาส 2 มักจะเป็นไตรมาสที่ค่อนข้างเจียบสำหรับกลุ่มการแพทย์ แต่หลังจากนั้นผลการดำเนินงานในแง่ของปริมาณผู้ป่วยทั้งในประเทศและต่างประเทศก็จะกลับมาเร่งตัวขึ้นในไตรมาส 3/56 โดยผู้ป่วยในประเทศจะเพิ่มขึ้นเนื่องจากเป็นช่วงที่มีผู้ป่วยโรคไข้หวัดจำนวนมากในประเทศไทยเพราะเป็นฤดูฝน และมีผู้ป่วยต่างประเทศที่ส่วนใหญ่มาจากตะวันออกกลางเข้ามามากหลังเทศกาลรอมฎอน (9 ก.ค.-7 ส.ค. 2556)

กำไรที่แข็งแกร่งในปี 2556-57 เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตสูงถึง 20% ในปี 2556 และ 16% ในปี 2557 โดยกำไรที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เกิดจาก BGH ที่คาดว่าจะกำไรจะเติบโต 25% ในปี 2556 และ 17% ในปี 2557 กำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เนื่องจากบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น ประกอบกับความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในประเทศไทยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาวเนื่องจากสัดส่วนค่าใช้จ่ายเพื่อใช้บริการทางการแพทย์ต่อ GDP ยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับประเทศที่พัฒนาแล้ว และประชากรสูงอายุก็มีมากขึ้น เรามองว่าประมาณการกำไรของ BGH และ BH ของเรามีความเสี่ยงน้อย (limited downside risk) เพราะบริษัททั้งสองแห่งนี้รายการผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในไตรมาส 1/56 และเชื่อว่ากำไรของ BCH จะแข็งแกร่งมากในช่วงครึ่งปีหลัง จากการคาดการณ์ว่าผลการดำเนินงานที่ WMC จะดีขึ้น

เลือกซื้อหุ้นที่แนวโน้มผลการดำเนินงานแข็งแกร่ง – ชอบ BGH มากที่สุด เรามองว่าผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มอ่อนตัวลงในไตรมาส 2/56 จะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมหุ้นในกลุ่มการแพทย์ก่อนที่จะรายงานผลการดำเนินงานดีขึ้นในไตรมาส 3/56 หุ้น top pick ของเรา คือ BGH กำไรปกติที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3/56 ของ BGH และ BH จะเป็นประเด็นบวกที่ น่าจะช่วยสนับสนุนราคาหุ้นได้

BGH – ใหญ่ขึ้น ดีขึ้น เรามองบวกต่อ BGH จากการมีเครือข่ายโรงพยาบาลขนาดใหญ่ครอบคลุมทั่วประเทศและให้บริการผู้ป่วยทุกกลุ่ม ทำให้ช่วยกระจายความเสี่ยง ผลการดำเนินงานของ BGH อยู่ในช่วงขาขึ้น โดยคาดว่ากำไรปกติจะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 21% ต่อปีในระหว่างปี 2556-57 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม แนวโน้ม Upside ของกำไรจะมาจากการลงทุนใหม่และการใช้งานสินทรัพย์ได้ดีขึ้น

BH – Sentiment เป็นบวกเพราะจะมีผู้ป่วยต่างประเทศเข้ามามากขึ้น เราคาดว่า Sentiment ที่เป็นบวกในระยะสั้นจะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น BH ปรับตัวเพิ่มขึ้น คือกำไรปกติจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 3/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผู้ป่วยต่างประเทศที่เข้ามาเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะผู้ป่วยจากตะวันออกกลางหลังเทศกาลรอมฎอน

BCH – รอคอยยืนยันผลการดำเนินงานของ WMC ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าราคาหุ้น BCH จะปรับตัว underperform ตลาดในระยะสั้น เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในงวดครึ่งแรกปี 56 อันเป็นผลมาจากผลการดำเนินงานที่แยกลงจาก WMC ซึ่งเป็นโรงพยาบาลใหม่ และการประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาดลดลง โดยประมาณการกำไรของเราต่ำกว่าตลาดคาดอยู่ 12% อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลการดำเนินงานที่ WMC จะปรับตัวดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 และจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น

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	8.00	9.20	17.0	21.9	25.6	22.7	35.3	(14.5)	12.9	4.91	4.45	4.05	23.8	18.2	18.7	2.3	2.0	2.2	10.9	10.6	9.7
BGH	Buy	152.00	195.00	29.5	40.2	32.2	27.4	49.5	25.0	17.4	6.12	5.43	4.85	16.3	17.9	18.7	1.2	1.2	1.5	23.9	19.9	17.1
BH	Neutral	76.25	88.00	17.5	34.2	28.7	25.3	28.0	19.0	13.5	7.89	7.14	6.28	25.6	26.1	26.4	2.4	2.1	2.4	16.4	14.8	13.2
Average					32.1	28.8	25.1	37.6	9.9	14.6	6.30	5.68	5.06	21.9	20.7	21.3	1.9	1.8	2.0	17.1	15.1	13.3

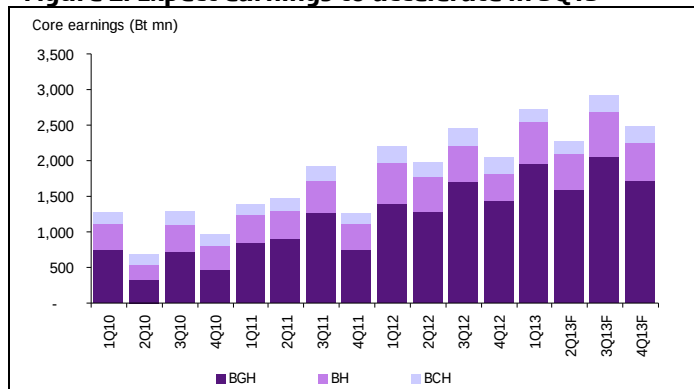
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 1Q13 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
BCH	223	220	239	228	178	(20.3)	(21.9)	910	923	1,041	35.3	1.4	12.8
BGH	1,399	1,294	1,711	1,438	1,948	39.2	35.5	5,842	7,302	8,569	49.5	25.0	17.4
BH	572	475	496	391	601	5.1	53.9	1,934	2,302	2,613	28.0	19.0	13.5
Sector	2,195	1,989	2,447	2,056	2,727	24.3	32.6	8,686	10,527	12,223	60.3	21.2	16.1

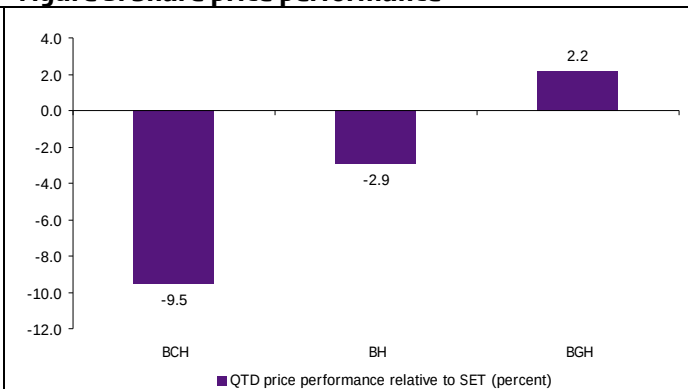
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Expect earnings to accelerate in 3Q13



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Share price performance



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Regional peers comparison

Ticker		Mkt Cap US mn.	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
BCH TB Equity*	Thailand	620	20.8	20.5	18.2	35.3	1.4	12.8	4.7	4.2	3.7	2.4	2.4	2.7	23.8	21.4	21.6	10.4	9.3	8.4
BGH TB Equity*	Thailand	7,635	39.9	32.0	27.2	49.5	25.0	17.4	6.1	5.4	4.8	1.2	1.3	1.5	16.3	17.9	18.7	23.7	19.8	17.0
BH TB Equity*	Thailand	1,853	34.9	29.3	25.8	28.0	19.0	13.5	8.0	7.3	6.4	2.3	2.0	2.3	25.6	26.1	26.4	16.8	15.1	13.4
KPJ MK Equity	Malaysia	1,324	26.6	26.7	23.9	-1.2	-0.4	11.4	4.0	3.6	3.3	1.9	1.8	2.1	15.0	13.7	13.9	16.9	15.9	13.9
IHH MK Equity	Malaysia	10,127	34.0	45.6	37.0	42.5	-25.4	23.5	1.8	1.8	1.7	0.1	0.2	0.3	4.0	4.0	4.7	26.6	23.4	20.0
RFMD SP Equity	Singapore	1,291	28.1	25.9	21.9	10.5	8.6	18.4	4.1	3.8	3.4	1.5	1.6	1.6	15.2	15.4	16.4	21.1	18.5	15.9
APHS IN Equity	India	2,407	46.6	38.7	31.4	30.6	20.3	23.4	5.0	4.6	4.2	0.5	0.6	0.7	11.6	12.4	13.8	23.7	19.9	16.4
RHC AU Equity	Australia	6,670	25.7	22.8	20.3	13.7	13.1	12.0	4.8	4.3	3.9	1.9	2.2	2.4	18.8	19.5	19.8	13.1	11.9	10.8
RYM NZ Equity	New Zealand	2,515	29.8	22.7	19.3	18.4	31.1	17.5	4.4	3.8	3.3	1.5	1.8	2.1	16.7	18.4	18.6	22.7	19.3	16.9
ACY NZ Equity	New Zealand	64	13.3	13.7	11.9	6.2	-2.9	14.9	0.8	0.9	0.9	3.2	3.3	3.4	5.1	5.1	5.8	7.9	8.4	7.9
FORH IN Equity	India	733	n.m	n.m	61.4	-214.4	89.0	657.4	0.9	0.9	0.9	n.a	n.a	n.a	-0.5	0.5	1.4	19.7	21.2	20.8
Average			30.0	27.8	27.1	1.7	16.3	74.8	4.1	3.7	3.3	1.6	1.7	1.9	13.8	14.0	14.6	18.4	16.6	14.7
Thailand			31.9	27.3	23.7	37.6	15.1	14.6	6.3	5.6	5.0	2.0	1.9	2.2	21.9	21.8	22.2	17.0	14.7	12.9
Average Regional ex. Thailand			29.2	28.0	23.7	17.2	6.3	17.3	3.6	3.2	2.9	1.5	1.6	1.8	12.3	12.7	13.3	18.9	16.7	14.5

Source: Bloomberg

*SCBS Investment Research's forecast

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

กลับสู่พื้นฐาน

- ยอดขายที่ดินตกต่ำในไตรมาส 1/56
- แนวโน้มผลการดำเนินงานแตกต่างกันในไตรมาส 2/56
- คงมุมมองด้านลบต่อยอดขายที่ดินในปีนี้ ชอบธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่า
- เกณฑ์บีโอไอเดิมจะมีผลบังคับใช้ถึงปี 2557 ส่วนเกณฑ์ใหม่จะเริ่มบังคับใช้ต้นปี 2558
- Top pick: TICON เพราะเป็นหุ้น defensive

ยอดขายที่ดินย่ำแย่ในไตรมาส 1/56 ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมทั้งหมดในไตรมาส 1/56 อยู่ในระดับต่ำมาก โดย AMATA ขายที่ดินได้เพียง 42 ไร่ ต่ำกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 3,000 ไร่ และ HEMRAJ ก็ขายที่ดินได้ 420 ไร่ คิดเป็น 23% ของเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปีที่ 1,800 ไร่ แม้ตลาดตระหนักถึงความผันผวนของยอดขายที่ดินเมื่อเทียบกับรายไตรมาส แต่ก็มีความกังวลว่าบริษัทในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมจะขายยอดขายที่ดินในปีนี้ได้ต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ ทั้งๆ ที่มียอดขอส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอ (+26% YoY สู่ 747 โครงการ) และมูลค่าเงินลงทุน (+80% สู่ 5.1 แสนล้านบาท) ในระดับสูงใน 4M56 และเมื่อไม่นานนี้บีโอไอก็ปรับเพิ่มเป้าตัวเลขขอรับส่งเสริมการลงทุนในปี 2556 ขึ้นจาก 7 แสนล้านบาท เป็น 1 ล้านล้านบาท

แนวโน้มไตรมาส 2/56 แตกต่างกัน เราคาดว่ารายได้ของ TICON กับ WHA จะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ สอดคล้องกับพื้นที่ปล่อยเช่าที่เพิ่มขึ้น ยอดขายที่ดินของ AMATA จะเติบโตจากฐานต่ำ ในขณะที่แนวโน้มกำไรจะขึ้นอยู่กับยอดโอนกรรมสิทธิ์ซึ่งยังไม่มีเปิดเผยข้อมูล อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกจะมาจาก Amata VN เข้าจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย และ IPO กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานของ Amata B.Grimm ส่วน HEMRAJ จะมีผลการดำเนินงานที่ลดลงในไตรมาส 2/56 เนื่องจากการปิดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า GHECO-One และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

ยังคงคาดว่ายอดขายที่ดินจะอยู่ในระดับต่ำ ชอบธุรกิจให้เช่ามากกว่า เรายังคงมุมมองด้านลบว่ายอดขายที่ดินจะลดลงในปีนี้อย่างมีนัยสำคัญหลังจากทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในปีที่ผ่านมา ซึ่งจะเป็นการสิ้นสุดวัฏจักรขาขึ้นเป็นเวลานาน 4 ปี ในทางกลับกัน เราคาดว่าอุปสงค์โรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยสนับสนุนจาก:

- การย้ายฐานการผลิตอย่างต่อเนื่องของนักลงทุนญี่ปุ่น โดยเฉพาะผู้ผลิตชิ้นส่วนขนาดเล็กและขนาดกลาง ที่ย้ายฐานการผลิตตามลูกค้าเพื่อเพิ่มความสะดวกด้านโลจิสติกส์
- อุปสงค์ศูนย์โลจิสติกส์จำนวนมากเพื่อรองรับร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่เติบโตอย่างรวดเร็วและการขยายกำลังการผลิต โดยลูกค้าต้องการเช่าคลังสินค้ามากกว่าการสร้างเอง
- การอัปเดตเป็นโรงงานสำเร็จรูป และ/หรือ คลังสินค้าสมัยใหม่ เพื่อเตรียมรับ AEC

เลื่อนกำหนดการบังคับใช้เกณฑ์บีโอไอใหม่ออกไปเป็นต้นปี 2558 ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบด้านลบของการบังคับใช้เกณฑ์บีโอไอใหม่ผ่อนคลายเป็นชั่วคราว หลังจากบีโอไอตัดสินใจเลื่อนกำหนดการบังคับใช้เกณฑ์ใหม่ออกไปเป็นปี 2558 โดยให้เหตุผลว่าต้องการเวลาทบทวนหลักเกณฑ์และประเภทโครงการที่จะไม่ได้รับสิทธิประโยชน์จากบีโอไออีกต่อไป และเพื่อให้ผู้ประกอบการภาคอุตสาหกรรมมีเวลาในการปรับตัวและวางแผนการดำเนินธุรกิจ ทั้งนี้บีโอไอกำลังพิจารณาปรับเปลี่ยนสิทธิประโยชน์ในการส่งเสริมการลงทุนมาอิงกับประเภทอุตสาหกรรมแทนที่จะอิงกับทำเลที่ตั้งโรงงาน โดยจะเน้นส่งเสริมการลงทุนใน 10 กลุ่มอุตสาหกรรมที่สำคัญ บีโอไอจะลดสิทธิประโยชน์ทางภาษีพื้นฐานลง และจะให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติมกับโครงการที่ทำกิจกรรมต่าง ๆ ตามที่บีโอไอกำหนด

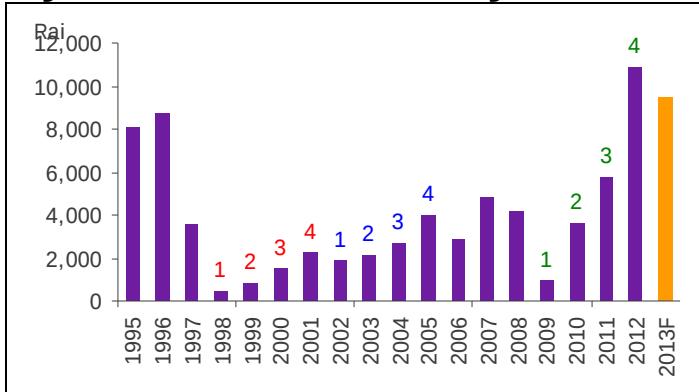
Top pick: TICON เนื่องจากภาพรวมของอสังหาริมทรัพย์ให้เรามีแนวโน้มที่สดใสขึ้น ดังนั้นเราจึงเปลี่ยนมาเลือก TICON เป็น top pick ของกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม เนื่องจากคาดว่ารายได้ประจำของบริษัทจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี (คาด 6.1% ในปี 2556) อีกทั้งยังจะมีกำไรเพิ่มขึ้นจากการขายสินทรัพย์ตอนปลายไตรมาส 3/56 หรือไตรมาส 4/56 ด้วย

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	18.40	34.00	88.0	21.0	12.7	9.2	3.6	66.1	37.5	1.75	1.61	1.44	8.9	13.3	16.5	3.0	3.2	4.4	11.6	9.3	7.1
HEMRAJ	Buy	3.42	5.00	49.3	14.5	12.2	9.0	314.1	18.9	35.7	3.00	2.57	2.13	22.6	22.7	25.9	3.2	3.1	4.2	12.8	12.4	10.3
ROJNA	Neutral	9.30	7.30	(18.9)	10.7	21.5	10.9	48.4	(50.3)	97.2	1.37	1.34	1.19	15.0	6.3	11.6	3.2	2.6	5.1	19.3	24.5	11.2
TICON	Buy	20.00	30.00	56.1	12.3	11.1	9.8	182.8	10.3	13.7	2.01	2.04	1.88	19.0	19.2	20.0	5.0	6.1	6.9	11.6	13.3	13.1
WHA	Buy	46.50	17.50	(61.0)	111.2	29.0	24.7	187.3	283.6	17.3	7.80	6.71	5.77	10.5	24.9	25.1	0.0	1.4	1.6	50.6	19.8	16.3
Average					33.9	17.3	12.7	147.3	65.7	40.3	3.19	2.85	2.48	15.2	17.3	19.8	2.9	3.3	4.4	21.2	15.9	11.6

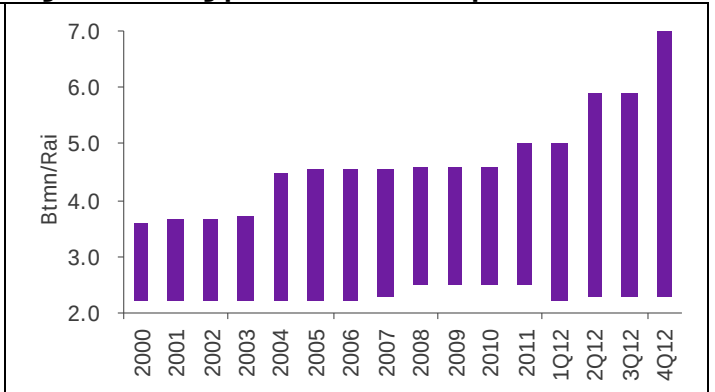
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales reached record high in 2012



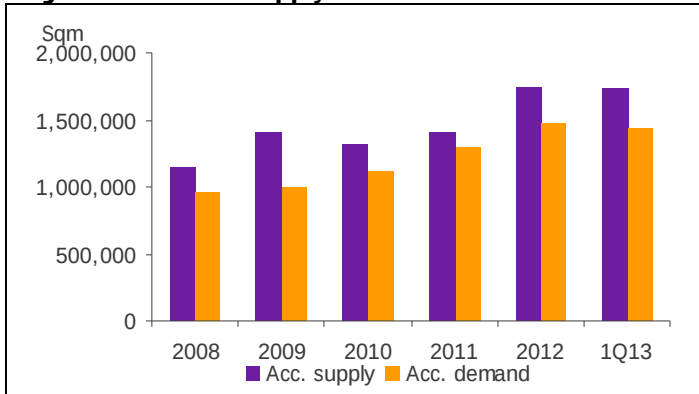
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Asking prices in Chonburi up more



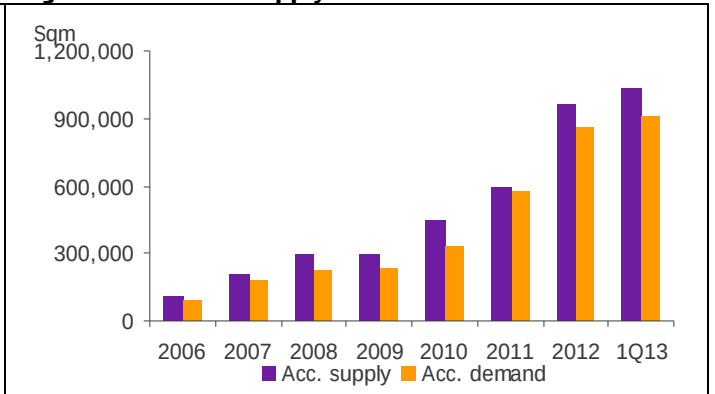
Source: BoT, Reuters

Figure 3: Demand/supply of RBF



Source: Company, CBRE, SCBS Investment Research

Figure 4: Demand/supply of warehouses



Source: Company, CBRE, SCBS Investment Research

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

ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ

- เราเพิ่มปรับคำแนะนำสำหรับ BLA ขึ้นสู่ “ซื้อ” เมื่อไม่นานนี้ เพราะราคาหุ้นอ่อนตัวลงและมีปัจจัยบวกหลายอย่าง
- ผู้ถือหุ้น THRE จะได้รับประโยชน์ทั้งทางตรงและทางอ้อมจากการขายหุ้น IPO ของ THREL
- ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้เปิดโอกาสให้เข้าซื้อทั้ง BLA และ THRE

ปรับคำแนะนำสำหรับ BLA ขึ้นสู่ “ซื้อ” เพราะราคาหุ้นอ่อนตัวลง เราเพิ่มปรับคำแนะนำสำหรับ BLA ขึ้นจาก “ขาย” สู่ “ซื้อ” เมื่อไม่นานนี้ เนื่องจากเรามองว่าราคาหุ้น BLA อยู่ในระดับที่ต่ำกว่ามูลค่า หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 21% จากจุดสูงสุดในเดือน พ.ค. เราเชื่อว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต ได้แก่ 1) อัตรากำไรจากการรับประกันที่ฟื้นตัวขึ้นจากการกลับมาเน้นขายผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิตหลังจากยอมลดอัตรากำไรลงเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดด้วยการขายผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์ในไตรมาส 1/56; 2) ผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวที่ฟื้นตัวขึ้นเมื่อปลายเดือน พ.ค. หลังจากปรับการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% และนักลงทุนต่างชาติเทขายเพราะกังวลว่าอาจจะมีการควบคุมเงินทุน; และ 3) การโอนกลับเงินสำรองประกันชีวิตในไตรมาส 4/56

คาดการณ์กำไรของ BLA เติบโตอย่างแข็งแกร่ง แต่ VNB จะเติบโตต่ำในปี 2556 สำหรับปี 2556 เราคาดว่ากำไรของ BLA จะเติบโตสูงถึง 41% ตามการขยายธุรกิจเชิงรุก แต่คาดว่า 1-year VNB จะเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียว (SCBS คาดการณ์ที่ 8%) เนื่องจากอัตรากำไรจะลดลงจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์เพิ่มมากขึ้น แม้บริษัทตั้งเป้าเบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโตสูงถึง 41% ตรงข้ามกับปี 2555 ที่ 1-year VNB เติบโต 20% ซึ่งเป็นผลมาจากอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ประเภทคุ้มครองตลอดชีพเพิ่มมากขึ้น แม้เบี้ยประกันรับรายใหม่เติบโตเพียง 6%

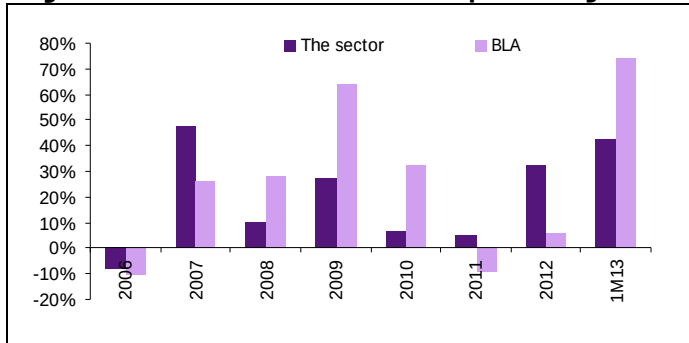
การขายหุ้น IPO ของ THREL – ให้ประโยชน์สองต่อแก่ผู้ถือหุ้น THRE บมจ.ไทยรีประกันชีวิต (THREL) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่ THRE ถือหุ้น 100% จะออกหุ้นใหม่ 100 ล้านหุ้นเพื่อเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป (IPO) เพื่อเสริมสร้างความแข็งแกร่งของเงินกองทุนให้เป็นไปตามเกณฑ์การดำรงเงินกองทุนตามระดับความเสี่ยง (risk-based capital) และรองรับการขยายธุรกิจในอนาคต โดยคาดว่าจะนำหุ้นเข้าซื้อขายในตลาดฯ ในไตรมาส 3/56 นอกจากนี้ THRE ก็เสนอขายหุ้น THREL ที่บริษัทถืออยู่จำนวน 195 ล้านหุ้นที่ราคา IPO แบ่งเป็น 2 ส่วน คือ 77 ล้านหุ้นเสนอขายแก่ประชาชนทั่วไป และ 118 ล้านหุ้นเสนอขายแก่ผู้ถือหุ้นเดิมของ THRE ตามสัดส่วนการถือหุ้นของผู้ถือหุ้นในบริษัท (Pre-emptive right) ซึ่งกำหนดอัตราส่วนการจัดสรรไว้ที่ 29.76 หุ้น THRE ต่อ 1 หุ้น THREL เราประเมินราคา IPO หรือราคาเหมาะสมของ THREL อย่างคร่าวๆ ได้ที่ 6 บาท/หุ้น (4 เท่าของ BVPS ปี 2555) และสำหรับ THRE มีกำไรที่เกิดขึ้นแล้ว 978 ล้านบาท (0.28 บาท/หุ้น) และกำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง 1.5 พันล้านบาท (0.44 บาท/หุ้น) เรามองว่าผู้ถือหุ้น THRE จะได้รับประโยชน์สองต่อจากการขายหุ้น IPO ของ THREL คือ 1) ประโยชน์โดยตรงจากสิทธิจองซื้อหุ้น IPO ของ THREL และ 2) ประโยชน์ทางอ้อมที่ THRE จะได้รับจากกำไรที่เกิดขึ้นแล้วและกำไรที่ยังไม่ได้เกิดขึ้นจริงจำนวนมากจาก THREL

กำไรสุทธิของ THRE จะพลิกกลับมาทำจุดสูงสุดใหม่ในปี 2556 กำไรไตรมาส 1/56 ของ THRE (+116% YoY และ +65% QoQ) ช่วยยืนยันว่าผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวขึ้นมาทำจุดสูงสุดใหม่ด้วย ROE ที่ระดับ 28% และกำไรสุทธิจำนวน 1.17 พันล้านบาทในปี 2556 หลังจากขาดทุนต่อเนื่องมานาน 2 ปีโดยมีสาเหตุมาจากน้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2554 ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการฟื้นตัว คือ การเรียกร้องสินไหมทดแทนลดลงหลังจากตั้งสำรองเต็มจำนวนสำหรับการเรียกร้องสินไหมน้ำท่วมตั้งแต่ไตรมาส 2/55 เบี้ยประกันภัยรับเติบโตในอัตราเร่ง อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจากการเปลี่ยนแปลงส่วนผสมผลิตภัณฑ์มาเน้นการรับประกันต่อประเภทรายย่อย (non-conventional) มากขึ้น และ ROI เพิ่มขึ้น

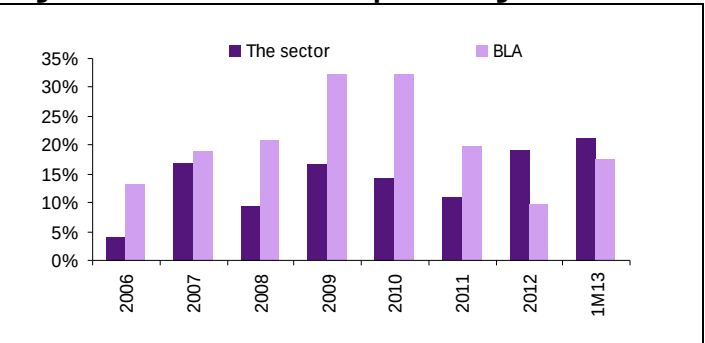
Valuation Summary

	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
BLA	Buy	59.75	68.00	15.4	21.9	15.5	13.1	(4.3)	41.2	18.7	3.60	2.99	2.51	19.7	21.1	20.9	1.2	1.6	1.9
THRE	Buy	5.05	6.40	32.0	n.m.	15.2	12.6	11.5	n.m.	20.8	5.08	3.76	3.37	(205.6)	28.5	28.3	0.0	5.3	6.4
Average					21.9	15.3	12.8	3.6	41.2	19.8	4.34	3.38	2.94	(93.0)	24.8	24.6	0.6	3.4	4.1

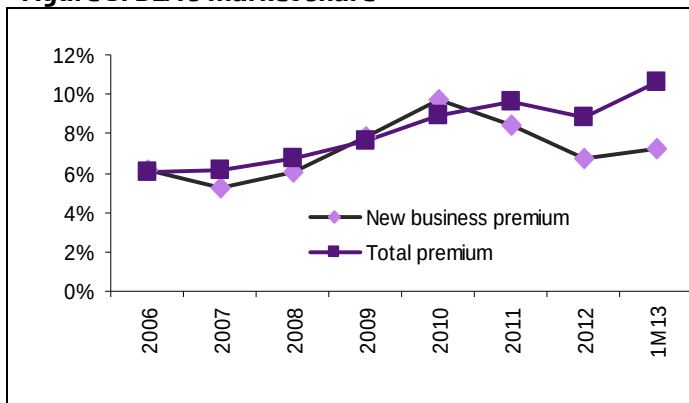
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business life insurance premium growth

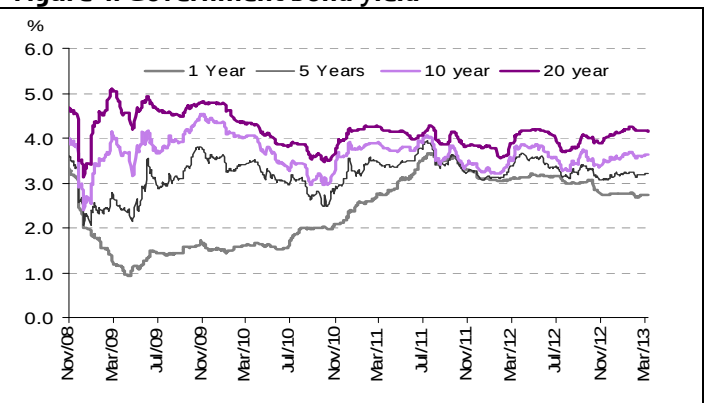
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Total life insurance premium growth

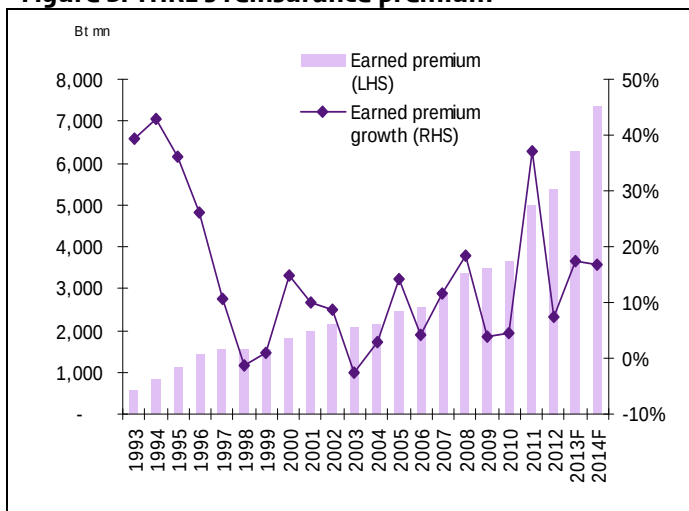
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: BLA's market share

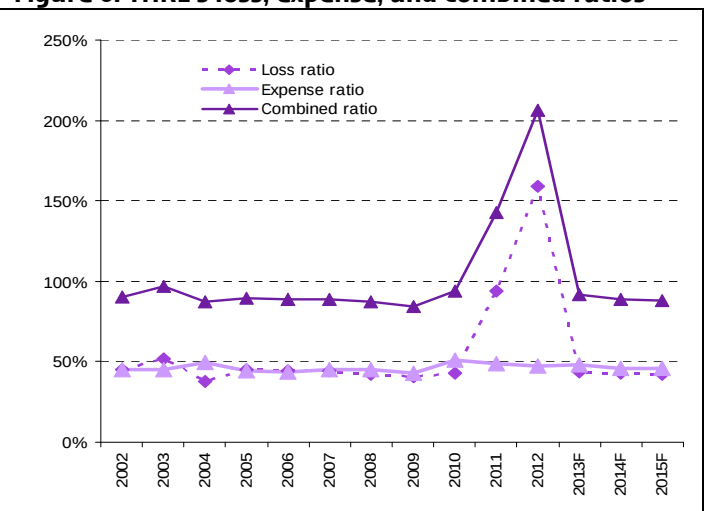
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

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 ratios

Source: THRE and SCBS Investment Research

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

เปิดประมูลทีวีดิจิทัลในเดือน ส.ค./ก.ย.

- กสทช. คาดว่าจะเปิดประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิทัล (DTTV) ประเภทช่องธุรกิจในเดือนส.ค. หรือ ก.ย. ปีนี้
- เรายังคงมุมมองระยะยาวดี เนื่องจากผู้ประกอบการจะมีต้นทุนเพิ่มขึ้นมากในระยะแรก
- ชอบ MCOT เนื่องจากให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง

เปิดประมูล DTTV ในเดือน ส.ค./ก.ย. คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ได้อนุมัติร่างหลักเกณฑ์การประมูลคลื่นความถี่เพื่อให้บริการโทรทัศน์ในระบบดิจิทัล (DTTV) สำหรับช่องธุรกิจแล้ว โดยขั้นตอนต่อไปคือการนำเข้าสู่กระบวนการรับฟังความคิดเห็นสาธารณะและประกาศในราชกิจจานุเบกษา กสทช. คาดว่าการประมูลจะเกิดขึ้นในเดือน ส.ค./ก.ย. ปีนี้

Sentiment เป็นบวกก่อนประมูล แต่หลังจากนั้นต้นทุนที่เพิ่มขึ้นเป็นสิ่งน่าเป็นห่วง ปัจจัยที่ยังไม่ทราบรายละเอียดที่ชัดเจนในตอนนี้ คือ ต้นทุนค่าโครงข่ายสำหรับผู้ประกอบการ DTTV ล่าสุด กสทช. ได้ให้ใบอนุญาตผู้ให้บริการโครงข่าย แก่ กองทัพบก, บมจ. อ.ส.ม.ท (MCOT), กรมประชาสัมพันธ์ และ องค์การแพร่ภาพและกระจายเสียงแห่งประเทศไทย ซึ่งผู้ให้บริการทั้ง 4 รายจะเป็นผู้กำหนดราคา ค่าโครงข่ายต่อไป โดยก่อนการประมูล ผู้เสนอรายใหม่ เช่น ผู้ให้บริการโทรทัศน์ดาวเทียม มีแนวโน้มที่จะได้รับ Sentiment เชิงบวก เนื่องจากช่อง DTTV จะทำให้ฐานผู้ชมขยายใหญ่ขึ้น ซึ่งจะทำให้สามารถขึ้นค่าโฆษณาได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม ความกังวลของเราคือ ในระยะแรกของการดำเนินงาน ผู้ประกอบการ DTTV จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นมากจากการจ่ายค่าใบอนุญาต ค่าโครงข่าย/สิ่งอำนวยความสะดวกสาธารณะ ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตรายปี และต้นทุนการผลิตและรายการที่สูงขึ้นก่อนที่จะเริ่มมีรายได้ค่าโฆษณาเข้ามา เนื่องจากผู้ใช้โฆษณาจะยังไม่มีความมั่นใจ เพราะยังไม่ทราบสัดส่วนผู้ชมและเรตติ้งของ DTTV เรายังคงมองว่าผู้ประกอบการที่ฐานะการเงินอ่อนแอและมีงบรายการไม่แข็งแกร่งจะมีความเสี่ยงมากที่สุด

มีแนวโน้มขึ้นอัตราค่าโฆษณาในงวดครึ่งหลังปี 56 แต่ยังคงมุมมองระยะยาวดี ในระยะยาว เม็ดเงินโฆษณาทางโทรทัศน์ในช่วง 5 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้นถึง +3.6% YoY เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ +1.1% ความต้องการโฆษณาจำนวนมากจะเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการฟรีทีวี (FTV) รายเดิมขึ้นอัตราค่าโฆษณา และเราคาดว่าจะเห็นการขึ้นอัตราค่าโฆษณาในงวดครึ่งหลังปี 56 อย่างไรก็ตาม เรายังคงมุมมองที่ดีว่าจะมีการแข่งขันแย่งชิงงบโฆษณาเพิ่มมากขึ้นเมื่อช่อง DTTV เปิดให้บริการ และจะทำให้ผู้ประกอบการ FTV ขึ้นอัตราค่าโฆษณาได้ยากขึ้นในอนาคต

ชอบ MCOT เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด MCOT มีผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 6% และเทรดที่ PE ปี 2556 ระดับ 14 เท่า ทั้งนี้เนื่องจากการประมูลช่อง DTTV แล้ว MCOT ยังได้ใบอนุญาตผู้ให้บริการโครงข่าย เนื่องจากบริษัทมีสถานะฐานพร้อมอยู่แล้ว และวางแผนร่วมมือกับ TPBS กับ TOT เพื่อขยายพื้นที่ครอบคลุมสัญญาณ DTTV ซึ่งจะส่งผลทำให้มีรายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต และลดต้นทุนค่าโครงข่าย สำหรับช่อง DTTV ของบริษัทเองลง

MAJOR - กำไรที่คาดว่าจะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 2/56 เป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น เราเล็งเห็นปัจจัยบวกที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น MAJOR ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากการคาดการณ์ว่ากำไรไตรมาส 2/56 จะทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาพยนตร์ที่ได้รับความนิยม โดยเฉพาะภาพยนตร์ไทยเรื่อง "พี่มากพระโขนง" อย่างไรก็ดี กำไรของ MAJOR มีแนวโน้มที่จะอ่อนตัวลงในงวดครึ่งหลังปี 56 เนื่องจากจะมีภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายน้อยลงโดยเปรียบเทียบ

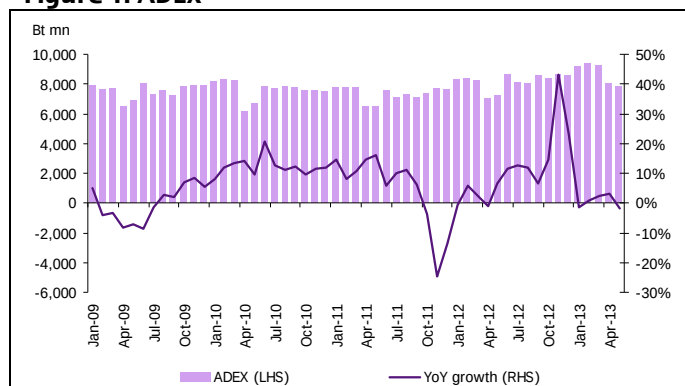
BEC - การขึ้นอัตราค่าโฆษณาจะช่วยหนุนให้ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น BEC เชื่อว่าความต้องการโฆษณาจำนวนมากจะเปิดโอกาสให้บริษัทขึ้นอัตราค่าโฆษณาในงวดครึ่งหลังปี 56 ซึ่งจะหนุนให้เราปรับประมาณการกำไรของ BEC เพิ่มขึ้น ทั้งนี้เมื่อมีการแข่งขันอย่างเท่าเทียมกัน เราคาดว่ารายการที่น่าสนใจและแข็งแกร่งของ BEC จะเป็นความได้เปรียบทางการแข่งขันที่สำคัญในระยะยาว อย่างไรก็ตาม งบโฆษณามีแนวโน้มที่จะถูกโยกย้ายออกไปจาก BEC สืบเนื่องมาจากการมีอุปทานมากขึ้น และถ้าบริษัทเข้าประมูลช่อง DTTV ก็จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนการลงทุนในระยะแรกของการดำเนินงาน

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	59.00	66.00	16.2	24.7	21.5	19.6	35.2	14.9	9.5	14.20	12.70	11.64	60.7	62.3	61.9	3.8	4.4	4.8	13.3	12.2	11.2
MAJOR	Neutral	21.40	21.00	2.3	27.5	22.2	18.7	(11.0)	23.4	18.6	3.03	2.90	2.98	11.3	13.3	15.7	4.1	4.2	5.0	10.9	9.8	8.9
MCOT	Neutral	43.00	57.00	38.8	16.8	14.4	13.2	29.7	17.0	8.4	3.68	3.58	3.49	22.4	25.3	26.7	5.3	6.3	6.8	10.2	9.1	8.5
Average					23.0	19.4	17.2	18.0	18.4	12.2	6.97	6.39	6.04	31.5	33.6	34.7	4.4	4.9	5.5	11.5	10.4	9.5

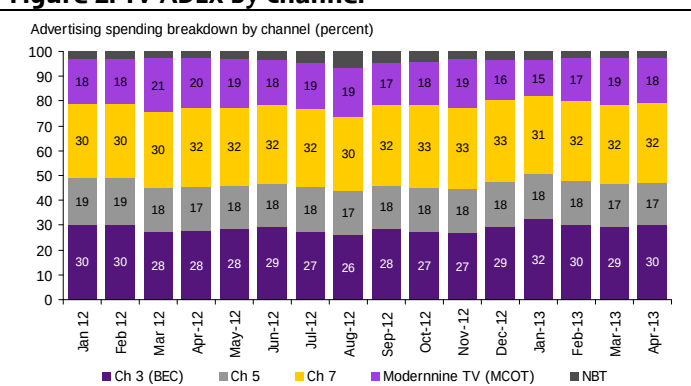
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: ADEX



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 2: TV ADEX by channel



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: Commercial DTTV channel details

	May-13	May-12	YoY	April-13	MoM	5M13	5M12	YoY	% contribution
TV	6,008	5,896	1.9%	5,741	4.7%	28,285	27,309	3.6%	63.6
Radio	542	541	0.2%	507	6.9%	2,451	2,451	0.0%	5.7
Newspaper	1,233	1,277	-3.4%	1,164	5.9%	5,900	6,094	-3.2%	13.1
Magazine	425	471	-9.8%	398	6.8%	2,080	2,135	-2.6%	4.5
Cinema	579	847	-31.6%	670	-13.6%	2,455	2,982	-17.7%	6.1
Outdoor	348	385	-9.6%	344	1.2%	1,711	1,868	-8.4%	3.7
TRANSIT	276	243	13.6%	274	0.7%	1,329	1,084	22.6%	2.9
IN STORE	260	236	10.2%	278	-6.5%	1,053	973	8.2%	2.8
Internet	86	49	75.5%	67	28.4%	363	234	55.1%	0.9
Total	9,757	9,945	-1.9%	9,443	3.3%	45,627	45,130	1.1%	103.3

Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Commercial DTTV channel details

Commercial DTTV channel category	No. of DTTV channels	Reserve price/starting price (Bt mn/license)	The channel numbers*
Children	3	140	13-15
News	7	220	16-22
Standard-definition (SD) variety	7	380	23-29
High-definition (HD) variety	7	1,500	30-36
Total	24		

Payment : % of installment						
Payment method	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5	Year 6
1) Starting price	50%	30%	10%	10%		
2) Amount over the starting price	10%	10%	20%	20%	20%	20%

Source: NBTC and SCBS Investment Research

Figure 5: Timeline

Date	Event	Potential players
17 June 13	Network provider licenses by beauty contest	The Royal Thai Army, MCOT, the Public Relations Department and the Thai Public Broadcasting Service
July - August 13	Public service broadcaster licenses by beauty contest, 12 channels	Channel 5, NBT, TPBS
August - September 13	Commercial service broadcaster licenses by auction	
	· Children, 3 channels	NINE, WORK, Rose Media, Cartoon Club
	· News, 7 channels	VoiceTV, Spring News, NBC
	· Standard-definition variety, 7 channels	BEC, Channel 7, MCOT NMG, Amarin Group WORK, RS
	· High-definition variety, 7 channels	BEC, Channel 7, MCOT INTUCH, TrueVisions GRAMMY
December 2013	Community service broadcaster licenses by beauty contest, 12 channels	

Source: NBTC and SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

พาราไซลีนน่าเป็นห่วงในงวดครึ่งหลังปี 56

- กำลังการผลิตใหม่จะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์พาราไซลีน
- อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะฟื้นตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/56
- เรายังคงเลือก PTTGC เป็น top pick เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่งและจะเติบโตในอนาคต

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56: PTTGC รายงานกำไรที่ด้อยอย่างต่อเนื่อง ในจำนวนบริษัทปิโตรเคมี 2 แห่งในวิเคราะห์ของ SCBS เราพบว่า PTTGC เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ของกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.3% QoQ และ 66% YoY โดยเกิดจากราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งและปริมาณขายที่สูงขึ้น ในขณะที่ IVL ยังคงรายงานกำไรลดลง 51.7% QoQ แม้ปรับตัวดีขึ้นจากขาดทุนจำนวนมากในไตรมาส 1/55 อัตรากำไร PTA ระดับต่ำในตลาดเอเซียส่งผลกระทบต่อต่อเนื่องต่อกำไรไตรมาส 1/56 ของ IVL

ไตรมาส 2/56 – ไตรมาสที่ดีของผู้ผลิตที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบ ผู้ผลิตโอเลฟินส์ที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบจะได้รับประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่กว้างขึ้นในไตรมาส 2/56 เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE/PP โดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 5-14% QoQ ทั้งๆ ที่อุปสงค์จากจีนลดลงหลังเทศกาลตรุษจีน ในขณะเดียวกัน ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในไตรมาส 2/56 ของ PTTGC น่าจะได้รับผลกระทบในระดับหนึ่งจากราคา HDPE ที่ลดลง (-3% QoQ) นอกจากนี้การหยุดโรงงานบางแห่งในไตรมาส 2/56 ก็น่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 ด้วย โดยจะส่งผลทำให้อัตรากำไรกำลังการผลิตปรับลดลง

อุปสงค์น่าจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/56 ก่อนเข้าสู่ช่วง peak season อุปสงค์จากจีนชะลอตัวลงมาตั้งแต่เทศกาลตรุษจีน แต่ส่งผลกระทบต่อราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี โดยเฉพาะโพลีเอทิลีน (PE) และโพลีโพรพิลีน (PP) ในไตรมาส 2/56 เพียงเล็กน้อย เราเชื่อว่าอัตราการดำเนินงานที่ลดลงของผู้ผลิตที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบช่วยพยุงราคาในตลาด เราคาดว่าราคาผลิตภัณฑ์จะฟื้นตัวในไตรมาส 3/56 เพราะอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพื่อเก็บสะสมสต็อกก่อนเข้าสู่ช่วง peak season เราคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์และผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในปี 2556 เพราะแนวโน้มเศรษฐกิจโลกดีขึ้นและมีความกังวลลดน้อยลงเกี่ยวกับวิกฤตในยุโรป

กำลังการผลิตใหม่จะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาพาราไซลีน กำลังการผลิตพาราไซลีน (PX) ใหม่ โดยส่วนใหญ่จะมาจาก Tenglong Aromatics ของจีน มีแนวโน้มที่จะส่งผลกระทบต่อราคาและอัตรากำไรของ PX ในงวดครึ่งหลังปี 56 หลังจากส่วนต่างราคา PX-เนฟทาปรับตัวลดลง 10% QoQ สู่ระดับ 680 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 2/56 นอกจากนี้ sentiment ตลาดที่อ่อนแอที่เป็นผลมาจากการลดอัตรากำไรผลิต PTA ที่เป็นผลิตภัณฑ์ปลายน้ำก็จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ PX ในระยะสั้นด้วย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแนวโน้มในระยะกลางของ PX น่าจะยังดี เมื่อพิจารณาจากอุปทาน PX ที่ตึงตัวมากขึ้นเมื่อเทียบกับ PTA ในขณะที่แนวโน้มของ BZ จะดีกว่า PX อย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจากวัตถุดิบที่ลดลงอันเป็นผลมาจากการลดอัตรากำไรผลิตของโรงแครกเกอร์เนฟทา

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET/PTA มีแนวโน้มเป็นบวกในระยะสั้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET/PTA โดยเฉลี่ยในไตรมาส 2/56 ปรับตัวลดลงเล็กน้อย (-3% QoQ) ทั้งๆ ที่ต้นทุนวัตถุดิบทั้ง PX และ MEG ปรับตัวลดลง สะท้อนถึงราคา PET และ PTA ระดับต่ำ เพราะอุปสงค์ในตลาดชะลอตัวลง ทั้งนี้ดูเหมือนว่าข่าวเกี่ยวกับการเลื่อนกำหนดเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ในเอเซียออกไปไม่สามารถกระตุ้นให้อุปสงค์เพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น สะท้อนถึงอุปสงค์ที่ต่ำกว่าคาด แม้อุปสงค์ PET และโพลีเอสเตอร์จะเติบโตตามอัตราการขยายตัวของ GDP แต่ผู้ขายก็ยังไม่สามารถตั้งราคาในระดับสูงได้ เพราะมีอุปทานวัตถุดิบขึ้นกลางส่วนเกิน คือ PTA อยู่ในตลาด

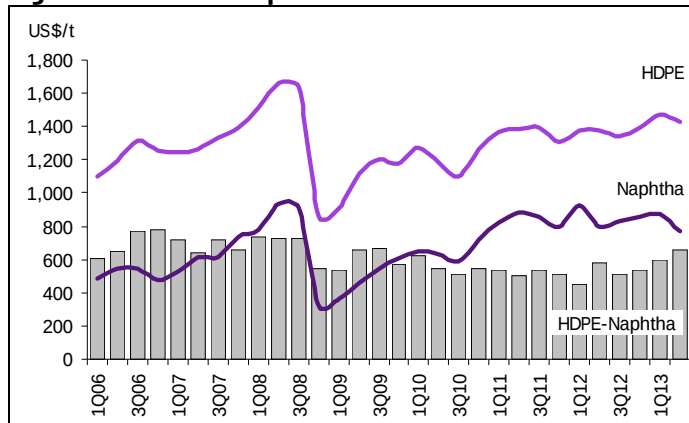
ยังคงมุมมองด้านบวกต่อ PTTGC เรายังคงเลือก PTTGC เป็น top pick ของกลุ่มปิโตรเคมี เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งและการเติบโตในอนาคตจากกำลังการผลิตใหม่ กำไรของ PTTGC มีแนวโน้มปรับตัวลดลง QoQ ในไตรมาส 2/56 จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นและโรงงาน PE แต่ก็เกิดขึ้นเพียงช่วงเวลาสั้นๆ ก่อนที่กำไรจะฟื้นตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งปีหลัง กำไรที่ลดลงอาจจะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมหุ้น PTTGC เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากแนวโน้มการเติบโตในระยะยาว เราประเมินราคาเป้าหมายของ PTTGC ได้ที่ 90 บาท/หุ้น อิงกับ PBV ปี 2556 ระดับ 1.6 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	18.3	27.0	49.7	60.2	15.0	9.8	(85.8)	300.9	54.1	1.48	1.37	1.24	2.5	9.5	13.3	2.0	2.2	3.3	10.7	6.0	4.4
PTTGC	Buy	68.5	90.0	36.6	9.8	8.6	7.7	(1.4)	14.0	11.1	1.39	1.27	1.16	14.1	14.4	14.6	5.0	5.3	5.8	6.8	6.1	4.9
Average					35.0	11.8	8.7	(43.6)	157.4	32.6	1.43	1.32	1.20	8.3	11.9	14.0	3.5	3.7	4.6	8.8	6.0	4.7

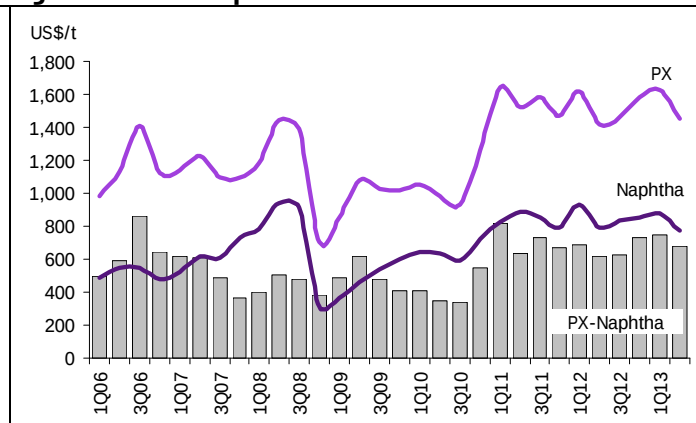
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: HDPE vs. naphtha



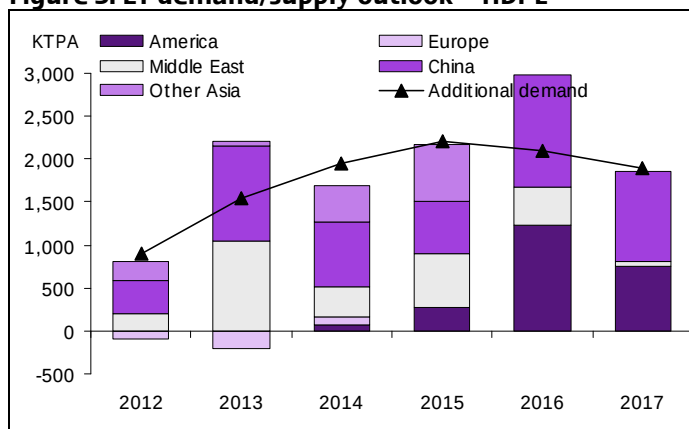
Source: Datastream, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: PX vs. naphtha



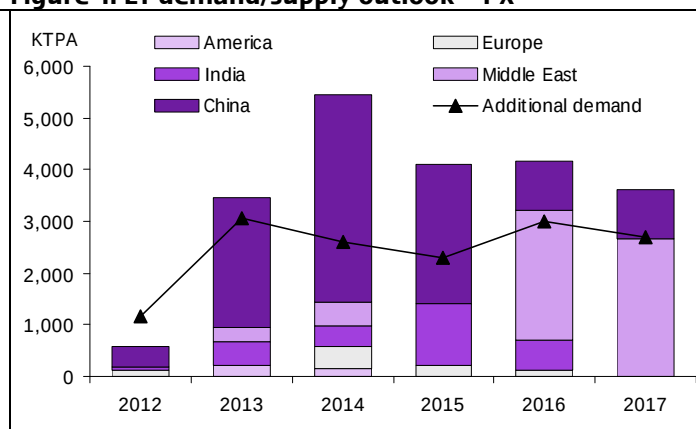
Source: Datastream, PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: LT demand/supply outlook – HDPE



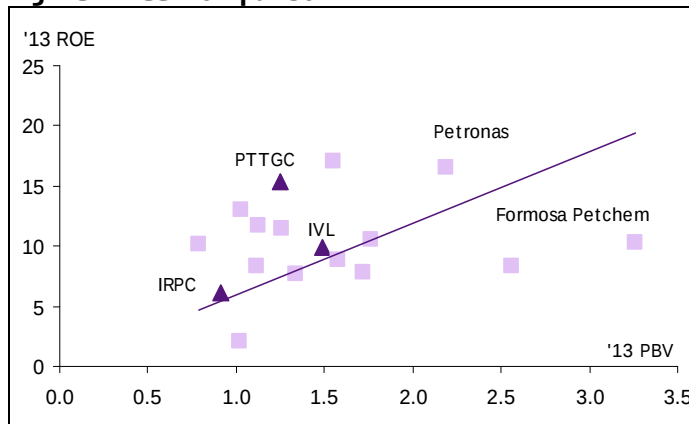
Source: CMAI (April 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: LT demand/supply outlook – PX



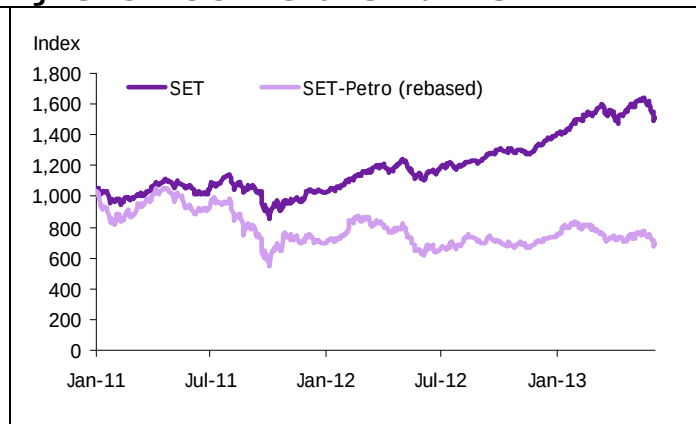
Source: CMAI (April 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

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

ปี 2556 จะซักรอยปี 2553 หรือไม่?

- แนวโน้มไตรมาส 2/56: คาดรายได้แข็งแกร่ง แต่ยอดขายอ่อนแอ ตรงข้ามจากไตรมาส 1/56
- การขายหมดอย่างรวดเร็ว (PS และ LPN ขายคอนโดได้หมดในวันแรกที่เปิดขาย) อาจจะส่งผลทำให้ ธปท.ออกมาตรการสกัดฟองสบู่ตลาดอสังหาริมทรัพย์
- Top pick: QH SIRI และ AP

ยอดขายไตรมาส 1/56 ทำจุดสูงสุดใหม่ แต่ยังไม่ได้รับรู้เป็นรายได้; สถานการณ์จะตรงกันข้ามในไตรมาส 2/56 ยอดขายในไตรมาส 1/56 ของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 รายใหญ่ทำสถิติสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2546 ที่ 6.18 หมื่นล้านบาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์คอนโดจำนวนมาก บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยสามารถทำยอดขายได้แล้วคิดเป็นสัดส่วนเฉลี่ย 30% ของเป้าหมายที่ตั้งไว้ทั้งปี 2556 ทั้งนี้แม้ยอดขายมีจำนวนมาก แต่กำไรอ่อนแอโดยมีสาเหตุส่วนหนึ่งมาจากความไม่สมดุลกันระหว่างการรับรู้รายได้กับการบันทึกค่าใช้จ่ายการตลาดเพื่อกระตุ้นยอดขาย สำหรับไตรมาส 2/56 เราคาดว่าสถานการณ์จะเปลี่ยนไป โดยบริษัทส่วนใหญ่ (ยกเว้น LPN) จะมียอดขายลดลง QoQ สอดคล้องกับการเปิดตัวโครงการใหม่ลดลง ในขณะที่กำไรจะเพิ่มขึ้น QoQ จากการรับรู้รายได้จากยอดขายรอโอนและการประหยัดจากขนาด

ยอดขายคอนโดยังไม่แสดงสัญญาณชะลอตัว...อาจจะดีความในด้านลบ สถานการณ์นี้ถูกตอกย้ำจากการขายคอนโด 3 โครงการที่เปิดตัวเมื่อไม่นานนี้ได้หมดภายในวันเดียว คือ โครงการคอนโด The Edition มูลค่า 1.2 พันล้านบาทของ PS และโครงการคอนโดอีก 2 โครงการของ LPN คือ ลุมพินีเพลส ศรีนครินทร์-ห้วยหมาก สเตชัน มูลค่า 2.8 พันล้านบาท และ ลุมพินีพาร์คพระราม 9-รัชดา มูลค่า 2.5 พันล้านบาท ทั้งนี้แม้เรารู้สึกยินดีกับความสำเร็จของบริษัทเหล่านี้ แต่เราก็อึดใจกังวลว่า ธปท.อาจจะตีความสถานการณ์เช่นนี้ว่าเป็นสัญญาณที่แสดงให้เห็นว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์ร้อนแรงเกินไป และอาจจะออกมาตรการเพื่อสกัดไม่ให้ตลาดอสังหาริมทรัพย์เกิดภาวะฟองสบู่อีกครั้ง

ปี 2556 จะซักรอยปี 2553 หรือไม่? ธปท.ยังคงมองว่าตลาดอสังหาริมทรัพย์ค่อนข้างมีเสถียรภาพ ทั้งนี้อัตราการผิมนัดชำระหนี้ (ใช้ตรวจสอบคุณภาพสินเชื่อ) ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับ 4.1% ณ สิ้นปี 2554 สู่ระดับ 3.7% ณ สิ้นปี 2555 อย่างไรก็ตาม ธปท.ได้แสดงความวิตกกังวลเกี่ยวกับ: a) แนวโน้มที่ประชาชนซื้อบ้านมากกว่า 1 หลังเพิ่มมากขึ้น; b) พบสัญญาณการเก็งกำไรในบางพื้นที่ ที่เห็นได้จากอัตราการขายได้หมดในทันทีที่เปิดขายและการนำมาขายต่อเพิ่มมากขึ้น และ c) สภาพคล่องภาคครัวเรือนตึงตัว ดังเห็นได้จากอัตราส่วนหนี้สินภาคครัวเรือนต่อสินทรัพย์ทางการเงินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากระดับ 45.4% ณ สิ้นปี 2554 สู่ระดับ 46.6% ณ สิ้นปี 2555

ในปี 2553 ธปท.ชี้แจงหลังประกาศลด LTV ว่า ในขณะที่ข้อมูลเชิงปริมาณไม่ได้แสดงสัญญาณที่น่าเป็นห่วง แต่ไม่เพียงพอที่จะนำมาใช้ประเมินความเสี่ยงของตลาดอสังหาริมทรัพย์ และกล่าวว่าจะต้องนำข้อมูลเชิงคุณภาพมาใช้ประกอบการพิจารณาด้วย ยกตัวอย่างเช่น LPN รายงานอัตราการจองโครงการเปิดใหม่สูงถึง 80-100% นอกจากนี้แม้การประกาศใช้หลักเกณฑ์ LTV ในปี 2553 ไม่ได้เข้มงวดมากนัก แต่ก็ส่งผลกระทบต่อ Sentiment ดังเห็นได้จากอัตราการขายคอนโดที่ชะลอตัวลงในปี 2554

จับตาโครงการเปิดใหม่ ในไตรมาส 3/56 LPN วางแผนเปิดตัวโครงการ ลุมพินีทาวนิช รัชสิด คลอง 1 มูลค่า 6 พันล้านบาท และ ลุมพินีสวีท สุขุมวิท 24 มูลค่า 3 พันล้านบาท และคาดว่าจะขายโครงการเหล่านี้ได้หมดภายในวันเดียว หากเป็นเช่นนั้น เราคาดว่าเหตุการณ์นี้จะเร่งให้ ธปท. ออกมาตรการสกัดฟองสบู่เร็วขึ้น โดยในรอบนี้เราคาดว่ามาตรการที่ประกาศใช้จะเข้มงวดมากขึ้นเพื่อลดความร้อนแรงของตลาดอสังหาริมทรัพย์

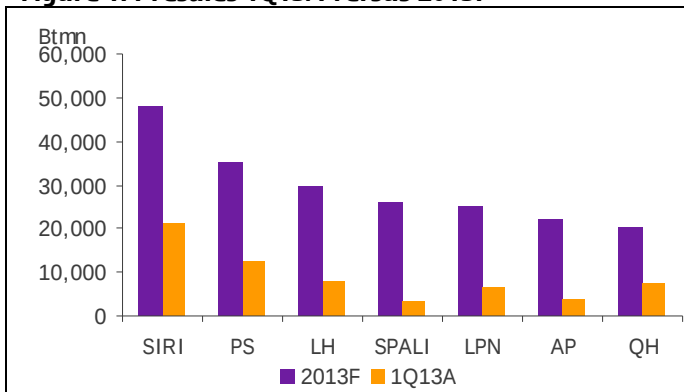
Top pick: QH SIRI และ AP เราเลือก QH เป็น top pick ในกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย เนื่องจาก QH มีสัดส่วนรายได้จากตลาดคอนโดน้อย และหุ้นของบริษัทก็เทรดที่ adjusted P/BV ปี 2556 ระดับต่ำกว่า 0.7 เท่า นอกจากนี้ราคาหุ้น SIRI และ AP ที่ปรับตัวลดลงมาากก็ทำให้ Valuation ลดลงมาอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากขึ้นด้วย

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	6.90	13.0	92.8	8.8	6.9	5.8	33.5	27.3	18.4	1.57	1.34	1.15	19.3	21.0	21.2	3.6	4.4	5.2	10.3	7.9	6.9
LH	Neutral	10.50	13.4	33.7	21.3	16.3	13.5	29.3	30.4	20.6	3.41	3.25	3.13	16.4	20.4	23.6	4.3	6.1	7.4	16.8	15.8	13.3
LPN	Neutral	23.60	27.0	18.4	16.1	12.8	10.6	13.4	25.5	20.8	4.11	3.46	2.91	27.6	29.3	29.8	3.2	3.9	4.8	12.5	9.9	8.1
PS	Buy	22.60	39.0	75.9	12.8	8.9	7.9	37.3	43.4	13.4	2.49	2.04	1.71	21.0	25.0	23.6	2.2	3.4	3.8	11.6	8.4	7.3
QH	Buy	3.24	5.6	77.5	17.6	10.4	8.6	103.2	69.9	20.0	1.88	1.68	1.51	11.6	17.1	18.4	3.7	4.7	5.3	16.2	13.1	11.3
SIRI	Buy	3.30	6.6	106.5	8.1	6.8	5.7	35.7	18.8	18.8	1.73	1.51	1.30	22.1	24.4	24.4	5.2	6.5	7.8	9.9	8.4	7.0
SPALI	Buy	17.90	27.0	55.0	11.2	9.7	7.0	6.8	15.7	39.0	2.47	2.14	1.81	23.6	23.7	28.2	3.6	4.2	5.8	8.8	8.0	5.5
Average					13.7	10.3	8.5	37.0	33.0	21.6	2.52	2.20	1.93	20.2	23.0	24.2	3.7	4.8	5.7	12.3	10.2	8.5

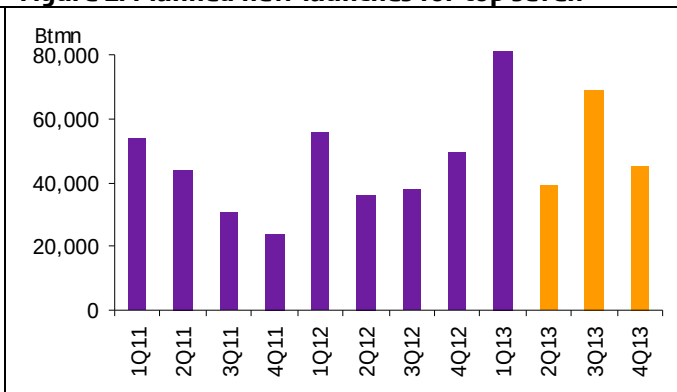
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales 1Q13A versus 2013F



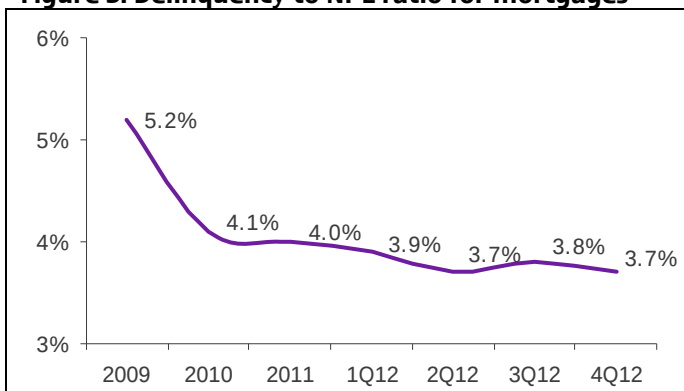
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: Planned new launches for top seven



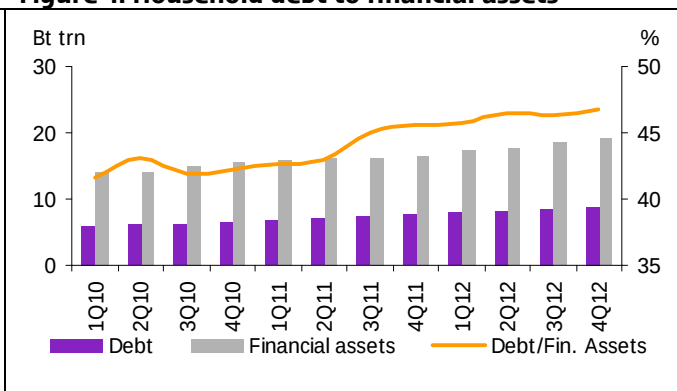
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Delinquency to NPL ratio for mortgages



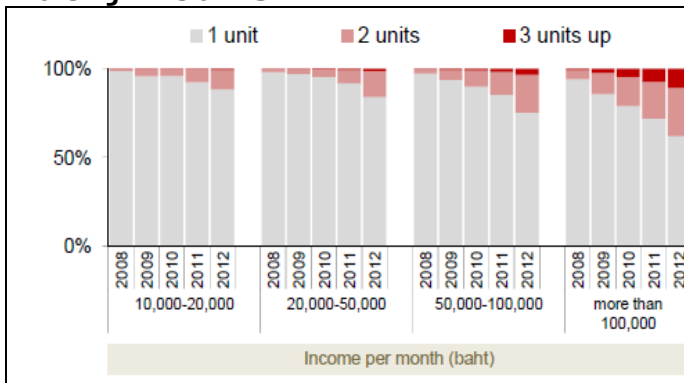
Source: BoT

Figure 4: Household debt to financial assets



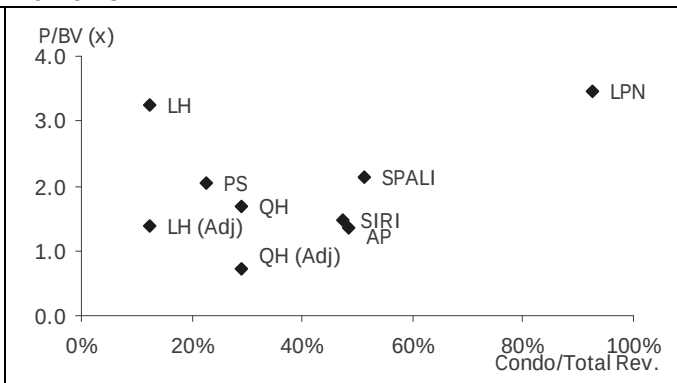
Source: BoT

Figure 5: Volume of approved mortgages by number of housing units owned



Source: BoT

Figure 6: Condo revenue/Total revenue and P/BV valuation



Source: SCBS Investment Research

Note: We use market value of securities in calculating P/BV for LH (Adj) and QH (Adj)

น่าสนใจในประเด็นเงินปันผลระหว่างกาล

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

- มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ สูงสุดเป็นประวัติการณ์และการปรับตัวขึ้นต่อเนื่องของตลาดหุ้นทำให้เราคาดว่าบริษัทหลักทรัพย์จะมีผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในงวดครึ่งแรกปี 56 ดังนั้นจึงน่าจะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ดีโดยคิดเป็นผลตอบแทนได้ที่ระดับ 4-5%
- คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET จากประเด็นเงินปันผลระหว่างกาล แต่ชอบ ASP มากกว่า MBKET

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 เราคาดว่าบริษัทหลักทรัพย์จะยังคงมีกำไรที่ดีในไตรมาส 2/56 แต่จะต่ำกว่าไตรมาส 1/56 เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ ลดลง และกำไรจากเงินลงทุนน้อยลง เราคาดการณ์มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในไตรมาส 2/56 ที่ ~5 หมื่นล้านบาท (5.03 หมื่นล้านบาท ณ วันที่ 10 มิ.ย.) ลดลงจาก 5.8 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/56 SET index แกว่งตัวผันผวนค่อนข้างมากในไตรมาส 2/56 โดยทำจุดสูงสุดใหม่ของปีนี้ที่ 1,650 จุด (+6% จากปลายไตรมาส 1/56) ก่อนร่วงลงไปทำจุดต่ำสุดของปีนี้ที่ 1,352 จุด (-13% จากปลายไตรมาส 1/56) และปิดที่ 1,427 จุด (-13% จากปลายไตรมาส 1/56) เมื่อวันที่ 18 มิ.ย. ธุรกิจพาณิชย์ธนกิจมีงานเข้ามาในไตรมาส 2/56 มากกว่าไตรมาส 1/56

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 ของ ASP เราประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ของ ASP อย่างคร่าวๆ ได้ที่ ~270 ล้านบาท (+300% YoY แต่ -32% QoQ) ส่วนแบ่งการตลาด QTD ปรับตัวลดลง ~0.10% QoQ เราคิดว่ากำไรจากเงินลงทุนจะลดลง QoQ จาก 189 ล้านบาทในไตรมาส 1/56 สู่อำนาจ 120 ล้านบาทในไตรมาส 2/56 รายได้ค่าธรรมเนียมและบริการ (ไม่รวมค่านายหน้า) น่าจะอยู่ในระดับทรงตัวในไตรมาส 2/56 เนื่องจากรายได้จากธุรกิจพาณิชย์ธนกิจที่สูงขึ้นน่าจะไปชดเชยกับค่าธรรมเนียมบริหารสินทรัพย์ที่ลดลง ASP มีดีล IPO อยู่ 2 ดีลในไตรมาส 2/56 คือ MONO (2.8 พันล้านบาท จดทะเบียนในตลาดฯ แล้ว) และอีกดีลหนึ่งยังไม่ได้กำหนดวัน IPO แต่คาดว่าจะดำเนินการได้ภายในสิ้นเดือน มิ.ย.

คาดการณ์ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 ของ MBKET เราประมาณการกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ของ MBKET อย่างคร่าวๆ ได้ที่ ~300 ล้านบาท (+72% YoY แต่ -46% QoQ) ส่วนแบ่งการตลาด QTD ปรับตัวลดลง ~1% QoQ ในขณะที่ตามสถิติที่ผ่านมา MBKET มีกำไรจากเงินลงทุนและรายได้จากธุรกิจพาณิชย์ธนกิจในสัดส่วนน้อยมาก

เงินปันผลระหว่างกาล ASP และ MBKET มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 60% จากผลการดำเนินงานงวดครึ่งแรกปี 56 เราคาดการณ์เงินปันผลระหว่างกาลของ ASP ที่ 0.19 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 4.8% และคาดการณ์เงินปันผลระหว่างกาลของ MBKET ที่ 0.9 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 3.7%

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET เนื่องจากเป็นหุ้นที่น่าสนใจในประเด็นเงินปันผลระหว่างกาล เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่าและฐานรายได้กระจายตัวมากกว่า อีกทั้งยังให้บริการด้านตลาดทุนครบวงจรด้วย

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
ASP	Buy	3.98	5.20	40.4	13.9	9.3	11.8	19.4	49.7	(21.1)	2.00	1.83	1.87	14.8	20.6	15.7	6.0	9.7	7.7
MBKET	Buy	24.50	30.00	30.3	18.9	12.7	17.3	12.9	49.1	(26.4)	3.10	2.86	3.04	16.5	23.4	17.1	5.1	7.9	5.8
Average					16.4	11.0	14.5	16.1	49.4	(23.8)	2.55	2.35	2.46	15.7	22.0	16.4	5.6	8.8	6.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt30bn	17	3.9
Bt35bn	23	4.6
Bt40bn — base case	29	5.2
Bt45bn	34	5.8
Bt50bn	40	6.4
2013F EPS (Bt) at various daily mkt. turnover		
Bt30bn	1.39	0.33
Bt35bn	1.84	0.38
Bt40bn — base case	2.29	0.43
Bt45bn	2.74	0.48
Bt50bn	3.19	0.53
2013F DPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt30bn	1.39	0.30
Bt35bn	1.84	0.34
Bt40bn — base case	2.29	0.39
Bt45bn	2.74	0.43
Bt50bn	3.19	0.48
Dividend payout		
2013F	100%	90%
Target PE (x)		
	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:	Net profit			Market share		Commission rate		Brokerage income		Fee income		Investment gain	
Bt mn	2012	2013F	% Ch	2012	2013F	2012	2013F	2012	2013F	2012	2013F	2012	2013F
MBKET	738	1,306	77	11.86%	12.50%	0.14%	0.13%	2,521	3,575	80	80	26	50
ASP	603	907	50	4.12%	4.20%	0.19%	0.18%	1,159	1,585	313	344	321	450

Source: SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ไตรมาส 3/56: ให้บริการ 3G-2.1 GHz เต็มไตรมาส ขอบหุ้นนอกกลุ่มมือถือ

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: กำไรโตต่อเนื่อง แต่กำไรของหุ้นนอกกลุ่มมือถือเติบโตดีกว่า
- ไตรมาส 3/56 จะเป็นไตรมาสแรกที่ให้บริการ 3G-2.1 GHz เต็มไตรมาส และมีแนวโน้มที่จะได้รับแรงกดดันชั่วคราวจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G
- คาดออกใบอนุญาต 1800 MHz ชั่วคราวในไตรมาส 3/56 มีแนวโน้มเพิ่ม Upside ให้กับ TRUE
- Top picks: THCOM และ CSL

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/55: อัตราขยายผลกำไรสุทธิที่ต่อเนื่องที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 128% ณ ไตรมาส 1/56 โดยยอดขายค่าบริการเพิ่มขึ้น 2.2 ล้านเลขหมาย สู่จำนวน 85 ล้านเลขหมาย กำไรปกติทั้งหมดของบริษัทที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสามรายปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY สู่จำนวน 1.1 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 1/56 โดย ADVANC และ DTAC รายงานกำไรเติบโต 9% และ 8% ตามลำดับ ส่วน TRUE มีขาดทุนปกติเพิ่มขึ้น YoY โดยหลักๆ เกิดจากค่าเสื่อมราคาและภาษีที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ความจูงใจแล้ว EBITDA ปรับตัวเพิ่มขึ้น 11% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของบริการ 3G ในขณะที่หุ้นนอกกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่อย่าง THCOM และ CSL รายงานผลการดำเนินงานดีมากในไตรมาส 1/56 ธุรกิจดาวเทียมบวกกับการปิดกิจการที่สร้างผลขาดทุนในกัมพูชาช่วยให้กำไรปกติของ THCOM ปรับตัวเพิ่มขึ้น 77% YoY ขณะที่กำไรของ CSL เติบโต 15% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของธุรกิจ content กับบริการศูนย์ข้อมูลอินเทอร์เน็ต (IDC) และผลขาดทุนที่ลดลงจากธุรกิจสมุดหน้าเหลือง

ไตรมาส 3/56 จะเป็นไตรมาสแรกที่ให้บริการ 3G-2.1 GHz เต็มไตรมาส ADVANC DTAC และ TRUE เปิดให้บริการ 3G บนคลื่นความถี่ 2.1 GHz ซึ่งพาณิชย์ในไตรมาส 2/56 ADVANC ดูเหมือนจะมีความคืบหน้าในการโอนย้ายลูกค้าไปยังระบบ 3G-2.1 GHz ใหม่มากที่สุด โดยสามารถโอนย้ายลูกค้าได้แล้ว ~2 ล้านเลขหมาย (หรือ ~5%) ณ ต้นเดือน มิ.ย. ในขณะที่ DTAC ดำเนินการเปิดรับคำร้องจากลูกค้าก่อนการโอนย้ายจริง สำหรับ TRUE นั้น อัตราการโอนย้ายลูกค้าไปยังระบบ 3G ไม่ได้เร็วขึ้นในไตรมาส 2/56 โดยที่เราเชื่อว่าสาเหตุหลักเกิดจากการแข่งขันให้บริการ 3G ที่รุนแรงมากขึ้น เนื่องจากไตรมาส 3/56 จะเป็นไตรมาสแรกที่ให้บริการ 3G-2.1 GHz เต็มไตรมาส พร้อมกับต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G ดังนั้นเราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่อ่อนตัวลงชั่วคราวในไตรมาส 3/56

มีแนวโน้มออกใบอนุญาต 1800 MHz ชั่วคราวในไตรมาส 3/56 สัมภาษณ์คลื่นความถี่ 1800 MHz ของ True Move (TRUE) และ DPC (ADVANC) จะหมดอายุลงในเดือน ก.ย. 2556 เราคาดว่า กสทช.จะหาทางออกชั่วคราวในรูปของการออกใบอนุญาตชั่วคราวจนกว่าจะสามารถจัดประมูลคลื่นความถี่ 1800 MHz ได้ ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นในปี 2557 ใบอนุญาตชั่วคราวดังกล่าวอาจจะทำให้ต้นทุนต่อหน่วยของ TRUE ปรับลดลง เมื่อใช้สมมติฐานว่าบริษัทจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 5.25% บวกกับค่าเช่าสินทรัพย์ (ซึ่งน่าจะคิดตามราคาตลาด ไม่ใช่เปอร์เซ็นต์ของรายได้) สำหรับ DPC เราคาดว่าผลกระทบจะมีไม่มากนัก เนื่องจากบริษัทมีลูกค้าที่ใช้บริการคลื่นความถี่ 1800 MHz ไม่ถึง 1 แสนเลขหมาย

Top pick #1: THCOM THCOM เป็นหุ้นที่เราชื่นชอบในกลุ่มสื่อสาร เพราะคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงถึง 74% ในปี 2556 และ 51% ในปี 2557 เราคาดว่ากำไรจะเติบโตทุกไตรมาสตลอดปีนี้ โดยคาดว่ากำไรไตรมาส 2/56 จะได้รับปัจจัยหนุนจากการเซ็นสัญญาให้เข้าช่องสัญญาณดาวเทียม IPSTAR เพิ่มเติมกับที่โอที กำไรไตรมาส 3/56 จะได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดจีน และกำไรไตรมาส 4/56 จะได้รับปัจจัยหนุนจากดาวเทียมไทยคม 6

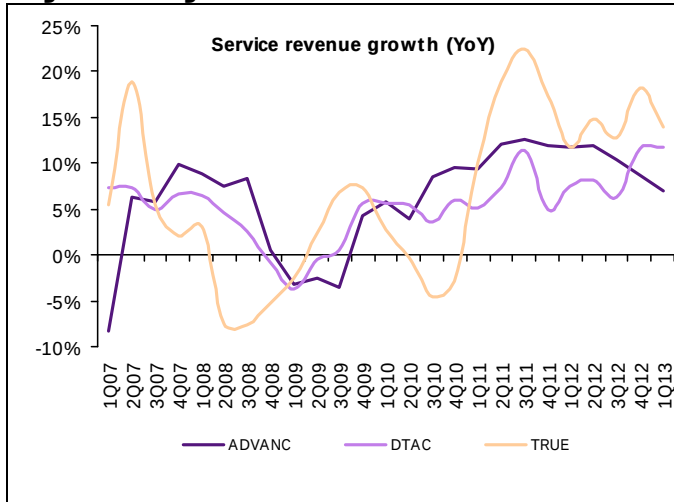
Top pick #2: CSL เราชอบ CSL ในแง่ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 5.9% ในปี 2556 และ 3% ในงวดครึ่งแรกปี 56 อีกทั้งคาดว่ากำไรจะเติบโต 26% ในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจ content กับบริการศูนย์ข้อมูลอินเทอร์เน็ต (IDC) และผลขาดทุนที่ลดลงจากธุรกิจสมุดหน้าเหลือง นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ถึง Upside จากการให้บริการ cloud computing แก่ลูกค้า 3G ของ ADVANC ด้วย

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	Sell	252.00	230.00	(4.1)	21.5	21.6	19.1	31.0	(0.3)	13.2	17.21	16.41	15.91	83.8	77.7	84.6	4.3	4.6	5.2	12.2	12.4	10.9
CSL	Buy	12.20	16.00	37.0	18.2	14.5	12.8	0.6	25.7	12.8	6.38	5.85	5.34	35.0	42.1	43.5	4.9	5.9	6.6	10.2	9.2	8.0
DTAC	Neutral	111.00	105.00	(1.1)	23.5	23.3	18.8	(7.0)	0.9	24.5	7.52	7.57	7.37	32.0	32.3	39.8	4.6	4.3	5.3	10.6	10.3	8.8
INTUCH	Buy	79.00	84.00	11.4	21.1	19.6	16.8	19.6	7.5	16.5	17.78	17.78	17.78	84.0	90.6	105.6	4.8	5.1	5.9	20.9	19.4	16.7
SAMART	Neutral	24.80	19.00	(20.6)	25.8	18.5	16.6	18.4	39.1	11.7	3.57	3.02	2.57	14.8	17.7	16.7	2.4	2.8	2.8	10.5	9.2	8.1
SAMTEL	Buy	23.60	26.00	13.3	18.0	11.9	10.8	5.3	52.1	9.5	5.31	4.11	3.29	32.2	39.1	33.7	3.0	3.2	3.2	10.8	8.6	7.7
THCOM	Buy	32.00	43.00	36.0	41.8	24.0	16.0	n.m.	74.1	50.6	2.46	2.32	2.11	5.9	9.9	13.9	1.3	1.7	2.5	10.3	9.2	7.1
TRUE	Neutral	7.60	6.50	(14.5)	n.m.	n.m.	n.m.	(22.9)	7.6	44.1	7.87	13.98	24.68	(37.4)	(56.0)	(55.5)	0.0	0.0	0.0	12.2	11.6	9.9
Average*					24.8	19.0	15.7	4.3	28.4	23.8	7.19	7.61	8.75	23.8	23.3	25.2	2.9	3.2	3.7	11.0	10.1	8.6

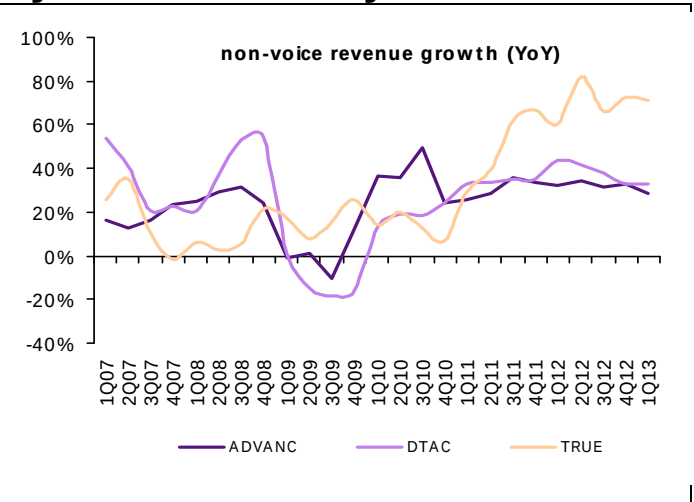
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements. Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



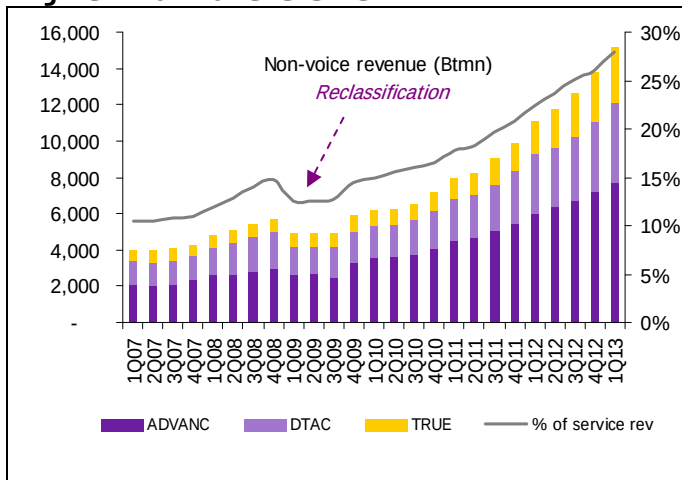
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



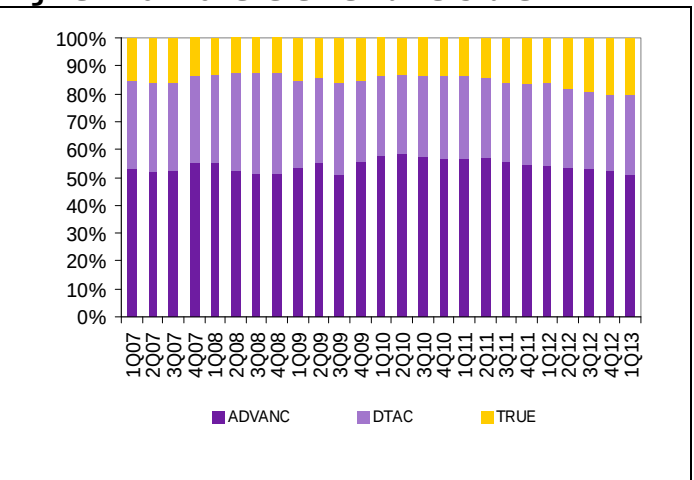
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



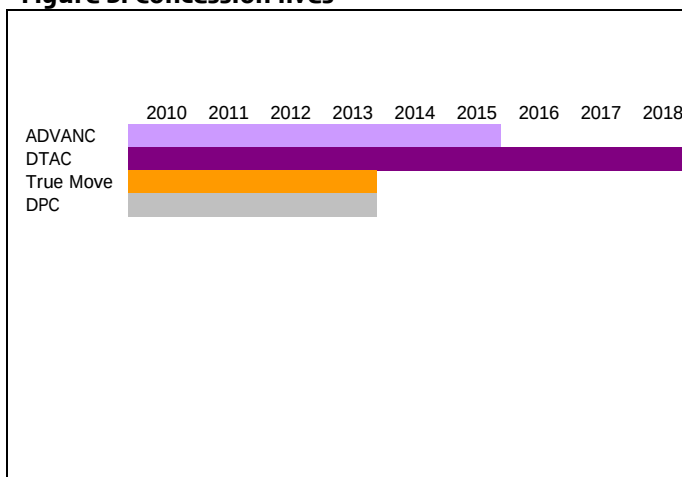
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



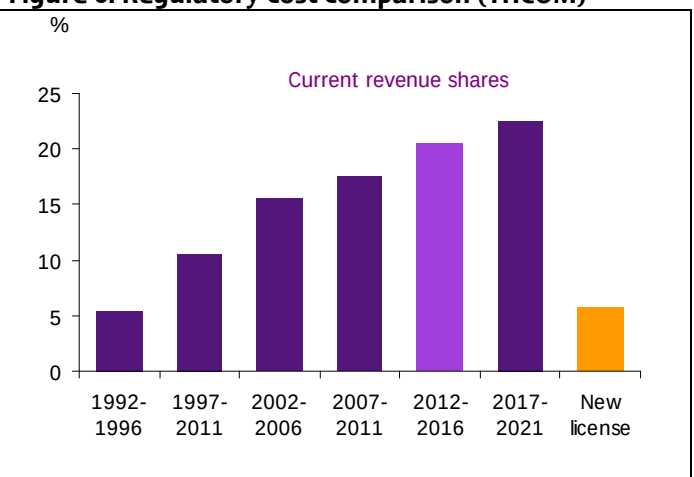
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: Concession lives



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

เตรียมพร้อมเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 4/56

- ไตรมาส 3/56: ไม่มีเรื่องที่น่าตื่นเต้นและกำไรมีแนวโน้มลดลงเพราะเป็นช่วง low season ของการท่องเที่ยว
- ช่วง high season ของการท่องเที่ยวที่จะเริ่มในไตรมาส 4/56 จะหนุนให้กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นไปจนถึงไตรมาส 1/57
- ERW เป็น top pick

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 – กำไรโดดเด่นเพราะเป็นช่วง high season ของการท่องเที่ยว หุ่นโรงแรมทุกตัวในการวิเคราะห์ของเรา (CENTEL ERW และ MINT) รายงานกำไรปกติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 1/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 6.8 ล้านคนในไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้น 19% YoY และ 11% QoQ ภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นบวกช่วยหนุนให้อัตราการเข้าพักและ ARR ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ข้อมูลของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวออกมาดี ข้อมูลเชิงสถิติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในเดือน พ.ค. ช่วยยืนยันว่า อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทยมีภาพรวมที่สดใส โดยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 1.8 ล้านคน หรือเพิ่มขึ้น 19% YoY นักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่มาจากจีน (+94% YoY) รัสเซีย (+74% YoY) และมาเลเซีย (+26% YoY) นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทยทั้งหมดในช่วง 5 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้น 19% YoY สู่ 10.7 ล้านคน ล่าสุด สภาอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยได้ปรับเป้าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปีนี้เป็น 26.1 ล้านคน เดิม 17% YoY ซึ่งเป้าหมายนี้สูงกว่าประมาณการของเราที่ 24.5 ล้านคน ตั้งแต่ช่วงกลางเดือน เม.ย. ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศหลัก เช่น ดอลลาร์สหรัฐ ยูโร และเยน โดยการอ่อนค่าของเงินบาทจะเป็นปัจจัยเสริมความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทยได้

ขาดปัจจัยกระตุ้นในช่วง low season กำไรจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/56 ทั้งนี้หลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 1/56 เมื่อกลางเดือน พ.ค. ราคาหุ้นก็ปรับตัวลดลงตามคาด เนื่องจากไม่มีปัจจัยบวกที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 2/56-ไตรมาส 3/56 ซึ่งตามสถิติที่ผ่านมาถือเป็นช่วง low season ของการท่องเที่ยว ทำให้ผลการดำเนินงานของหุ้นโรงแรมอ่อนตัวลงตามไปด้วย เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะกลับมามีแนวโน้มที่สดใสอีกครั้งในไตรมาส 4/56 เมื่อประเทศไทยเข้าสู่ช่วง high season ของการท่องเที่ยว และกำไรจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นไปจนถึงไตรมาส 1/57

Top pick คือ ERW ตั้งแต่ต้นปี 2556 เป็นต้นมา ราคาหุ้น ERW ปรับตัวลงมามากเมื่อเทียบกับกลุ่ม โดยราคาหุ้น ERW -13% ในขณะที่ CENTEL +29% และ MINT +22% อย่างไรก็ตาม การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า ราคาหุ้น ERW ในปัจจุบันสะท้อน RevPar (รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก) ที่ระดับประมาณ 1,600 บาท/ห้อง/คืน ซึ่งเป็นระดับเดียวกับปี 2554 ซึ่งเป็นปีที่ ERW มีผลขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติจำนวน 176 ล้านบาท และยังต่ำกว่า RevPar ที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2556 ที่ระดับ 1,895 บาท/ห้อง/คืนอยู่ 16% ด้วย เรามองว่าราคาหุ้น ERW ปรับตัวลดลงมามากเกินไป โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากมองในแง่ที่ว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง และผลการดำเนินงานของ ERW ก็ปรับตัวดีขึ้นให้เห็นแล้วเพราะกำไรอยู่ในช่วงขาขึ้น

Valuation summary

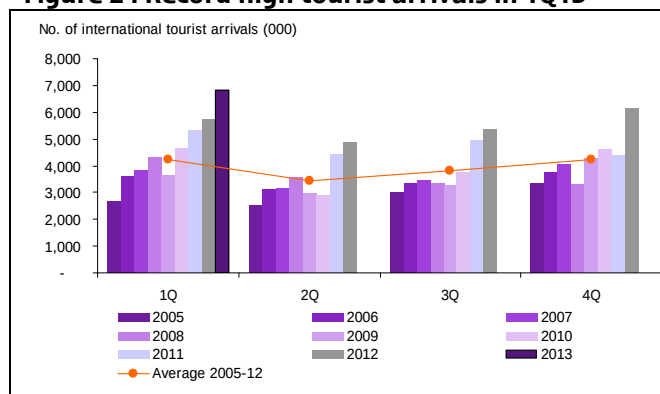
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
CENTEL	Buy	34.75	43.00	25.2	40.1	28.4	22.5	93.2	41.4	25.8	4.66	4.24	3.81	14.5	15.7	17.8	0.9	1.4	1.8	18.5	14.8	12.7
ERW	Buy	4.02	6.75	71.1	122.8	45.8	32.0	n.m.	168.3	43.2	2.71	2.34	2.23	2.2	5.5	7.2	0.5	3.2	1.1	14.1	12.1	10.6
MINT	Neutral	24.50	28.00	15.8	31.0	25.0	21.8	67.3	24.1	14.5	5.15	4.54	4.00	18.7	19.3	19.5	1.2	1.5	1.8	18.6	15.6	13.8
Average					64.6	33.0	25.4	80.2	78.0	27.8	4.17	3.71	3.35	11.8	13.5	14.8	0.9	2.1	1.5	17.1	14.1	12.4

Source: SCBS Investment Research

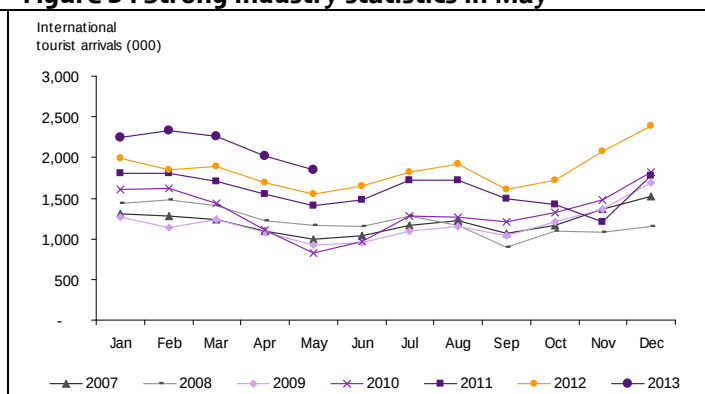
Figure 1 : Earnings of hoteliers

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
CENTEL	566	169	104	331	670	18.5	102.2	1,170	1,655	2,082	93.2	41.4	25.8
ERW	98	(15)	(54)	53	148	50.4	181.6	82	220	315	N.M.	168.3	43.2
MINT	1,121	364	531	1,195	1,409	25.7	18.0	3,211	3,986	4,565	67.3	24.1	14.5
Sector	1,785	518	581	1,579	2,227	24.8	41.1	4,463	5,860	6,962	90.0	31.3	18.8

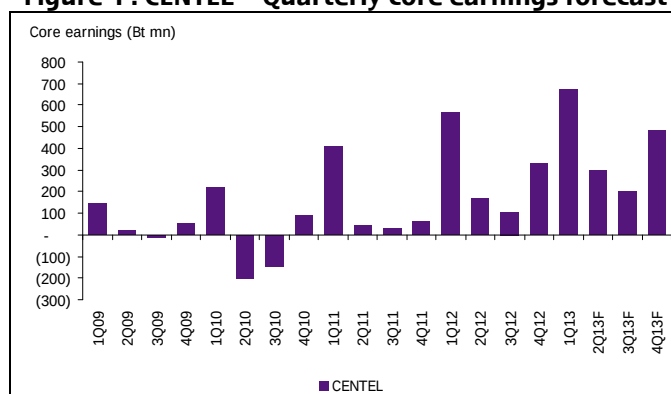
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2 : Record high tourist arrivals in 1Q13

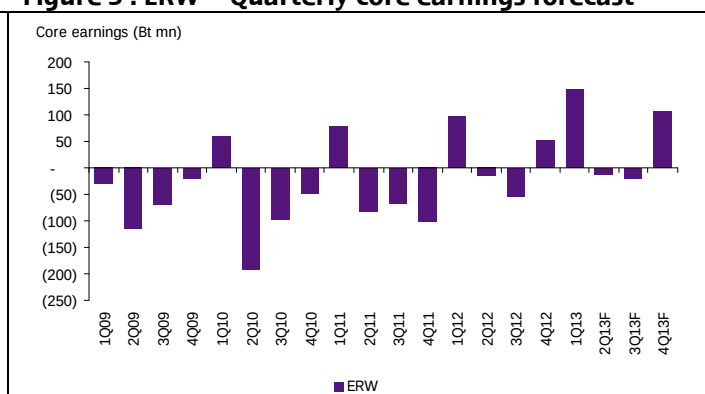
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Strong industry statistics in May

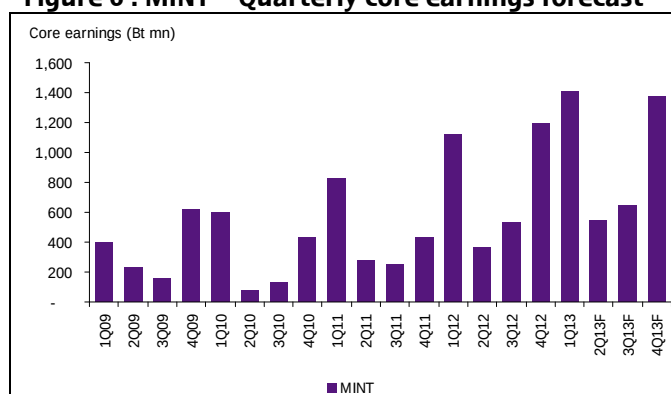
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : CENTEL – Quarterly core earnings forecast

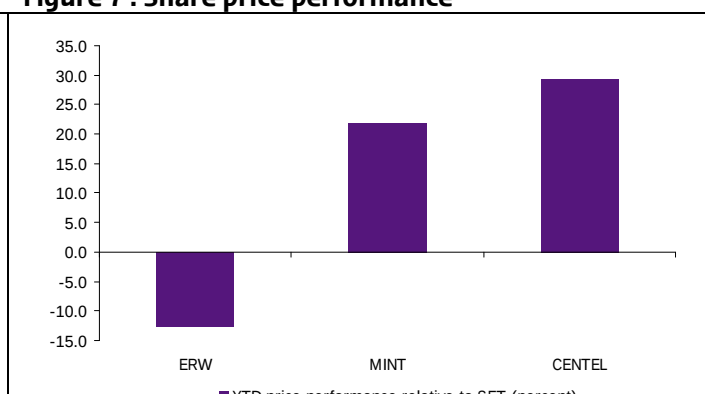
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5 : ERW – Quarterly core earnings forecast

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6 : MINT – Quarterly core earnings forecast

Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7 : Share price performance

Source: SET and SCBS Investment Research

ช่วงเวลาที่ดียังคงหมุนเวียนต่อไป

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

- **ขนส่งทางอากาศ:** ปริมาณการจราจรแข็งแกร่งต่อเนื่อง และต้นทุนน้ำมันเครื่องบินลดลง
- **ขนส่งทางบก:** ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้นจากการเปิดใช้เส้นทางส่วนต่อขยายและตู้รถไฟฟ้ามหานคร (ระบบขนส่งมวลชน) และยอดขายรถยนต์ในประเทศจำนวนมาก (ทางด่วน) รวมถึงการขึ้นค่าโดยสาร/ค่าผ่านทาง
- **Top pick: BTS** เพราะเป็นหุ้น laggard play กำไรรายได้ไตรมาสแข็งแกร่งสุด และผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงสุด

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56 ทุกบริษัทในกลุ่มขนส่งรายงานกำไรปกติดีขึ้นในไตรมาส 1/56 โดยหลักๆ เกิดจากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้น AOT รายงานกำไรเติบโตสูงสุด (+39% YoY) เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นและควบคุมต้นทุนได้ดีขึ้นหลังจากกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมือง ตามด้วย BECL (+27% YoY) เพราะปริมาณการจราจรเพิ่มขึ้นและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมสูงขึ้น AAV กับ THAI (+26% YoY) เพราะ load factor สูงขึ้นและต้นทุนน้ำมันเครื่องบินในสกุลเงินบาทปรับตัวลดลง และ BTS (+24% YoY) เพราะส่วนแบ่งกำไรจากทุกธุรกิจ (ระบบขนส่งมวลชน สื่อโฆษณา และอสังหาริมทรัพย์) ปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ BMCL มีผลการดำเนินงานดีขึ้น (+10% YoY) แต่ยังคงขาดทุน เพราะค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานระดับสูงไปหักล้างจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

ขนส่งทางอากาศ (ท่าอากาศยาน/สายการบิน) อุปสงค์มีแนวโน้มดีต่อเนื่อง ในขณะที่เดียวกันเราก็มองบวกมากขึ้นต่อฝั่งต้นทุนซึ่งเป็นผลมาจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ ปริมาณการจราจรในไตรมาส 3/56 น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวในภูมิภาคเอเชียตะวันออกและอาเซียน (60% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมด) และเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล ต้นทุนน้ำมัน (40-45% ของต้นทุนสายการบิน) ที่ปรับตัวลดลงเป็นปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง เมื่อพิจารณาจากราคาน้ำมันเครื่องบินในตลาดที่ 114 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ยที่ 123 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน (เทียบกับ 127 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2555) การกลับมาเปิดใช้สนามบินดอนเมืองเต็มรูปแบบเมื่อวันที่ 1 ต.ค. 2555 จะส่งผลดีดังนี้: 1) รายได้ค่าสัมปทานเพิ่มขึ้นในขณะที่ต้นทุนการดำเนินงานต่ำ (AOT) และต้นทุนน้ำมันเครื่องบินกับค่าธรรมเนียมขึ้น-ลง/จอดอากาศยานลดลง (AAV) ในไตรมาส 3/56 เมื่อเทียบกับปีก่อน; และ 2) ปริมาณการจราจรจะเพิ่มขึ้นในระยะยาวเพราะสนามบินมีความแออัดน้อยลง

ขนส่งทางบก (ระบบขนส่งมวลชน/ทางด่วน) ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ ปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้น และการขึ้นอัตราค่าโดยสาร/ค่าผ่านทาง จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนในไตรมาส 3/56 มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว (วงเวียนใหญ่-บางหว้า: 2 สถานีในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 และอีก 2 สถานีช่วงปลายปี 2556) และการทยอยเพิ่มจำนวนผู้โดยสารของ BTS จาก 153 ตู้อันปัจจุบัน เป็น 188 ตู้อัน (+23%) ภายในเดือน มี.ค. 2556 นอกจากนี้จำนวนผู้โดยสารก็จะเพิ่มขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาลด้วย แนวโน้มที่จะมีการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวเส้นใหม่ (หมอชิต-สะพานใหม่-คูคต และแบริ่ง-สมุทรปราการ) อย่างเร็วในเดือน ก.ย. 2556 น่าจะช่วยสนับสนุนแนวโน้มระยะยาว โดยตรงจากการมอบสัมปทานใหม่ให้กับผู้ให้บริการรถไฟฟ้า และทางอ้อมจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น ปริมาณการจราจรบนทางด่วนในไตรมาส 3/56 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งมอบรถยนต์ที่จองไว้ภายใต้มาตรการรถยนต์คันแรกในปีก่อน และจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล อัตราค่าโดยสาร/ค่าผ่านทางที่เรียกเก็บได้จะปรับขึ้น จากการขึ้นอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยของ BTS (+7%) ตั้งแต่วันที่ 1 มิ.ย. 2556 และการขึ้นอัตราค่าผ่านทางของ BECL (+11%) ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2556

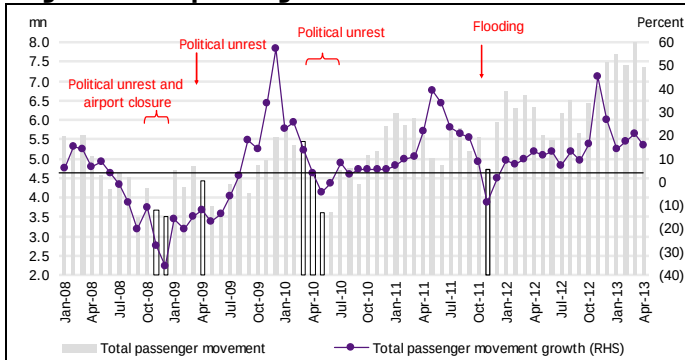
BTS เป็น top pick เรามองบวกต่อกลุ่มขนส่งในไตรมาส 3/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการจราจรที่แข็งแกร่ง (ทุกบริษัท) ต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง (ขนส่งทางอากาศ) และอัตราค่าโดยสาร/ค่าผ่านทางโดยเฉลี่ยที่สูงขึ้น (ขนส่งทางบก) เราเลือก BTS เป็นหุ้น top pick เพราะ: 1) BTS เป็นหุ้นที่ราคายังปรับขึ้นน้อยที่สุดในกลุ่มขนส่ง (BTS +9% เทียบกับกลุ่มขนส่งที่ +28% และ SET +3% ตั้งแต่วันที่ 2556 ถึงปัจจุบัน); 2) กำไรไตรมาส 1 ปีบัญชี 57 (เม.ย.-มิ.ย. 56) มีแนวโน้มที่จะออกมาดีสุด (จะประกาศช่วงกลางเดือน ส.ค.) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษ 1.3 หมื่นล้านบาทจากการขายเงินลงทุนในรถไฟฟ้าสายหลักให้แก่กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และกำไรปกติจำนวนมาก; และ 3) ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงสุดที่ 7-9% ต่อปี เมื่ออิงกับนโยบายจ่ายเงินปันผลปีบัญชี 2557-59 ของบริษัท นอกจากนี้เราก็น่าชอบ THAI และ BECL ด้วย เพราะมีปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นจากการนำบริษัทร่วมเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในเดือนมิ.ย. 2556 ในขณะเดียวกัน การปรับตัวลดลงของราคาหุ้น AAV (-28% จากจุดสูงสุดของปี 2556) และ AOT (-17% จากจุดสูงสุดของปี 2556) ก็น่าจะเป็นจุดเข้าซื้อที่ดีสำหรับนักลงทุนระยะยาวด้วย

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
AAV	Buy	5.50	7.80	41.8	28.0 18.4 15.1	(13.9) 52.2 21.6	1.37 1.35 1.24	9.8 7.6 8.5	0.0 0.0 0.0	12.0 6.8 5.2
AOT	Buy	153.50	190.00	25.4	31.6 23.1 19.1	69.2 37.1 20.7	2.82 2.52 2.31	9.2 11.5 12.6	1.2 1.6 1.6	14.2 12.9 11.9
BECL	Buy	37.75	50.00	36.7	20.3 14.0 10.8	11.8 44.8 30.3	1.35 1.14 1.08	7.1 8.8 10.3	3.4 4.3 4.6	8.4 7.1 5.7
BMCL	Neutral	1.11	0.80	(27.9)	n.m. n.m. n.m.	15.0 6.9 (24.9)	13.87 n.m. n.m.	(67.8) (182.7) 216.4	0.0 0.0 0.0	53.4 46.2 82.6
BTS	Buy	7.85	10.30	36.2	71.8 51.6 33.1	n.m. 39.1 55.8	1.94 1.55 1.43	3.5 4.8 5.1	3.8 4.9 6.7	34.2 21.9 12.4
THAI	Buy	26.50	35.00	33.7	35.1 9.9 8.7	n.m. 255.2 14.0	0.83 0.78 0.72	2.5 8.1 8.6	1.9 1.6 2.9	6.8 6.2 5.8
Average					37.4 23.4 17.4	20.5 72.6 19.6	3.69 1.47 1.36	(6.0) (23.6) 43.6	1.7 2.1 2.6	21.5 16.8 20.6

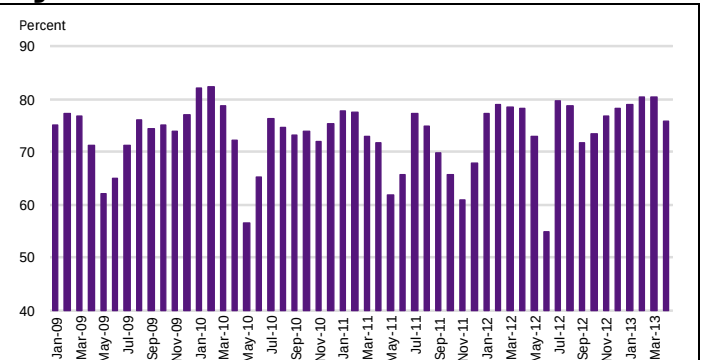
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



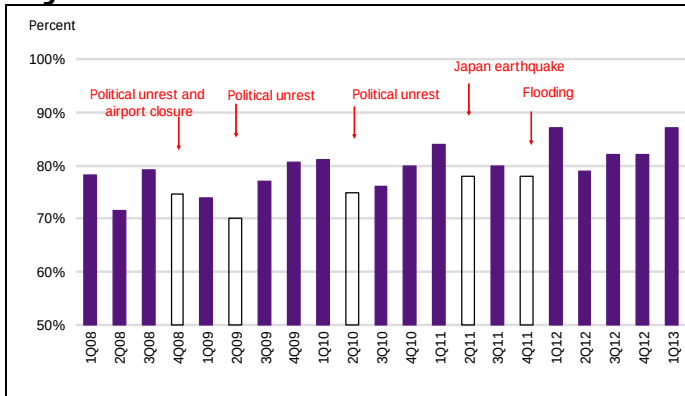
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: THAI cabin factor



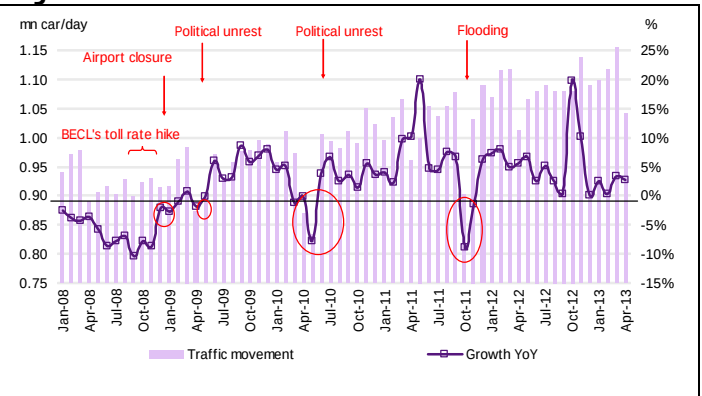
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV cabin factor



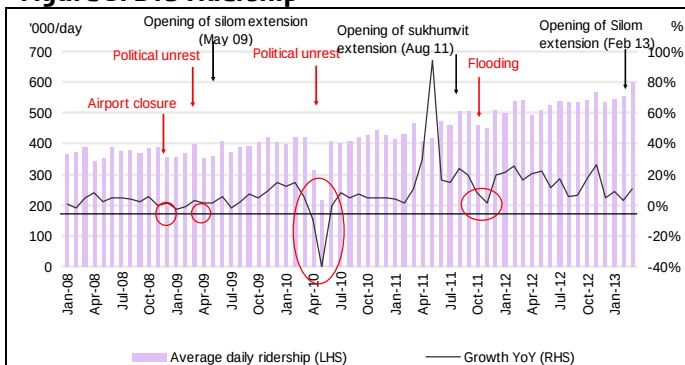
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BECL traffic movement



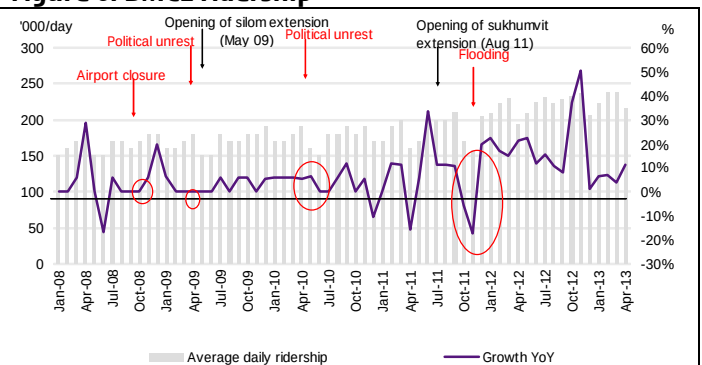
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BTS ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BMCL ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริภรณ ฤกษ์นิพัทธ์

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

น่าสนใจที่ผลตอบแทนจากเงินปันผล

- เรายังคงคำแนะนำ **Neutral** สำหรับกลุ่มสาธารณูปโภค โดยชอบ **GLOW** มากที่สุดเมื่อเทียบกับหุ้นโรงไฟฟ้าตัวอื่น ๆ
- คาดประกาศผลประมาณการ IPP รอบสุดท้ายในเดือน มิ.ย.-ก.ค. - ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น
- **TTW** ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 6.4% เทียบกับค่าเฉลี่ย 1.0-4.3% ของหุ้นอื่น ๆ ในกลุ่มสาธารณูปโภค

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 1/56: ผลการดำเนินงานแข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนและสินทรัพย์ใหม่ บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้ามีผลการดำเนินงานที่ดีในไตรมาส 1/56 โดยกำไรเพิ่มขึ้น 88% QoQ และ 51% YoY จากจุดต่ำสุดในไตรมาส 4/55 ปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้กำไรเพิ่มขึ้น YoY สรุปได้ดังนี้: EGCO จากการถือหุ้นเพิ่มในโรงไฟฟ้า Quezon และส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ และ GLOW จากการเริ่มเดินเครื่องโรงไฟฟ้า GHECO-One ในไตรมาส 3/55 และโรงไฟฟ้า SPP กำลังการผลิต 110 เมกะวัตต์ในเดือน ธ.ค. 2555 นอกจากนี้บริษัทก็ยังได้รับประโยชน์จากเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นในไตรมาส 2/56 ด้วยเพราะมีเงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐ

ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 มีแนวโน้มอ่อนตัวลงทั้ง QoQ และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากเงินบาทที่อ่อนตัวลง ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ทั้งนี้เมื่อเทียบกับ YoY กำไรที่คาดว่าจะลดลงทั้งของ EGCO และ RATCH เกิดจากการมีกำไรพิเศษจำนวนมากในไตรมาส 2/55 ในขณะที่เรคาดว่า GLOW จะรายงานกำไรลดลง QoQ จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงไฟฟ้า GHECO-One เป็นเวลา 45 วัน แต่กำไรน่าจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง YoY เพราะอัตราค่า Ft สูงขึ้นและต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง

คาดประกาศผลการประมาณการ IPP รอบสุดท้ายในเดือน มิ.ย.-ก.ค. คณะอนุกรรมการจัดทำกำลังการผลิตไฟฟ้าของสำนักงานคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กกพ.) เปิดเผยเมื่อไม่นานนี้ว่ามีผู้ยื่นข้อเสนอประมูลโครงการรับซื้อไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ (IPP) ผ่านข้อเสนอทางเทคนิค 6 ข้อเสนอ จากทั้งหมด 9 ข้อเสนอ โดยมีกำหนดเริ่มดำเนินงานในปี 2564-2569 ปัจจุบัน กกพ. กำลังพิจารณาข้อเสนอทางการเงินของโครงการเหล่านี้ และน่าจะประกาศรายชื่อบริษัทได้ในเดือน มิ.ย.-ก.ค. โดยในจำนวน 6 ข้อเสนอที่ผ่านการคัดเลือกทางเทคนิคนั้น 2 ข้อเสนอเป็นของ EGCO และ 2 ข้อเสนอเป็นของ GLOW

กำลังการผลิตติดตั้งของ EGCO และ GLOW จะเพิ่มขึ้นได้อีกมาก ผลการคัดเลือกข้อเสนอทางเทคนิคเป็นไปตามคาด โดยเฉพาะ EGCO ซึ่งจะสามารถก่อสร้างโรงไฟฟ้ากำลังการผลิต 1,800 เมกะวัตต์ในพื้นที่โรงไฟฟ้าระยองได้ ซึ่งจะทำให้กำลังการผลิตติดตั้งของ EGCO เพิ่มขึ้นอีก 43% (ไม่รวมโรงไฟฟ้าระยอง) แม้ GLOW ยื่นข้อเสนอ 2 ข้อเสนอ ได้แก่ โรงไฟฟ้ากำลังการผลิต 1,100 เมกะวัตต์ และโรงไฟฟ้ากำลังการผลิต 2,200 เมกะวัตต์ แต่ความจริงแล้วสถานที่ตั้งโรงไฟฟ้าที่เสนอไปมีพื้นที่เพียงพอสำหรับสร้างโรงไฟฟ้าได้เพียง 2,200 เมกะวัตต์ เมื่อใช้สมมติฐานการถือหุ้น 65% ในโครงการนี้ โดยอ้างอิงกับ GHECO-One โครงการนี้จะทำให้กำลังการผลิตติดตั้งของ GLOW เพิ่มขึ้นได้อีก 22-45% จากกำลังการผลิตในปัจจุบันที่ 3,188 เมกะวัตต์ ณ จุดนี้ ยังไม่มีความแน่นอนว่า GLOW จะได้เซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับกำลังการผลิต 1,100 เมกะวัตต์ หรือ 2,200 เมกะวัตต์

TTW: กำไรสุทธิไตรมาส 1/56 เพิ่มขึ้นเพราะกำไรพิเศษ กำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ของ TTW เพิ่มขึ้น 47.9% YoY และ 54.7% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรพิเศษ 325 ล้านบาทจากการคืนภาษีให้กับ PTW หากตัดรายการนี้ออกไป พบว่าบริษัทมีกำไรปกติ 533 ล้านบาท +7.5% YoY แต่ -16% QoQ

TTW: คาดกำไรปกติไตรมาส 2/56 อยู่ในระดับทรงตัว แต่กำไรสุทธิจะลดลง กำไรปกติไตรมาส 2/56 ของ TTW จะอยู่ในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจากความต้องการใช้น้ำประปาอยู่ในระดับทรงตัว อย่างไรก็ตาม กำไรจากการขายหุ้นบริษัทรวมจำนวน 1 ล้านหุ้นที่จะบันทึกในไตรมาส 2/56 มีจำนวนน้อยมากเมื่อเทียบกับกำไรจำนวนมากในไตรมาส 1/56 ดังนั้นกำไรสุทธิจะปรับตัวลดลง

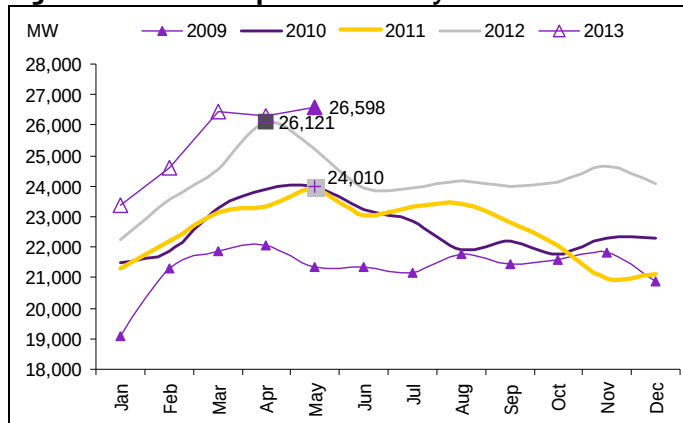
คงคำแนะนำ Neutral เราเชื่อว่าความความคาดหวังด้านบวกที่ตลาดมีต่อการประมาณการ IPP ครั้งนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว และทำให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลปรับลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 4% ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ **Neutral** สำหรับกลุ่มสาธารณูปโภค เรายังคงชอบแนวโน้มผลการดำเนินงานของ GLOW และมีโอกาสที่จะปรับราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี DCF เพิ่มขึ้น ในขณะที่ TTW ยังคงให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 6.4%

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
EGCO	Neutral	148.5	145.0	1.7	12.1	10.7	10.0	30.1	13.2	7.2	1.16	1.09	1.03	10.3	10.5	10.6	4.0	4.0	4.0	20.8	15.9	15.2
GLOW	Buy	67.5	82.0	25.3	17.9	12.9	12.0	27.2	37.9	7.6	2.64	2.37	2.15	15.4	19.3	18.8	3.1	3.9	4.1	10.5	8.8	8.3
GUNKUL	Buy	22.1	27.0	23.2	41.7	41.3	18.2	127.8	0.9	126.5	7.32	4.71	3.89	21.6	13.9	23.4	0.3	1.0	2.2	22.3	32.7	30.8
RATCH	Neutral	53.0	56.0	10.0	15.1	13.1	13.0	3.9	15.6	0.9	1.45	1.38	1.32	10.1	10.8	10.4	4.3	4.3	4.3	7.9	7.6	7.7
TTW	Buy	9.8	12.0	28.9	17.2	16.8	15.5	7.4	2.4	8.6	3.64	3.60	3.60	21.7	21.5	23.2	5.3	6.4	6.5	9.9	9.7	9.1
Average					20.8	19.0	13.7	39.3	14.0	30.2	3.24	2.63	2.40	15.8	15.2	17.3	3.4	3.9	4.2	14.3	15.0	14.2

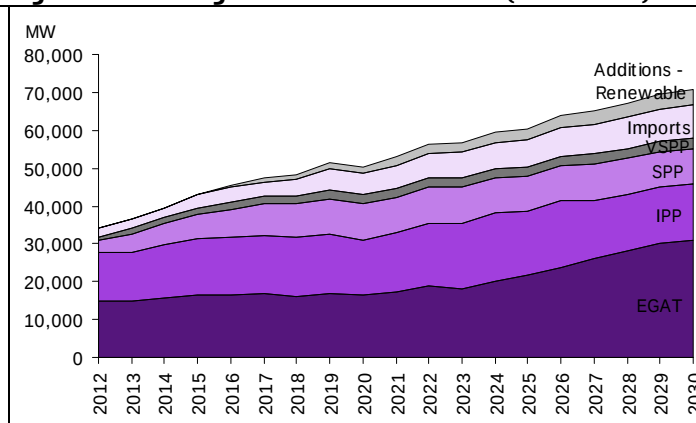
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



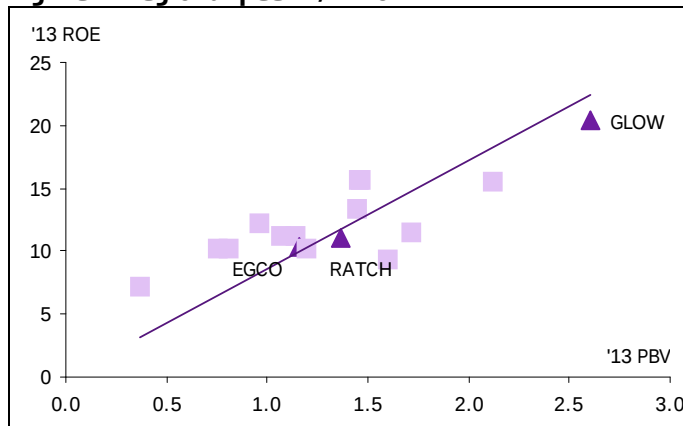
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



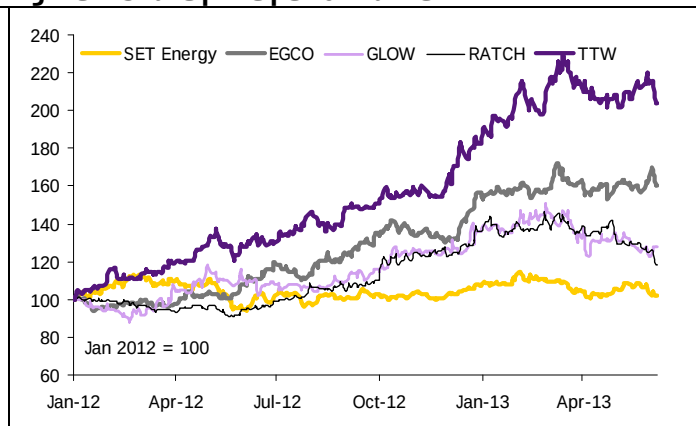
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



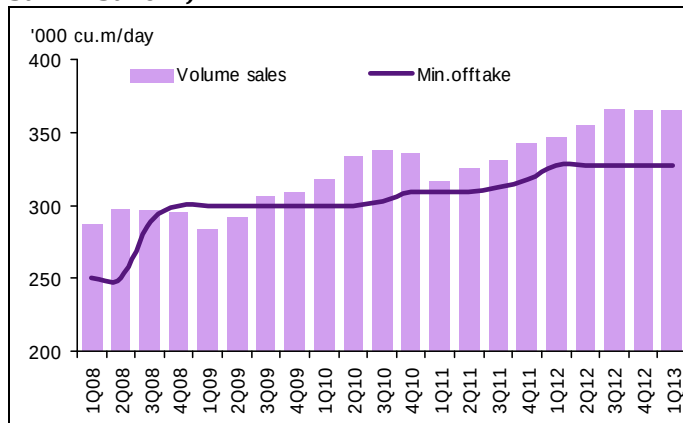
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



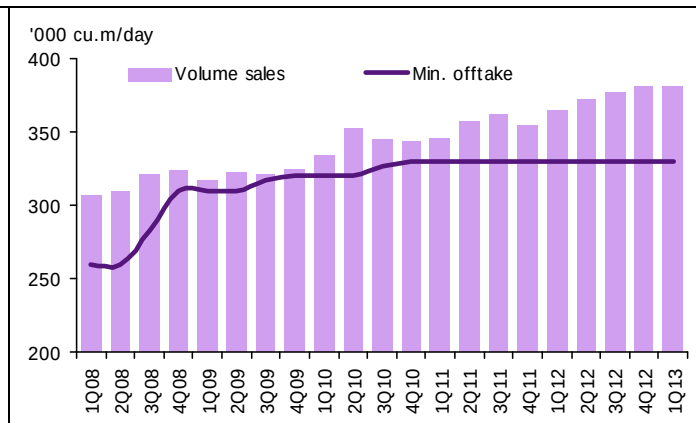
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

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



Source: TTW, SCBS Investment Research

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			PER (x)			BVPS(Bt)			P /BV (x)			ROE (%)		
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
Food & Beverage						12,013	22,759	27,093							25.9	17.3	14.6				4.90	4.01	3.33	22%	26%	25%
CPF	Buy	25.75	35.00	35.9	38.9	8,068	17,446	20,774	1.09	2.36	2.81	-49%	116%	19%	23.6	10.9	9.2	13.7	14.8	16.1	1.88	1.74	1.60	10%	17%	18%
MINT	Neutral	24.50	28.00	14.3	17.0	2,703	3,371	3,715	0.67	0.83	0.91	41%	25%	10%	36.8	29.5	26.8	4.1	4.6	5.2	5.96	5.31	4.75	17%	19%	19%
OISHI	Buy	125.00	185.00	48.0	197.4	835	1,453	2,040	4.45	7.75	10.88	6%	74%	40%	28.1	16.1	11.5	18.5	23.5	30.0	6.76	5.32	4.17	26%	37%	41%
PM	Buy	10.30	14.00	35.9	13.8	407	488	564	0.68	0.82	0.94	42%	20%	16%	15.1	12.6	10.9	2.1	2.8	3.7	5.00	3.66	2.80	34%	31%	23%
Health Care Services						8,734	10,089	11,642							30.2	26.8	23.5				6.05	5.39	4.80	22%	22%	22%
BGH	Buy	152.00	195.00	28.3	112.7	5,781	6,884	8,075	3.74	4.45	5.22	48%	19%	17%	40.6	34.1	29.1	25.1	27.8	31.0	6.06	5.46	4.90	16%	17%	18%
BH	Neutral	76.25	88.00	15.4	78.1	2,068	2,273	2,519	2.38	2.62	2.90	37%	10%	11%	32.0	29.1	26.3	9.3	10.6	12.0	8.21	7.22	6.37	28%	26%	26%
BCH	Neutral	8.00	9.20	15.0	10.3	885	932	1,049	0.44	0.47	0.53	32%	5%	12%	18.0	17.1	15.2	2.1	2.3	2.6	3.88	3.48	3.12	23%	21%	22%
Information & Communication Technology						(4.4)									26.7	21.8	18.6				7.71	7.51	7.32	32%	33%	36%
Mobile																										
ADVANC	Sell	252.00	230.00	(8.7)	226.9	35,494	35,899	39,353	11.94	12.07	13.24	34%	1%	10%	21.1	20.9	19.0	15.0	15.4	15.6	16.80	16.34	16.19	84%	79%	85%
DTAC	Neutral	111.00	105.00	(5.4)	97.5	11,539	11,439	14,296	4.87	4.83	6.04	-4%	-1%	25%	22.8	23.0	18.4	19.6	19.6	20.8	5.66	5.68	5.35	28%	25%	30%
TRUE	Neutral	7.60	6.50	(14.5)	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	6.52	7.98	8.87	-25%	-20%	-11%
Internet																										
CSL	Buy	12.20	16.00	31.1	8.2	421	487	513	0.71	0.82	0.86	6%	16%	5%	17.2	14.9	14.1	2.1	2.3	2.4	5.94	5.40	5.03	36%	38%	37%
THCOM	Buy	32.00	43.00	34.4	20.4	620	907	1,429	0.57	0.83	1.30	n.m.	46%	58%	56.6	38.7	24.5	13.4	14.1	15.0	2.38	2.28	2.13	4%	6%	9%
Other																										
INTUCH	Buy	79.00	84.00	6.3	77.8	12,029	13,881	15,683	3.75	4.33	4.89	20%	15%	13%	21.1	18.2	16.2	4.4	4.4	4.4	17.76	17.76	17.76	84%	97%	110%
JMART	Buy	22.70	34.00	49.8	7.6	305	485	561	0.73	1.17	1.35	28%	59%	16%	30.9	19.4	16.8	4.2	5.0	5.9	5.43	4.53	3.83	25%	25%	25%
SAMART	Neutral	24.80	19.00	(23.4)	12.6	915	1,016	993	0.93	1.03	1.01	14%	11%	-2%	26.7	24.0	24.6	6.9	7.8	8.5	3.57	3.20	2.92	14%	14%	12%
SAMTEL	Buy	23.60	26.00	10.2	18.3	819	949	929	1.35	1.57	1.53	9%	16%	-2%	17.5	15.1	15.4	4.4	5.3	6.2	5.31	4.43	3.80	33%	32%	27%
Insurance						11.1	-632	5,926	7,303						19.3	15.1	12.4				4.73	3.64	3.11	-90%	27%	27%
BLA	Buy	59.75	68.00	13.8	49.5	3,717	4,757	5,890	3.10	3.96	4.91	9%	28%	24%	19.3	15.1	12.2	13.7	17.0	21.0	4.37	3.52	2.84	25%	26%	26%
THRE	Buy	5.05	6.40	26.7	4.7	-4,349	1,169	1,413	-1.24	0.33	0.40	11%	n.m.	21%	n.m.	15.2	12.6	1.0	1.3	1.5	5.08	3.76	3.37	-206%	29%	28%
Media & Publishing						14.0									23.3	21.3	19.9				7.26	6.78	6.47	29%	31%	31%
TV broadcasting																										
BEC	Sell	59.00	66.00	11.9	54.8	4,115	4,670	4,942	2.06	2.34	2.47	17%	13%	6%	28.7	25.3	23.9	4.0	4.4	4.6	14.85	13.55	12.81	54%	56%	55%
MCOT	Neutral	43.00	57.00	32.6	31.8	1,418	1,460	1,584	2.06	2.13	2.30	5%	3%	8%	20.8	20.2	18.7	11.4	11.7	12.1	3.77	3.67	3.55	18%	18%	19%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	21.40	21.00	(1.9)	21.1	951	1,053	1,126	1.05	1.16	1.25	20%	11%	7%	20.3	18.4	17.2	6.8	6.9	7.0	3.16	3.10	3.05	16%	17%	18%
Petrochemicals & Chemicals						35.0	39,811	45,973	52,655						9.5	7.9	6.9				1.38	1.22	1.09	15%	17%	17%
IVL	Neutral	18.30	27.00	47.5	37.5	10,373	15,885	18,019	2.15	3.30	3.74	1%	53%	13%	8.5	5.5	4.9	13.8	16.3	19.0	1.32	1.12	0.96	17%	22%	21%
PTTGC	Buy	68.50	90.00	31.4	70.1	29,438	30,087	34,637	6.53	6.67	7.68	-6%	2%	15%	10.5	10.3	8.9	47.7	51.7	56.3	1.43	1.32	1.22	14%	13%	13%
Property Development						46.5	27,389	34,090	41,093						50.9	18.6	14.1				3.11	2.69	##	16%	19%	#REF!
Contractors																										
CK	Buy	23.10	38.00	64.5	8.9	82	612	1,463	0.05	0.37	0.89	n.m.	642%	139%	463.3	62.4	26.1	5.4	10.1	10.7	4.31	2.30	2.16	1%	5%	9%
ITD	Neutral	6.35	9.00	41.7	3.6	591	699	707	0.14	0.17	0.17	n.m.	18%	1%	45.1	38.1	37.7	2.1	2.1	#DIV/0!	3.08	2.98	#DIV/0!	7%	8%	0%
NWR	Buy	3.10	4.70	51.6	2.9	215	372	483	0.14	0.24	0.31	n.m.	72%	30%	22.3	13.0	10.0	1.2	1.4	1.5	2.49	2.27	2.04	13%	13%	13%
STEC	Buy	21.60	38.00	75.9	18.6	1,165	1,370	1,715	0.87	1.06	1.20	15%	21%	14%	24.8	20.4	17.9	4.9	5.3	5.6	4.37	4.11	3.84	18%	21%	22%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	18.40	34.00	84.8	20.0	1,524	1,878	2,463	1.43	1.76	2.31	63%	23%	31%	12.9	10.5	8.0	7.3	8.5	10.0	2.51	2.18	1.85	21%	22%	25%
HEMRAJ	Buy	3.42	5.00	46.2	3.4	2,443	3,405	4,109	0.25	0.35	0.42	341%	39%	21%	13.6	9.7	8.1	1.2	1.4	1.6	2.94	2.46	2.09	24%	27%	28%
ROJNA	Neutral	9.30	7.30	(21.5)	11.1	532	594	1,171	0.46	0.51	0.99	n.m.	12%	93%	20.3	18.1	9.4	5.7	5.9	#REF!	1.64	1.57	#REF!	8%	9%	#REF!
TICON	Buy	20.00	30.00	50.0	14.5	1,316	1,416	1,589	1.69	1.81	2.03	192%	8%	12%	11.9	11.0	9.8	8.8	9.3	9.9	2.26	2.15	2.02	21%	20%	21%
WHA	Buy	46.50	17.50	(62.4)	16.6	238	818	960	0.47	1.60	1.88	221%	244%	17%	99.6	29.0	24.7	5.7	6.6	7.8	8.19	7.00	5.98	12%	26%	26%
Residential																										
AP	Buy	6.90	13.00	88.4	9.1	2,166	2,891	3,425	0.77	1.02	1.21	30%	33%	18%	9.0	6.7	5.7	4.4	5.1	5.9	1.58	1.36	1.17	19%	22%	22%
LH	Neutral	10.50	13.40	27.6	8.5	4,713	4,713	5,413	0.47	0.47	0.54	23%	0%	15%	22.3	22.3	19.4	3.0	3.0	3.1	3.48	3.48	3.40	16%	16%	18%
LPN	Neutral	23.60	27.00	14.4	18.0	2,174	2,619	3,196	1.47	1.73	2.12	14%	17%	23%	16.0	13.7	11.2	5.7	6.8	8.1	4.14	3.48	2.91	28%	28%	29%
PS	Buy	22																								

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
POPF	Buy	13.40	12.00		(10.4)		334	346	353		n.a.	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.	n.a.	10.3	10.3	10.3	1.30	1.30	1.30	n.a.	n.a.	n.a.
Steel				42.9		-11,208	1,479	2,225						n.m.	5.2	3.4					0.56	0.50	0.45	-58%	10%	14%
SSI	Neutral	0.42	0.60	42.9	0.6	-11,208	1,479	2,225	-0.62	0.08	0.12	-107%	n.m.	50%	n.m.	5.2	3.4	0.8	0.8	0.9	0.56	0.50	0.45	-58%	10%	14%
Tourism & Leisure				30.9		1,089	1,449	1,810						65.5	40.8	30.9					4.84	4.44	4.03	9%	12%	14%
CENTEL	Buy	34.75	43.00	23.7	18.6	969	1,219	1,480	0.72	0.90	1.10	60%	26%	21%	48.4	38.5	31.7	4.9	5.4	6.1	7.10	6.39	5.70	15%	17%	19%
ERW	Buy	4.02	6.75	67.9	3.2	120	230	330	0.05	0.09	0.13	n.m.	91%	43%	82.6	43.2	30.1	1.6	1.6	1.7	2.57	2.48	2.35	3%	6%	8%
Transportation & Logistics				24.5		9,625	16,185	20,399						44.9	40.2	19.2					2.64	13.26	-0.45	-5%	-13%	35%
Aviation																										
AAV	Buy	5.50	7.80	41.8	4.2	1,136	1,631	1,830	0.20	0.30	0.37	-14%	54%	21%	28.0	18.2	15.0	3.9	4.0	4.3	1.39	1.37	1.28	9%	6%	7%
AOT	Buy	153.50	190.00	23.8	72.1	6,083	7,320	7,944	4.26	5.12	5.56	58%	20%	9%	36.1	30.0	27.6	53.1	56.4	59.7	2.89	2.72	2.57	8%	9%	10%
THAI	Buy	26.50	35.00	32.1	25.7	3,654	4,585	5,208	1.67	2.10	2.38	n.m.	25%	14%	15.8	12.6	11.1	31.4	33.0	34.6	0.84	0.80	0.77	6%	7%	7%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.11	0.80	(27.9)	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	13.69	109.17	-13.77	-67%	-155%	258%
BTS	Buy	7.85	10.30	31.2	6.4	-333	952	1,420	-0.05	0.10	0.16	n.m.	n.m.	48%	n.m.	75.1	50.6	5.1	4.1	4.1	1.54	1.94	1.90	3%	5%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	17.40	15.50	(10.9)	15.6	145	507	1,171	0.14	0.49	1.13	-64%	250%	131%	124.9	35.7	15.5	14.9	15.1	15.6	1.17	1.16	1.12	1%	3%	7%
RCL	Neutral	5.70	7.60	33.3	7.5	-1,015	57	1,096	-1.22	0.07	1.32	51%	n.m.	1824%	n.m.	83.0	4.3	14.5	14.6	15.7	0.39	0.39	0.36	-8%	0%	9%
TTA	Neutral	15.00	16.00	6.7	18.0	-551	210	646	-0.78	0.30	0.91	19%	n.m.	208%	n.m.	50.5	16.4	40.1	40.5	41.3	0.37	0.37	0.36	-2%	1%	2%
Tollroads																										
BECL	Buy	37.75	50.00	32.5	32.0	1,475	1,771	2,170	1.92	2.30	2.82	15%	20%	23%	19.7	16.4	13.4	25.9	27.0	28.3	1.46	1.40	1.34	8%	9%	10%
SCBS Coverage		1427.42		21.8		605,318	735,785	848,434	81.59	99.28	114.52	14.5%	21.7%	15.4%	17.5	14.4	12.5				2.3	2.1	#REF!	16%	17%	#REF!

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/ (Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F		
Agribusiness				0.6					1.18	3.55	5.92	11.87	6.38	5.33	-52.47	87.44	25.36	2,799	2,914	3,543		10,595
GFPT	Buy	8.45	8.50	0.6	6.9	0.10	0.30	0.50	1.18	3.55	5.92	11.87	6.38	5.33	-52.47	87.44	25.36	2,799	2,914	3,543	1,254	10,595
Automotive				24.6					3.90	4.27	4.88	7.30	6.09	5.18	55.77	14.19	9.29	5,932	3,658	891		30,534
AH	Sell	19.80	23.00	16.2	21.8	0.85	0.80	0.89	4.28	4.04	4.48	9.44	8.21	7.21	82.52	10.11	6.86	4,558	4,136	3,552	227	4,485
SAT	Buy	18.70	29.00	55.1	34.3	0.87	1.05	1.25	4.63	5.60	6.68	5.90	4.44	3.57	32.69	23.62	12.36	2,956	2,299	1,475	340	6,357
STANLY	Buy	257.00	300.00	16.7	245.4	7.13	8.13	8.91	2.77	3.16	3.47	6.55	5.62	4.75	52.10	8.84	8.66	(1,583)	(2,778)	(4,135)	77	19,693
Banking				31.6					3.20	3.57	3.97											2,020,643
Large Banks																						
BBL	Buy	189.50	260.00	37.2	222.6	6.75	7.93	8.68	3.56	4.19	4.58							-	-	-	1,909	361,726
KBANK	Buy	187.50	230.00	22.7	201.7	3.57	4.33	5.13	1.90	2.31	2.74							-	-	-	2,393	448,736
KTB	Buy	19.60	30.00	53.1	19.1	1.01	0.86	0.99	5.13	4.39	5.04							-	-	-	11,180	219,123
SCB	No rec	167.00			181.1	4.84	5.81	6.53	2.90	3.48	3.91							-	-	-	3,399	567,665
Mid/small banks																						
BAY	Buy	31.75	40.00	26.0	35.7	0.98	1.16	1.28	3.10	3.65	4.04							-	-	-	6,074	192,854
KK	Sell	54.00	60.00	11.1	45.5	1.94	2.38	2.56	3.60	4.41	4.74							-	-	-	637	34,387
LHBANK	Sell	1.32	1.40	6.1	1.4	0.02	0.03	0.03	1.75	2.03	2.22										11,966	15,794
TCAP	Neutral	40.50	47.00	16.0	38.0	1.40	1.50	1.60	3.46	3.70	3.95							-	-	-	1,278	51,752
TISCO	Neutral	46.25	58.00	25.4	45.2	2.37	2.76	3.07	5.12	5.97	6.64							-	-	-	728	33,666
TMB	Sell	2.18	2.20	0.9	1.5	0.03	0.03	0.04	1.50	1.58	1.87							-	-	-	43,550	94,939
Commerce				6.0					2.01	2.62	2.84	18.49	15.02	11.96	29.20	22.17	22.86	-12,894	-26,934	-47,918		841,698
BIGC	Neutral	191.00	205.00	7.3	205.3	4.09	5.37	7.01	2.14	2.81	3.67	11.63	9.46	7.55	33.11	20.98	20.88	22,633	19,706	13,476	825	157,575
CPALL	Buy	38.50	50.00	29.9	38.8	0.95	1.25	0.73	2.47	3.25	1.88	17.09	14.54	11.88	32.39	14.92	19.42	-27,332	-34,379	-42,148	8,983	345,849
HMPRO	Neutral	13.50	10.00	(25.9)	13.9	0.34	0.46	0.60	2.52	3.42	4.43	15.53	12.10	9.38	26.64	25.89	25.22	1,357	-202	-2,486	5,867	79,210
MAKRO	Neutral	774.00	550.00	(28.9)	395.4	12.00	14.00	15.00	1.55	1.81	1.94	30.40	25.34	20.36	15.09	18.14	21.74	-5,422	-8,132	-12,055	240	185,760
ROBINS	Buy	66.00	75.00	13.6	68.8	0.90	1.20	1.50	1.36	1.82	2.27	17.82	13.65	10.63	38.76	30.90	27.02	-4,129	-3,926	-4,706	1,111	73,304
Construction Materials				24.5					3.31	3.90	4.52	12.39	10.83	9.48	-6.54	14.01	12.11	136,170	124,904	107,757		658,228
Cement																						
SCC	Buy	422.00	550.00	30.3	385.6	10.67	13.75	16.79	2.53	3.26	3.98	12.68	10.62	8.86	2.57	17.68	17.10	129,848	121,011	106,525	1,200	506,400
SCCC	Sell	406.00	400.00	(1.5)	326.1	14.95	18.29	20.86	3.68	4.50	5.14	16.19	14.53	13.02	3.65	10.12	10.36	1,934	816	-197	230	93,380
TIPL	Neutral	11.40	15.00	31.6	13.2	0.07	0.12	0.14	0.64	1.06	1.24	8.13	6.30	5.52	-39.45	23.18	8.00	3,797	2,580	1,176	2,019	23,017
Ceramics																						
DCC	Buy	62.50	70.00	12.0	56.6	3.25	3.71	4.34	5.20	5.93	6.94	13.53	12.41	10.65	-5.21	8.80	15.83	153	86	-62	408	25,500
DRT	Sell	9.65	8.50	(11.9)	7.7	0.43	0.46	0.51	4.48	4.74	5.32	11.40	10.31	9.35	5.71	10.26	9.28	438	410	315	1,029	9,931
Electronic Components				13.2					3.18	4.71	5.64	-2.57	6.32	5.78	7.66	28.40	11.42	10,024	3,266	4,921		90,824
CCET	Neutral	2.70	3.90	44.4	2.5	0.16	0.16	0.17	5.93	5.93	6.43	7.96	6.48	6.76	46.92	10.84	7.03	19,090	16,159	19,333	4,078	11,009
DELTA	Buy	36.25	43.00	18.6	27.2	1.50	1.60	1.80	4.14	4.41	4.97	8.76	7.50	6.58	18.51	14.30	9.45	-8,625	-9,402	-10,873	1,247	45,218
HANA	Sell	21.80	15.00	(31.2)	21.5	1.10	1.30	1.40	5.05	5.96	6.42	4.35	3.17	2.75	-2.13	20.48	9.31	-5,725	-6,927	-7,459	805	17,546
KCE	Buy	14.80	19.00	28.4	8.2	0.30	0.35	0.40	2.03	2.36	2.70	15.16	9.78	8.93	-7.02	57.77	13.67	4,685	4,893	5,352	464	6,868
SMT	Sell	7.75	9.00	16.1	8.0	0.15	0.20	0.49	1.94	2.52	6.27	-61.30	6.11	5.36	n.m.	n.m.	15.30	246	440	475	418	3,240
SVI	Buy	3.54	4.40	24.3	4.2	0.00	0.25	0.25	0.00	7.06	7.06	9.66	4.88	4.30	-17.98	38.62	13.76	352	-1,898	-1,906	1,961	6,942
Energy & Utilities				26.5					3.93	4.61	5.29	9.21	8.29	7.56	20.01	12.50	6.71	575,814	557,258	475,338		2,042,815
Oil & Gas and Coal																						
BANPU	Neutral	258.00	440.00	70.5	547.1	19.00	18.00	18.00	7.36	6.98	6.98	4.37	4.71	3.99	-6.09	-14.42	8.48	52,214	42,710	33,624	272	70,111
PTT	Buy	321.00	400.00	24.6	378.0	17.17	17.21	19.97	5.35	5.36	6.22	4.96	5.52	4.73	12.76	-9.13	15.37	299,397	312,644	299,754	2,856	916,872
PTTEP	Buy	147.00	200.00	36.1	171.8	6.10	7.40	7.70	4.15	5.03	5.24	4.07	3.56	3.29	11.47	16.27	3.78	55,824	65,004	43,591	3,320	488,038
Refineries																						
BCP	Buy	34.50	40.00	15.9	24.4	1.00	1.30	1.40	2.90	3.77	4.06	8.72	7.64	6.75	-31.99	22.04	10.22	14,024	18,321	16,616	1,377	47,504
ESSO	Sell	6.90	8.50	23.2	10.5	0.30	0.50	0.60	4.35	7.25	8.70	6.73	5.38	4.35	69.87	14.19	6.76	29,856	25,199	18,486	3,461	23,880
IRPC	Neutral	3.22	4.00	24.2	4.2	0.04	0.10	0.20	1.24	3.11	6.21	11.01	6.68	6.17	-15.17	63.89	8.23	36,981	36,363	36,251	20,434	65,799
TOP	Buy	62.75	76.00	21.1	69.1	2.20	2.50	2.90	3.51	3.98	4.62	5.87	4.79	3.62	-22.11	12.44	17.59	7,447	-3,761	-17,637	2,040	128,012
Utilities																						
EGCO	Neutral	148.50	145.00	(2.4)	125.9	5.25	5.25	5.25	3.54	3.54	3.54	14.35	22.08	21.27	101.53	-39.04	-2.04	-3,204	-7,860	-11,840	526	78,180
GLOW	Buy	67.50	82.00	21.5	64.9	2.10	2.80	2.90	3.11	4.15	4.30	11.13	8.79	8.30	39.48	20.36	0.13	56,854	49,107	41,084	1,463	98,743
GUNKUL	Buy	22.10	27.00	22.2	20.0	0.58	0.61	0.67	2.62	2.76	3.03	20.19	12.46	11.25	54.15	57.58	6.60	2,974	2,620	2,162	440	9,724
RATCH	Neutral	53.00	56.00	5.7	50.9	2.30	2.30	2.30	4.34	4.34	4.34	7.38	6.76	6.35	20.42	3.18	3.61	16,153	10,956	8,672	1,450	76,850
TTW	Buy	9.80	12.00	22.4	6.9	0.46	0.49	0.61	4.69	5.01	6.21	11.80	11.16	10.63	5.79	2.66	1.79	7,295	5,956	4,575	3,990	39,102
Finance & Securities				23.8					3.19	3.48	3.52											55,421
Credit card																						
AEONTS	Buy	92.00	125.00	35.9	32.0	2.10	2.10	2.10	2.28	2.28	2.28										250	23,000
KTC	Sell	39.00	36.00	(7.7)	16.4	0.32	0.84	1.02	0.82	2.16	2.63										258	10,056
Securities																						
ASP	Buy	3.98	5.20	30.7		0.20	0.19	0.17	5.07	4.81	4.35										2,106	8,381
MBKET	Buy	24.50	30.00	22.4	14.1	1.12	1.15	1.18	4.58	4.68	4.81										571	13,988



Company	Rec.	Price	12-mth	%	12-mth	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
		(Bt)	Target Price	Up/(Down)	BB-CON	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F		
Food & Beverage									2.81 3.58 5.08			13.59 10.31 8.57			17.72 32.41 15.22			35,312 30,594 12,347				
CPF	Buy	25.75	35.00	35.9	38.9	1.20	1.50	2.50	4.66	5.83	9.71	9.66	6.58	5.42	3.38	45.13	14.03	14,744	12,191	-	7,743	199,381
MINT	Neutral	24.50	28.00	14.3	17.0	0.30	0.37	0.41	1.22	1.53	1.68	19.21	16.35	15.23	22.92	16.57	6.10	18,971	18,039	16,692	3,653	89,487
OISHI	Buy	125.00	185.00	48.0	197.4	2.23	3.88	5.44	1.78	3.10	4.35	14.88	9.27	5.83	26.64	53.50	29.21	1,564	472	(4,010)	188	23,438
PM	Buy	10.30	14.00	35.9	13.8	0.37	0.40	0.47	3.59	3.88	4.56	10.59	9.04	7.80	17.93	14.44	11.55	34	(108)	(335)	650	6,695
Health Care Services									2.10 2.05 2.31			16.20 14.51 12.73			24.44 9.59 11.29			16,779 12,530 6,469				
BGH	Buy	152.00	195.00	28.3	112.7	1.50	1.78	2.09	0.98	1.17	1.37	23.28	20.41	17.57	24.59	12.43	13.97	17,438	13,815	9,162	1,545	234,910
BH	Neutral	76.25	88.00	15.4	78.1	1.93	1.56	1.73	2.53	2.05	2.27	15.69	14.13	12.50	24.69	10.02	10.60	(819)	(1,325)	(2,511)	728	55,540
BCH	Neutral	8.00	9.20	15.0	10.3	0.22	0.23	0.26	2.77	2.92	3.29	9.64	9.00	8.12	24.04	6.32	9.30	159	40	(181)	1,995	15,960
Information & Communication Technology									2.90 3.19 3.51			13.22 11.61 10.76			15.27 16.79 9.99			119,269 152,106 142,845				
Mobile																						
ADVANC	Sell	252.00	230.00	(8.7)	226.9	11.94	12.07	13.24	4.74	4.79	5.25	12.12	12.06	10.95	9.14	1.77	9.37	48	9,948	4,612	2,973	749,220
DTAC	Neutral	111.00	105.00	(5.4)	97.5	4.87	4.83	6.04	4.39	4.35	5.44	10.74	10.35	8.76	-3.56	4.91	17.50	25,826	29,154	27,646	2,368	262,827
TRUE	Neutral	7.60	6.50	(14.5)	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.93	12.17	13.95	0.56	25.58	15.99	76,070	95,098	96,575	14,503	110,224
Internet																						
CSL	Buy	12.20	16.00	31.1	8.2	0.60	0.67	0.70	4.92	5.49	5.74	9.90	8.83	8.27	-2.67	9.02	4.73	-304	-493	-625	595	7,253
THCOM	Buy	32.00	43.00	34.4	20.4	0.20	0.33	0.52	0.62	1.03	1.63	11.57	10.18	8.79	28.87	8.23	15.60	7,679	5,635	5,571	1,096	35,070
Other																						
INTUCH	Buy	79.00	84.00	6.3	77.8	3.78	4.33	4.89	4.78	5.48	6.19	20.85	18.07	16.00	19.87	15.35	12.96	-2,248	-2,250	-2,250	3,206	253,307
JMART	Buy	22.70	34.00	49.8	7.6	0.40	0.56	0.58	1.76	2.47	2.54	21.81	14.10	12.87	61.73	60.68	11.26	1,276	1,693	1,865	402	9,119
SAMART	Neutral	24.80	19.00	(23.4)	12.6	0.52	0.57	0.55	2.10	2.30	2.22	9.70	9.93	9.04	10.57	3.89	-1.13	6,043	7,951	4,737	989	24,538
SAMTEL	Buy	23.60	26.00	10.2	18.3	0.66	0.67	0.60	2.80	2.84	2.54	10.40	8.76	8.18	12.96	21.70	3.57	4,880	5,370	4,715	609	14,379
Insurance									0.65 3.47 4.21													
BLA	Buy	59.75	68.00	13.8	49.5	0.77	0.99	1.23	1.30	1.66	2.05										1,200	71,700
THRE	Buy	5.05	6.40	26.7	4.7	0.00	0.27	0.32	0.00	5.27	6.37										3,512	17,738
Media & Publishing									4.08 4.43 4.75			12.69 12.04 11.39			1.88 4.72 5.15			-3,907 -4,987 -5,759				
TV broadcasting																						
BEC	Sell	59.00	66.00	11.9	54.8	1.95	2.22	2.35	3.31	3.76	3.98	16.06	14.83	14.07	-2.31	7.43	4.86	-5,726	-6,596	-7,184	2,000	118,000
MCOT	Neutral	43.00	57.00	32.6	31.8	1.86	1.91	2.07	4.32	4.45	4.82	12.12	12.05	11.19	-6.25	0.32	7.37	-545	-631	-712	687	29,545
Cinema																						
MAJOR	Neutral	21.40	21.00	(1.9)	21.1	0.98	1.09	1.16	4.60	5.09	5.44	9.87	9.23	8.90	14.19	6.40	3.21	2,364	2,240	2,137	886	18,966
Petrochemicals & Chemicals									3.88 4.70 5.56			6.45 5.24 4.18			8.07 17.86 9.30			104,993 72,034 9,145				
IVL	Neutral	18.30	27.00	47.5	37.5	0.70	1.00	1.10	3.83	5.46	6.01	5.90	4.02	3.25	4.92	33.86	9.95	14,623	5,629	-4,892	4,814	88,101
PTTGC	Buy	68.50	90.00	31.4	70.1	2.70	2.70	3.50	3.94	3.94	5.11	6.99	6.45	5.11	11.21	1.86	8.64	90,370	66,405	14,037	4,508	308,772
Property Development									3.26 3.82 #REF!			16.67 13.21 #####			48.90 25.91 16.19			185,255 194,354 148,749				
Contractors																						
CK	Buy	23.10	38.00	64.5	8.9	0.35	0.40	0.40	1.52	1.73	1.73	20.72	18.20	14.66	179.71	10.72	25.54	21,669	20,033	20,681	1,653	38,175
ITD	Neutral	6.35	9.00	41.7	3.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	15.14	13.57	#DIV/0!	40.84	30.94	n.m.	32,874	43,210	0	4,194	26,630
NWR	Buy	3.10	4.70	51.6	2.9	0.12	0.12	0.16	3.87	3.86	5.02	7.25	5.16	4.62	74.89	48.88	22.14	2,014	2,419	3,101	1,553	4,814
STEC	Buy	21.60	38.00	75.9	18.6	0.61	0.74	0.84	2.83	3.43	3.90	20.42	15.91	15.18	25.37	24.06	12.85	-56	-135	-800	1,186	25,622
Industrial Estate																						
AMATA	Buy	18.40	34.00	84.8	20.0	0.65	0.81	1.06	3.55	4.38	5.74	11.40	9.20	6.72	45.60	20.32	28.30	7,215	6,440	4,786	1,067	19,633
HEMRAJ	Buy	3.42	5.00	46.2	3.4	0.13	0.18	0.21	3.68	5.13	6.19	11.34	9.03	7.22	150.48	28.33	16.88	5,445	6,288	3,706	9,705	33,192
ROJNA	Neutral	9.30	7.30	(21.5)	11.1	0.30	0.33	#REF!	3.20	3.58	#REF!	27.33	23.76	22.64	n.m.	10.65	-0.85	15,292	14,305	12,671	1,187	11,035
TICON	Buy	20.00	30.00	50.0	14.5	1.35	1.45	1.63	6.74	7.25	8.14	11.26	11.34	10.64	93.20	0.44	6.00	7,122	7,370	7,262	781	15,620
WHA	Buy	46.50	17.50	(62.4)	16.6	0.19	0.64	0.75	0.40	1.38	1.62	50.56	19.64	16.12	-8.05	158.85	19.42	1,360	1,501	1,004	510	23,715
Residential																						
AP	Buy	6.90	13.00	88.4	9.1	0.31	0.41	0.49	4.52	5.94	7.04	10.79	8.57	6.88	13.71	26.62	21.98	12,730	12,900	12,250	2,841	19,604
LH	Neutral	10.50	13.40	27.6	8.5	0.47	0.47	0.54	4.48	4.48	5.14	22.51	22.93	20.17	-13.57	0.09	14.02	26,181	28,770	29,173	10,026	105,272
LPN	Neutral	23.60	27.00	14.4	18.0	0.71	0.81	0.99	3.01	3.43	4.21	12.16	10.97	8.82	2.28	13.41	22.42	-297	-519	-890	1,476	34,826
PS	Buy	22.60	39.00	72.6	19.5	0.56	0.70	0.73	2.46	3.11	3.23	11.71	8.78	8.32	22.35	20.72	3.78	12,847	6,898	5,961	2,211	49,973
QH	Buy	3.24	5.60	72.8	2.2	0.10	0.09	0.11	3.14	2.83	3.26	14.21	16.30	14.50	106.08	-4.82	11.70	21,047	23,286	22,897	9,184	29,755
SIRI	Buy	3.30	6.60	100.0	2.7	0.16	0.20	0.21	4.72	6.01	6.51	11.46	10.04	9.88	6.52	19.59	7.91	16,945	18,861	21,471	7,272	23,998
SPALI	Buy	17.90	27.00	50.8	19.3	0.73	0.81	1.07	4.09	4.50	5.96	8.46	7.96	6.59	-5.89	5.75	30.73	2,868	2,727	5,477	1,717	30,726
Property Fund									6.82 6.76 5.76													
Commercial																						
CPNRF	Buy	19.20	17.00	(11.5)	17.6	1.06	1.11	1.17	5.50	5.78	6.07	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,636	31,417
Industrial																						
TFUND	Sell	12.10	11.50	(5.0)		0.77	0.65	0.79	6.36	5.33	6.53	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	999	12,086
TLOGIS	Buy	12.10	14.00	15.7		0.91	0.87	0.87	7.51	7.17	7.19	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	238	2,874
WHAPF	Buy	10.60	14.00	32.1		0.70	0.73	0.75	6.58	6.90	7.09	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	311	3,297
Office																						
QHPF	Buy	10.20	10.50	2.9		0.77	0.80	0.00	7.54	7.86	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	8,129

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth		% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)
			Target Price				12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F		
POPF	Buy	13.40	12.00		(10.4)		0.99	1.01	1.03	7.41	7.51	7.67	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,583
Steel					42.9					0.00	4.84	4.84	-9.87	8.44	7.55	n.m.	n.m.	8.04	51,168	50,195	48,274		7,701
SSI	Neutral	0.42	0.60		42.9	0.6	0.00	0.02	0.02	0.00	4.84	4.84	-9.87	8.44	7.55	n.m.	n.m.	8.04	51,168	50,195	48,274	18,337	7,701
Tourism & Leisure					30.9					0.67	0.97	1.27	16.53	14.26	12.68	29.84	15.50	10.28	16,089	15,380	13,890		55,937
CENTEL	Buy	34.75	43.00		23.7	18.6	0.28	0.36	0.44	0.79	1.04	1.26	19.40	16.52	14.70	25.94	15.32	9.98	8,320	7,318	6,146	1,350	46,913
ERW	Buy	4.02	6.75		67.9	3.2	0.02	0.04	0.05	0.54	0.89	1.28	13.65	12.00	10.66	33.74	15.68	10.58	7,768	8,062	7,745	2,245	9,024
Transportation & Logistics					24.5					1.40	1.46	2.45	22.84	16.99	20.44	37.54	48.70	13.15	256,581	282,113	282,273		454,347
Aviation																							
AAV	Buy	5.50	7.80		41.8	4.2	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	10.80	7.18	5.79	182.69	45.56	17.79	689	1,819	2,422	4,850	26,675
AOT	Buy	153.50	190.00		23.8	72.1	1.78	2.31	2.50	1.16	1.50	1.63	15.74	15.39	15.35	2.87	5.05	4.11	34,083	40,832	50,801	1,429	219,285
THAI	Buy	26.50	35.00		32.1	25.7	0.54	0.73	0.83	2.02	2.77	3.15	6.58	6.41	5.80	47.84	9.56	6.31	139,175	152,430	144,458	2,183	57,843
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.11	0.80		(27.9)	0.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	63.63	52.43	100.36	77.93	23.15	-46.70	16,138	16,568	17,176	11,950	13,265
BTS	Buy	7.85	10.30		31.2	6.4	0.22	0.17	0.08	2.83	2.21	0.99	51.89	34.71	30.31	4.32	75.62	19.76	30,043	31,664	36,112	9,526	74,780
Shipping																							
PSL	Neutral	17.40	15.50		(10.9)	15.6	0.26	0.29	0.68	1.49	1.68	3.88	17.17	14.01	8.55	-16.77	44.01	39.54	2,771	6,421	2,781	1,040	18,088
RCL	Neutral	5.70	7.60		33.3	7.5	0.00	0.02	0.33	0.00	0.30	5.80	21.48	7.49	4.47	n.m.	197.66	56.11	6,066	6,476	5,709	829	4,724
TTA	Neutral	15.00	16.00		6.7	18.0	0.25	0.07	0.23	1.67	0.49	1.52	9.99	7.97	7.14	-0.05	33.46	13.29	13,208	14,742	15,128	708	10,620
Tollroads																							
BECL	Buy	37.75	50.00		32.5	32.0	1.30	1.56	1.92	3.45	4.14	5.08	8.28	7.35	6.21	1.51	4.19	8.13	14,410	11,163	7,685	770	29,068
SCBS Coverage		1427.42			21.8					3.4%	3.8%	#REF!	9.07	8.30	7.32	10.62	9.58	11.06	1,499,384	1,469,385	1,202,768		9,505,503

Disclaimer:

ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุน ซึ่งอาจถูกนำเสนอภายใต้ตราสัญลักษณ์ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ เป็นเพียงข้อมูลเบื้องต้นเท่านั้น และไม่ถือเป็นคำแนะนำในการซื้อขายหลักทรัพย์ หรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ ไม่สามารถรับประกันได้ว่าผลิตภัณฑ์ทางการเงินหรือการลงทุนใด ๆ ภายใต้อาณัติของ SCB Securities หรือตราสัญลักษณ์อื่นใดที่ปรากฏในเอกสารนี้ จะสามารถบรรลุวัตถุประสงค์ของการลงทุนได้

CG Rating 2012 Companies with CG Rating under SCBS's Coverage

★★★★	ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCP, BECL, BMCL, BTS, CSL, DRT, EGCO, ERW, HEMRAJ, IRPC, KBANK, KK, KTB, LPN, MCDT, PS, PSL, PTT, PTTEP, PTTCG, QH, RATCH, ROBINS, SAMART, SAMTEL, SAT, SCB, SCC, THAI, TISCO, TMB, TOP, TTA
★★★★	AMATA, AP, ASP, BEC, BH, BKG, CENTEL, CK, CPALL, CPF, DCC, DELTA, DTAC, ESSO, GFPT, GLOW, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, ITD, IWL, KCE, LH, MAKRO, MBKET, MINT, OISHI, PM, SCCC, SMT, SPAL, STANLY, STEC, SVI, TCAP, THCOM, THRE, TICOM, TRUE, TTW
★★★★	AEONTS, AH, BLA, CCET, JMART, KTC, LHBANK, MAJOR, RCL, ROJNA, SIRI, TPIPL
N/A	AAV, BCH, BGH, CPNRF, NWR, POPF, QHPF, SSI, TFUND, TLOGIS, WHA, WHAPF

Corporate Governance Report disclaimer

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

สำนักงานใหญ่

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

สาขาธนบุรี

9 ชั้น LB ถนนรัชดาภิเษก
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร: (662) 949-1351
โทรสาร: (662) 949-1344

สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถนนวิภาวดี แขวงจตุจักร เขตปทุมวัน
กรุงเทพฯ 10330
โทร: (662) 686-2000
โทรสาร: (662) 263-3822

สาขาเฉลิมนคร

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

สาขาสีแยกสนามบินเชียงใหม่

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

สำนักงานสาขากำแพง

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

สาขาสำนักงานสาขากนบราชบุรียินดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราชบุรียินดี
ตำบลคอหงส์ อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร: (66-74) 209-788
โทรสาร: (66-74) 209-737

