

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 4/56



เน้นหุ้นมีแนวโน้มทำไรชด์เจน

Research Group

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

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

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม
สิริมา ดิสสรา, CFA
sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

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

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

อสังหาริมทรัพย์ บิคมอุตสาหกรรม
สิริการย์ กฤษณิพัทธ์ (ยุพพร สนิตเสนสุข)
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
วรุณ วังก่อไร้อย
varoot.vongvarotai@scb.co.th, (662) 949-1008

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

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

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

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

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

ฐานข้อมูล
อมรรต กนกานกุล
amornrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

บรรณาธิการ
Riki Konglong
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

SCBS Market Strategy Report



2555



2554



ดูตัวอย่างสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้ใน
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เน้นหุ้นมีแนวโน้มกำไรชัดเจน	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

ท่าอากาศยานไทย (AOT)	15
บ้านปู (BANPU)	19
โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา (CENTEL)	23
เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)	27
เดลต้า อีเลคโทรนิคส์ (ประเทศไทย) (DELTA).....	31
จีเอฟพีที (GFPT)	35
ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP)	39

กลุ่มอุตสาหกรรม

เกษตรและอาหาร.....	45
ยานยนต์.....	47
ธนาคาร	49
วัสดุก่อสร้าง	51
รับเหมาก่อสร้าง	53
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	55
พลังงาน	57
เงินทุน	59
การแพทย์	61
นิคมอุตสาหกรรม	63
ประกัน	65
สื่อ	67
ปิโตรเคมี	69
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	71
หลักทรัพย์	73
สื่อสาร	75
ท่องเที่ยว	77
ขนส่ง	79
สาธารณูปโภค	81
SCBS Stock Universe	83



This page is left blank intentionally



เน้นหุ้นมีแนวโน้มกำไรชัดเจน

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

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

ในขณะที่การทะยานขึ้น 9.5% ของตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ต้นเดือน ก.ย. น่าจะคงโมเมนตัมบวกต่อเนื่องมาถึงไตรมาส 4/56 แต่เราคาดว่าอย่างดีที่สุดตลาดก็จะมองบวกเชิงระมัดระวัง และ upside ของตลาดในระยะสั้นก็จะมีค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้เป็นเพราะตลาดหุ้นไทยไม่ได้ถูกอึกต่อไป และความทรงจำเมื่อครั้งที่ตลาดปรับตัวลงแรงถึง 22% ในช่วงเดือน พ.ค.-ส.ค. ก็ยังไม่เลือนหายไป ในภาวะตลาดเช่นนี้เปิดโอกาสให้ความเสี่ยงได้มากขึ้น แต่ความมั่นใจในผลประกอบการเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากเศรษฐกิจต่างประเทศมีแนวโน้มที่ดีกว่าเศรษฐกิจในประเทศ ดังนั้นการคิดวิเคราะห์อย่างละเอียดจึงนำมาซึ่งความมั่นใจในแนวโน้มผลประกอบการของหุ้นดังต่อไปนี้: พลังงาน (BANPU และ PTTEP), ธุรกิจการเกษตร (CPF และ GFPT), ท่องเที่ยว (AOT และ CENTEL), และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA)

แนวโน้มเศรษฐกิจต่างประเทศปรับตัวดีขึ้น IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกลดลงอีกครั้งในเดือน ก.ค. อย่างไรก็ดี เครื่องชี้เศรษฐกิจของประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่สุดของโลก (สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และจีน) เช่น อัตราการว่างงาน ยอดขายบ้าน ยอดค้าปลีก ดัชนี PMI และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้นเพราะมีสัญญาณฟื้นตัว และ/หรือ มีเสถียรภาพ รัฐบาลของประเทศเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะเลือกใช้นโยบายที่สนับสนุนการเจริญเติบโตทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง แม้บางมาตรการจะต้องถูกลดขนาดลง ตัวอย่างที่เห็นได้คือการที่เฟดตัดสินใจเดินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เมื่อไม่นานนี้

แนวโน้มเศรษฐกิจในประเทศเป็นที่น่าสนใจมากขึ้น ในทางกลับกัน แนวโน้มเศรษฐกิจไทยกลับกลายเป็นที่น่าสงสัยมากขึ้น GDP ไตรมาส 2/56 ของประเทศไทยเติบโต 2.8% YoY สร้างความผิดหวังติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 2 นอกจากนี้เมื่อปรับฤดูกาล GDP ไตรมาส 2/56 ก็หดตัวลงติดต่อกัน 2 ไตรมาสเช่นเดียวกัน สะท้อนถึง “ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค” การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการส่งออกที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบทำให้ GDP เติบโตต่ำกว่าคาด SCB EIC ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2556 ของประเทศไทยลดลงจาก 5.0% สู่ 3.4% ขณะเดียวกัน ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิปี 2556 ของหุ้นในการวิเคราะห์ของ SCBS ก็ถูกปรับลดลงจาก 22.3% สู่ 17.5%

Valuation ในระยะสั้นอยู่ที่ระดับเหมาะสม ความมั่นใจในผลประกอบการเป็นสิ่งสำคัญ เมื่ออิงกับประมาณการกำไรที่เราปรับใหม่ เราปรับเป้า SET index ลดลงสู่ระดับ 1,450 จุดสำหรับสิ้นปี 2556 และ 1,675 จุดสำหรับสิ้นปี 2557 ซึ่งชี้ให้เห็นว่า Valuation ในระยะสั้นอยู่ที่ระดับเหมาะสมแล้ว เราคาดว่าอย่างดีที่สุดตลาดก็จะมองบวกเชิงระมัดระวังเมื่อเข้าสู่ไตรมาส 4/56 เราเชื่อว่าในภาวะตลาดปัจจุบันสามารถเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้นตรงข้ามกับมุมมองของเราในไตรมาสที่ผ่านมา แต่ความมั่นใจในแนวโน้มผลประกอบการเป็นสิ่งที่มีความสำคัญมากที่สุด เมื่ออิงกับแนวโน้มเศรษฐกิจระยะหลังนี้ ตลาดน่าจะมองบวกต่อแนวโน้มของเศรษฐกิจต่างประเทศมากกว่าเศรษฐกิจในประเทศ ดังนั้นแนวคิดที่เราใช้เลือกหุ้นเด่นสำหรับไตรมาส 4/56 จึงเน้นธุรกิจที่จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มที่ขึ้นของเศรษฐกิจต่างประเทศและมีแนวโน้มกำไรชัดเจน

- AOT ความต้องการเดินทางอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลอุตสาหกรรมระยะหลังนี้
- BANPU แนวโน้มราคาถ่านหินปรับตัวขึ้น ราคาหุ้นมีโมเมนตัมเป็นบวก
- CENTEL ความต้องการเดินทางอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลอุตสาหกรรมระยะหลังนี้
- CPF วัฏจักรราคาไก่เนื้อกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น
- DELTA เติบโตตามอุปสงค์ชิ้นส่วนที่เกี่ยวข้องกับ cloud computing อย่างต่อเนื่อง
- GFPT วัฏจักรราคาไก่เนื้อกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น
- PTTEP downside ของราคาน้ำมันมีจำกัด ปัจจัยลบเฉพาะตัวหมดไป

4Q13 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
AOT	Buy	181.00	235.0	31.3	37.3	25.7	20.5	69.2	44.9	25.2	3.32	2.94	2.68	9.2	12.1	13.6	1.0	1.5	1.5	16.5	14.4	12.9
BANPU	Buy	293.00	400.0	40.3	13.8	11.0	8.2	(33.2)	26.1	33.6	0.97	0.94	0.88	7.3	8.7	11.1	6.1	3.8	4.8	6.4	7.4	5.4
CENTEL	Buy	36.50	44.0	21.8	42.1	30.9	25.2	93.2	36.1	22.9	5.05	4.60	4.15	14.8	15.6	17.3	0.8	1.3	1.6	19.3	14.8	12.9
CPF	Buy	24.90	35.0	43.6	49.1	40.4	10.7	(73.6)	21.5	278.5	1.52	1.74	1.62	4.2	3.8	13.8	4.4	3.0	5.2	18.3	17.3	9.7
DELTA	Buy	45.50	56.0	28.8	13.5	11.1	10.0	58.8	21.7	11.2	2.52	2.31	2.10	19.8	21.7	22.0	5.3	5.7	6.2	8.8	7.3	6.3
GFPT	Buy	8.65	12.0	41.4	265.6	11.1	8.8	(96.6)	2,299.1	25.1	1.93	1.72	1.51	0.7	16.4	38.8	0.0	2.7	3.4	14.4	8.9	7.8
PTTEP	Buy	169.50	210.0	27.9	8.8	10.0	9.3	35.9	(12.4)	8.0	2.05	1.81	1.62	24.5	19.2	18.4	3.4	4.0	4.3	4.8	4.1	3.9
Average					70.2	21.7	13.9	2.9	408.2	66.1	2.55	2.38	2.15	9.3	13.1	19.4	2.9	3.0	3.8	13.9	11.7	9.2

Source: SCBS Investment Research

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับล่าสุด (เดือน ก.ค.) กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกลดลง 0.2% ทั้งปี 2556 และปี 2557 สู่ 3.1% และ 3.8% ตามลำดับ โดยอ้างอิงอุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวลดลงและอัตราเติบโตของ GDP ที่ชะลอตัวในตลาดเกิดใหม่สำคัญๆ หลายประเทศ รวมถึงภาวะเศรษฐกิจถดถอยเป็นเวลานานในแถบยุโรป การปรับลดประมาณการ GDP โลกครั้งล่าสุดนี้เป็นการปรับลดครั้งที่ 2 ติดต่อกัน สู่ระดับที่คาดว่า GDP โลกปี 2556 จะเติบโตในระดับเดียวกับปีก่อน

สำหรับประมาณ GDP ปี 2556 นั้น IMF ปรับประมาณการลดลงเกือบทุกประเทศ ยกเว้นญี่ปุ่น (ปรับขึ้น 0.5%) สหราชอาณาจักร (ปรับขึ้น 0.3%) และแคนาดา (ปรับขึ้น 0.2%) ประเทศที่ถูกปรับประมาณการ GDP ลงมากที่สุด คือ รัสเซีย (-0.9%) ตามมาด้วยแอฟริกาใต้ (-0.8%) และกลุ่มประเทศเครือรัฐเอกราชไม่รวมรัสเซีย (-0.6%)

จีน ประเทศกำลังพัฒนาในเอเชีย อินเดีย และอาเซียน-5 ยังคงเป็นประเทศหลักๆ ที่จะช่วยขับเคลื่อนให้เศรษฐกิจโลกเติบโต โดยคาดว่า GDP ปี 2556 ของประเทศเหล่านี้จะเติบโต 7.8% 6.9% 5.6% และ 5.6% ตามลำดับ ในทางกลับกัน ประเทศที่เป็นตัวฉุด GDP โลกมากที่สุดยังคงเป็นอิตาลีและสเปนที่คาดว่า GDP จะมีอัตราเติบโตติดลบที่ -1.8% และ -1.6% ตามลำดับ

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Year over Year				Difference from April 2013 WEO Published	
	2011	2012	2013	2014	2013	2014
World Output 1/	3.9	3.1	3.1	3.8	-0.2	-0.2
Advanced Economies	1.7	1.2	1.2	2.1	-0.1	-0.2
United States	1.8	2.2	1.7	2.7	-0.2	-0.2
Euro Area	1.5	-0.6	-0.6	0.9	-0.2	-0.1
Germany	3.1	0.9	0.3	1.3	-0.3	-0.1
France	2.0	0.0	-0.2	0.8	-0.1	0.0
Italy	0.4	-2.4	-1.8	0.7	-0.3	0.2
Spain	0.4	-1.4	-1.6	0.0	0.0	-0.7
Japan	-0.6	1.9	2.0	1.2	0.5	-0.3
United Kingdom	1.0	0.3	0.9	1.5	0.3	0.0
Canada	2.5	1.7	1.7	2.2	0.2	-0.2
Other Advanced Economies 2/	3.3	1.8	2.3	3.3	-0.1	-0.1
Emerging Market and Developing Economies 3/	6.2	4.9	5.0	5.4	-0.3	-0.3
Central and Eastern Europe	5.4	1.4	2.2	2.8	0.0	0.0
Commonwealth of Independent States	4.8	3.4	2.8	3.6	-0.6	-0.4
Russia	4.3	3.4	2.5	3.3	-0.9	-0.5
Excluding Russia	6.1	3.3	3.5	4.3	0.0	-0.3
Developing Asia	7.8	6.5	6.9	7.0	-0.3	-0.3
China	9.3	7.8	7.8	7.7	-0.3	-0.6
India 4/	6.3	3.2	5.6	6.3	-0.2	-0.1
ASEAN-5 5/	4.5	6.1	5.6	5.7	-0.3	0.2
Latin America and the Caribbean	4.6	3.0	3.0	3.4	-0.4	-0.5
Brazil	2.7	0.9	2.5	3.2	-0.5	-0.8
Mexico	3.9	3.9	2.9	3.2	-0.5	-0.2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.9	4.4	3.1	3.7	-0.1	0.0
Sub-Saharan Africa	5.4	4.9	5.1	5.9	-0.4	-0.2
South Africa	3.5	2.5	2.0	2.9	-0.8	-0.4
Memorandum						
European Union	1.7	-0.2	-0.1	1.2	-0.1	-0.1
Middle East and North Africa	4.0	4.5	3.0	3.7	-0.1	0.1
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.9	2.4	2.4	3.2	-0.1	-0.2
World Trade Volume (goods and services)	6.0	2.5	3.1	5.4	-0.5	0.1
Imports						
Advanced Economies	4.7	1.1	1.4	4.3	-0.8	0.1
Emerging Market and Developing Economies	8.7	5.0	6.0	7.3	-0.2	0.0
Exports						
Advanced Economies	5.6	2.0	2.4	4.7	-0.4	0.2
Emerging Market and Developing Economies	6.4	3.6	4.3	6.3	-0.5	-0.2
Commodity Prices (U.S. dollars)						
Oil 6/	31.6	1.0	-4.7	-4.7	-2.4	0.2
Nonfuel (average based on world commodity export weights)	17.9	-9.9	-1.8	-4.3	-0.9	0.0
Consumer Prices						
Advanced Economies	2.7	2.0	1.5	1.9	-0.1	0.0
Emerging Market and Developing Economies 3/	7.1	6.1	6.0	5.5	0.1	-0.1
London Interbank Offered Rate (percent) 7/						
On U.S. Dollar Deposits	0.5	0.7	0.5	0.7	0.0	0.1
On Euro Deposits	1.4	0.6	0.2	0.4	0.0	-0.1
On Japanese Yen Deposits	0.3	0.3	0.3	0.3	0.0	0.1

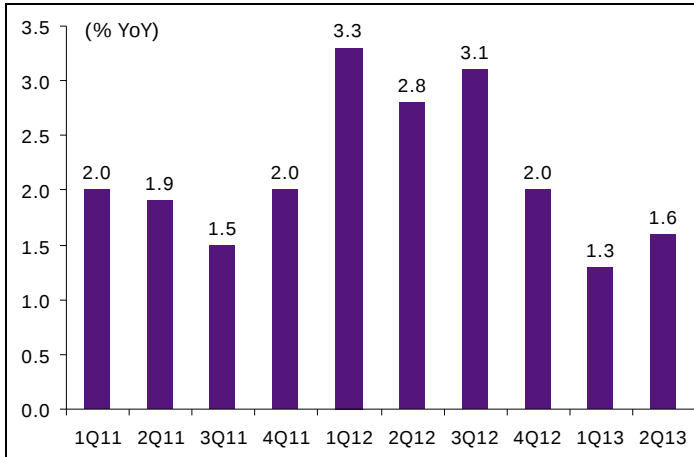
Source: IMF

สหรัฐฯ

GDP ไตรมาส 2/56 ส่ง
สัญญาณเติบโตในอัตรา
เร่ง

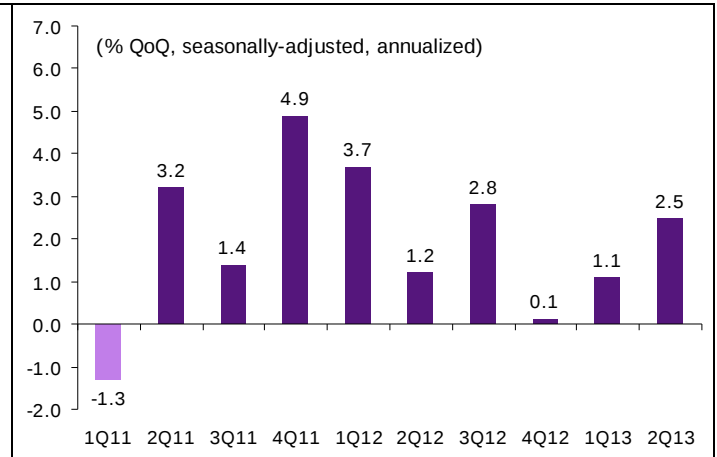
IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ของสหรัฐฯ ลดลง 0.2% สู่ 1.2% ในปี 2556 และลดลง 0.1% สู่ 2.1% ในปี 2557 ขณะที่ GDP ไตรมาส 2/56 (อิงกับตัวเลข "ทบทุนครั้งที่ 2") โต 1.6% YoY สะท้อนถึงเศรษฐกิจที่เติบโตในอัตราเร่งจาก 1.3% YoY ในไตรมาส 1/56 และหากเทียบ QoQ ซึ่งใช้กันเป็นปกติมากกว่าพบว่า อัตราการขยายตัว (อัตราการรายปีปรับฤดูกาล หรือ SAAR) ของ GDP ไตรมาส 2/56 อยู่ที่ 2.5% (เพิ่มขึ้นจากที่ประเมินได้ครั้งแรกที่ 1.7%) แสดงให้เห็นถึงการเติบโตในอัตราเร่งจากที่เติบโต 1.3% ในไตรมาส 1/56

Figure 2: GDP รายไตรมาสสหรัฐฯ (%YoY)



Source: Bureau of Economic Analysis

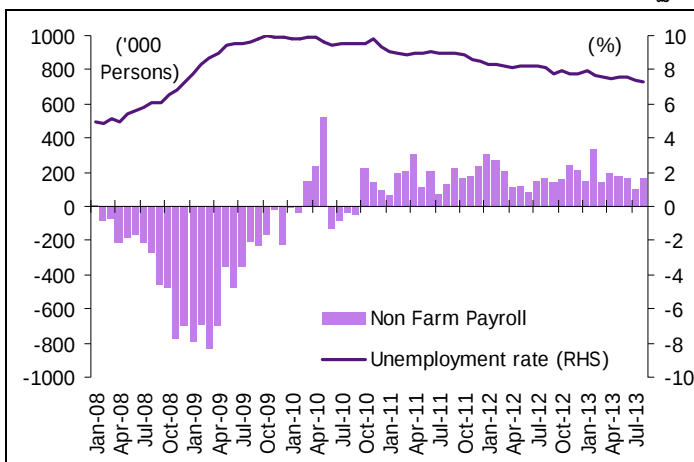
Figure 3: GDP รายไตรมาสสหรัฐฯ (%QoQ, SAAR)



Source: Bureau of Economic Analysis

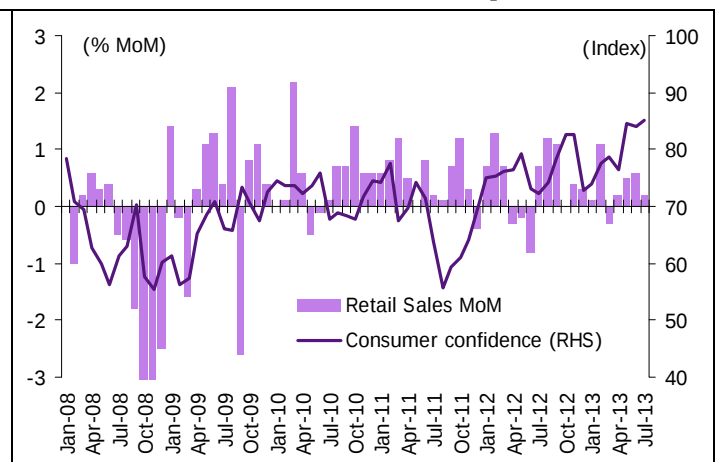
เศรษฐกิจสหรัฐฯ แสดงสัญญาณฟื้นตัวชัดเจนมากขึ้น ทั้งๆ ที่มีการตัดงบประมาณรายจ่ายตั้งแต่ต้นปี 2556 ภายใต้มาตรการตัดลดงบประมาณรายจ่ายโดยอัตโนมัติ ความเชื่อมั่นผู้บริโภคหลังเศรษฐกิจถดถอยยังคงอยู่ในระดับสูง แม้ผลการสำรวจดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคล่าสุดในเดือน ก.ย. (ข้อมูลเบื้องต้น) ระบุว่า ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคของสหรัฐฯ ลดลงมาอยู่ที่ 76.8 (ต่ำสุดนับตั้งแต่เดือน เม.ย.) จาก 82.1 ในเดือน ส.ค. ยอดค้าปลีกและยอดขายรถยนต์ขยายตัวต่อเนื่องโดยได้รับปัจจัยหนุนจากตลาดจ้างงานที่ปรับตัวดีขึ้น ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคการเกษตร (nonfarm payroll) ล่าสุดพบว่ามี การจ้างงานเพิ่มขึ้น 169,000 ตำแหน่งในเดือน ส.ค. ส่งผลทำให้การจ้างงานเฉลี่ยต่อเดือนในปี 2556 อยู่ที่ 180,000 ตำแหน่ง หรือเท่ากับประมาณ 2 ล้านตำแหน่ง/ปี นอกจากนี้ อัตราการว่างงานก็ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง แม้อัตราการปรับตัวลดลงล่าสุดที่ 7.3% ถูกระบุว่ามีส่วนหลักมาจากอัตราการมีส่วนร่วม (participation rate) ซึ่งวัดจากจำนวนผู้มีงานทำหรือหางานทำนั้นปรับลดลง

Figure 4: การจ้างงานนอกภาคการเกษตรและอัตราว่างงานสหรัฐฯ



Source: Bureau of Labor Statistics

Figure 5: ยอดค้าปลีกเทียบและดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคสหรัฐฯ



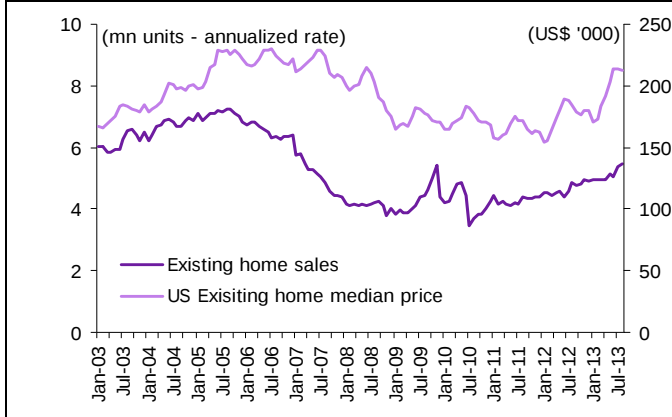
Source: US Census Bureau, University of Michigan

ข้อมูลเกี่ยวกับตลาดที่อยู่
อาศัยไม่ได้ส่งสัญญาณที่
ชัดเจน

ข้อมูลล่าสุดเกี่ยวกับตลาดที่อยู่อาศัยไม่ได้ส่งสัญญาณที่ชัดเจน แต่ยังเร็วเกินไปที่จะสรุปว่ามีความเสี่ยงที่การฟื้นตัวของตลาดที่อยู่อาศัยจะหยุดชะงัก ยอดขายบ้านมือสองเดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากสู่จำนวน 5.48 ล้านหลัง ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดในรอบ 6 ปีถ้าเราตัดเดือน พ.ย. 2552 ซึ่งเป็นช่วงที่ความต้องการซื้อบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้นชั่วคราวอันเป็นผลมาจากมาตรการลดหย่อนภาษี นอกจากนี้ ราคาบ้านมือสองก็อยู่ในระดับสูงที่สุดนับตั้งแต่เดือน มิ.ย. 2551 ในทางกลับกัน ยอดขายบ้านใหม่ปรับตัวลดลงอย่างมากจาก 455,000 หลัง สู่ 394,000 หลังในเดือน ก.ค. หรือ -13.4% MoM ขณะที่ราคากลางปรับตัวลดลงเล็กน้อยในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้านสหรัฐฯ ทรงตัวอยู่ที่ระดับ 58 ในเดือน ก.ย. ซึ่งเป็นระดับสูงที่สุดในรอบเกือบ 8 ปี ผลตอบแทน

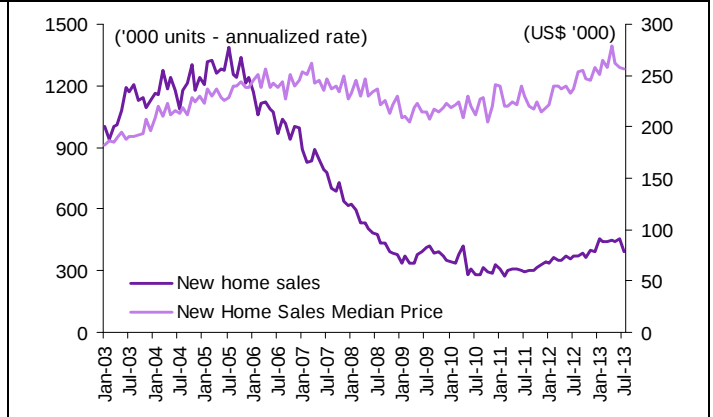
พันธบัตรปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในเดือนที่ผ่านมา จากการคาดการณ์ว่าเฟดจะปรับลดวงเงินมาตรการ QE3 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีอยู่ที่ 2.78% ณ สิ้นเดือน ส.ค. เพิ่มขึ้นจาก 2.49% เมื่อ 3 เดือนก่อน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อกำลังทยอยปรับตัวขึ้นที่ระยะเวลา 30 ปี มีความสัมพันธ์อย่างใกล้ชิดกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ดังนั้นอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อกำลังปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนที่ผ่านมา มาด้วยเช่นกัน ส่งผลทำให้หลายคนเริ่มสงสัยเกี่ยวกับความมั่นคงของการฟื้นตัวในตลาดที่อยู่อาศัย

Figure 6: ยอดขายและราคากลางบ้านมือสองสหรัฐ



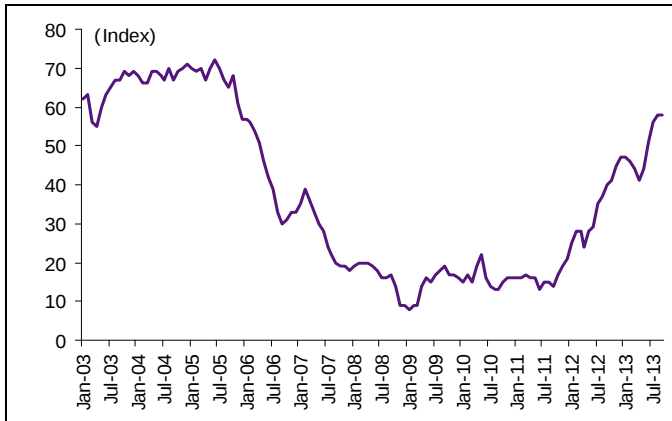
Source: National Association of Realtors

Figure 7: ยอดขายและราคากลางบ้านใหม่สหรัฐ



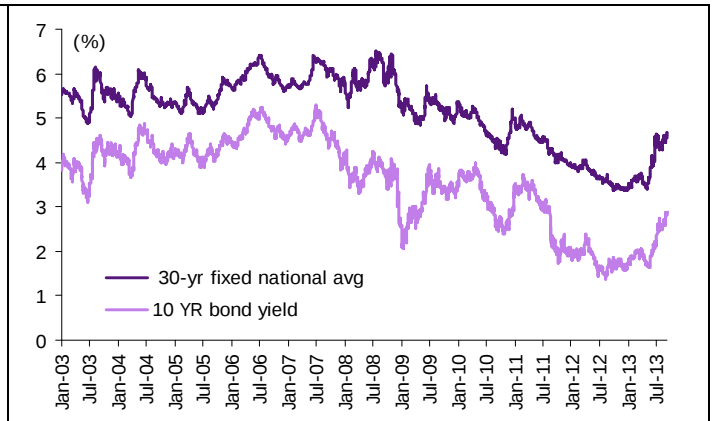
Source: US Census Bureau

Figure 8: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้สร้างบ้านสหรัฐ



Source: National Association of Home Builders

Figure 9: ผลตอบแทนพันธบัตรสหรัฐ



Source: Bloomberg, bankrate.com

มาตรการ QE ยังไม่ โอกาสถูกปรับลดลงได้

ในเดือน ก.ย. เฟดสร้างเซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการประกาศเดินหน้าใช้มาตรการผ่อนคลายเป็นวงกว้าง หรือ QE ด้วยการซื้อพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐ ในวงเงิน 4.5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือน และซื้อหลักทรัพย์ที่ได้รับการค้ำประกันจากสัญญาจำนอง หรือ MBS วงเงิน 4 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือน รวมเป็นวงเงินทั้งสิ้น 8.5 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือนต่อไป โดยให้เหตุผลถึงความกังวลเกี่ยวกับภาวะทางการเงินที่ตึงตัวขึ้นและผลกระทบทางการเงิน ซึ่งทำให้การชะลอมาตรการกระตุ้นทางการเงินกลายเป็นเรื่องของอนาคต อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการประชุมธนาคารกลางสหรัฐ (FOMC) ยังมีเหลืออีก 2 ครั้งในปี และตัวเลขเศรษฐกิจยังคงมีแนวโน้มที่สดใสในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า ทำให้คาดว่าเฟดจะปรับลดวงเงินมาตรการ QE ก่อนสิ้นปีนี้ โดยจะเริ่มที่การปรับลดวงเงินซื้อพันธบัตรก่อน

ปรน.สหรัฐฯ มีแนวโน้ม เสนอหรือประธานเฟดคน ใหม่ในไม่ช้า

มีเหตุการณ์สำคัญ 2 อย่างที่ต้องจับตาในระยะ 2-3 เดือนข้างหน้า เหตุการณ์แรก คือ การเสนอชื่อผู้ชิงตำแหน่งประธานเฟดคนใหม่ โดยคาดว่าประธานาธิบดีโอบาม่าจะเสนอรายชื่อผู้ชิงตำแหน่งประธานเฟดราวปลายก.ย. ถึงต้นต.ค. เพื่อให้วุฒิสภาพิจารณา ก่อนเบอร์นีย์จะหมดวาระในวันที่ 31 ม.ค. 2557 หลังนายแลร์รี ซัมเมอร์ส หนึ่งในตัวเก็งที่จะได้รับการเสนอชื่อเพื่อชิงตำแหน่งประธานเฟดของถอนตัว ทำให้ล่าสุดเหลือ นางเจนนิเฟอร์ เบลเลน รองประธานเฟดปัจจุบัน เป็นอีกตัวเก็งที่จะได้รับการเสนอชื่อ เหตุการณ์ที่สอง คือ การเจรจาขยายเพดานหนี้และการตัดลดงบประมาณรายจ่ายอัตโนมัติรอบต่อไปจะมีขึ้นในเดือน ต.ค. มาตรการตัดลดงบประมาณรายจ่ายอัตโนมัติราว 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐมีผลบังคับใช้ไปเรียบร้อยแล้วในปี และรอบใหม่มูลค่าประมาณ 9.1 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ จะมีผลบังคับใช้อีกครั้งในเดือน ม.ค. สำนักงบประมาณของสหรัฐ (CBO) คาดว่ามาตรการตัดลดงบประมาณรายจ่ายโดยอัตโนมัติรอบใหม่ จะส่งผลทำให้การจ้างงานปรับลดลง 1.6 ล้านตำแหน่งในปี 2557 ดังนั้นคาดว่าจะมีการถกเถียงเรื่องนี้กันในสภาสหรัฐในเดือนที่กำลังจะมาถึง ผลกระทบใดๆ ที่เกิดขึ้นกับตลาดน่าจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ เนื่องจากเราคาดว่าสหรัฐฯ จะพยายามหาทางออกที่ประนีประนอมเพื่อหลีกเลี่ยงไม่ให้เกิดวิกฤตงบประมาณเหมือนกับปี 2554

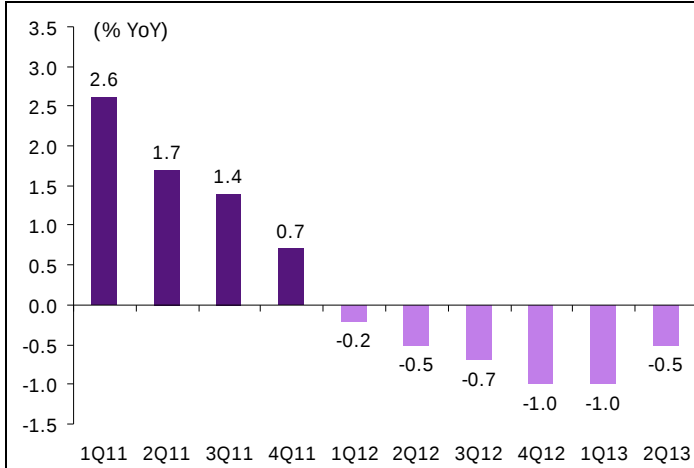
เพดานหนี้เป็นประเด็น สำคัญอีกอย่างหนึ่งที่ ต้องจับตา

ยูโรโซน

พบสัญญาณฟื้นตัวเป็นครั้งแรก

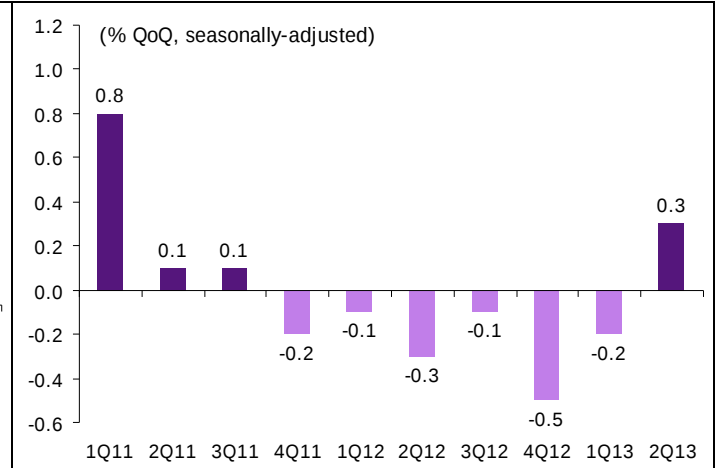
IMF ปรับประมาณการ GDP ของยูโรโซนลดลง 0.2% สู่ -0.6% ในปี 2556 และลดลง 0.1% สู่ +0.9% ในปี 2557 การปรับลดประมาณการเกิดขึ้นในเศรษฐกิจของประเทศสำคัญส่วนใหญ่ (เยอรมนีถูกปรับประมาณการ GDP ลดลง -0.2% ฝรั่งเศสกับอิตาลีลดลง -0.3% ในขณะที่สเปนไม่เปลี่ยนแปลง) ตัวเลข GDP ไตรมาส 2/56 ของกลุ่มประเทศยูโรออกมาที่ -0.5% YoY เทียบกับ -1.0% ในไตรมาส 1/56 ขณะที่อัตราเติบโตปรับฤดูกาลเทียบ QoQ ต่ำกว่ามาก โดย GDP ไตรมาส 2/56 กลับมามีอัตราเติบโตเป็นบวกครั้งแรกที่ 0.3% QoQ หลังจากหดตัวลงติดต่อกัน 6 ไตรมาส

Figure 10: GDP รายไตรมาสยูโรโซน (%YoY)



Source: Eurostat

Figure 11: GDP รายไตรมาสยูโรโซน (%QoQ, SA)

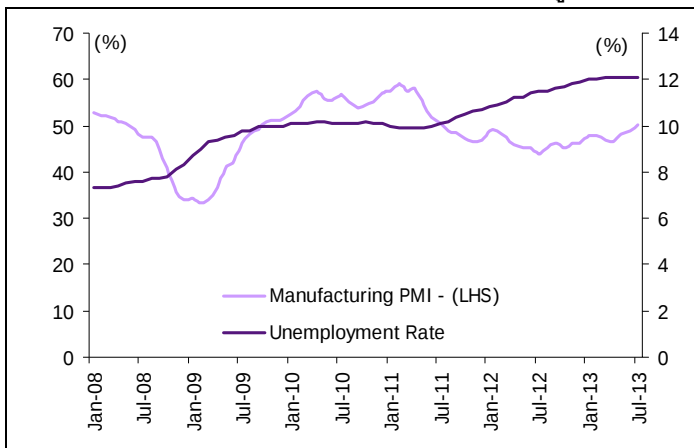


Source: Eurostat

เครื่องชี้เศรษฐกิจยังคงเปราะบาง

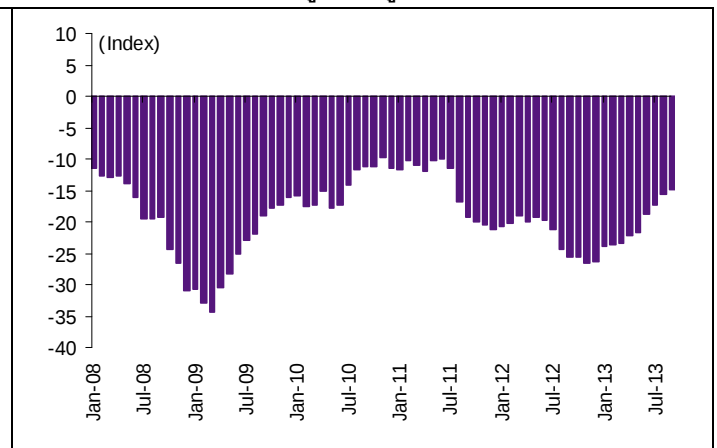
ดัชนี PMI ภาคการผลิตล่าสุดอยู่ที่ 51.4 ในเดือน ส.ค. สูงกว่าระดับ 50 (สะท้อนถึงการขยายตัว) เป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกันและปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจากระดับต่ำสุดที่ 46.7 ในเดือน เม.ย. อย่างไรก็ตาม แม้ตัวเลขดังกล่าวเริ่มส่งสัญญาณถึงการปรับตัวดีขึ้น แต่เครื่องชี้เศรษฐกิจโดยรวมของยูโรโซนยังอ่อนแอ อัตราการว่างงานอยู่ที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 12.1% และดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังอยู่ในแดนลบที่ -14.9 ในเดือน ก.ย. (แม้ว่าจะติดลบน้อยที่สุดนับตั้งแต่เดือน ก.ค. 2554)

Figure 12: อัตราการว่างงานและดัชนี PMI ภาคการผลิตยูโรโซน



Source: Eurostat

Figure 13: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคยูโรโซน



Source: European Commission

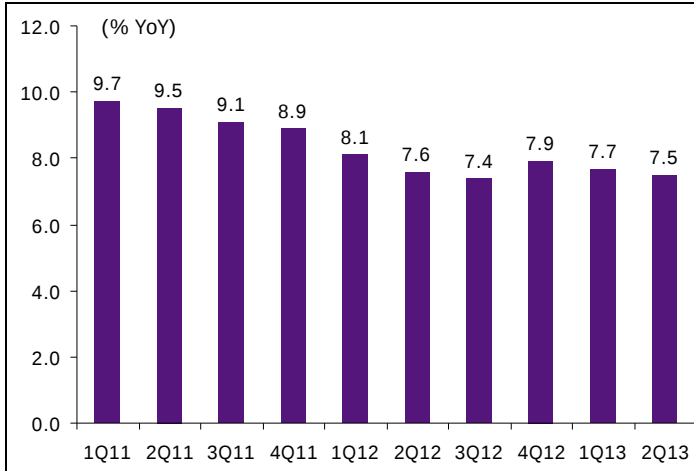
หนึ่งในความกังวลหลักๆ ที่ยังคงเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจยูโรโซน คือ ระบบธนาคาร การเติบโตของสินเชื่อระดับต่ำและการปล่อยสินเชื่อที่ปรับตัวแย่งยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงในการลงทุนทำธุรกิจ และขัดขวางการฟื้นตัวของตลาดจ้างงาน ความสำเร็จในการจัดตั้งสหภาพธนาคารยุโรป (European Banking Union) เป็นสิ่งสำคัญที่จะฟื้นฟูความเชื่อมั่นในระบบธนาคารกลับมา เราคาดว่ากรอบปฏิรูปธนาคารจะมีความคืบหน้ามากขึ้น เพราะการเลือกตั้งในเยอรมนีสิ้นสุดลงแล้ว อย่างไรก็ตาม ผู้นำยุโรปจะมีเวลาเหลือไม่มากนักเพื่อหาบทสรุปว่าใครจะเป็นผู้ที่มีอำนาจตัดสินใจและจะจัดหาเงินมาจากที่ไหนก่อนที่จะถึงสิ้นปีนี้ ถ้าคณะกรรมการยุโรป (European Commission) เริ่มปฏิบัติหน้าที่กำกับดูแลธนาคาร 130 แห่งในเดือน ต.ค. 2557 ตามแผนเดิมที่วางไว้

จีน

“ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเล็กน้อย” ดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่จัดการได้

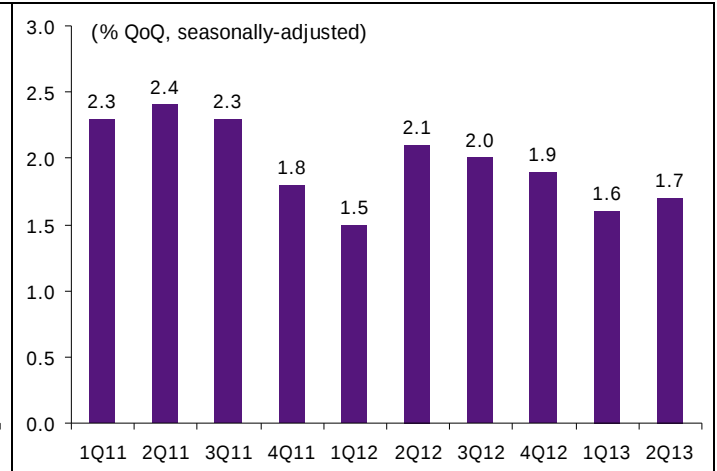
IMF ปรับประมาณการ GDP จีนลดลง 0.3% สู่ 7.8% ในปี 2556 และลดลง 0.6% สู่ 7.7% ในปี 2557 ตัวเลข GDP ไตรมาส 2/56 ของจีนเติบโต 7.5% YoY เทียบกับ 7.7% ในไตรมาส 1/56 ขณะที่ GDP ปรับฤดูกาลมีอัตราเติบโตอยู่ที่ 1.7% QoQ ในไตรมาส 2/56 เพิ่มขึ้นจาก 1.6% QoQ ในไตรมาส 1/56 ดังนั้น “ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวเล็กน้อย” ดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่จัดการได้

Figure 14: GDP รายไตรมาสจีน (%YoY)



Source: National Bureau of Statistics

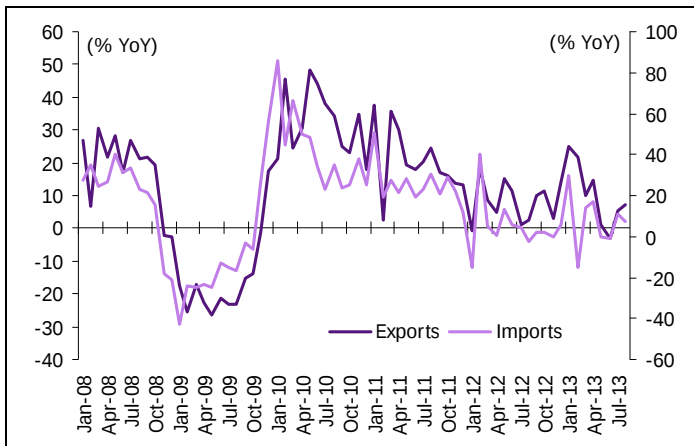
Figure 15: GDP รายไตรมาสยุโรป (%QoQ, SA)



Source: National Bureau of Statistics

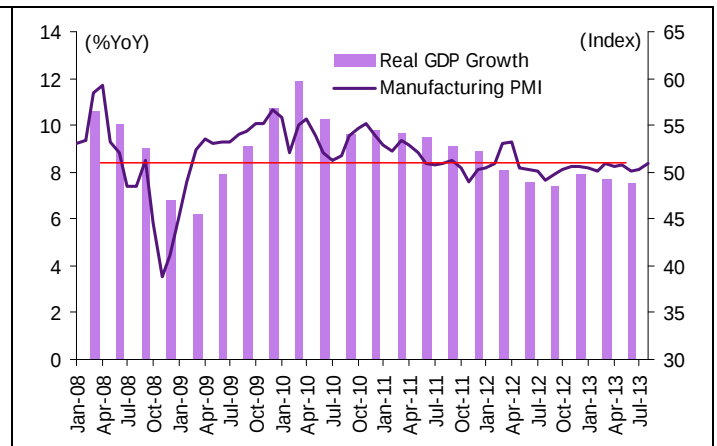
เครื่องชี้เศรษฐกิจล่าสุดบ่งบอกว่าเศรษฐกิจขนาดใหญ่เป็นอันดับสองของโลกกลับมาเติบโตเพิ่มขึ้นอีกครั้ง การปรับตัวดีขึ้นส่วนใหญ่ได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ภายนอกประเทศและนโยบายสนับสนุนภายในประเทศ ท่ามกลางนโยบายอัตราดอกเบี้ยกึ่งยี่สิบระหว่างธนาคารที่เข้มงวดมากขึ้นในเดือน มิ.ย. การส่งออกเดือน ส.ค. ขยายตัว 7.2% YoY สูงกว่าตลาดคาดที่ 5.1% และสูงกว่าเดือนก่อนหน้า 5.1% นอกจากนี้ยอดค้าปลีกก็ขยายตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 13.4% ในเดือน ส.ค. สูงที่สุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2555 ในขณะที่ตัวเลขดัชนี PMI ภาคการผลิตยังคงอยู่สูงกว่า 50 โดยล่าสุดอยู่ที่ 51 ในเดือน

Figure 16: อัตราเติบโตของการส่งออกและการนำเข้าจีน



Source: National Bureau of Statistics

Figure 17: Real GDP และ PMI ภาคการผลิตของจีน



Source: CFLP

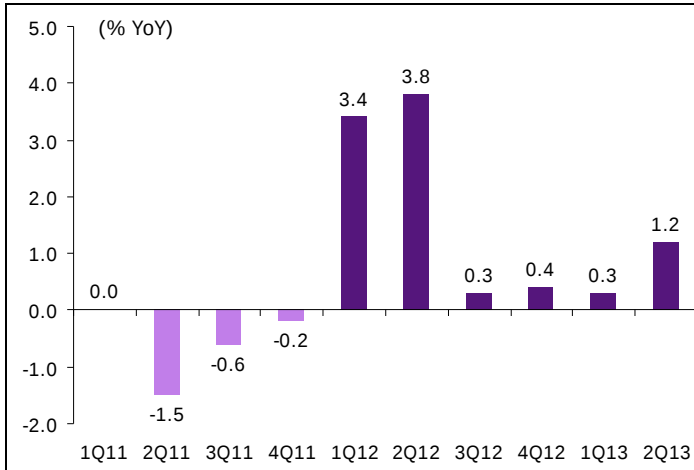
การปฏิรูปเศรษฐกิจจีน
เป็นเหตุการณ์สำคัญที่
ต้องจับตา

นอกจากนี้ก็มีการปรับเปลี่ยนนโยบายทางโครงสร้างเชิงบวกในเดือนที่ผ่านมา ด้วย เนื่องจากผู้นำจีนเริ่มเดินทางเปิดเสรีทางเศรษฐกิจ เช่น การปรับลดภาษีลงเมื่อไม่นานนี้ การผลักดันให้มีการเปิดเขตการค้าเสรีเซี่ยงไฮ้ และการยกเลิกอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ขึ้นต่ำ ในอนาคต รัฐบาลจีนจะจัดประชุมเรื่องการปฏิรูปเศรษฐกิจในเดือน พ.ย. การประชุมครั้งนี้จะมีสมาชิกคณะกรรมการกลางพรรคคอมมิวนิสต์ทั้ง 200 คนรวมตัวกันครบเป็นครั้งที่ 3 นับตั้งแต่มีการเปลี่ยนถ่ายอำนาจผู้นำในปีที่ผ่านมา เพื่อหารือเกี่ยวกับนโยบายสำคัญ เพื่อส่งเสริมให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้น โดยแผนหลักๆ คือ การแปรรูปรัฐวิสาหกิจ รวมถึงราคาทรัพยากร และการครอบครองอสังหาริมทรัพย์ ในงานประชุมทางเศรษฐกิจเมื่อไม่นานนี้ นายหลี่ เค่อเฉียง ก็ได้พูดถึงการผลักดันให้มีการเดินทางปฏิรูปภาคการเงิน ซึ่งอาจจะรวมถึงการเปิดโอกาสให้เอกชน (แต่ไม่ใช่ต่างชาติ) เข้ามาลงทุนในภาคการเงินมากขึ้น และหันมาใช้อัตราดอกเบี้ยที่อิงกับตลาดและระบบอัตราแลกเปลี่ยนลอยตัวเสรี ดังนั้นการประชุมครั้งนี้จะเป็นหนึ่งในเหตุการณ์สำคัญที่ต้องจับตา เนื่องจากประเทศจีนจะต้องเดินทางครั้งสำคัญสู่การปรับสมดุลเศรษฐกิจ

ญี่ปุ่น

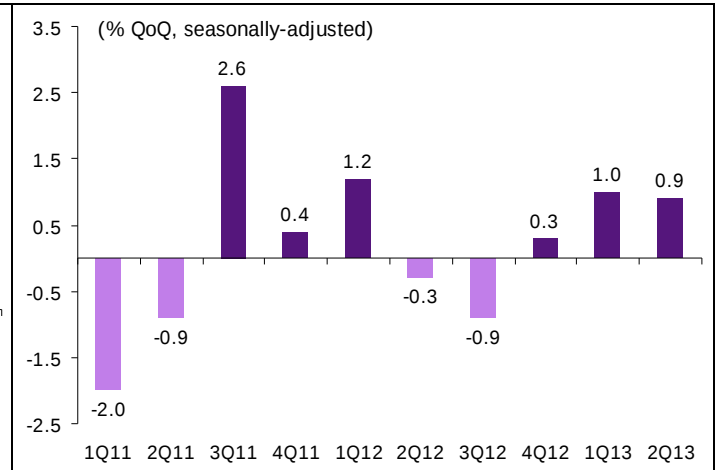
ญี่ปุ่นเป็นหนึ่งในไม่กี่ประเทศที่ IMF ปรับประมาณการ GDP ปี 2556 ที่ 2.0% YoY เพิ่มขึ้น 0.5% อย่างไรก็ตาม IMF ปรับประมาณการ GDP ปี 2557 ของญี่ปุ่นลดลง 0.3% สู่ 1.2% ตัวเลข GDP ไตรมาส 2/56 ของญี่ปุ่นเติบโต 1.2% YoY ในไตรมาส 2/56 เทียบกับ 0.3% ในไตรมาส 1/56 ขณะที่ GDP ปรับฤดูกาลมีอัตราเติบโตอยู่ที่ 0.9% QoQ ในไตรมาส 2/56 หรือคิดเป็นอัตราเติบโตรายปีที่ 3.6% สะท้อนถึงแนวโน้มที่เศรษฐกิจญี่ปุ่นจะเติบโตในอัตราเร่งในช่วงครึ่งหลังของปี 2556

Figure 18: GDP รายไตรมาสญี่ปุ่น (%YoY)



Source: Economic and Social Research Institute Japan

Figure 19: GDP รายไตรมาสญี่ปุ่น (%QoQ, SA)

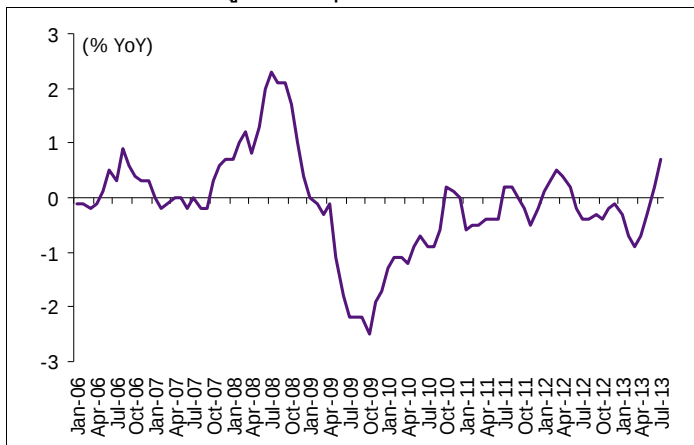


Source: Economic and Social Research Institute Japan

นโยบาย “อาเบะโนมิกส์”
ดูเหมือนจะประสบ
ความสำเร็จในการกระตุ้น
เศรษฐกิจ

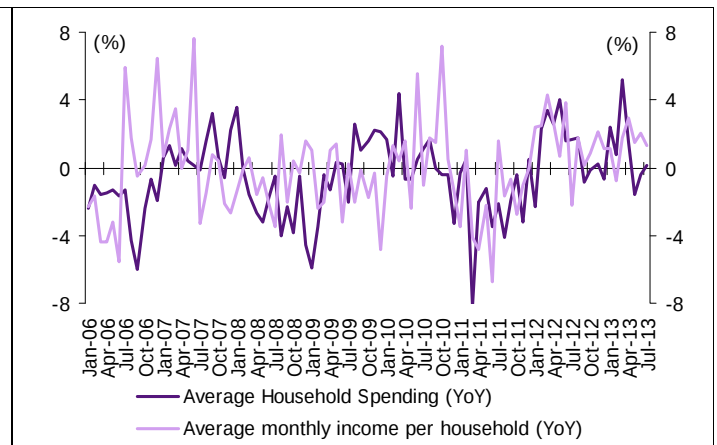
เครื่องชี้เศรษฐกิจล่าสุดส่งสัญญาณว่าเศรษฐกิจญี่ปุ่นอาจจะกำลังจะหลุดพ้นจากภาวะเงินฝืดที่เกิดขึ้นมานานถึง 15 ปี และบ่งชี้ว่าผลของนโยบาย “อาเบะโนมิกส์” เริ่มปรากฏให้เห็นแล้ว ในขณะที่ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.7% ในเดือน ก.ค. เริ่มมุ่งหน้าสู่ทิศทางที่จะบรรลุเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อที่รัฐบาลวางไว้ที่ 2% ภายใน 2 ปี การปรับตัวเพิ่มขึ้นของ GDP ส่วนใหญ่ได้รับการสนับสนุนจากการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่สูงขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ที่เพิ่มสูงขึ้นและอัตราการว่างงานที่ลดลง รวมถึงผลผลิตภาคโรงงานที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ความเชื่อมั่นผู้บริโภคยังลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 2 จาก 43.6 ในเดือน ก.ค. สู่ 43 ในเดือน ส.ค. หลังจากปรับขึ้นมาตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2555 ท่ามกลางความวิตกกังวลที่มีมากขึ้นต่อราคาไฟฟ้าที่สูงขึ้นและการขึ้นภาษีการบริโภค นอกจากนี้การนำเข้าพลังงานเพิ่มขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากการปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ (แห่งสุดท้ายปิดไปเมื่อเดือน ส.ค.) ยังส่งผลทำให้ญี่ปุ่นมีขาดดุลการค้าติดต่อกันเป็นเดือนที่ 13 ด้วย ทั้งๆ ที่ปริมาณส่งออกเพิ่มขึ้น

Figure 20: ดัชนีราคาผู้บริโภคญี่ปุ่น



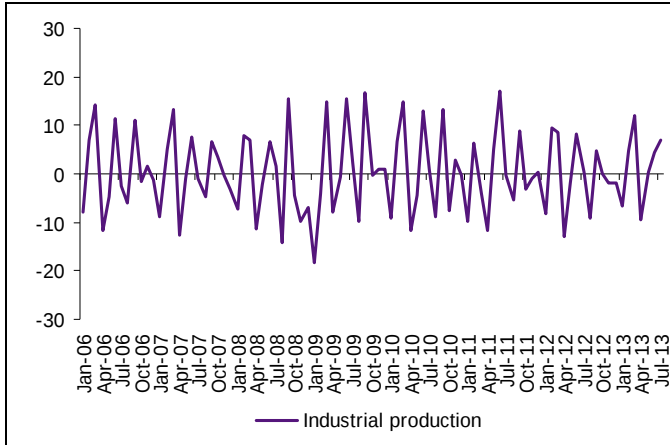
Source: Ministry of Internal Affairs & Communications

Figure 21: ยอดการใช้จ่ายภาคครัวเรือนเทียบกับรายได้โดยเฉลี่ย



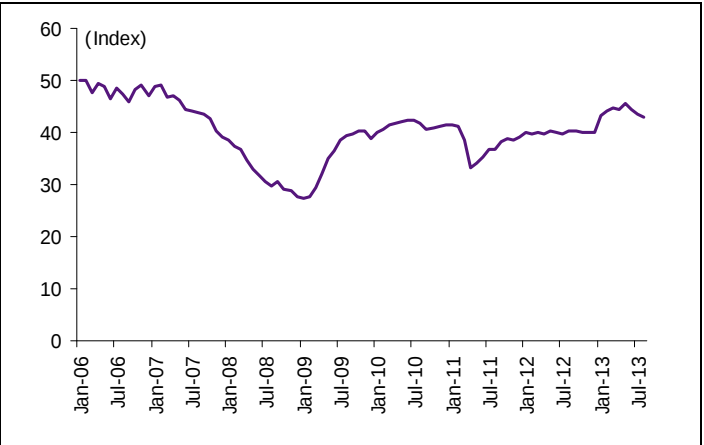
Source: Ministry of Internal Affairs & Communications

Figure 22: ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมญี่ปุ่น



Source: Ministry of Economy Trade & Industry Japan

Figure 23: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคญี่ปุ่น



Source: Economic & Social Research Institute

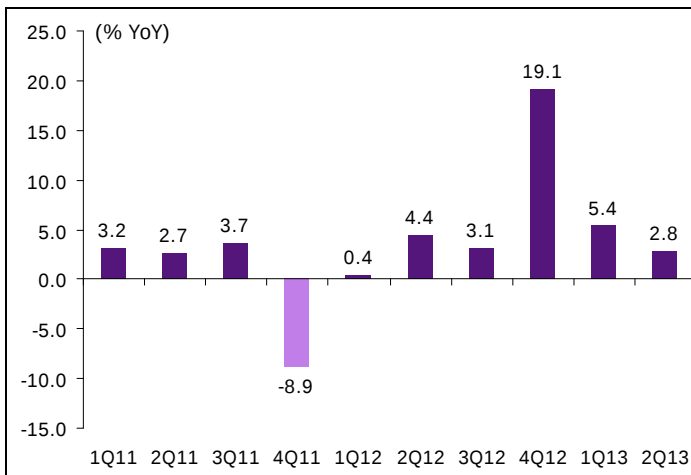
ตัวเลขเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ตอกย้ำโอกาสที่รัฐบาลญี่ปุ่นจะปรับขึ้นภาษีการขายที่คาดว่าจะประกาศอย่างเป็นทางการในวันที่ 1 ต.ค.นี้ แผนของรัฐบาลญี่ปุ่นที่จะขึ้นภาษีการขายจาก 5% เป็น 8% นับตั้งแต่เดือน เม.ย. 2557 เป็นต้นไป และหลังจากนั้นก็ปรับภาษีการขายขึ้นอีกสู่ 10% ภายในเดือน ต.ค. 2558 ได้ก่อให้เกิดความกังวลว่าจะส่งผลกระทบทำให้เศรษฐกิจที่เพิ่งแสดงสัญญาณฟื้นตัวหยุดชะงัก อย่างไรก็ตาม รัฐบาลญี่ปุ่นแย้งว่าการจัดเก็บภาษีเพิ่มขึ้นจะช่วยแก้ปัญหาหนี้สาธารณะของประเทศที่ปัจจุบันอยู่ในระดับสูงถึง 215% ของ GDP และรายจ่ายด้านสวัสดิการที่สูงขึ้น นอกจากนี้ การที่ญี่ปุ่นได้รับเลือกให้เป็นเจ้าภาพจัดการแข่งขันโอลิมปิกปี 2020 ก็จะช่วยกระตุ้นการลงทุนและการใช้จ่ายภาคเอกชนในประเทศญี่ปุ่นด้วย ดังนั้น เนื่องจากการขึ้นภาษีการขายมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นตามแผน เราจึงคาดว่าธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) จะใช้นโยบายแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจไทย

“ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค”

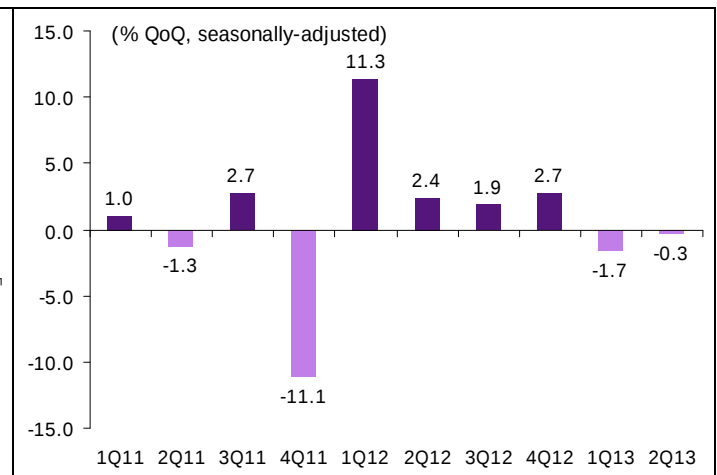
GDP ไตรมาส 2/56 ของประเทศไทยเติบโต 2.8% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 2 และชะลอตัวลงอย่างมากจากที่เติบโต 5.4% YoY ในไตรมาส 1/56 นอกจากนี้ GDP ไตรมาส 2/56 ยังหดตัวลง QoQ ติดต่อกัน 2 ไตรมาสเช่นเดียวกัน โดยอยู่ที่ -0.3% QoQ (จาก -1.7% ในไตรมาส 1/56) ซึ่งบ่งบอกว่าประเทศไทยได้เข้าสู่ “ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค” แล้ว ทั้งนี้ นอกเหนือจากการใช้จ่ายภาคเอกชนที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องแล้ว การส่งออกของไทยก็เป็นปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่ส่งผลกระทบทำให้ GDP เติบโตต่ำกว่าคาดด้วย SCB EIC (ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์) ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2556 ของประเทศไทยลดลงจาก 5.0% สู่ 3.4% และคาดว่า GDP จะเติบโตเร่งตัวขึ้นสู่ 4.5% ในปี 2557

Figure 24: GDP รายไตรมาสไทย (%YoY)



Source: NESDB

Figure 25: GDP รายไตรมาสไทย (%QoQ, SA)



Source: NESDB

การใช้จ่ายภายในประเทศที่ต่ำกว่าคาดทำให้ตอนนี้ SCB EIC คาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจาก 2.50% ในปัจจุบัน สู่ 2.25% ก่อนสิ้นปีนี้ แต่หลังจากนั้นก็จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายกลับขึ้นมายุ่งที่ 2.50% ภายในสิ้นปีหน้า สำหรับอัตราแลกเปลี่ยน SCB EIC คาดการณ์อัตราแลกเปลี่ยนที่ 32 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้นปีนี้ และ 31-32 บาท/ดอลลาร์สหรัฐภายในสิ้นปีหน้า

Figure 26: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Indicators	Unit	Actual		SCB EIC forecast			
		2012	1H13	3Q13	4Q13	2013	2014
Economic Growth (GDP)	%YOY	6.4	4.1	3.2	2.2	3.4	4.5
Headline Inflation	%YOY	3.0	2.7	1.8	2.0	2.3	2.6
Core Inflation	%YOY	2.1	1.2	0.7	0.8	1.0	1.0
Policy Rate (RP-1D) (end of period)	%p.a.	2.75	2.50	2.50	2.25	2.25	2.50
THB/USD (end of period)	THB/USD	30.6	31.1	32.0	32.0	32.0	31-32

Source: SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ความผิดหวังส่งผลทำให้ SCBS ปรับประมาณการลดลง

กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 1.32 แสนล้านบาทในไตรมาส 2/56 เพิ่มขึ้น 20% YoY ส่งผลทำให้กำไรสุทธิในงวดครึ่งแรกปี 56 มีจำนวนรวม 3.46 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 14% YoY ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้านี เราคาดการณ์ไว้ว่ากำไรสุทธิไตรมาส 2/56 จะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น YoY เนื่องจากอัตราเติบโต YoY ของกำไรสุทธิไตรมาส 1/56 ได้รับผลกระทบจากฐาน หรือ base effect (การขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำของประเทศไทยมีผลบังคับใช้ตอนต้นไตรมาส 2/55) อย่างไรก็ตาม อัตราเติบโต YoY ของกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ออกมาต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิทั้งปี 2556 ของเราลดลงจาก 22.3% เหลือ 17.5% การปรับลดประมาณการของเราเป็นไปในทิศทางเดียวกับตัวเลข GDP ที่ต่ำกว่าคาด ส่วนปี 2557 เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนโดยรวมจะเติบโต 17%

Figure 27: Sector valuation and forecasts

	PE (x)			NP growth (%)			Core PE (x)			CP growth (%)			PBV (x)			ROE (%)		
	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
Agribusiness	265.6	11.1	8.8	(1)	23	25	265.6	11.1	8.8	(1)	23	25	1.93	1.72	1.51	1	16	18
Automotive	8.9	9.6	8.0	115	(7)	21	9.5	9.5	8.0	72	(0)	19	1.53	1.38	1.24	17	15	16
Banking	13.2	10.9	9.3	24	21	17	13.2	10.9	9.3	24	21	17	1.88	1.68	1.49	15	16	17
Commerce	32.3	28.4	20.8	31	14	36	32.3	28.4	20.8	31	14	37	9.16	8.34	6.93	31	31	36
Construction Materials	23.2	15.9	13.9	(30)	46	14	23.1	16.5	13.9	(15)	40	18	2.73	2.54	2.32	12	16	17
Electronic Components	10.7	8.1	9.5	39	33	(15)	18.6	11.5	9.5	17	50	21	1.77	1.54	1.42	10	14	16
Energy & Utilities	10.5	9.7	8.7	4	4	12	10.9	9.9	8.7	2	6	13	1.46	1.33	1.20	14	14	15
Finance & Securities	16.1	8.7	10.1	nm	85	(13)	16.1	8.7	10.1	129	85	(13)	2.50	2.13	2.01	16	26	21
Food & Beverage	13.4	18.7	12.7	11	(28)	47	30.2	29.6	12.7	(44)	2	132	2.03	1.89	1.76	8	7	14
Health Care Services	24.5	28.6	23.9	73	(14)	20	32.5	28.6	23.9	43	14	20	5.55	4.98	4.44	22	19	21
ICT	28.3	25.0	20.0	5	13	25	27.7	25.0	20.0	19	11	25	8.14	8.41	9.21	31	31	35
Insurance	nm	13.9	13.5	nm	nm	3	nm	13.9	13.5	nm	nm	3	3.96	3.14	2.60	(6)	25	21
Media & Publishing	21.5	18.9	17.8	30	14	6	21.7	19.3	17.8	29	13	8	6.97	6.51	6.29	33	35	36
Petrochemicals & Chemicals	11.1	11.0	8.8	(15)	1	25	13.0	11.2	8.8	(22)	16	28	1.46	1.35	1.22	12	12	15
Property Development	16.2	11.1	10.7	38	46	4	17.4	13.1	10.7	58	33	22	2.73	2.29	2.04	17	19	20
Tourism & Leisure	35.2	23.4	27.0	62	50	(13)	47.8	34.3	27.0	93	40	27	4.42	3.96	3.64	11	12	14
Transportation & Logistics	20.3	22.1	15.2	nm	(23)	0	59.4	30.3	21.9	nm	80	33	1.84	1.64	1.52	3	6	7
SCBS Universe	16.0	13.6	11.6	13	17	17	18.5	14.9	12.4	7	24	21	2.32	2.10	1.89	14	16	17

Source: SCBS Investment Research

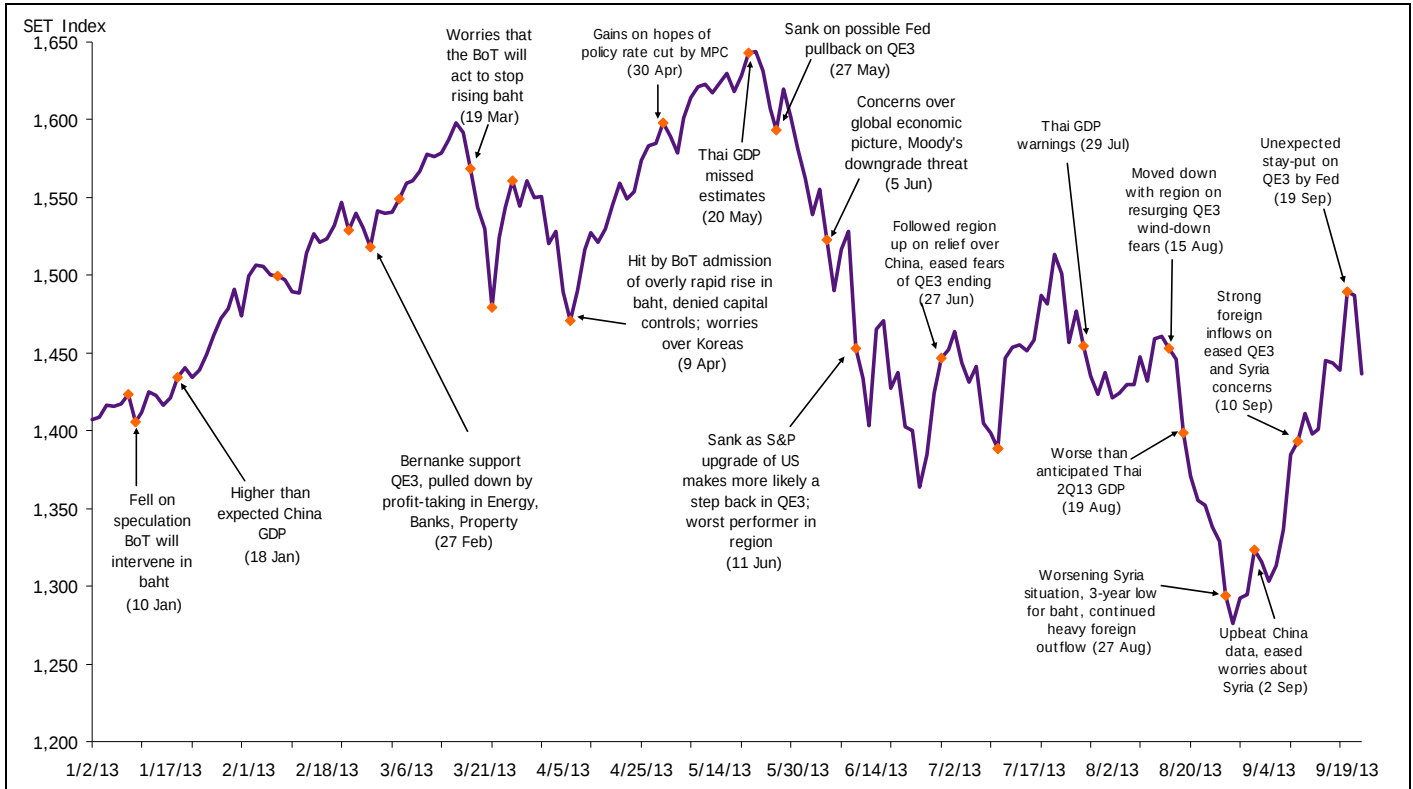


แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 4/56 และกลยุทธ์การลงทุน

ตลาดหุ้นไทยผันผวนสูง
ในไตรมาส 3/56...

ตลาดหุ้นไทยผันผวนรุนแรงต่อเนื่องในไตรมาส 3/56 โดย SET index เริ่มต้นไตรมาส 3/56 ด้วยการปรับตัวลดลงในช่วงสั้นๆ สู่ระดับ 1,388 จุด ก่อนปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 1,513 จุดเมื่อปลายเดือน ก.ค. แต่อีก 4 สัปดาห์ถัดมา SET index ร่วงลง 16% ทำจุดต่ำสุดใหม่ของปีนี้ที่ 1,275 จุด และในช่วงนี้ก็มีมีการประกาศตัวเลขเศรษฐกิจไตรมาส 2/56 ที่น่าผิดหวัง ซึ่งบ่งชี้ว่าเศรษฐกิจไทยได้เข้าสู่ “ภาวะถดถอยทางเทคนิค” แล้ว

Figure 28: สรุปเหตุการณ์ในตลาดหุ้นไทย



Source: SCBS Investment Research

...แต่น่าจะผันผวนน้อยลง
ในไตรมาส 4/56

ปรับเป้า SET index ใหม่
เป็น 1,450 จุด ณ สิ้นปี
2556 และ 1,675 จุด ณ
สิ้นปี 2557

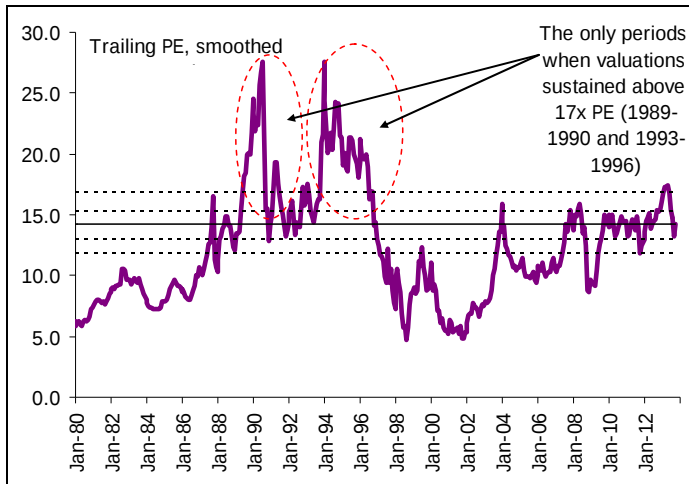
การปรับประมาณการกำไรลดลงส่งผลทำให้ปัจจุบันประมาณการ EPS ที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ 101 บาทในปี 2556 และ 118 บาทในปี 2557 ซึ่งสะท้อนว่าตลาดหุ้นไทยกำลังซื้อขายที่ PE ระดับ 14.1 เท่าในปี 2556 และ 12.0 เท่าในปี 2557 ส่งผลทำให้เป้า SET index ของเราปรับลดลงมาอยู่ที่ 1,450 จุด ณ สิ้นปี 2556 และ 1,675 จุด ณ สิ้นปี 2557 ซึ่งชี้ให้เห็นว่า Valuation ในระยะสั้นอยู่ที่ระดับเหมาะสมแล้ว แม้มีเหตุการณ์เศรษฐกิจที่สำคัญๆ หลายอย่างรออยู่ข้างหน้า (การลดวงเงินมาตรการ QE การเจรจาขยายเขตแดนหนึ่งของสหรัฐฯ และประธานเฟดคนใหม่) แต่เราเชื่อว่าการคาดการณ์เกี่ยวกับเหตุการณ์เหล่านี้ไปเรียบร้อยแล้ว ดังนั้นตลาดน่าจะไม่มีปฏิกิริยาตอบสนองต่อเหตุการณ์เหล่านี้มากนัก ทำให้เราคาดว่าตลาดจะมีความผันผวนลดน้อยลงลงไตรมาส 4/56

Figure 29: การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเป้า SET index

	2013				2014			
	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dec-13	Mar-14	Jun-14	Sep-14	Dec-14
Index EPS	89	93	97	101	105	109	113	118
SET index								
@11.8x	1,060	1,100	1,140	1,190	1,240	1,290	1,340	1,390
@13.1x	1,170	1,220	1,260	1,310	1,370	1,430	1,480	1,540
@14.3x	1,280	1,330	1,380	1,440	1,500	1,560	1,620	1,680
@15.3x	1,370	1,420	1,480	1,540	1,600	1,670	1,730	1,800
@16.8x	1,500	1,560	1,620	1,690	1,760	1,830	1,900	1,970

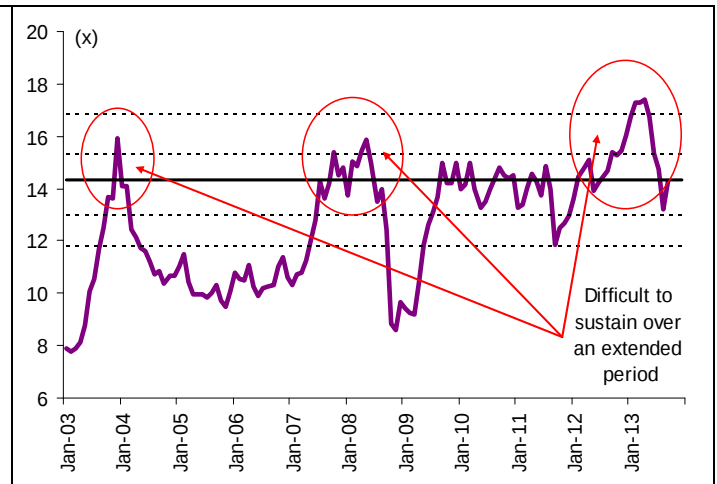
Source: SCBS Investment Research

Figure 30: SET historical valuation (1975-2013)



Source: SCBS Investment Research

Figure 31: SET historical valuation (2000-2013)



Source: SCBS Investment Research

Top picks ไตรมาส 4/56

ความมั่นใจในพล
ประกอบการเป็นปัจจัย
สำคัญที่ใช้เลือกหุ้นใน
ไตรมาส 4/56

ในขณะที่การทะยานขึ้น 9.5% ของตลาดหุ้นไทยตั้งแต่ต้นเดือน ก.ย. น่าจะมีโมเมนตัมบวกต่อเนื่องมาถึงไตรมาส 4/56 แต่เราคาดว่าอย่างที่สุดตลาดก็จะมองบวกเชิงระมัดระวังและ upside ในระยะสั้นของตลาดก็จะมีค่อนข้างจำกัด ทั้งนี้เป็นเพราะตลาดหุ้นไทยไม่ได้ถูกอึกต่อไป และความทรงจำเมื่อครั้งที่ตลาดปรับตัวลงแรงถึง 22% ในช่วงเดือน พ.ค.-ส.ค. ก็ยังไม่เลือนหายไป ในภาวะตลาดเช่นนี้เปิดโอกาสให้รับความเสี่ยงได้มากขึ้น แต่ความมั่นใจในผลประกอบการเป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากเศรษฐกิจต่างประเทศมีแนวโน้มที่ดีกว่าเศรษฐกิจในประเทศ ดังนั้นการคิดวิเคราะห์อย่างละเอียดจึงนำมาซึ่งความมั่นใจในแนวโน้มผลประกอบการของหุ้นดังต่อไปนี้: พลังงาน (BANPU และ PTTEP), ธุรกิจการเกษตร (CPF และ GFPT), ท่องเที่ยว (AOT และ CENTEL), และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (DELTA)

- **AOT** ความต้องการเดินทางอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลอุตสาหกรรมระยะหลังนี้
- **BANPU** แนวโน้มราคาถ่านหินปรับตัวดีขึ้น ราคาหุ้นมีโมเมนตัมเป็นบวก
- **CENTEL** ความต้องการเดินทางอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลอุตสาหกรรมระยะหลังนี้
- **CPF** วัฏจักรราคาไก่เนื้อกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น
- **DELTA** เติบโตตามอุปสงค์ชิ้นส่วนที่เกี่ยวข้องกับ cloud computing อย่างต่อเนื่อง
- **GFPT** วัฏจักรราคาไก่เนื้อกลับสู่แนวโน้มขาขึ้น
- **PTTEP** downside ของราคาน้ำมันมีจำกัด ปัจจัยลบเฉพาะตัวหมดไป

Figure 32: 4Q13 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
AOT	Buy	181.00	235.0	31.3	37.3	25.7	20.5	69.2	44.9	25.2	3.32	2.94	2.68	9.2	12.1	13.6	1.0	1.5	1.5	16.5	14.4	12.9
BANPU	Buy	293.00	400.0	40.3	13.8	11.0	8.2	(33.2)	26.1	33.6	0.97	0.94	0.88	7.3	8.7	11.1	6.1	3.8	4.8	6.4	7.4	5.4
CENTEL	Buy	36.50	44.0	21.8	42.1	30.9	25.2	93.2	36.1	22.9	5.05	4.60	4.15	14.8	15.6	17.3	0.8	1.3	1.6	19.3	14.8	12.9
CPF	Buy	24.90	35.0	43.6	49.1	40.4	10.7	(73.6)	21.5	278.5	1.52	1.74	1.62	4.2	3.8	13.8	4.4	3.0	5.2	18.3	17.3	9.7
DELTA	Buy	45.50	56.0	28.8	13.5	11.1	10.0	58.8	21.7	11.2	2.52	2.31	2.10	19.8	21.7	22.0	5.3	5.7	6.2	8.8	7.3	6.3
GFPT	Buy	8.65	12.0	41.4	265.6	11.1	8.8	(96.6)	2,299.1	25.1	1.93	1.72	1.51	0.7	16.4	38.8	0.0	2.7	3.4	14.4	8.9	7.8
PTTEP	Buy	169.50	210.0	27.9	8.8	10.0	9.3	35.9	(12.4)	8.0	2.05	1.81	1.62	24.5	19.2	18.4	3.4	4.0	4.3	4.8	4.1	3.9
Average					70.2	21.7	13.9	2.9	408.2	66.1	2.55	2.38	2.15	9.3	13.1	19.4	2.9	3.0	3.8	13.9	11.7	9.2

Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



Top Picks



This page is left blank intentionally



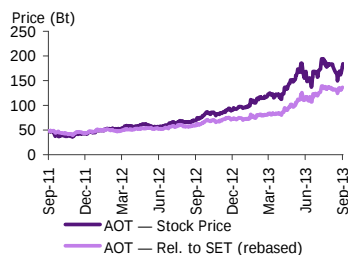
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	181.00
12-m target price (Bt)	235.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.83
Mkt cap (Btbn)	258.57
Mkt cap (US\$mn)	8,258

Bloomberg code	AOT TB
Reuters code	AOT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	2.06
Sector % SET	4.85
Shares issued (mn)	1,429
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	205 / 74.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	22.11
Foreign limit / actual (%)	30 / 12
Free float (%)	30.0
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	10.0	29.7	133.5
Relative to SET	3.2	26.7	112.1

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสราร, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ตัวแทนหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว

AOT เป็นตัวแทนที่ดีที่สุดของหุ้นที่จะได้ประโยชน์จากช่วง **high season** ของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว โดยหลังจากปริมาณผู้โดยสารเติบโตเป็นตัวเลขสองหลักมาตั้งแต่ปีบัญชี 2553 (ยกเว้นปีบัญชี 2555 ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม) ปริมาณการจราจรของ AOT จะเติบโตสูงอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้นของสายการบินต้นทุนต่ำ การเร่งขยายฝูงบินของสายการบินในประเทศไทย และการขยายความสามารถในการรองรับผู้โดยสารของ AOT เองในปีบัญชี 2557 ปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกอีกอย่างหนึ่ง คือ แนวโน้ม **upside** จากการมีรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มเติมจากอาคารผู้โดยสารแห่งใหม่ และการขึ้นค่า PSC แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายกลางปี 57 ที่คำนวณด้วยวิธี DCF อยู่ที่ 235 บาท

ปริมาณการจราจรมีแนวโน้มเติบโตสูง ปริมาณผู้โดยสารที่เดินทางผ่านท่าอากาศยานของ AOT ในช่วง 11 เดือนแรกปีบัญชี 56 (ต.ค. 55 – ส.ค. 56) เพิ่มขึ้นมากถึง 20% YoY เติบโตเป็นตัวเลขสองหลักอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ปีบัญชี 2553 (ยกเว้นปีบัญชี 2555 ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม) เราคาดว่าปริมาณการจราจรจะเติบโตสูงต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก: 1) ช่วง **high season** ของการท่องเที่ยวที่กำลังจะมาถึงในเดือน ต.ค.-มี.ค.; 2) จำนวนเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้นของสายการบินต้นทุนต่ำ (LCCs) ซึ่งคิดเป็น 31% ของปริมาณการจราจรทั้งหมดในช่วง 11 เดือนแรกปีบัญชี 56 ของ AOT (เทียบกับ 6% ในปีบัญชี 2547) ส่งผลทำให้ความถี่ในการเดินทางมีมากขึ้น และตลาดขยายตัวกว้างขึ้นจากอัตราค่าโดยสารที่ถูกลง; 3) การเร่งขยายฝูงบินของสายการบินในประเทศไทย โดยเฉพาะสายการบินต้นทุนต่ำที่วางแผนขยายฝูงบินเฉลี่ย 20% ต่อปีในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า; และ 4) การขยายความสามารถในการรองรับผู้โดยสารในปีบัญชี 2557 ของ AOT โดย AOT จะกลับมาเปิดใช้อาคารผู้โดยสาร 2 ที่ตอนเมืองตอนกลางปีบัญชี 2557 ซึ่งจะช่วยให้ความสามารถในการรองรับผู้โดยสารปรับเพิ่มขึ้น 50% หรือ 9 ล้านคน โดยใช้ลงทุน 3 พันล้านบาท นอกจากนี้บริษัทก็จะสร้างอาคารผู้โดยสารใหม่ที่ท่าอากาศยานภูเก็ตตอนต้นปีบัญชี 2557 ด้วย ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการรองรับผู้โดยสารปรับเพิ่มขึ้น 4-5 ล้านคน/ปี (+75%) โดยใช้ลงทุนเพียง 100 ล้านบาท

Upside จากอาคารผู้โดยสารใหม่ เรายังไม่ได้รวมเอาแนวโน้ม Upside จากการมีรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มเติมจากพื้นที่เชิงพาณิชย์ในอาคารผู้โดยสารใหม่เข้ามา เนื่องจากต้องรอรายละเอียดเกี่ยวกับการจัดสรรพื้นที่สำหรับกิจกรรมต่างๆ และการประมูลที่เสนอโดยผู้ได้รับสัมปทาน ทั้งนี้เมื่อครั้งที่มีการเปิดใช้อาคารผู้โดยสาร 1 ที่สนามบินดอนเมืองอย่างเต็มรูปแบบเมื่อวันที่ 1 ต.ค. 2555 AOT ได้ให้สัมปทานระยะเวลา 10 ปีสำหรับพื้นที่ร้านค้าปลอดอากร (1,100 ตร.ม.) แก่ King Power และให้สัมปทานพื้นที่ค้าปลีก (2,700 ตร.ม.) แก่ The Mall โดยกำหนดผลตอบแทนขั้นต่ำ 956 ล้านบาท/ปี และจะมีการปรับเพิ่มผลตอบแทนขั้นต่ำปีละ 10%

ความคืบหน้าเกี่ยวกับการขึ้นค่า PSC AOT ได้เสนอขอปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน (PSC) ไปเรียบร้อยแล้ว โดยจะขึ้น PSC สำหรับผู้โดยสารภายในประเทศจาก 100 บาท/คน เป็น 150 บาท/คน และผู้โดยสารระหว่างประเทศจาก 700 บาท/คน เป็น 800 บาท/คน กฎกระทรวงฉบับใหม่เกี่ยวกับค่า PSC ประกาศในราชกิจจานุเบกษาแล้วในเดือน ก.ค. 2556 และปัจจุบันกำลังรอการอนุมัติจากกรมการขนส่งทางบก ตามรายงานข่าวเมื่อไม่นานนี้ระบุว่า ตอนนี้อยู่ในช่วงของการรอ ครม. แต่งตั้งคณะกรรมการชุดใหม่ (7 คน) ของกรมการขนส่งทางบก ซึ่งหมายความว่าค่า PSC ใหม่จะได้รับอนุมัติในวันที่ 1 ม.ค. 2557 เป็นอย่างเร็ว ในขณะที่ AOT จะต้องแจ้งให้สายการบินทราบล่วงหน้า 6-12 เดือนก่อนที่ค่า PSC ใหม่จะมีผลบังคับใช้ ดังนั้นเมื่ออิงกับแนวทางดังกล่าว เราคาดว่าค่า PSC จะช่วยหนุนให้กำไรของ AOT ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 14% ในปีบัญชี 2558 และ 20% ในปีบัญชี 2559 เราคำนวณอย่างคร่าวๆ ได้ว่ามูลค่าส่วนเพิ่มที่เกิดจากการขึ้นค่า PSC จะอยู่ที่ ~30 บาท/หุ้น ซึ่งยังไม่ได้นำมารวมไว้ในราคาเป้าหมายของเรา

คงคำแนะนำ “ซื้อ” เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” AOT โดยมีราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่คำนวณด้วยวิธี DCF อยู่ที่ 235 บาท ทั้งนี้นอกเหนือจากปริมาณการจราจรที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในระยะสั้นแล้ว แนวโน้มที่มีรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มเติมจากพื้นที่เชิงพาณิชย์ในอาคารผู้โดยสารใหม่และการขึ้นค่า PSC ก็จะเป็นปัจจัยบวกที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น AOT ปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในปริมาณการจราจร และค่าใช้จ่าย/เงินลงทุนที่เกี่ยวข้องกับอาคารผู้โดยสารใหม่

Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	28,641	30,472	35,930	39,657	43,300
EBITDA	(Btmn)	15,410	17,170	19,673	22,433	25,134
Core profit	(Btmn)	4,103	6,941	10,055	12,594	14,452
Reported profit	(Btmn)	2,215	6,500	13,038	12,594	14,452
Core EPS	(Bt)	2.87	4.86	7.04	8.82	10.12
DPS	(Bt)	0.80	1.80	2.74	2.64	3.03
P/E, core	(x)	63.02	37.25	25.71	20.53	17.89
EPS growth, core	(%)	120.23	69.16	44.88	25.24	14.76
P/BV, core	(x)	3.58	3.32	2.94	2.68	2.41
ROE	(%)	5.77	9.25	12.13	13.65	14.17
Dividend yield	(%)	0.44	0.99	1.51	1.46	1.68
EV/EBITDA	(x)	19.12	16.49	14.37	12.89	11.86

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	28,641	30,472	35,930	39,657	43,300
Cost of goods sold	(21,667)	(19,692)	(22,498)	(23,724)	(25,132)
Gross profit	6,974	10,780	13,432	15,933	18,168
SG&A	0	0	0	0	0
Other income	913	1,778	1,491	1,750	2,023
Interest expense	(2,224)	(2,060)	(1,936)	(2,017)	(2,209)
Pre-tax profit	5,321	10,441	12,987	15,666	17,982
Corporate tax	(1,262)	(3,494)	(2,987)	(3,133)	(3,596)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	44	(6)	55	61	66
Core profit	4,103	6,941	10,055	12,594	14,452
Extra-ordinary items	(1,888)	(441)	2,983	0	0
Net Profit	2,215	6,500	13,038	12,594	14,452
EBITDA	15,410	17,170	19,673	22,433	25,134
Core EPS (Bt)	2.87	4.86	7.04	8.82	10.12
Net EPS (Bt)	1.55	4.55	9.13	8.82	10.12
DPS (Bt)	0.80	1.80	2.74	2.64	3.03

Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	31,954	37,183	39,049	37,938	40,181
Total fixed assets	118,645	112,828	124,508	140,738	161,658
Total assets	150,599	150,012	163,558	178,676	201,838
Total loans	63,031	56,598	57,255	61,872	72,566
Total current liabilities	16,567	17,418	19,516	21,405	26,276
Total long-term liabilities	61,755	54,798	56,099	60,647	68,264
Total liabilities	78,322	72,217	75,616	82,052	94,541
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	72,277	77,795	87,942	96,624	107,298
BVPS (Bt)	50.59	54.46	61.56	67.64	75.11

Cash Flow Statement (Btmn)

FY September 30	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	4,103	6,941	10,055	12,594	14,452
Depreciation and amortization	7,866	4,669	4,750	4,750	4,943
Operating cash flow	15,982	11,486	19,631	18,558	20,595
Investing cash flow	(16,375)	(5,598)	(17,435)	(20,979)	(25,863)
Financing cash flow	947	(7,415)	(2,234)	706	6,915
Net cash flow	553	(1,527)	(38)	(1,716)	1,648

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	24.3	35.4	37.4	40.2	42.0
Operating margin(%)	24.3	35.4	37.4	40.2	42.0
EBITDA margin(%)	53.8	56.3	54.8	56.6	58.0
EBIT margin(%)	27.5	41.2	41.5	44.6	46.6
Net profit margin(%)	7.7	21.3	36.3	31.8	33.4
ROE (%)	3.1	8.4	14.8	13.0	13.5
ROA (%)	1.5	4.3	8.0	7.0	7.2
Net D/E (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.7
Interest coverage (x)	6.9	8.3	10.2	11.1	11.4
Debt service coverage (x)	2.1	2.3	2.7	3.0	3.1
Payout Ratio (%)	51.6	39.6	30.0	30.0	30.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY September 30	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	7,601	7,899	8,604	9,802	8,877
Cost of goods sold	(5,102)	(5,835)	(4,989)	(4,991)	(4,991)
Gross profit	2,499	2,065	3,616	4,811	3,886
SG&A	0	0	0	0	0
Other income	396	365	372	363	400
Interest expense	(506)	(502)	(488)	(465)	(531)
Pre-tax profit	2,389	1,900	3,450	4,702	3,755
Corporate tax	(650)	(339)	(1,283)	(1,454)	(1,021)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	6	(15)	(4)	(10)	6
Core profit	1,744	1,546	2,163	3,237	2,740
Extra-ordinary items	(1,042)	(17)	1,269	1,271	443
Net Profit	702	1,529	3,433	4,509	3,184
EBITDA	4,030	3,645	5,126	6,338	5,466
Core EPS (Bt)	1.22	1.08	1.51	2.27	1.92
Net EPS (Bt)	0.49	1.07	2.40	3.16	2.23

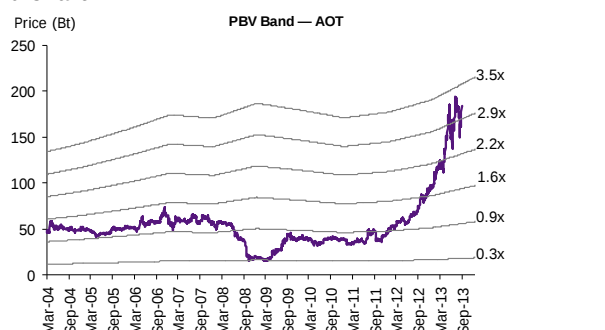
Balance Sheet (Btmn)

FY September 30	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	36,228	37,183	38,690	42,958	44,838
Total fixed assets	113,174	112,828	107,084	100,169	100,890
Total assets	149,402	150,012	145,775	143,127	145,729
Total loans	59,157	56,598	50,026	42,710	42,471
Total current liabilities	16,254	17,418	15,853	16,499	16,295
Total long-term liabilities	56,975	54,798	48,613	43,281	42,969
Total liabilities	73,229	72,217	64,467	59,780	59,264
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	76,173	77,795	81,308	83,346	86,464
BVPS (Bt)	53.32	54.46	56.92	58.34	60.53

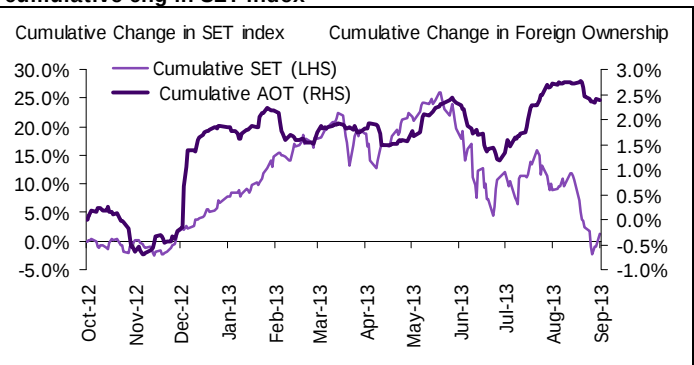
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total passengers (mn)	66.3	71.5	85.3	93.8	101.7
Passenger growth (%)	15.5	7.9	19.2	10.0	8.5
Total aircraft movement ('000)	441.4	480.3	557.2	612.9	665.0
Aircraft growth (%)	14.4	8.8	16.0	10.0	8.5

PBV Band Chart



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

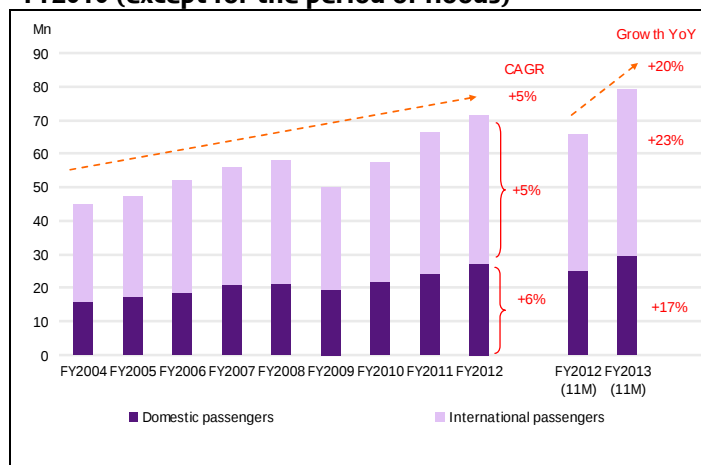


Source: SET, SCBS Investment Research

12-Month Cumulative directors trade

NA

Figure 1: AOT's passenger grew double digit since FY2010 (except for the period of floods)



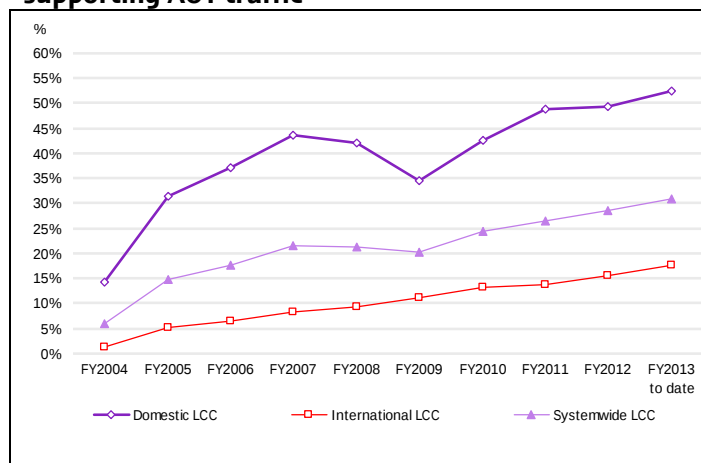
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: AOT's incentives for airlines/operators to move back to Don Muang will reduce on 1 Oct 2013

Period	Incentives at Don Muang airport
1 Aug 2012 - 30 Sep 2012	95% discount on landing and parking fee, boarding bridge charges, rental fees and other services charges
1 Oct 2012 - 30 Sep 2013	30% discount on landing and parking fee and rental fees
1 Oct 2013 - 30 Sep 2014	20% discount on landing and parking fee and rental fees
1 Oct 2014 - 30 Sep 2015	10% discount on landing and parking fee and rental fees

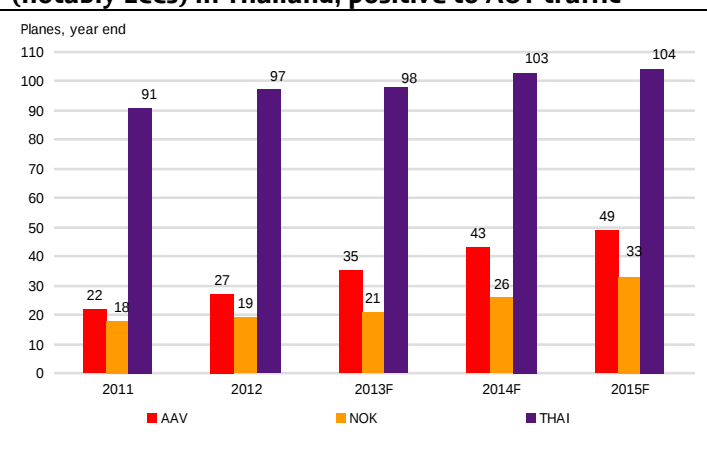
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Penetration rate for LCCs continue to rise, supporting AOT traffic



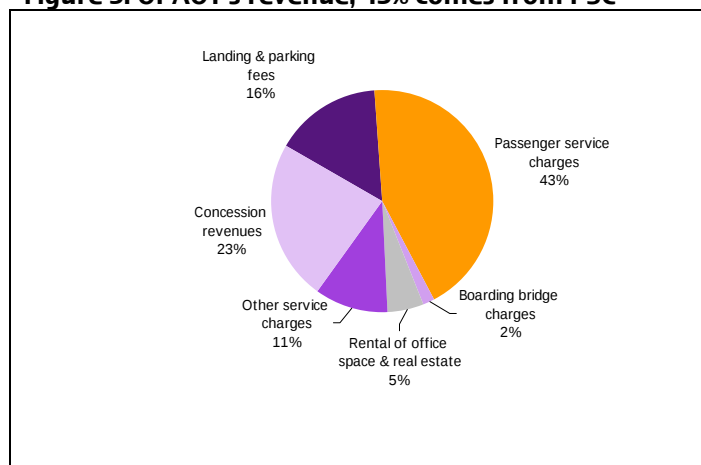
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Aggressive fleet expansion for airlines (notably LCCs) in Thailand, positive to AOT traffic



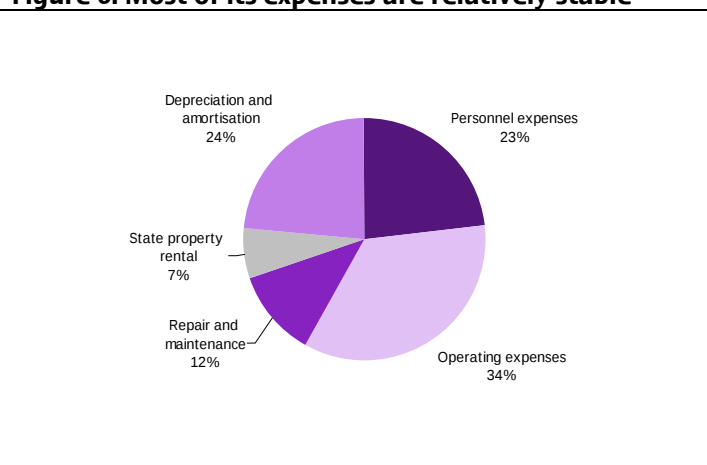
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Of AOT's revenue, 43% comes from PSC



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Most of its expenses are relatively stable



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



ชื่อ

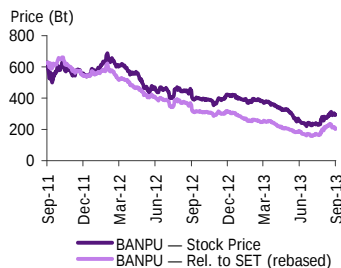
ยังไม่แพงเกินไปที่จะเข้าซื้อสะสม

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	293.00
12-m target price (Bt)	400.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.52
Mkt cap (Btbn)	79.62
Mkt cap (US\$m)	2,543

Bloomberg code	BANPU TB
Reuters code	BANP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.63
Sector % SET	18.88
Shares issued (mn)	272
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	428 / 219
Avg. daily 6m (US\$m)	16.68
Foreign limit / actual (%)	40 / 18
Free float (%)	80.0
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	7.7	21.6	-25.3
Relative to SET	1.0	18.7	-32.1

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Sentiment ตลาดต่อหุ้น BANPU ปรับตัวดีขึ้นมากในไตรมาส 3/56 ดูได้จากราคาหุ้นที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 22% QTD และ 31% ที่ราคาสูงสุดในระยะไม่นานนี้ นอกจากนี้ BANPU ก็ปรับตัว outperform ตลาดและกลุ่มพลังงานที่ปรับขึ้น 2.6% และ 2% ตามลำดับด้วย อย่างไรก็ตาม เราเห็นว่าราคาหุ้น BANPU ยังต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก โดยปัจจุบันซื้อขายที่ net PBV (ไม่รวม ITMG) เพียง 0.2 เท่า เราเชื่อว่าแนวโน้มราคาหุ้นที่ค่อย ๆ ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยกระตุ้นความสนใจในบริษัทอย่างต่อเนื่อง ราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF ที่ 400 บาท/หุ้น อิงกับราคาหุ้นระยะยาวเพียง 80 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เทียบกับราคาปัจจุบันที่ 78-79 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ”

แนวโน้มราคาหุ้นดูดีขึ้น ในขณะที่เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มราคาหุ้นในระยะยาว เนื่องจากถ่านหินยังคงเป็นแหล่งเชื้อเพลิงที่สามารถแข่งขันได้และยังคงเป็นเชื้อเพลิงหลักในการผลิตไฟฟ้าของโลก ราคาถ่านหินในระยะสั้นก็ดูดีขึ้นเนื่องจากความต้องการเชื้อเพลิงเพื่อทำความร้อนจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามฤดูกาลในไตรมาส 4-ไตรมาส 1 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสต็อกถ่านหินระดับต่ำสุดในรอบเกือบ 2 ปีของผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ในจีน ที่ปัจจุบันมีแค่ 15 วัน ลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับสูงสุดที่ 30 วันในเดือน ต.ค. 2555 นอกจากนี้แนวโน้มราคาถ่านหินที่ดีขึ้นยังเกิดจากความสามารถในการแข่งขันทางราคาที่สูงขึ้นของก๊าซธรรมชาติเมื่อเทียบกับถ่านหินด้วย เนื่องจากราคาก๊าซธรรมชาติในสหรัฐฯ ปรับตัวสูงขึ้น ทั้งนี้เมื่ออิงกับค่าความร้อนเท่ากัน ราคาเฉลี่ย YTD ของก๊าซธรรมชาติสูงกว่าราคาถ่านหินอยู่ 15% เทียบกับที่ราคาต่ำกว่าถ่านหิน 32% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน

อุตสาหกรรมถ่านหินผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมถ่านหินผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วหลังจากราคาลดลงมากในช่วง 18 เดือนที่ผ่านมา พื้นฐานราคาถ่านหินระยะยาวซึ่งวัดได้จาก marginal cost curve อยู่ที่ระดับสูงกว่า 90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ซึ่งหมายความว่าอุปทานใหม่ต้นทุนสูงจะต้องขาดทุนที่ราคาปัจจุบัน สำหรับด้านอุปสงค์ ประเทศหลักๆ ที่นำเข้าถ่านหิน คือ จีน และอินเดีย เนื่องจากสองประเทศนี้สร้างโรงไฟฟ้าถ่านหินเพิ่มมากขึ้นเพื่อผลิตไฟฟ้ารองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นแม้เศรษฐกิจจะชะลอตัวในระยะสั้น

สรุปกลยุทธ์กลางปี โครงการที่ BANPU เริ่มนำมาใช้ช่วยขับเคลื่อนธุรกิจท่ามกลางสถานการณ์ราคาถ่านหินอ่อนแอ (ส่วนใหญ่เป็นโครงการลดต้นทุนและปรับปรุงการดำเนินงาน) คืบหน้าตามเป้าหมายปีของบริษัท BANPU สามารถลดต้นทุนถ่านหินอินโดนีเซียลงได้ 11% HoH และตั้งเป้าลดต้นทุนลงทั้งปี 10% YoY ต้นทุนการผลิตถ่านหินออสเตรเลียลดลง 2% HoH ในงวดครึ่งแรกปี 56 และตั้งเป้าลดต้นทุนลงทั้งปี 5-7% ปริมาณขาย YTD ยังเป็นไปตามเป้าทั้งปี แม้การผลิตในไตรมาส 3/56 จะได้รับผลกระทบจากการย้าย longwall ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้ปริมาณการผลิตที่เหมืองถ่านหินออสเตรเลียลดลงอีกครั้ง

แนวโน้มไตรมาส 3/56 เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นมากในไตรมาส 3/56 เพราะต้นทุนดำเนินงานจะถูกปรับลดลงอีกเพื่อให้ถึงเป้าทั้งปีที่กำหนดไว้ที่ 63 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เทียบกับ 70 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 ในขณะที่อัตราแลกเปลี่ยนที่ผันผวนจะเป็นความท้าทายสำคัญ แต่เราคาดว่า BANPU น่าจะได้รับผลบวกโดยสุทธิจากเงินบาทอ่อนค่า

ราคาหุ้นยังต่ำกว่ามูลค่า เพราะปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง แม้ราคาหุ้น BANPU ปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 22% QTD แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU เนื่องจากมองว่า valuation น่าสนใจ โดยซื้อขายที่ PBV เพียง 0.9 เท่าในปี 2557 เทียบกับ PBV เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 2 เท่า นอกจากนี้ผลตอบแทนจากเงินปันผลก็น่าสนใจโดยอยู่ที่ระดับ ~5% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	112,404	117,337	106,207	111,988	118,180
EBITDA	(Btmn)	29,800	23,890	20,819	27,554	28,982
Core profit	(Btmn)	8,618	5,755	7,078	9,214	8,988
Reported profit	(Btmn)	20,060	9,293	6,382	9,214	8,988
Core EPS	(Bt)	31.71	21.18	26.71	35.69	34.81
DPS	(Bt)	18.00	18.00	11.00	14.00	14.00
P/E, core	(x)	9.2	13.8	11.0	8.2	8.4
EPS growth, core	(%)	(12.6)	(33.2)	26.1	33.6	(2.4)
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	0.94	0.9	0.8
ROE	(%)	12.6	7.3	8.7	11.1	10.1
Dividend yield	(%)	6.1	6.1	3.8	4.8	4.8
EV/EBITDA	(x)	4.9	6.4	7.3	5.4	5.0

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	106,207	111,988	118,180
Cost of goods sold	62,960	72,526	66,822	66,890	70,245
Gross profit	49,444	44,811	39,385	45,098	47,934
SG&A	20,617	22,582	20,614	19,919	20,447
Other income	1,322	1,990	2,378	2,705	1,825
Interest expense	3,047	3,470	3,129	2,994	3,173
Pre-tax profit	20,523	14,009	10,760	15,559	16,808
Corporate tax	8,506	6,121	3,983	5,680	5,799
Equity a/c profits	1,939	2,873	3,603	3,374	2,522
Minority interests	(5,338)	(5,007)	(3,302)	(4,040)	(4,542)
Core profit	8,618	5,755	7,078	9,214	8,988
Extra-ordinary items	11,442	3,538	(695)	0	0
Net Profit	20,060	9,293	6,382	9,214	8,988
EBITDA	29,800	23,890	20,819	27,554	28,982
Core EPS (Bt)	31.71	21.18	26.71	35.69	34.81
Net EPS (Bt)	73.82	34.20	24.09	35.69	34.81
DPS (Bt)	18.00	18.00	11.00	14.00	14.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	62,625	58,787	60,000	54,524	46,239
Total fixed assets	162,386	177,514	185,706	190,013	191,571
Total assets	225,010	236,301	245,706	244,537	237,810
Total loans	94,785	97,032	103,538	94,180	79,283
Total current liabilities	37,605	32,638	39,670	45,560	49,653
Total long-term liabilities	98,750	110,348	112,848	97,783	79,331
Total liabilities	136,355	142,986	152,519	143,344	128,985
Paid-up capital	2,717	2,717	2,582	2,582	2,582
Total equity	75,891	81,913	80,135	86,121	91,482
BVPS (Bt)	279.27	301.43	310.37	333.56	352.96

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	8,618	5,755	7,078	9,214	8,988
Depreciation and amortization	6,230	6,410	6,930	9,001	9,001
Operating cash flow	21,929	7,493	15,588	15,006	14,697
Investing cash flow	(1,653)	(8,671)	(12,171)	(10,355)	(7,603)
Financing cash flow	(7,733)	(5,527)	(4)	(10,566)	(16,255)
Net cash flow	12,543	(6,705)	3,413	(5,915)	(9,161)

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	44.0	38.2	37.1	40.3	40.6
Operating margin(%)	20.1	13.5	11.1	14.4	15.6
EBITDA margin(%)	26.5	20.4	19.6	24.6	24.5
EBIT margin(%)	21.0	14.9	13.1	16.6	16.9
Net profit margin(%)	17.8	7.9	6.0	8.2	7.6
ROE (%)	12.6	7.3	8.7	11.1	10.1
ROA (%)	4.1	2.5	2.9	3.8	3.7
Net D/E (x)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.7
Interest coverage (x)	9.8	6.9	6.7	9.2	9.1
Debt service coverage (x)	3.4	1.8	1.8	1.8	1.4
Payout Ratio (%)	24.4	52.6	45.7	39.2	40.2

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	29,574	29,218	30,192	24,905	25,475
Cost of goods sold	18,256	17,973	19,957	17,563	17,360
Gross profit	11,317	11,245	10,235	7,342	8,114
SG&A	6,638	6,957	8,059	6,234	6,162
Other income	310	618	784	723	248
Interest expense	847	903	896	809	862
Pre-tax profit	4,058	3,892	2,019	952	1,262
Corporate tax	2,322	1,752	334	478	557
Equity a/c profits	1,300	681	569	817	963
Minority interests	(1,271)	(1,164)	(1,159)	(789)	(575)
Core profit	1,766	1,657	1,094	502	1,093
Extra-ordinary items	364	605	1,577	423	(463)
Net Profit	2,130	2,262	2,671	925	629
EBITDA	6,505	6,181	4,690	3,255	3,662
Core EPS (Bt)	6.50	6.10	4.03	1.85	4.02
Net EPS (Bt)	7.84	8.32	9.83	3.40	2.32

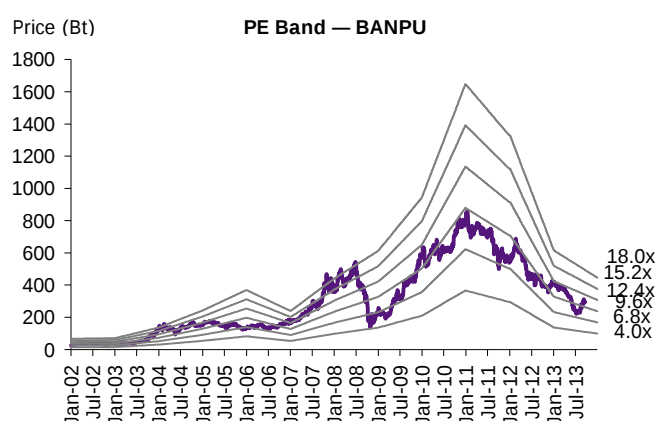
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	59,773	64,313	58,787	54,645	52,331
Total fixed assets	167,898	166,142	177,514	172,633	178,886
Total assets	227,671	230,455	236,301	227,278	231,217
Total loans	100,032	104,325	97,032	94,874	103,603
Total current liabilities	31,582	36,752	32,638	34,219	35,894
Total long-term liabilities	105,812	105,772	110,348	103,275	111,600
Total liabilities	137,394	142,523	142,986	137,494	147,494
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Total equity	78,500	77,528	81,913	79,374	72,570
BVPS (Bt)	288.87	285.29	301.43	292.09	267.05

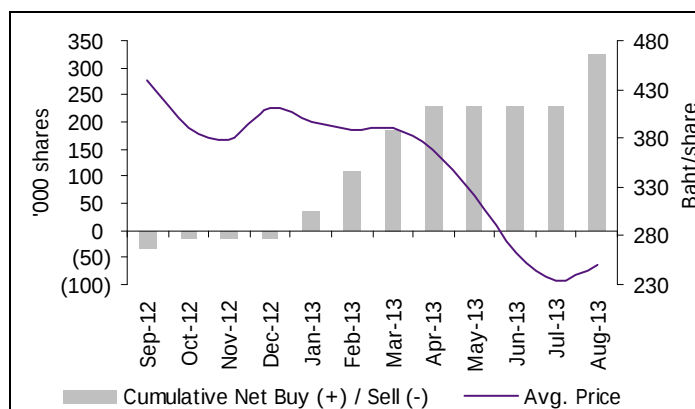
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Sales vol - Indonesia (mt)	24.6	27.2	29.8	31.8	32.2
ASP - Indonesia (US\$/t)	97.1	91.2	77.0	75.0	77.0
Sales vol - Australia (mt)	14.9	14.3	16.0	17.0	18.0
ASP - Australia (A\$/t)	72.3	65.4	62.1	64.3	67.8
Gross margin - Indonesia	50%	50%	42%	45%	45%
Gross margin - Australia	36%	31%	30%	34%	36%

PE Band Chart

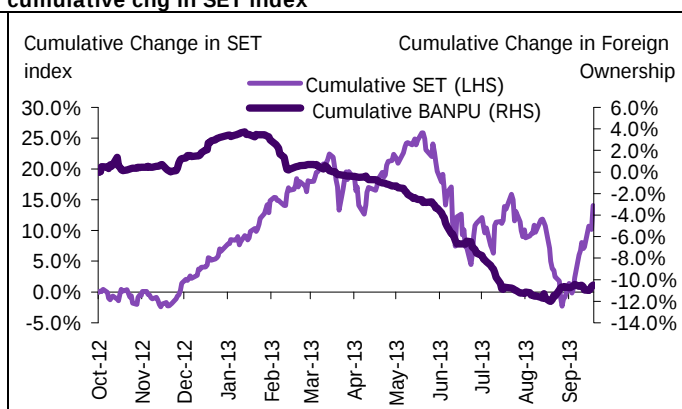


12-Month Cumulative directors trade



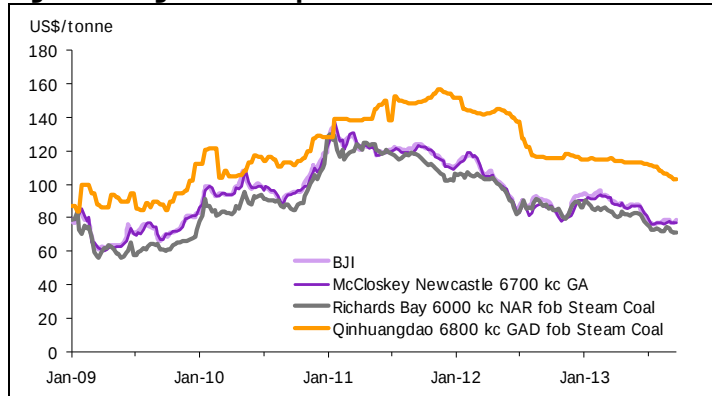
Source: SEC

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



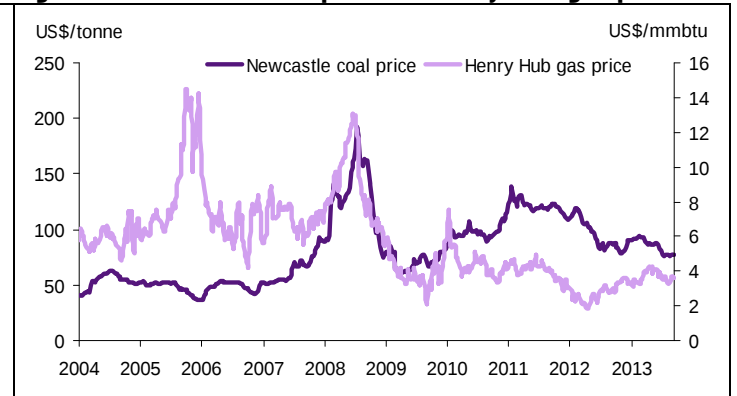
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Regional coal price



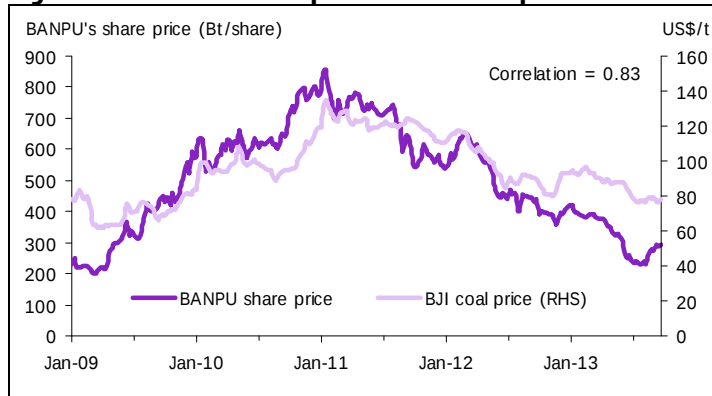
Source: BANPU, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Newcastle coal price vs. Henry Hub gas price



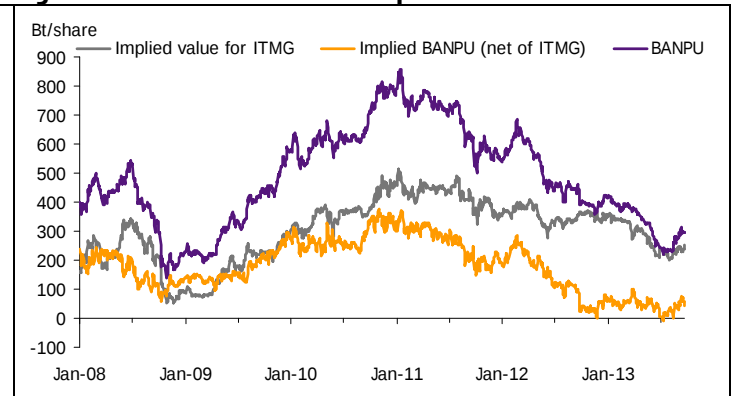
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: BANPU's share price vs. BJI coal price



Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 4: BANPU & ITMG share price



Source: BANPU, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: 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	9.5	9.8	8.5	(38.7)	(2.4)	15.2	0.6	0.6	0.5	6.5	6.3	6.7	3.3	3.2	3.6	7.6	6.8	6.0
China Shenhua Energy	9.1	8.6	8.2	(9.7)	5.1	6.0	1.4	1.3	1.2	16.3	15.2	14.2	4.4	4.5	4.8	4.9	4.6	4.3
Yanzhou Coal Mining	n.m	17.1	12.4	n.m.	n.m.	37.6	0.7	0.7	0.7	(0.4)	3.8	5.1	1.3	1.7	2.2	15.3	9.9	8.4
Adaro Energy	12.2	9.5	7.8	(41.9)	28.6	22.2	1.0	1.0	0.9	9.1	10.0	11.9	3.5	2.3	2.3	6.0	5.4	4.7
PTBA	13.7	12.4	9.8	(24.5)	11.1	26.3	3.3	2.9	2.5	23.4	23.3	25.8	4.6	3.8	4.8	10.7	9.3	7.0
Indo Tambangraya Megah	11.8	11.4	10.8	(36.3)	3.7	4.8	3.2	3.0	2.8	26.4	25.2	27.0	8.0	6.7	6.8	6.8	6.6	6.1
Harum Energy	12.7	9.4	7.3	(52.8)	34.8	29.0	2.2	1.9	1.7	17.7	20.1	21.9	6.8	4.8	6.2	5.6	4.9	4.0
Banpu PCL	13.9	11.6	9.9	(38.2)	19.6	17.2	1.0	0.9	0.9	6.8	7.7	9.4	3.9	4.3	5.2	9.4	8.4	7.5
Average	11.9	11.2	9.3	(34.6)	14.4	19.8	1.7	1.5	1.4	13.2	13.9	15.3	4.5	3.9	4.5	8.3	7.0	6.0

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

ชื่อ

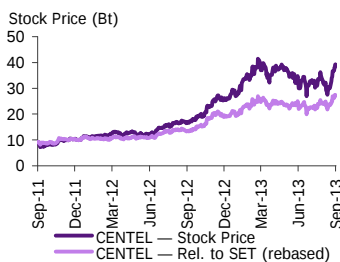
เซอร์ไพรส์ด้านบวกรออยู่ข้างหน้า

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	36.50
12-m target price (Bt)	44.00
Upside (Downside) to TP (%)	20.55
Mkt cap (Btbn)	49.28
Mkt cap (US\$mn)	1,574

Bloomberg code	CENTEL TB
Reuters code	CENT.BK
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.39
Sector % SET	0.76
Shares issued (mn)	1,350
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	41.8 / 16.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.54
Foreign limit / actual (%)	40 / 8
Free float (%)	45.5
Dividend policy (%)	≥ 60

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	13.2	18.7	117.3
Relative to SET	6.1	15.9	97.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

แม้ราคาหุ้น CENTEL จะ outperform ตลาดอยู่ 40% YTD แต่เรายังมองว่าราคาหุ้นน่าจะปรับขึ้นได้อีก สสนับสนุนโดยอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่แข็งแกร่งและกำไรอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น ล่าสุดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน ส.ค. ทั้ง ๆ ที่เป็นช่วง low season ภาพอุตสาหกรรมในไตรมาส 4/56 มีแนวโน้มเชิงบวก จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งกว่าคาดและเป็นช่วง high season ผลประกอบการของ CENTEL 60% มาจากธุรกิจโรงแรม ทำให้ CENTEL ได้ประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่แข็งแกร่ง กำไรของ CENTEL มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย 26% ต่อปีในปี 2556-58 แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 อยู่ที่ 44 บาท/หุ้น

ข้อมูลด้านการท่องเที่ยวทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในช่วง low season ข้อมูลเชิงสถิติล่าสุดเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแสดงให้เห็นว่า จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 28% YoY (เทียบกับ 21% ในช่วง 8 เดือนแรกปี 56) ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ทั้ง ๆ ที่เป็นช่วง low season ของการท่องเที่ยว นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่มาจากจีนซึ่งเพิ่งเริ่มเดินทางท่องเที่ยวต่างประเทศและคิดเป็นสัดส่วนครึ่งหนึ่งของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น

ช่วง high season ที่ดีกว่าปกติรออยู่ข้างหน้าจากเซอร์ไพรส์ด้านบวก มีการคาดการณ์กันไว้มากกว่านักท่องเที่ยวต่างชาติจะมีจำนวน 26 ล้านคนในปี 56 ซึ่งหมายความว่าอัตราเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วง 4 เดือนที่เหลือของปีนี้จะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 10% YoY ซึ่งเรามองว่าเป็นตัวเลขที่ต่ำเกินไปในช่วง high season ของการท่องเที่ยว เมื่อใช้สมมติฐานว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นต่อเนื่อง ทำให้เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในช่วง 4 เดือนที่เหลือของปีนี้จะเติบโตสูงกว่าตัวเลขดังกล่าวข้างต้น โดยจะอยู่ที่ 20-25% YoY ซึ่งจะส่งผลทำให้นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2556 อาจมีจำนวนสูงถึง 27 ล้านคน นอกจากนี้รัฐบาลก็กำลังศึกษาแผนสนับสนุนให้ไทยเป็น "ฮอปปีงพาราไดซ์" ด้วยการปรับลดภาษีสินค้าฟุ่มเฟือย โดยคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปี 56 ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะมีแนวโน้มที่ดีในไตรมาส 4/56

CENTEL มีแนวโน้มได้ประโยชน์ กำไร 60% ของ CENTEL มาจากธุรกิจโรงแรม ดังนั้นบริษัทจึงมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่สดใส โดยนอกเหนือจากวัฏจักรขาขึ้นตามปกติของกำไรในไตรมาส 3/56-ไตรมาส 1/57 ซึ่งเป็นช่วง high season ของการท่องเที่ยวแล้ว ข้อมูลเชิงสถิติของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่มีแนวโน้มแข็งแกร่งกว่าคาด ก็ส่งผลบวกทำให้ RevPar ของ CENTEL สูงกว่าคาดและส่งต่อไปถึงกำไรด้วย เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวและพบว่า RevPar ที่สูงกว่าคาดทุก ๆ 1% จะส่งผลทำให้ประมาณการกำไร CENTEL ของเราปรับขึ้นได้ราว 0.7%

ประมาณการของเราสะท้อนธุรกิจอาหารที่อ่อนแอแล้ว ยอดขายสาขาเดิม (Same-Store-Sales growth: SSS) เติบโตในระดับต่ำที่ 2.2% ในไตรมาส 2/56 และมีความกังวลเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคชะลอตัวในงวดครึ่งหลังปี 56 ซึ่งจะส่งผลกระทบอย่างต่อเนื่องต่อธุรกิจอาหารของ CENTEL ซึ่งคิดเป็น 40% ของกำไรสุทธิ การพูดคุยกับ CENTEL พบว่ามีสัญญาณปรับตัวดีขึ้นในเดือน ส.ค.-ก.ย. โดยส่วนใหญ่เกิดขึ้นที่แบรนด์อาหารหลักๆ อย่าง KFC, Mister Donut, Auntie Anne's, และ Ootoya โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการจัดกิจกรรมการตลาดและโปรโมชั่นเพิ่มมากขึ้น โดยเราคาดการณ์ SSS เชิงอนุรักษ์นิยมที่ 3% ในปี 2556 เทียบกับเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 4%

ซื้อ ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 อยู่ที่ 44 บาท/หุ้น ราคาหุ้น CENTEL ปรับตัว outperform ตลาดอยู่ 38% YTD แต่เรามองว่าราคาหุ้นยังมีแนวโน้มเชิงบวก จากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่เติบโตและมีแนวโน้มแข็งแกร่งกว่าคาด รวมถึงวัฏจักรขาขึ้นของกำไร เราเชื่อว่าธุรกิจโรงแรมที่แข็งแกร่งจะช่วยชดเชยธุรกิจอาหารที่อ่อนแอได้ กำไรของ CENTEL มีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ย 26% ต่อปีในปี 2556-58 แนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 44 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	11,278	14,504	17,460	19,254	20,907
EBITDA	(Btmn)	2,316	3,157	4,038	4,547	5,009
Core profit	(Btmn)	606	1,170	1,593	1,958	2,358
Reported profit	(Btmn)	550	1,581	1,593	1,958	2,358
Core EPS	(Bt)	0.45	0.87	1.18	1.45	1.75
DPS	(Bt)	0.15	0.30	0.47	0.58	0.70
P/E, core	(x)	81.4	42.1	30.9	25.2	20.9
EPS growth, core	(%)	N.M.	93.2	36.1	22.9	20.4
P/BV, core	(x)	8.1	5.1	4.6	4.1	3.7
ROE	(%)	10.2	14.8	15.6	17.3	18.7
Dividend yield	(%)	0.4	0.8	1.3	1.6	1.9
EV/EBITDA	(x)	25.4	19.3	14.8	12.9	11.4

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	11,278	14,504	17,460	19,254	20,907
Cost of goods sold	-6,983	-8,670	-10,180	-11,125	-11,950
Gross profit	4,295	5,834	7,280	8,129	8,958
SG&A	-3,410	-4,447	-5,194	-5,608	-5,996
Other income	296	877	471	520	564
Interest expense	414	486	493	518	479
Pre-tax profit	768	1,777	2,065	2,523	3,047
Corporate tax	-255	-213	-417	-504	-622
Equity a/c profits	78	59	5	5	5
Minority interests	-40	-43	-60	-66	-72
Core profit	606	1,170	1,593	1,958	2,358
Extra-ordinary items	-55	411	0	0	0
Net Profit	550	1,581	1,593	1,958	2,358
EBITDA	2,316	3,157	4,038	4,547	5,009
Core EPS (Bt)	0.45	0.87	1.18	1.45	1.75
Net EPS (Bt)	0.41	1.17	1.18	1.45	1.75
DPS (Bt)	0.15	0.30	0.47	0.58	0.70

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	3,472	3,390	3,995	4,420	4,100
Cost of goods sold	-2,133	-1,901	-2,565	-2,488	-2,500
Gross profit	1,340	1,489	1,430	1,932	1,600
SG&A	-1,038	-1,553	-1,977	-1,183	-1,302
Other income	94	121	228	118	148
Interest expense	123	122	122	121	129
Pre-tax profit	273	150	432	747	318
Corporate tax	-122	-33	59	-101	-124
Equity a/c profits	-29	-14	46	38	-8
Minority interests	-9	1	-12	-35	2
Core profit	108	104	525	649	201
Extra-ordinary items	6	0	0	0	12
Net Profit	113	104	525	649	189
EBITDA	669	554	754	1,267	787
Core EPS (Bt)	0.08	0.08	0.39	0.48	0.15
Net EPS (Bt)	0.08	0.08	0.39	0.48	0.14

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	1,760	1,989	2,288	2,744	2,634
Total fixed assets	13,320	19,192	22,274	22,134	22,017
Total assets	21,684	27,975	27,640	28,043	27,896
Total loans	9,842	11,900	11,201	10,186	8,408
Total current liabilities	6,512	7,843	4,986	5,764	5,338
Total long-term liabilities	5,917	6,942	8,986	7,408	6,247
Total liabilities	15,635	18,220	16,930	16,157	14,596
Paid-up capital	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Total equity	6,049	9,755	10,710	11,885	13,300
BVPS (Bt)	4.48	7.23	7.93	8.80	9.85

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	1,752	1,686	1,989	2,118	1,951
Total fixed assets	14,647	14,755	19,192	19,237	19,429
Total assets	22,771	22,735	27,975	27,885	27,851
Total loans	10,605	10,620	11,900	11,531	11,771
Total current liabilities	6,706	6,900	7,843	7,127	7,170
Total long-term liabilities	6,087	5,861	6,942	7,014	7,097
Total liabilities	15,906	15,822	18,220	17,646	17,823
Paid-up capital	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Total equity	6,865	6,913	9,755	10,238	10,029
BVPS (Bt)	5.09	5.12	7.23	7.58	7.43

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	606	1,170	1,593	1,958	2,358
Depreciation and amortization	1,135	1,351	1,480	1,506	1,483
Operating cash flow	802	1,919	860	2,039	2,427
Investing cash flow	-1,147	-948	-1,500	-1,100	-1,100
Financing cash flow	531	3,435	-1,336	-1,798	-2,721
Net cash flow	222	-708	158	294	-257

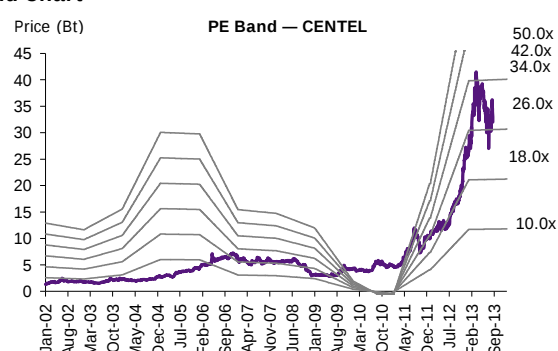
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Occupancy rate (percent)	64	70	77	79	81
Average room rate (ARR, Bt/room/night)	3,663	3,744	4,380	4,643	4,968
% YoY growth	6	2	17	6	7
RevPar (Bt/room/night)	2,380	2,617	3,373	3,668	4,024
% YoY growth	23	10	29	9	10
Same store sale growth (SSS)	15	6	3	5	3
Additional stores	91	74	70	30	30

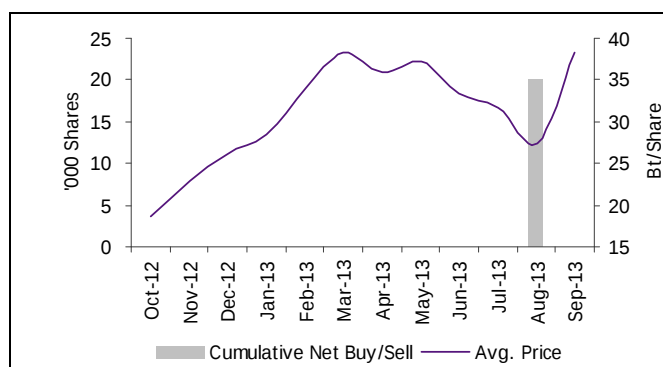
Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	38.1	40.2	41.7	42.2	42.8
Operating margin(%)	7.8	9.6	11.9	13.1	14.2
EBITDA margin(%)	20.5	21.8	23.1	23.6	24.0
EBIT margin(%)	10.5	15.6	14.6	15.8	16.9
Net profit margin(%)	4.9	10.9	9.1	10.2	11.3
ROE (%)	10.2	14.8	15.6	17.3	18.7
ROA (%)	2.9	4.7	5.7	7.0	8.4
Net D/E (x)	1.6	1.2	1.0	0.8	0.6
Interest coverage (x)	5.6	6.5	8.2	8.8	10.4
Debt service coverage (x)	0.7	0.7	0.7	1.7	1.5
Payout Ratio (%)	36.8	34.6	40.0	40.0	40.0

PE Band Chart

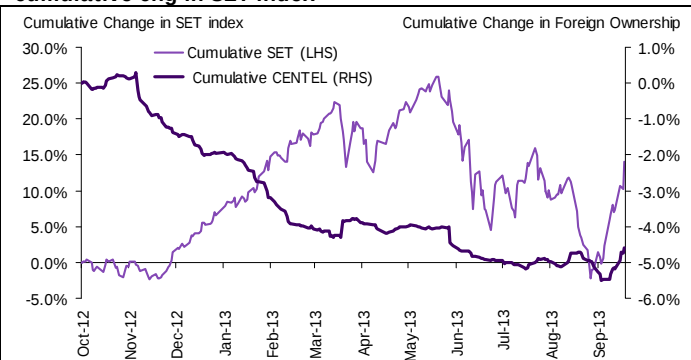


12-Month Cumulative directors trade



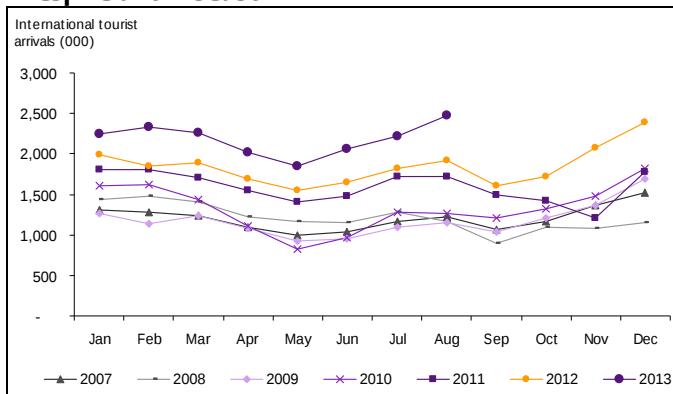
Source: SEC

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



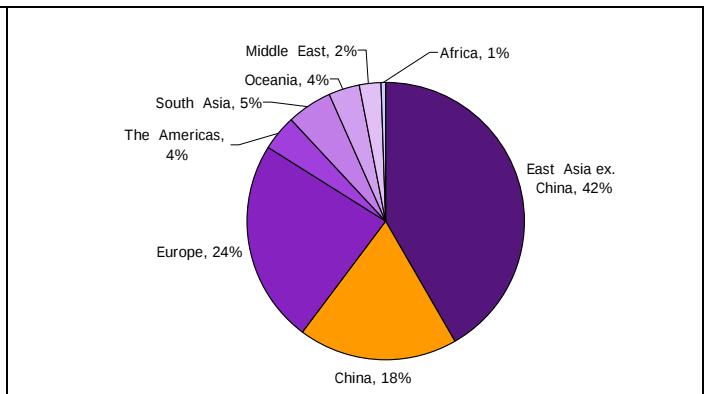
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1 : Record high tourist arrivals in August despite a low season



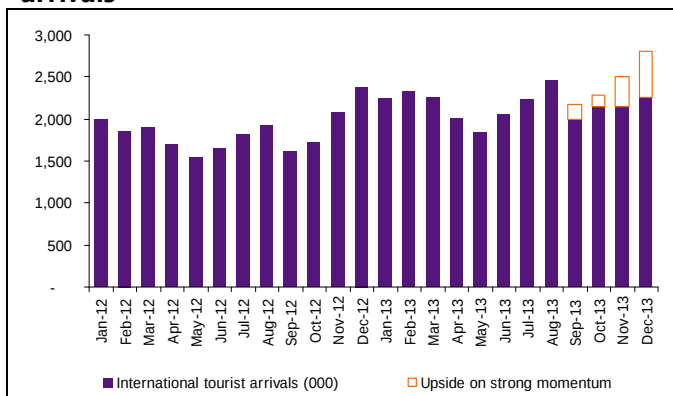
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 2 : International tourist arrivals breakdown



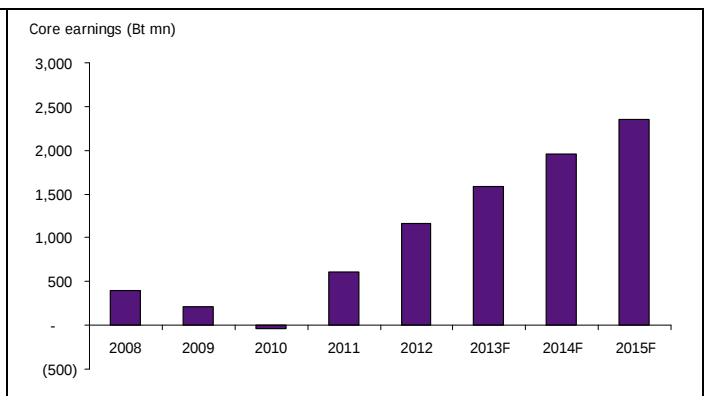
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Positive surprise estimate on tourist arrivals



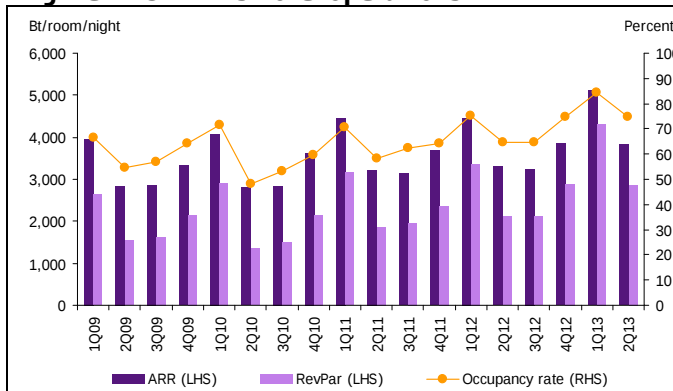
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : CENTEL's strong earnings growth



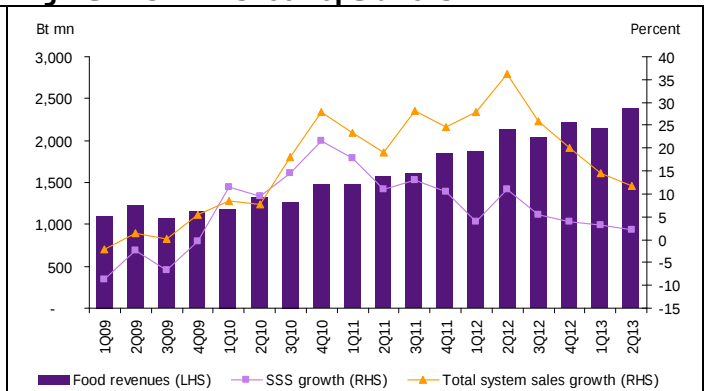
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5 : CENTEL's hotel operations



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6 : CENTEL's food operations



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



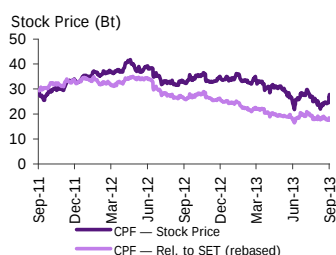
ข้อ

Stock data

Last close (Sep 24) (Bt)	24.90
12-m target price (Bt)	35.00
Upside (Downside) to TP (%)	40.56
Mkt cap (Btbn)	192.80
Mkt cap (US\$mn)	6,158

Bloomberg code	CPF TB
Reuters code	CPF.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.54
Sector % SET	0.51
Shares issued (mn)	7,743
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	37 / 21.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	19.19
Foreign limit / actual (%)	40 / 31
Free float (%)	46.6
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	3.7	6.9	-24.0
Relative to SET	-2.7	4.4	-31.0

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

เมื่อฟื้นตัวจะมีโมเมนตัมแรง

หลังจากช่วงที่ผลการดำเนินงานตกต่ำในครึ่งแรกปี 56 ของ CPF ผ่านพ้นไป แนวโน้มของบริษัทก็ดูสดใสมากขึ้นในระยะยาว แปรนัย CP ของบริษัทมีคุณภาพเป็นที่ยอมรับทั่วโลก พร้อมรับการเปิดตลาดสู่ AEC และจีน นอกจากนี้บริษัทยังจะได้รับการสนับสนุนจากการผนึกพลังร่วมทางธุรกิจระหว่าง CPALL กับ MAKRO ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นตั้งแต่ปี 2557 ด้วย เราแนะนำ "ซื้อ" CPF ด้วยราคาเป้าหมาย 35 บาท/หุ้น

ธุรกิจสัตว์บกฟื้นตัวในงวดครึ่งหลังปี 56 ครอบคลุมผลขาดทุนจากธุรกิจกุ้ง ธุรกิจหมูและไก่ของ CPF ผ่านจุดคุ้มทุนไปแล้วทั้งคู่ และราคาวัตถุดิบก็มีแนวโน้มปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นในงวดครึ่งหลังปี 56 ของธุรกิจสัตว์บกที่ 16% และคาดว่าจะสร้างกำไรสุทธิไตรมาสละ 3 พันล้านบาทในไตรมาส 3/56 และไตรมาส 4/56 ซึ่งจะช่วยชดเชยผลขาดทุนที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องในธุรกิจกุ้ง ในกรณีเลวร้ายเราคาดว่าธุรกิจกุ้งจะรายงานขาดทุน 1 พันล้านบาทในไตรมาส 3/56 และผลขาดทุนจะลดลงบ้างในไตรมาส 4/56 ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจาก CPALL อาจสร้างความผิดหวังในไตรมาส 3/56 โดยมีจำนวนไม่ถึง 1 พันล้านบาท เพราะมีค่าใช้จ่ายในการเข้าซื้อ MAKRO

ธุรกิจที่สนับสนุนการเติบโตกระจายตัวไปยังไทย จีน และเวียดนาม ธุรกิจไทยสร้างส่วนแบ่งรายได้และกำไรสุทธิไม่ถึงครึ่งโดยอยู่ที่ 45% ลดลงจาก 75% ในปี 2554 ขณะที่ 27% มาจากจีน (เฉพาะอาหารสัตว์), 13% มาจากเวียดนาม (โครงสร้างธุรกิจคล้ายกับไทยมาก เพียงแต่มีขนาดเล็กกว่า), และ 15% มาจากประเทศอื่นๆ ลดลงจาก 25% ในปี 2554 การเปลี่ยนแปลงในสัดส่วนดังกล่าวเกิดขึ้นเมื่อ CPF เข้าซื้อหุ้น 74% ใน CPP ในปี 2555 และ CPF อาจจะลดสัดส่วนการถือหุ้นใน CPP ลงจาก 74% ในอนาคต เราคาดการณ์รายได้มากกว่า 4 แสนล้านบาทในปี 2557 คิดเป็นสองเท่าของรายได้ในปี 2554 การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรสุทธิทุกๆ 1% จะช่วยหนุนให้ EPS เพิ่มขึ้น ~0.5 บาท/หุ้น

CPF เข้าซื้อ CP-Meiji CPF เข้าซื้อหุ้น 60% ของบริษัทซีพี-เมจิ จำกัด (CP-Meiji) ในราคา 1.2 พันล้านบาท จาก CP Group ในเดือน ก.ค. 56 CP-Meiji วางแผนเพิ่มยอดขายและส่วนแบ่งตลาดในประเทศและทำหน้าที่เป็นฐานผลิตเพื่อส่งออกสู่ตลาดอาเซียน เริ่มต้นด้วยการส่งออกไปยังสิงคโปร์และฮ่องกง CP-Meiji มียอดขายในปี 2555 เท่ากับ 5.2 พันล้านบาท กำไรสุทธิเท่ากับ 206 ล้านบาท บริษัทคาดว่าจะทำยอดขายได้ประมาณ 6 พันล้านบาท และกำไรสุทธิ 270-280 ล้านบาทในปี 2556 สินค้าออกใหม่ คือ "Meiji Bulgaria Yogurt" ประสบความสำเร็จอย่างมาก จนกลายเป็นสินค้าขายดีอันดับ 1 ของร้าน 7-11 เราคาดว่า "Meiji Bulgaria Yogurt" จะสร้างรายได้ปีละ 1.0 พันล้านบาท แม้ CP-Meiji จะสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับ CPF น้อยมากในระยะแรก แต่ก็ถือเป็นช่องทางที่ดีในการเจาะตลาดผลิตภัณฑ์ประเภทนม

ซื้อธุรกิจหมูในรัสเซีย CPF กำลังดำเนินการเข้าซื้อหุ้น 78% ในบริษัท Russia Baltic Pork Invest ASA (RBPI) ผ่านทางบริษัทย่อย คือ CPF Investment Limited (CPFI) ด้วยการเข้าซื้อหุ้นสามัญและหุ้นกู้แปลงสภาพ มูลค่า 2,963 ล้านบาท RBPI วางแผนเพิ่มกำลังการผลิตแม่สุกรเป็นสามเท่า และเพิ่มปริมาณสุกรขุนสู่จำนวนกว่า 500,000 ตัวต่อปีภายในปี 2559 ซึ่งจะช่วยหนุนให้รายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยยะ CPF เชื่อว่าความร่วมมือระหว่าง CPF กับ RBPI สามารถปรับปรุงประสิทธิภาพในการผลิตสุกรให้ดียิ่งขึ้น และเปิดโอกาสให้ขยายธุรกิจสุกรในรัสเซียซึ่งเป็นตลาดที่ใหญ่และปริมาณการผลิตสุกรในประเทศไม่เพียงพอต่อความต้องการบริโภค RBPI ทำรายได้ในปี 2555 ได้จำนวน 1.4 พันล้านบาท +84% YoY และรายงานกำไรสุทธิ 343 ล้านบาท +133% YoY มีสินทรัพย์รวม 4.1 พันล้านบาท คิดเป็น 3.5% ของกำไรจากการดำเนินธุรกิจหลังภาษีของ CPF และบริษัทย่อย

ซื้อ ราคาเป้าหมาย 35 บาท/หุ้น เราเชื่อว่า CPF กำลังมองหาโอกาสเข้าซื้อกิจการใหม่ เนื่องจากบริษัทมีแผนซื้อธุรกิจอาหารในต่างประเทศเพิ่มถ้าราคาสมเหตุสมผล ซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น CPF ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราประเมินราคาเป้าหมายของ CPF โดยอิงกับ PER ปี 2557 ที่ 14 เท่า เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและผลการดำเนินงานที่เริ่มฟื้นตัวขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	206,099	357,175	380,164	423,010	455,690
EBITDA	(Btmn)	20,802	18,449	19,736	37,030	41,022
Core profit	(Btmn)	14,476	3,930	4,172	17,850	22,431
Reported profit	(Btmn)	16,117	18,790	11,034	17,850	22,431
Core EPS	(Bt)	1.96	0.53	0.56	2.42	3.04
DPS	(Bt)	1.20	1.10	0.75	1.30	1.60
P/E, core	(x)	12.7	46.8	44.1	10.3	8.2
EPS growth, core	(%)	27.1	(72.9)	6.2	327.8	25.7
P/BV, core	(x)	2.9	1.5	1.8	1.6	1.5
ROE	(%)	24.1	4.7	3.9	15.6	18.2
Dividend yield	(%)	4.8	4.4	3.0	5.2	6.4
EV/EBITDA	(x)	2.4	20.0	18.7	10.0	9.0

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	380,164	423,010	455,690
Cost of goods sold	172,488	315,838	336,930	358,551	385,288
Gross profit	33,612	41,337	43,234	64,459	70,402
SG&A	18,909	33,260	34,575	39,340	42,151
Other income	1,360	2,995	3,000	3,150	3,382
Interest expense	2,432	6,377	8,507	7,757	7,007
Pre-tax profit	13,631	4,695	3,153	20,512	24,626
Corporate tax	2,898	2,675	1,340	5,088	6,235
Equity a/c profits	3,863	4,138	3,550	4,927	6,549
Minority interests	(120)	(2,229)	(1,190)	(2,502)	(2,509)
Core profit	14,476	3,930	4,172	17,850	22,431
Extra ordinaries	1,641	14,860	6,862	0	0
Net profit	16,117	18,790	11,034	17,850	22,431
EBITDA	20,802	18,449	19,736	37,030	41,022
Core EPS (Bt)	1.96	0.53	0.56	2.42	3.04
Net EPS (Bt)	2.18	2.54	1.49	2.42	3.04
DPS (Bt)	1.20	1.10	0.75	1.30	1.60

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	76,501	109,201	106,306	117,156	129,432
Total fixed assets	81,062	201,343	203,116	214,459	226,598
Total assets	157,563	310,544	309,422	331,614	356,030
Total loans	63,762	137,069	131,811	151,162	154,743
Total current liabilities	46,071	95,218	90,655	106,688	119,030
Total long-term liabilities	47,358	94,545	99,958	105,958	105,458
Total liabilities	93,430	189,763	190,613	212,146	224,488
Paid-up capital	7,520	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	67,077	120,781	118,809	119,468	131,542
BVPS (Bt)	8.53	16.35	14.21	15.27	16.64

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pretax profit	16,237	21,019	6,702	25,440	31,175
Depreciation and amortization	4,739	7,376	8,077	8,761	9,390
Operating cash flow	20,464	5,000	13,243	27,086	46,203
Investing cash flow	(14,049)	(59,494)	(15,928)	(16,360)	(16,454)
Financing cash flow	13,022	46,449	(2,714)	459	(10,319)
Net cash flow	16,532	(12,516)	(6,740)	3,595	10,686

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	16.3	11.6	11.6	15.2	15.4
Operating margin (%)	7.1	2.3	2.3	5.9	6.2
EBITDA margin (%)	10.1	5.2	5.3	8.8	9.0
EBIT margin (%)	9.7	4.3	4.1	7.8	8.4
Net profit margin (%)	7.0	1.1	1.1	4.2	4.9
ROE (%)	24.1	4.7	3.9	15.6	18.2
ROA (%)	11.2	8.0	3.5	5.4	6.3
Net D/E (x)	0.7	1.3	1.3	1.3	1.2
Payout Ratio (%)	61.2	206.8	132.8	53.8	52.7

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	92,255	97,220	94,220	87,424	93,194
Cost of goods sold	79,692	85,861	86,821	79,532	85,280
Gross profit	12,563	11,359	7,400	7,892	7,914
SG&A	8,310	8,991	9,127	8,232	8,766
Other income	888	832	849	395	568
Interest expense	(1,650)	(1,658)	(1,894)	(1,600)	(2,302)
Pre-tax profit	3,491	1,542	(2,773)	(1,545)	(2,587)
Corporate tax	(1,493)	(705)	110	(281)	154
Equity a/c profits	1,085	1,066	997	1,398	1,197
Minority interests	(547)	(750)	(506)	(310)	(310)
Core profit	2,537	1,152	(2,171)	(738)	(1,546)
Extra ordinaries	1,498	1,252	2,409	1,765	3,182
Net profit	4,035	2,404	238	1,026	1,636
EBITDA	6,994	5,170	1,013	2,011	1,331
Core EPS (Bt)	0.34	0.16	(0.29)	(0.10)	(0.21)
Net EPS (Bt)	0.55	0.33	0.03	0.14	0.22

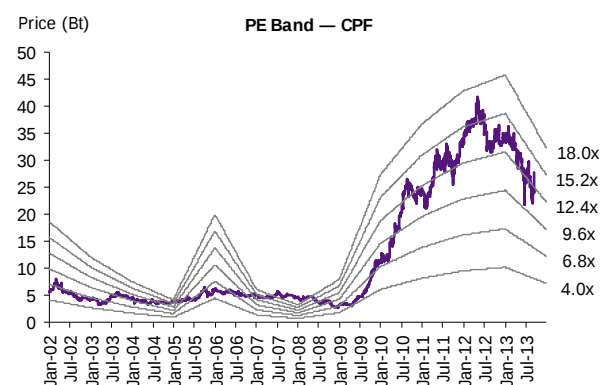
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	107,168	111,221	109,201	114,666	124,568
Total fixed assets	182,622	185,035	201,343	210,470	216,887
Total assets	289,790	296,257	310,544	325,136	341,456
Total loans	118,811	126,070	136,656	152,634	165,922
Total current liabilities	87,562	83,653	95,218	109,043	108,599
Total long-term liabilities	83,417	97,309	94,545	97,048	112,116
Total liabilities	170,979	180,962	189,763	206,091	220,716
Paid-up capital	7,743	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	118,811	115,295	120,781	119,045	120,740
BVPS (Bt)	16.08	15.61	16.35	15.37	16.34

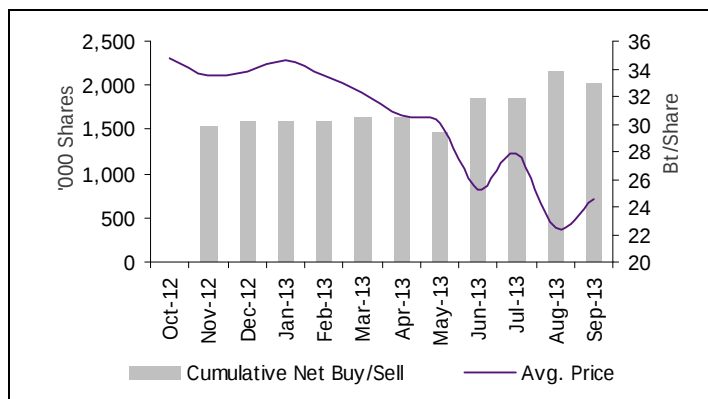
Main Assumptions

FY December 31 (Btmn)	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

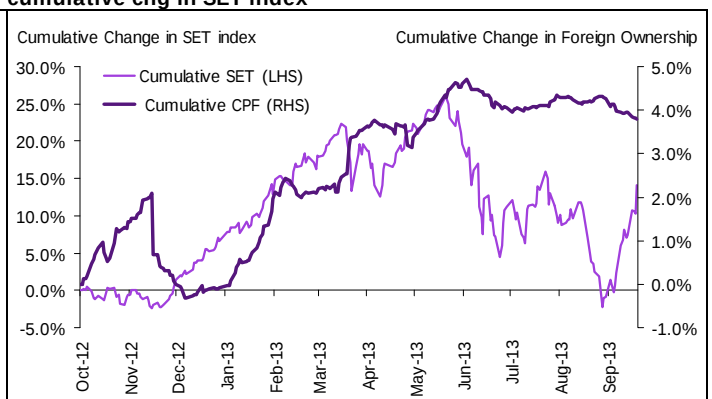


12-Month Cumulative directors trade



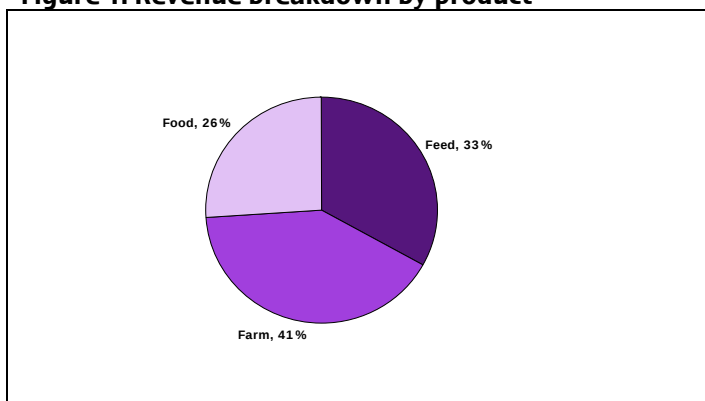
Source: SEC

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



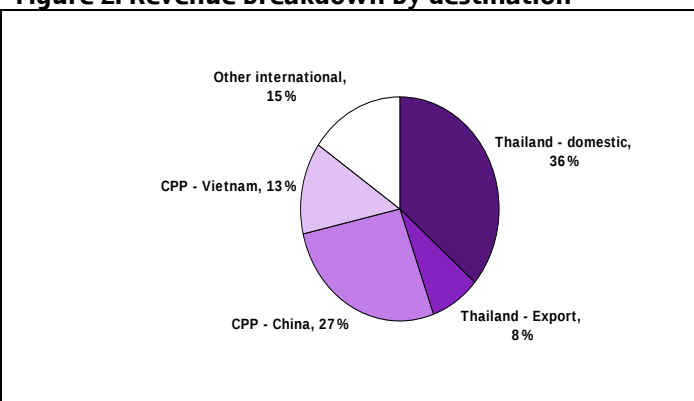
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue breakdown by product



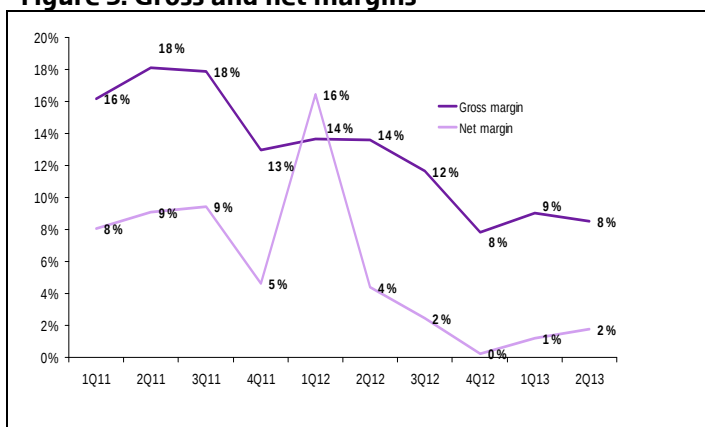
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown by destination



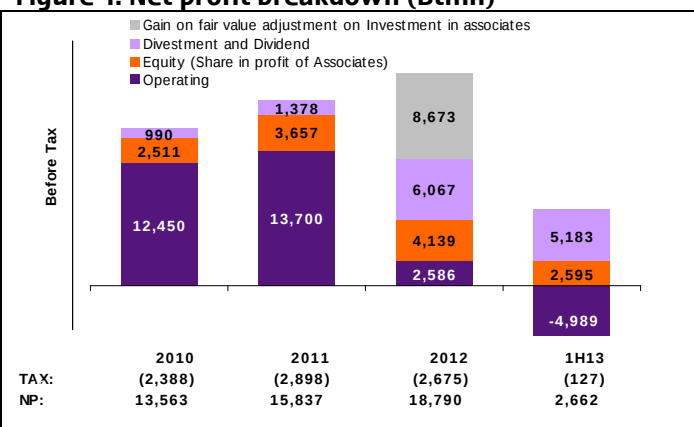
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 3: Gross and net margins



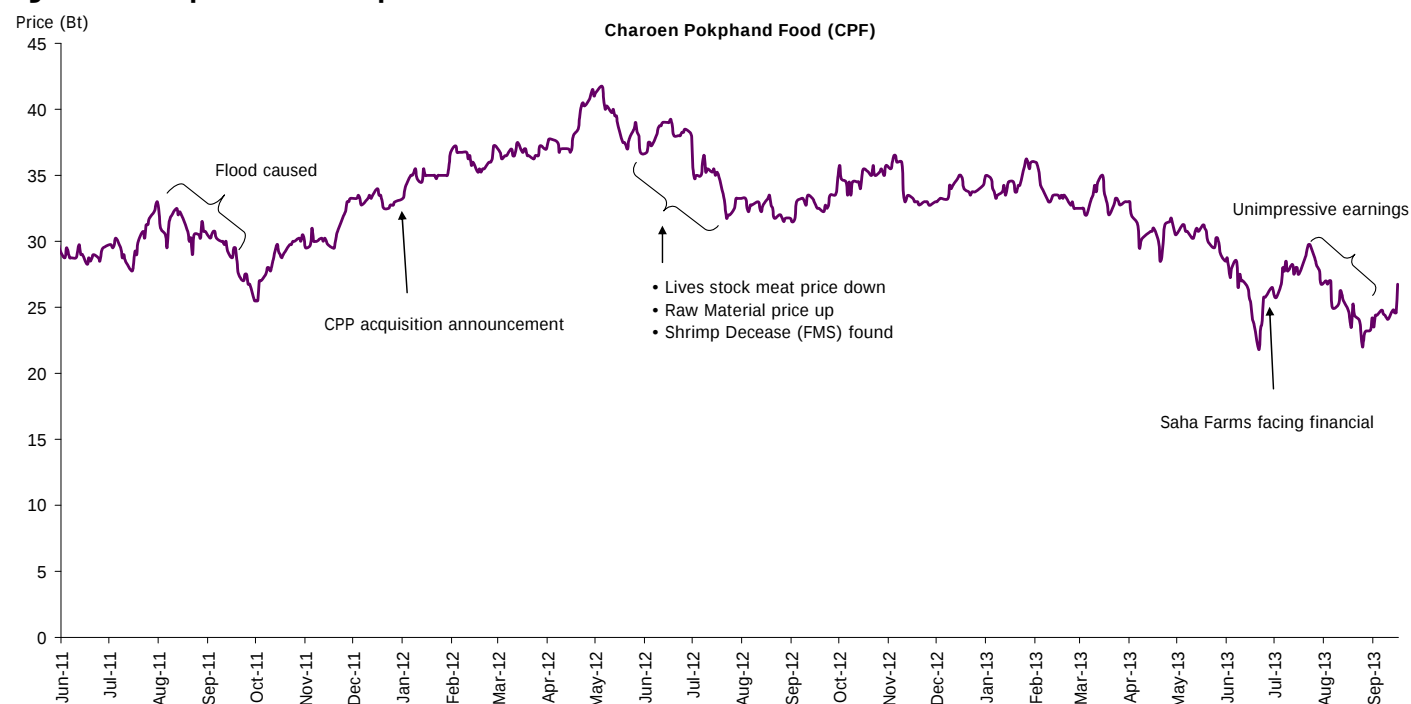
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 4: Net profit breakdown (Btmn)



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 5: Price pattern and impact



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



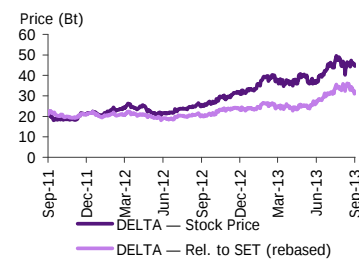
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	45.50
12-m target price (Bt)	56.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.08
Mkt cap (Btbn)	56.76
Mkt cap (US\$mn)	1,813

Bloomberg code	DELTA TB
Reuters code	DELT.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.45
Sector % SET	0.88
Shares issued (mn)	1,247
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	49.5 / 24.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	2.73
Foreign limit / actual (%)	100 / 86
Free float (%)	31.0
Dividend policy (%)	≥30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	2.8	19.7	82.0
Relative to SET	-3.6	16.9	65.3

Source: SET, SCBS Investment Research

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

ธุรกิจ cloud computing สดใส/ขึ้นส่วนยานยนต์จะเป็นตัวขับเคลื่อนต่อไป

DELTA มีแนวโน้มรายงานกำไรปี 2556 เติบโตสูงถึง 22% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ cloud computing และบริษัทก็พร้อมผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ที่เป็นผลิตภัณฑ์ใหม่แล้วหลังจากใช้เวลาพัฒนาหลายปี โดยตั้งเป้าเพิ่มสัดส่วนยอดขายผลิตภัณฑ์ใหม่เป็น 30% ในระยะยาว นอกจากนี้ DELTA ก็มุ่งเน้นเพิ่มความแข็งแกร่งในระยะยาวโดยตั้งเป้า ROE 25% อัตรากำไรขั้นต้น 25-27% และเงินสดในมือ ~300 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ปัจจัยบวกเหล่านี้บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2556 ที่คาดว่าจะอยู่ในระดับที่น่าพอใจที่ 5.7% ช่วยสนับสนุนให้เราแนะนำ “ซื้อ” DELTA ด้วยราคาเป้าหมาย 56 บาท

ตลาด cloud computing ยังสดใสต่อไปอีกอย่างน้อย 2 ปี ธุรกิจเพาเวอร์ซัพพลายสำหรับ storage, server, และ networking ของ DELTA ได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตอย่างรวดเร็วของตลาด cloud computing ทั่วโลก บริษัทวิจัย iSuppli รายงานว่าการใช้ระบบ online storage และ infrastructure systems เพิ่มมากขึ้น ช่วยหนุนให้ยอดขายผลิตภัณฑ์ cloud server ปรับตัวเพิ่มขึ้น 35% ในปี 2555 และคาดว่าจะเติบโต 23-30% ทุกปี สู่จำนวน ~1.8 ล้านยูนิตในปี ธุรกิจนี้สร้างส่วนแบ่งรายได้ให้กับ DELTA มากที่สุดที่ ~40-45% และมีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่อง

กำลังจะเริ่มผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ เมื่อประมาณ 3 ปีก่อน ผู้บริหาร DELTA เปิดเผยกับนักวิเคราะห์ว่า บริษัทกำลังพัฒนาชิ้นส่วนโดยเฉพาะ switching power supply สำหรับรถยนต์ไฟฟ้าและรถไฮบริด และในตอนนั้นก็คาดว่าธุรกิจนี้จะเริ่มดำเนินงานได้ใน 3-5 ปี ในที่สุดเวลานั้นก็มาถึงแล้ว เมื่อตอนที่โครงการของลูกค้าทำให้เราคิดว่าธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ของ DELTA น่าจะมีขนาดใหญ่ขึ้นตั้งแต่ปี 2557 DELTA ตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งยอดขายจากธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์เป็น 30% ในระยะยาว (จาก <5% ในปี 2555) ทั้งนี้ที่ประชุม Electric Vehicles Initiative (EVI) ซึ่งเกิดจากความร่วมมือกันของรัฐบาลจากหลายๆ ประเทศเพื่อสนับสนุนการพัฒนาการรถยนต์ไฟฟ้าเพื่อการใช้งานทั่วโลก เปิดเผยว่า ยอดขายรถยนต์ไฟฟ้าทั่วโลกเติบโต 151% YoY สู่ 113,000 คันในปี 2555 และคาดว่าจะมีรถยนต์ไฟฟ้าจำนวน 20 ล้านคันทั่วโลกภายในปี 2563

กลยุทธ์สนับสนุนการเติบโตอย่างแข็งแกร่ง DELTA ตั้งเป้าหมายระยะยาวไว้ดังนี้: 1) เพิ่ม ROE จาก 20% เป็น 25% 2) รักษาอัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรจากการดำเนินงานไว้ที่ระดับ 25-27% และ 10-12% ตามลำดับ 3) เพิ่มสัดส่วนยอดขายจากธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์เป็น 30% ของยอดขายทั้งหมด 4) ขยายตลาด (โดยเน้นไปที่บราซิล อาเซียน ออสเตรเลีย-นิวซีแลนด์ และสหรัฐฯ เพิ่มมากขึ้น) 5) พัฒนาธุรกิจใหม่ให้สร้างส่วนแบ่ง ~20% ของยอดขายทั้งหมด และ 6) รักษาเงินสดในมือไว้ที่ระดับ ~300 ล้านดอลลาร์สหรัฐ

เงินสดในมือสูง คาดผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.8% DELTA เป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งมาก โดยมีเงินสดสุทธิ 1.1 หมื่นล้านบาท หรือ 9.35 บาท/หุ้น หรือเท่ากับ 21% ของ market cap ณ ไตรมาส 2/56 เราคาดการณ์เงินปันผลสำหรับปี 2556 ที่ 2.6 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราการจ่ายเงินปันผล 64% ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ย 10 ปี คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 5.7% ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน

“ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 56 บาท แนวโน้มที่สดใสในระยะยาว ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูด ช่วยสนับสนุนให้เราแนะนำ “ซื้อ” DELTA โดยมีราคาเป้าหมายที่ 56 บาท อิงกับ PE 13 เท่า ซึ่งเท่ากับ +0.5SD PE เฉลี่ย 10 ปีของอุตสาหกรรม

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	38,434	40,779	40,534	44,850	48,964
EBITDA	(Btmn)	3,523	5,097	6,097	6,742	7,387
Core profit	(Btmn)	2,641	4,195	5,106	5,680	6,254
Reported profit	(Btmn)	2,864	4,347	5,106	5,680	6,254
Core EPS	(Bt)	2.12	3.36	4.09	4.55	5.01
DPS	(Bt)	1.20	2.40	2.60	2.80	3.00
P/E, core	(x)	21.49	13.53	11.12	9.99	9.07
EPS growth, core	(%)	(33.43)	58.81	21.71	11.25	10.12
P/BV, core	(x)	2.86	2.52	2.31	2.10	1.90
ROE	(%)	13.49	19.81	21.68	21.99	22.00
Dividend yield	(%)	2.64	5.27	5.71	6.15	6.59
EV/EBITDA	(x)	13.70	8.76	7.29	6.33	5.51

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	40,534	44,850	48,964
Cost of goods sold	29,392	29,984	29,682	32,839	35,806
Gross profit	9,041	10,795	10,851	12,011	13,158
SG&A	6,758	7,093	6,181	6,772	7,345
Other income	0	0	0	0	0
Interest expense	98	95	65	63	61
Pre-tax profit	2,680	4,204	5,210	5,796	6,382
Corporate tax	55	9	104	116	128
Equity a/c profits	17	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	2,641	4,195	5,106	5,680	6,254
Extra-ordinary items	223	152	0	0	0
Net Profit	2,864	4,347	5,106	5,680	6,254
EBITDA	3,523	5,097	6,097	6,742	7,387
Core EPS (Bt)	2.12	3.36	4.09	4.55	5.01
Net EPS (Bt)	2.30	3.49	4.09	4.55	5.01
DPS (Bt)	1.20	2.40	2.60	2.80	3.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	23,253	26,127	27,308	29,942	33,604
Total fixed assets	6,630	6,948	7,152	7,315	7,419
Total assets	29,884	33,075	34,459	37,257	41,023
Total loans	1,022	661	641	622	603
Total current liabilities	8,889	9,365	8,676	9,018	10,032
Total long-term liabilities	1,136	1,213	1,175	1,194	1,184
Total liabilities	10,024	10,578	9,851	10,212	11,216
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Total equity	19,859	22,497	24,608	27,045	29,807
BVPS (Bt)	15.92	18.04	19.73	21.68	23.90

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	2,641	4,195	5,106	5,680	6,254
Depreciation and amortization	746	798	822	883	944
Operating cash flow	3,581	6,321	4,236	6,047	6,518
Investing cash flow	(856)	(1,058)	(1,026)	(1,046)	(1,048)
Financing cash flow	(2,419)	(1,994)	(3,052)	(3,243)	(3,521)
Net cash flow	306	3,269	158	1,758	1,949

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	23.5	26.5	26.8	26.8	26.9
Operating margin(%)	5.9	9.1	11.5	11.7	11.9
EBITDA margin(%)	9.2	12.5	15.0	15.0	15.1
EBIT margin(%)	7.0	10.3	12.9	12.9	13.0
Net profit margin(%)	7.5	10.7	12.6	12.7	12.8
ROE (%)	14.4	19.3	20.7	21.0	21.0
ROA (%)	9.6	13.1	14.8	15.2	15.2
Net D/E (x)	(0.43)	(0.54)	(0.50)	(0.52)	(0.54)
Interest coverage (x)	28.5	45.5	81.1	92.8	105.2
Debt service coverage (x)	2.8	4.6	8.4	9.6	10.8
Payout Ratio (%)	52.3	68.9	63.5	61.5	59.8

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	10,355	11,277	10,426	9,539	9,665
Cost of goods sold	7,788	7,798	7,919	6,964	7,134
Gross profit	2,567	3,479	2,507	2,575	2,531
SG&A	1,842	1,657	1,952	1,420	1,488
Other income	154	159	174	125	179
Interest expense	26	23	20	16	16
Pre-tax profit	852	1,958	709	1,208	1,157
Corporate tax	16	43	-52	0	63
Equity a/c profits	0	0	0	0	20
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	836	1,915	761	1,208	1,113
Extra-ordinary items	63	6	53	8	348
Net Profit	899	1,921	814	1,216	1,461
EBITDA	1,080	2,176	930	1,438	1,412
Core EPS (Bt)	0.67	1.54	0.61	0.97	0.89
Net EPS (Bt)	0.72	1.54	0.65	0.97	1.17

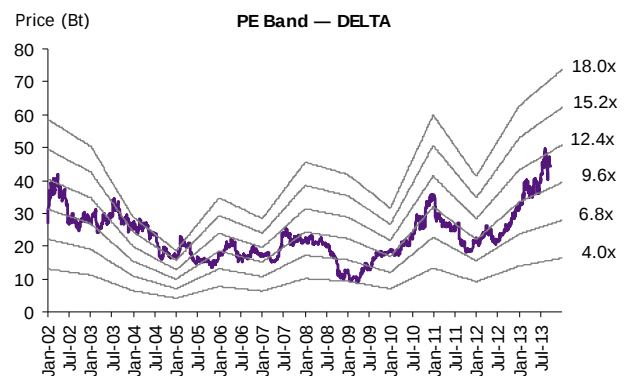
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	24,075	27,239	26,127	26,369	26,610
Total fixed assets	6,809	6,819	6,948	6,692	6,383
Total assets	30,884	34,058	33,075	33,061	32,992
Total loans	795	917	661	657	687
Total current liabilities	9,886	11,170	9,365	11,436	9,539
Total long-term liabilities	1,141	1,159	1,213	1,214	1,317
Total liabilities	11,027	12,330	10,578	12,650	10,856
Paid-up capital	1,247	1,247	1,247	1,247	1,247
Total equity	19,857	21,729	22,497	20,411	22,136
BVPS (Bt)	15.92	17.42	18.04	16.36	17.75

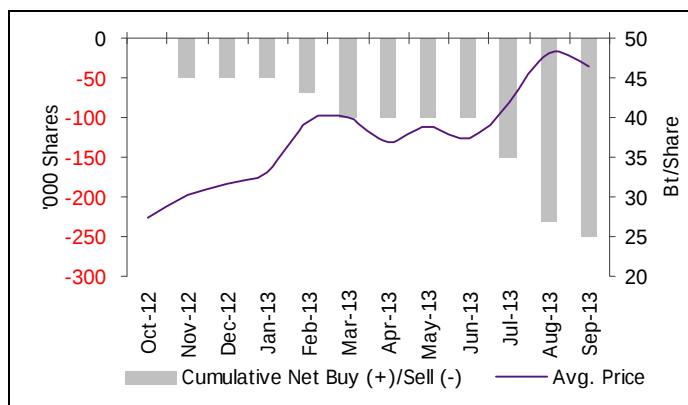
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Exchange rate (Bt/US\$)	30.50	31.00	30.50	31.00	31.00
Sales in US\$ term (mn)	1,261	1,262	1,329	1,447	1,579

PE band chart

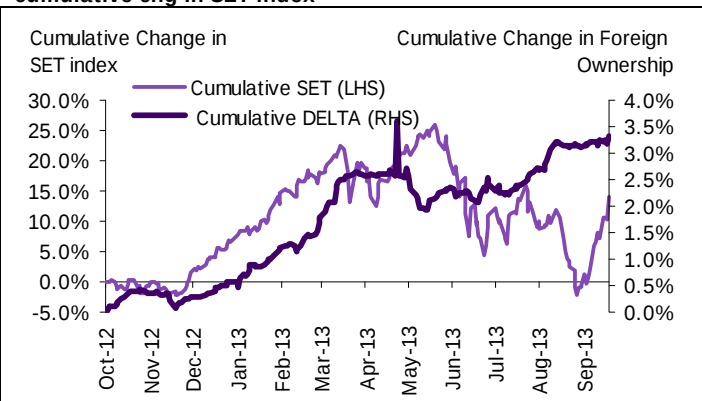


12-Month Cumulative directors trade



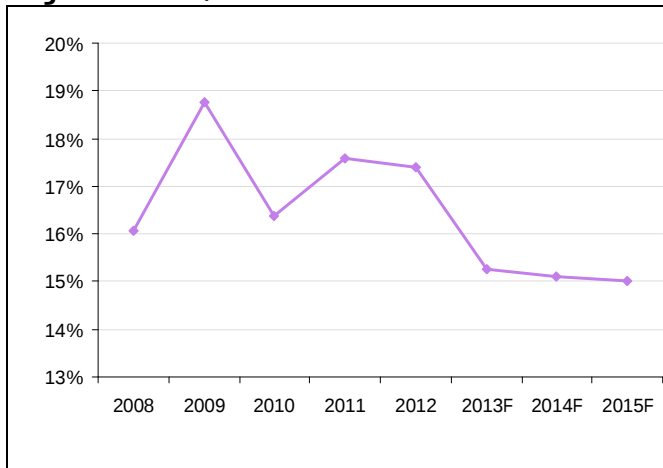
Source: SEC

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



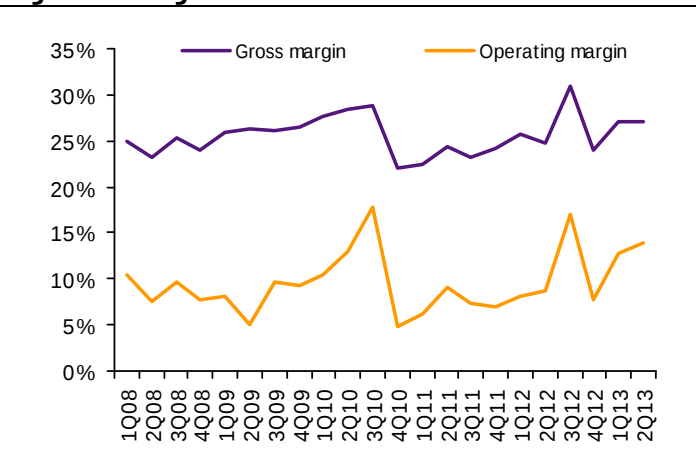
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: SG&A/Sales



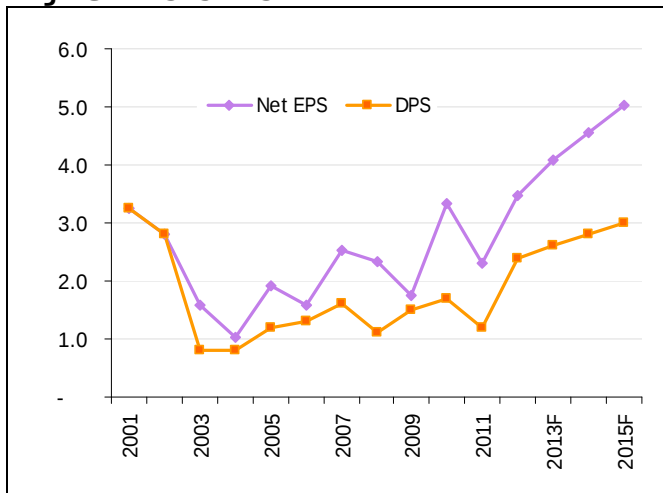
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 2: Margins



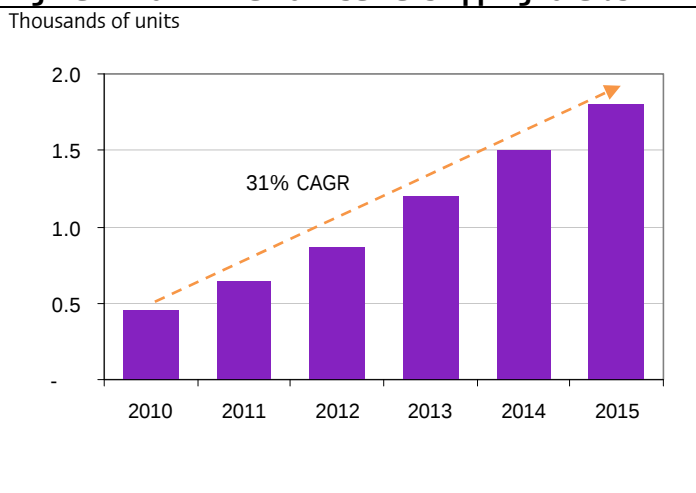
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 3: EPS vs. DPS



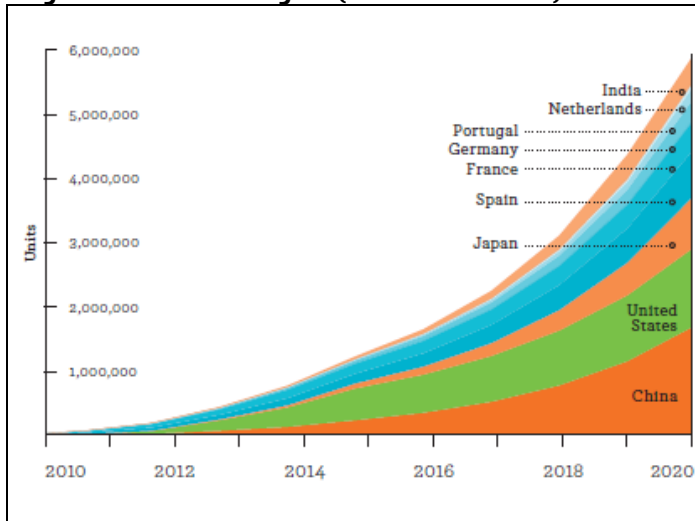
Source: DELTA and SCBS Investment Research

Figure 4: Worldwide cloud server shipping forecast



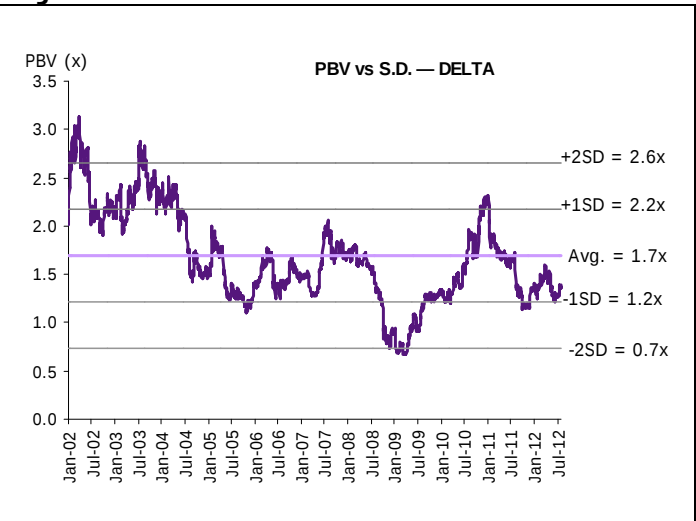
Source: iSuppli

Figure 5: EV sales targets (via EVI members)



Source: EVI

Figure 6: PBV vs. SD



Source: DELTA and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



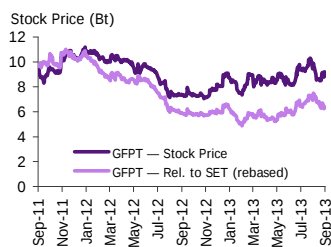
ข้อ

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	8.65
12-m target price (Bt)	12.00
Upside (Downside) to TP (%)	38.73
Mkt cap (Btbn)	10.85
Mkt cap (US\$mn)	346

Bloomberg code	GFPT.TB
Reuters code	GFPT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.09
Sector % SET	0.51
Shares issued (mn)	1,254
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	10.3 / 7
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.77
Foreign limit / actual (%)	49 / 13
Free float (%)	45.1
Dividend policy (%)	≤ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-6.0	6.1	17.7
Relative to SET	-11.9	3.7	6.9

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ผ่านช่วงตกต่ำไปแล้ว กลับสู่แนวโน้มที่ดีขึ้น

GFPT มีแนวโน้มที่ดีขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season ของการส่งออกอาหารในครึ่งปีหลัง ราคาที่ดีทั้งส่งออกและขายในประเทศ และการลดอุปทานในอุตสาหกรรมไก่เนื้อ ซึ่งจะผลักดันให้ GFPT กลายเป็นผู้ผลิตไก่ที่มีกระแสเงินสดและผลการดำเนินงานดีที่สุดในรอบปี 57 อุตสาหกรรมอาหารอยู่ในช่วงของการพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตด้วยนวัตกรรมใหม่เพื่อรักษายอดขายเอาไว้ท่ามกลางสถานการณ์การอุปโภคบริโภคภายในประเทศชะลอตัวในช่วงครึ่งหลังปี 56 แนะนำ “ซื้อ” GFPT ด้วยราคาเป้าหมาย 12 บาท อิงกับ PER ปี 2557 ที่ 12 เท่า

สรุปผลการดำเนินงานงวดครึ่งแรกปี 55-งวดครึ่งแรกปี 56 GFPT ได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสถานการณ์อุปทานล้นตลาดและต้นทุนวัตถุดิบกับค่าแรงที่สูงขึ้นมาก หลังจากค่าแรงขั้นต่ำปรับขึ้นเป็น 300 บาท/วันในปี 2555 ปัจจัยเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิไตรมาส 3 ไตรมาส (ไตรมาส 1/55-ไตรมาส 3/55) แต่ในที่สุดก็พลิกฟื้นกลับมาเป็นกำไรสุทธิไตรมาส 4/55 ทำให้ GFPT รายงานกำไร 41 ล้านบาทในปี 2555 ห่างไกลจากกำไรสุทธิที่บริษัทรายงานตามปกติที่ 1-1.2 พันล้านบาท ในช่วงปี 2552-2554 ผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 1/56 โดยมีกำไรสุทธิ 130 ล้านบาท และกำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ก็ฟื้นตัวดีขึ้นมากกว่าคาดสู่จำนวน 302 ล้านบาท ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนการฟื้นตัว คือ การส่งออกเนื้อไก่ปรุงสุกได้มากขึ้นและราคาส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้น ราคาและยอดขายในประเทศที่สูงขึ้น และราคาวัตถุดิบที่ลดลง บวกกับผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นมากของ GFN ที่เป็นบริษัทย่อยหลังจากผ่านจุดคุ้มทุนและได้รับเงินอัดฉีด 1.5 พันล้านบาทจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่เพื่อลดหนี้ นอกจากนี้ยังได้รับปัจจัยหนุนจากการลดการผลิตของสหฟาร์มที่เป็นคู่แข่งรายสำคัญด้วย

ผลการดำเนินงานของบริษัทย่อยฟื้นตัวดีขึ้น GFPT มีบริษัทย่อย 2 แห่ง คือ บริษัท GFPT Nichirei (Thailand) จำกัด (GFN) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่าง GFPT (49%) กับ Nichirei Food Inc. (51%) และบริษัท McKey Food Services (Thailand) จำกัด (McKey) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่าง GFPT (49%) กับ Keystone Foods Corporation (USA) (51%) GFN ผลิตผลิตภัณฑ์ไก่ปรุงสุกเพื่อส่งออกไปยังญี่ปุ่นและตลาดต่างประเทศเป็นส่วนใหญ่ ในขณะที่ McKey ผลิตผลิตภัณฑ์ไก่ปรุงสุกและแปรรูปให้กับสาขาของ McDonald ทั่วภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก GFN และ McKey สร้างส่วนแบ่งกำไรจำนวน 92 ล้านบาทให้กับ GFPT ในงวดครึ่งแรกปี 56 ฟื้นตัวขึ้นจากขาดทุน 111 ล้านบาทในปี 2554 และขาดทุน 74 ล้านบาทในปี 2555 เราคาดการณ์ส่วนแบ่งกำไร 235 ล้านบาทในปี 2556 และ 256 ล้านบาทในปี 2557 GFN น่าจะเป็นบริษัทที่สร้างส่วนแบ่งกำไรส่วนใหญ่ในสัดส่วนมากกว่า 80% ให้แก่ GFPT ในปี 2556

พร้อมรับช่วง high season ของการส่งออกในงวดครึ่งหลังปี 56 เรามิมองมองเชิงบวกต่อ GFPT ในไตรมาส 3/56 ซึ่งเป็นช่วง high season ของการส่งออกไปยังญี่ปุ่น (40% ของปริมาณส่งออกของบริษัท) และ EU (52%) เราคาดการณ์ราคาส่งออกไก่โดยเฉลี่ยในปี 2556 ที่ 4,500 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ขณะที่ราคาไก่อยู่ที่ 44 บาท/กก. ราคาอาหารสัตว์ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดแล้ว เราคาดการณ์ราคากากถั่วเหลืองที่ 17.5 บาท/กก. และราคาข้าวโพดที่ 10.2 บาท/กก. GFPT ส่งไก่เข้าโรงเชือดเพิ่มอีก 10,000 ตัว/วัน เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดการผลิตของ GFPT เองและ GFN เพื่อนำไปใช้ทำผลิตภัณฑ์แปรรูป

อัตรากำไรขั้นต้นฟื้นตัวและยังคงปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ GFPT จะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 11.3% ในปี 2556 และ 11.6% ในปี 2557 จากระดับเพียง 6.5% ในปี 2555 และค่าเฉลี่ย 3 ปี (ปี 2552-2554) ที่ 15.7% กำไรเพิ่มขึ้นในเดือน มิ.ย. สู่จำนวนประมาณ 150 ล้านบาท และบริษัทคาดว่ากำไรในแต่ละเดือนจะมีจำนวนที่นำประทบใจต่อเนื่องในไตรมาส 3/56

“ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 12 บาท ปริมาณส่งออกไก่เพิ่มขึ้น ราคาวัตถุดิบลดลง และราคาผลิตภัณฑ์พลอยได้ในประเทศปรับตัวสูงขึ้น เราปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 2557 ของ GFPT เพิ่มขึ้นจาก 1.1 พันล้านบาท สู่ 1.2 พันล้านบาท หรือ 0.98 บาท/หุ้น เนื่องจากกลุ่มเกษตรกรและอาหารซื้อขายที่ PER 12-14 เท่า เราใช้ PER ปี 2557 ที่ 12 เท่าในการคำนวณราคาเป้าหมายได้ที่ 12 บาท

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	14,210	15,370	17,115	18,875	20,014
EBITDA	(Btmn)	2,366	1,163	1,910	2,147	2,226
Core profit	(Btmn)	1,203	41	980	1,226	1,307
Reported profit	(Btmn)	1,203	41	980	1,226	1,307
Core EPS	(Bt)	0.96	0.03	0.78	0.98	1.04
DPS	(Bt)	0.33	0.00	0.23	0.29	0.31
P/E, core	(x)	9.0	265.6	11.1	8.8	8.3
EPS growth, core	(%)	3.2	(96.6)	2,299.1	25.1	6.6
P/BV, core	(x)	1.8	2.0	1.7	1.5	1.4
ROE	(%)	21.4	0.7	16.6	18.4	17.3
Dividend yield	(%)	3.8	0.0	2.7	3.4	3.6
EV/EBITDA	(x)	6.6	13.4	8.2	7.3	7.0

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	14,210	15,370	17,115	18,875	20,014
Cost of goods sold	11,985	14,374	15,181	16,648	17,612
Gross profit	2,224	996	1,934	2,227	2,402
SG&A	900	1,005	1,121	1,236	1,311
Other income	223	281	200	254	230
Interest expense	136	147	150	154	159
Pre-tax profit	1,411	124	863	1,091	1,162
Corporate tax	77	1	103	108	115
Equity a/c profits	(111)	(74)	233	257	274
Minority interests	(19)	(8)	(14)	(14)	(14)
Core profit	1,203	41	980	1,226	1,307
Extraordinaries	0	0	0	0	0
Net profit	1,203	41	980	1,226	1,307
EBITDA	2,366	1,163	1,910	2,147	2,226
Core EPS (Bt)	0.96	0.03	0.78	0.98	1.04
Net EPS (Bt)	0.96	0.03	0.78	0.98	1.04
DPS (Bt)	0.33	0.00	0.23	0.29	0.31

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	3,848	5,504	7,382	9,132	10,619
Total fixed assets	5,607	7,365	6,753	6,786	7,373
Total assets	9,455	12,869	14,135	15,919	17,992
Total loans	2,906	5,693	6,692	7,491	8,566
Total current liabilities	1,427	4,655	5,870	6,769	7,924
Total long-term liabilities	2,657	2,594	2,620	2,660	2,680
Total liabilities	4,084	7,249	15,183	16,921	19,170
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	5,984	5,620	6,314	7,183	8,107
BVPS (Bt)	4.72	4.42	4.97	5.65	6.38

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pretax profit	1,299	50	1,096	1,348	1,435
Depreciation and amortization	820	892	897	902	906
Operating cash flow	1,639	(84)	992	1,723	2,571
Investing cash flow	(1,018)	(1,991)	(920)	(925)	(925)
Financing cash flow	(540)	2,230	726	446	137
Net cash flow	(12)	104	695	1,122	1,654

Key Financial Ratios

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	15.7	6.5	11.3	11.8	12.0
Operating margin (%)	9.3	(0.1)	4.8	5.2	5.5
EBITDA margin (%)	16.7	7.6	11.2	11.4	11.1
EBIT margin (%)	10.1	1.3	7.3	8.0	8.0
Net profit margin (%)	8.5	0.3	5.7	6.5	6.5
ROE (%)	21.4	0.7	16.6	18.4	17.3
ROA (%)	12.5	0.4	7.1	7.8	7.4
Net D/E (x)	0.5	1.0	0.9	0.8	0.6
Payout Ratio (%)	34.4	0.0	30.0	30.0	30.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	3,813	3,874	4,262	3,836	4,083
Cost of goods sold	3,555	3,655	3,953	3,516	3,631
Gross profit	258	219	309	319	452
SG&A	246	280	241	252	261
Other income	35	68	93	103	91
Interest expense	(36)	(39)	(41)	(51)	(48)
Pre-tax profit	12	(31)	119	120	234
Corporate tax	2	(3)	(3)	19	(8)
Equity a/c profits	(15)	(23)	100	130	305
Minority interests	(2)	(1)	(2)	(1)	(3)
Core profit	(16)	(24)	98	130	302
Extra ordinaries	0	0	0	0	0
Net profit	(16)	(24)	98	130	302
EBITDA	262	240	390	388	499
Core EPS (Bt)	(0.01)	(0.02)	0.08	0.10	0.24
Net EPS (Bt)	(0.01)	(0.02)	0.08	0.10	0.24

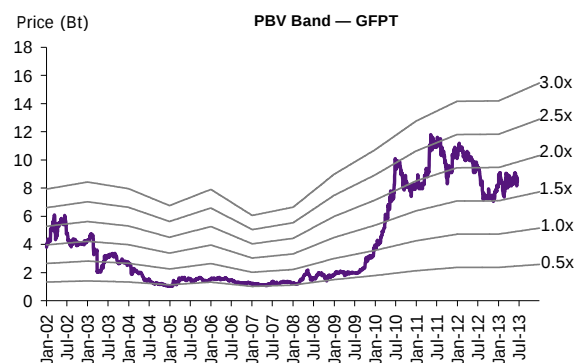
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	3,653	4,152	5,504	4,941	4,371
Total fixed assets	6,514	6,505	7,365	7,908	8,026
Total assets	10,167	10,657	12,869	12,849	12,397
Total loans	3,243	3,579	5,693	3,204	2,315
Total current liabilities	1,995	2,523	4,655	6,228	5,490
Total long-term liabilities	2,626	2,611	4,655	576	560
Total liabilities	4,621	5,134	7,249	6,805	6,050
Paid-up capital	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
Total equity	5,546	5,523	5,546	6,044	6,347
BVPS (Bt)	4.42	4.41	4.42	4.82	5.06

Main Assumptions

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Chicken processing(mn birds)	73	79	85	99	106
Cooked Chicken Price (US\$/ton)	4,500	4,400	4,400	4,500	4,500
Exchange rate (Bt/US\$)	30.5	30.5	30.5	30.5	30.5
Animal Feed Volume (TPA)	545,000	654,000	635,040	650,000	660,000
Chicken meat: GFPT + McKey(TPA)	103,400	102,000	114,000	130,000	150,000
Equity Sharing: GFN + McKey(Btmn)	(111)	(74)	233	257	274

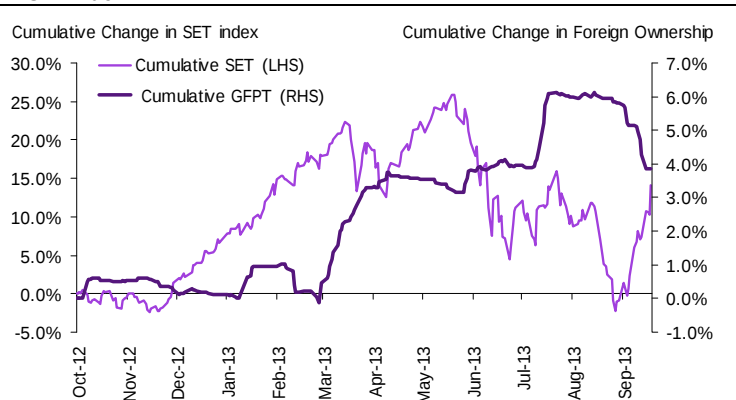
PBV Band Chart



12-Month Cumulative directors trade

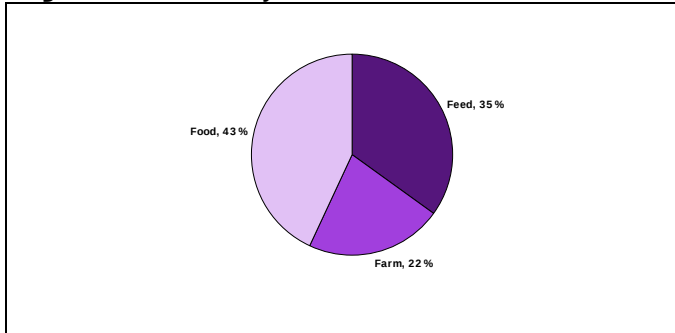
NA

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



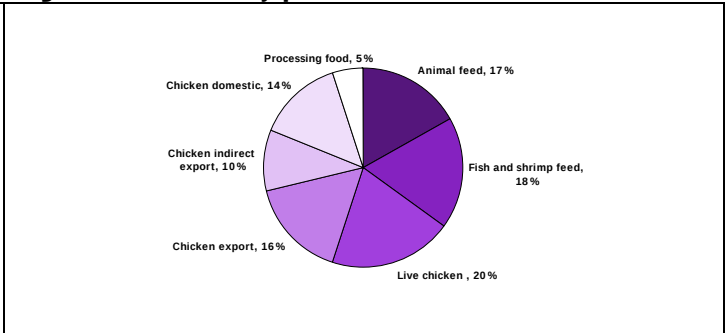
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Revenue by business



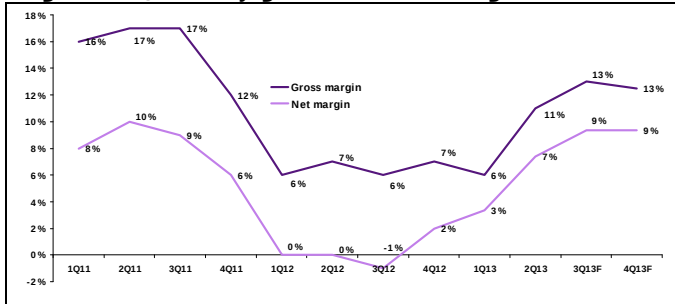
Source: GFPT, SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue by product



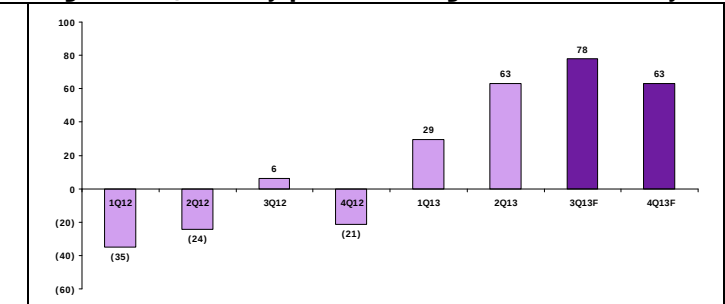
Source: GFPT, mundiindex.com, SCBS Investment Research

Figure 3: Quarterly gross and net margins



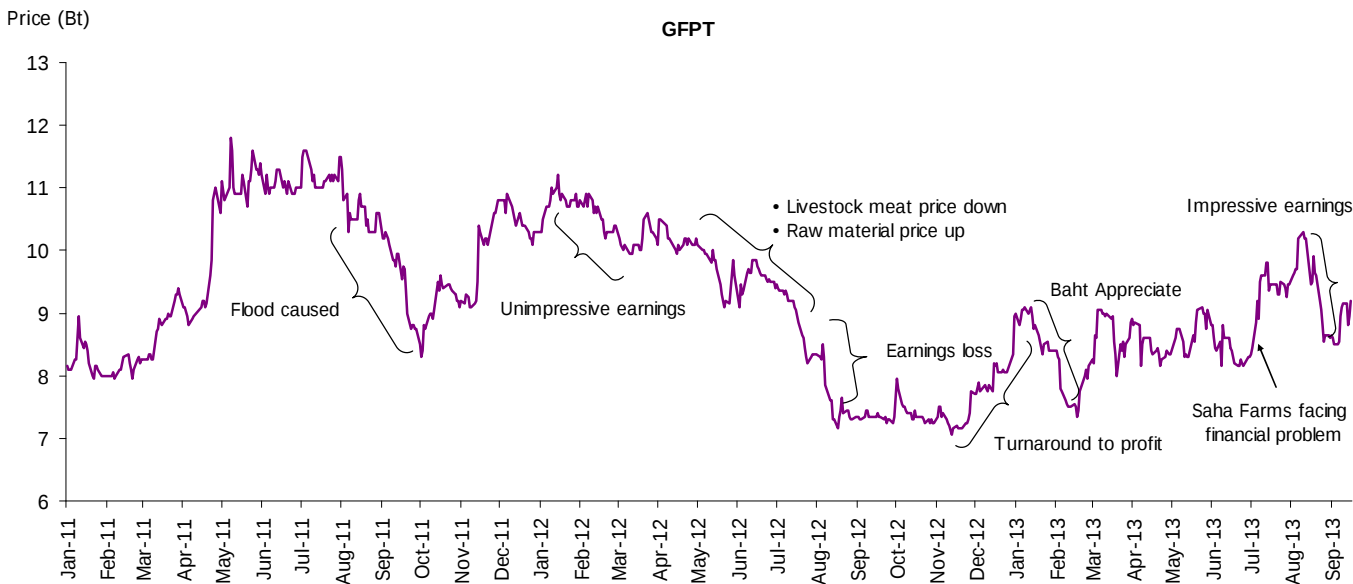
Source: GFPT, SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly profit sharing from GFN, McKey



Source: Thai Broiler, Association, GFPT, SCBS Investment Research

Figure 5: Price pattern and impact



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



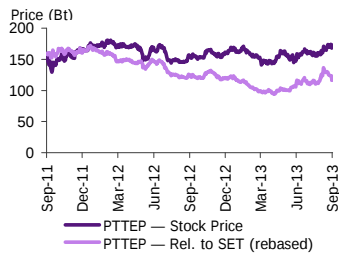
ชื่อ

Stock Data

Last close (Sep 24) (Bt)	169.50
12-m target price (Bt)	210.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.89
Mkt cap (Btbn)	672.91
Mkt cap (US\$mn)	21,492

Bloomberg code	PTTEP TB
Reuters code	PTTE.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	5.37
Sector % SET	18.88
Shares issued (mn)	3,970
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	174.5 / 141
Avg. daily 6m (US\$mn)	31.24
Foreign limit / actual (%)	40 / 24
Free float (%)	34.7
Dividend policy (%)	≤ 30

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.6	9.0	8.3
Relative to SET	-1.0	6.5	-1.7

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

แนวโน้มดีขึ้น เพราะราคาน้ำมันสูงขึ้น

PTTEP ได้ประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เพราะผลผลิตมากกว่า 30% ของบริษัทเป็นน้ำมันดิบและคอนเดนเสท ซึ่งมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมัน ที่สำคัญกว่านั้น เราคาดว่าโครงการมอนทารจะหนุนให้สัดส่วนผลิตภัณฑ์เหลวปรับเพิ่มขึ้น เราเชื่อว่าหลังจากประเด็นที่สร้างแรงกดดันต่อ PTTEP หดไป นักลงทุนก็จะกลับมาสนใจมองเชิงบวกมากขึ้น โดยเฉพาะต่อปริมาณขายที่บริษัทตั้งเป้าไว้ในระยะยาวที่ 600,000 BOED ภายในปี 2563 เทียบกับ 300,000 BOED ในปัจจุบัน เรายืนยันคำแนะนำ “ซื้อ” PTTEP ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 210 บาท/หุ้น

แนวโน้มราคาผลิตภัณฑ์ดีขึ้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้ PTTEP สามารถปรับราคาขายเฉลี่ยในงวดครึ่งหลังปี 2556 เพิ่มขึ้นจากไตรมาส 2/56 ได้ ในขณะที่ราคาก๊าซจะทรงตัวอยู่เหนือ 8 ดอลลาร์สหรัฐ/ล้านบีทียู เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยในไตรมาส 3/56 อาจสูงถึง 67.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เพิ่มขึ้น 3.3% QoQ และ 5.2% YoY และอาจจะปรับขึ้นอีกในไตรมาส 4/56 โดยเกิดจากผลผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโครงการมอนทาร ซึ่งมีความสูงกว่าราคาน้ำมันเบรนท์ นอกจากนี้ ราคาน้ำมัน WTI ที่สูงขึ้นก็จะส่งผลดีต่อราคาขายปิโตรเลียมจากโครงการ oil sand ด้วย แม้ความสามารถในการทำกำไรจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไป จนกว่าจะเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตส่วนขยายเพิ่ม

โครงการมอนทารเริ่มสร้างผลตอบแทน ในที่สุดโครงการมอนทารก็เริ่มสร้างผลตอบแทนกลับคืนมา หลังจากใช้เงินลงทุนจำนวนมากเป็นเวลานานกว่า 4 ปี โครงการนี้เริ่มเดินเครื่องผลิตตอนปลายไตรมาส 2/56 และขายน้ำมันล็อตแรกให้กับ PTT ในไตรมาส 3/56 ปริมาณการผลิตเฉลี่ยในไตรมาส 3/56 อยู่ที่ 5,000 บาร์เรล/วัน และจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 20,000 บาร์เรล/วันในไตรมาส 4/56 หลังจากหน่วยผลิตได้นำและแท่นหลุมผลิต (H5) เริ่มดำเนินการ EBITDA margin ของโครงการมอนทารน่าจะยืนอยู่ที่ระดับสูงกว่า 70% ทั้งๆ ที่ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการนี้อยู่ในระดับต่ำเพราะค่าเสื่อมราคาสูง การขายน้ำมันจากโครงการมอนทารได้เพิ่มขึ้นน่าจะส่งผลดีต่อกำไรในรูปเงินสด เพราะราคาน้ำมันสูงกว่าราคาก๊าซ

ปริมาณขายปี 2556 จะเพิ่มขึ้น 9% YoY ปริมาณขายของ PTTEP จะเพิ่มขึ้นอย่างน้อย 9% YoY ในปี 2556 หรือเพิ่มขึ้นสู่ 300,000 BOED ซึ่งหมายความว่าปริมาณขายในงวดครึ่งหลังปี 56 น่าจะเพิ่มขึ้นอย่างน้อย 6-7% จากงวดครึ่งแรกปี 56 หรือเพิ่มขึ้นจาก 292,000 BOED ในงวดครึ่งแรกปี 56 สู่ 308,000 BOED ซึ่งจะทำให้สำเร็จได้โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการผลิตที่โครงการมอนทารและปริมาณการผลิตระดับสูงของโครงการ S1 บริษัทยืนยันเป้าปริมาณขายที่ 600,000 BOED ซึ่งสามารถทำได้จริงมากกว่าเป้าเดิมที่ 900,000 BOED และมีข้อจำกัดทางการเงินลดลง ต้นทุนดำเนินการของบริษัทที่ระดับ 31.6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 2/56 ยังสามารถแข่งขันได้ ซึ่งช่วยสนับสนุนให้ PTTEP มี ROE อยู่ที่ระดับ 22.4% ในปัจจุบัน ยังอยู่ในอันดับต้นๆ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน

กำไรไตรมาส 3/56 น่าจะเพิ่มขึ้น 42% QoQ ราคาน้ำมันที่ดีในปัจจุบันทำให้เราคาดว่าราคาขายเฉลี่ยในไตรมาส 3/56 ของ PTTEP จะปรับเพิ่มขึ้น 3.3% QoQ สู่ 67.3 ดอลลาร์สหรัฐ/BOE เมื่อรวมกับกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนและผลกระทบที่ลดลงจากหนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี บริษัทน่าจะจะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 1.51 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/56 เพิ่มขึ้น 42% QoQ แต่ยังคงลดลง 14% YoY เราคาดว่าปริมาณขายเฉลี่ยของบริษัทจะลดลง 1.2% QoQ สู่ 289,200 BOED ทั้งๆ ที่โครงการมอนทารเริ่มผลิตโดยเกิดจากยอดขายก๊าซที่ลดลงในช่วงที่หยุดเดินเครื่องนอกแผนของโรงแยกก๊าซหน่วยที่ 5 ของ PTT นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าค่าใช้จ่ายสำรวจที่เกิดจากการตัดจำหน่ายหลุมแห้งน่าจะลดลงเนื่องจากการขุดเจาะหลุมส่วนใหญ่จะอยู่ในประเทศไทยซึ่งมีอัตราความสำเร็จสูงกว่านอกประเทศ

ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโต ฐานะการเงินของ PTTEP ยังแข็งแกร่ง โดยอัตราส่วนหนี้สิน/ทุนอยู่ที่ระดับเพียง 0.32 เท่า และอัตราส่วนหนี้สิน/EBITDA อยู่ที่ระดับ 0.68 เท่า ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทกู้เงินเพิ่มได้ถ้ามีโอกาสขยายธุรกิจ ต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยสำหรับเงินกู้อายุ 7.66 ปีของ PTTEP ก็อยู่ในระดับต่ำเพียง 4.08% นอกจากนี้หุ้นกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐอายุ 5 ปีที่เพิ่งออกไปเมื่อนานนี้ก็มีต้นทุนเพียง 3.707%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	169,646	212,537	238,146	252,349	247,515
EBITDA	(Btmn)	119,985	151,045	169,509	181,890	175,810
Core profit	(Btmn)	47,190	64,811	67,183	72,529	68,640
Reported profit	(Btmn)	44,748	57,316	67,183	72,529	68,640
Core EPS	(Bt)	14.21	19.32	16.92	18.27	17.29
DPS	(Bt)	5.40	5.80	6.80	7.30	6.90
P/E, core	(x)	11.9	8.8	10.0	9.3	9.8
EPS growth, core	(%)	(2.9)	35.9	(12.4)	8.0	(5.4)
P/BV, core	(x)	2.8	2.1	1.8	1.6	1.5
ROE	(%)	26.0	24.5	19.2	18.4	15.8
Dividend yield	(%)	3.2	3.4	4.0	4.3	4.1
EV/EBITDA	(x)	5.4	4.8	4.1	3.9	4.0

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	169,646	212,537	238,146	252,349	247,515
Cost of goods sold	45,368	53,019	62,328	64,795	64,261
Gross profit	124,278	159,517	175,818	187,555	183,254
SG&A	8,022	9,827	9,344	9,901	9,711
Other income	3,729	5,600	3,034	4,236	2,267
Interest expense	3,771	5,812	5,678	5,661	4,121
Pre-tax profit	82,160	106,787	121,999	131,712	124,632
Corporate tax	35,045	42,120	54,968	59,342	56,160
Equity a/c profits	75	145	152	160	168
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	47,190	64,811	67,183	72,529	68,640
Extra-ordinary items	(2,442)	(7,495)	0	0	0
Net Profit	44,748	57,316	67,183	72,529	68,640
EBITDA	119,985	151,045	169,509	181,890	175,810
Core EPS (Bt)	14.21	19.32	16.92	18.27	17.29
Net EPS (Bt)	13.48	17.08	16.92	18.27	17.29
DPS (Bt)	5.40	5.80	6.80	7.30	6.90

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	86,764	123,483	140,440	133,012	70,065
Total fixed assets	361,078	478,030	504,790	554,421	596,358
Total assets	447,842	601,513	645,231	687,433	666,424
Total loans	122,745	115,572	117,248	114,857	54,107
Total current liabilities	99,504	72,749	80,923	109,275	69,424
Total long-term liabilities	148,314	200,660	193,544	162,616	141,229
Total liabilities	247,818	273,409	274,468	271,891	210,653
Paid-up capital	3,320	3,970	3,970	3,970	3,970
Total equity	200,024	328,104	370,763	415,542	455,771
BVPS (Bt)	60.25	82.65	93.39	104.67	114.80

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	47,190	64,811	67,183	72,529	68,640
Depreciation and amortization	38,827	38,446	41,831	44,517	47,056
Operating cash flow	92,306	43,664	162,536	114,616	115,973
Investing cash flow	(131,881)	(79,850)	(118,592)	(94,148)	(88,994)
Financing cash flow	22,691	64,552	(22,848)	(30,141)	(89,161)
Net cash flow	(16,884)	28,366	21,096	(9,674)	(62,183)

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	73.3	75.1	73.8	74.3	74.0
Operating margin(%)	48.5	50.3	52.3	52.8	51.1
EBITDA margin(%)	70.7	71.1	71.2	72.1	71.0
EBIT margin(%)	47.8	53.0	53.6	54.4	52.0
Net profit margin(%)	26.4	27.0	28.2	28.7	27.7
ROE (%)	26.0	24.5	19.2	18.4	15.8
ROA (%)	12.3	12.4	10.8	10.9	10.1
Net D/E (x)	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage (x)	31.8	26.0	29.9	32.1	42.7
Debt service coverage (x)	10.2	4.0	15.9	10.5	4.0
Payout Ratio (%)	40.1	34.0	40.2	40.0	39.9

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total revenue	50,113	56,228	57,657	54,686	54,396
Cost of goods sold	12,416	13,485	15,366	12,916	12,999
Gross profit	37,697	42,744	42,291	41,770	41,397
SG&A	2,044	2,489	3,393	1,932	1,730
Other income	2,051	854	1,863	852	590
Interest expense	1,300	1,696	1,824	1,435	1,436
Pre-tax profit	26,439	27,750	27,919	27,625	27,604
Corporate tax	13,688	9,307	11,610	8,700	15,160
Equity a/c profits	42	40	15	47	42
Minority interests	0	0	0	0	0
Core profit	12,794	18,484	16,324	18,973	12,485
Extra-ordinary items	(5,061)	(957)	(2,555)	1,285	(1,822)
Net Profit	7,733	17,526	13,768	20,258	10,664
EBITDA	37,705	41,109	40,761	40,691	40,257
Core EPS (Bt)	3.85	5.57	4.74	4.78	3.14
Net EPS (Bt)	2.33	5.28	4.00	5.10	2.69

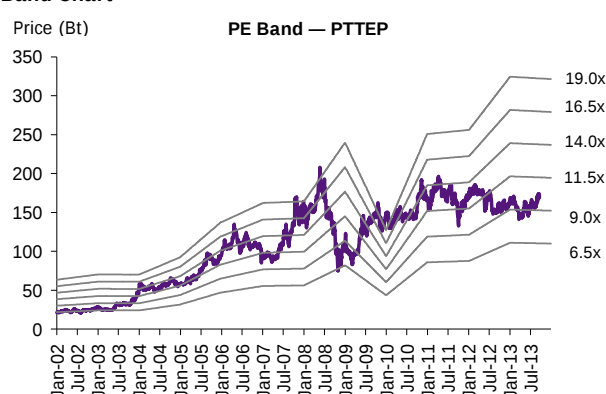
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13
Total current assets	81,917	71,655	123,483	134,479	104,003
Total fixed assets	380,434	460,405	478,030	477,761	513,677
Total assets	462,351	532,061	601,513	612,239	617,680
Total loans	124,478	172,679	115,572	111,177	111,089
Total current liabilities	70,161	121,230	72,749	88,956	62,269
Total long-term liabilities	169,552	186,297	200,660	201,806	203,547
Total liabilities	239,714	307,527	273,409	290,763	265,816
Paid-up capital	3,320	3,320	3,970	3,970	3,970
Total equity	222,637	224,534	328,104	321,477	351,864
BVPS (Bt)	67.06	67.63	82.65	80.98	88.63

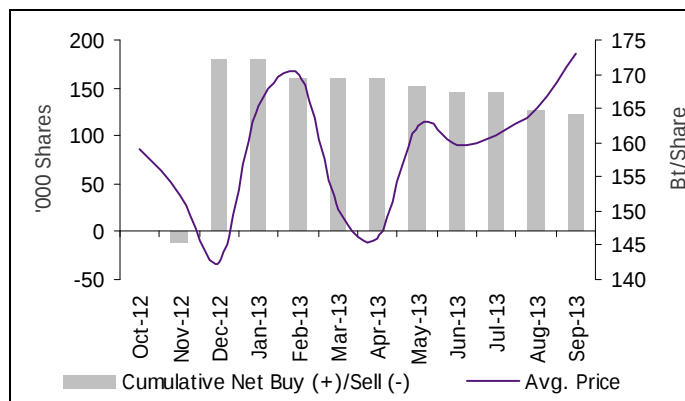
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Sales volume (kBOED)	265	276	310	340	335
- Liquid product (% of total)	29.5	33.6	39.0	36.0	33.0
- Gas product (% of total)	70.5	66.4	61.0	64.0	67.0
Dubai crude oil price (US\$/bbl)	106.1	114.9	102.0	97.0	97.0
Avg selling price (US\$/BOE)	55.5	64.9	68.8	66.5	66.2
CAPEX (Btmn)	152,062	87,596	118,470	94,020	88,860

PE Band Chart

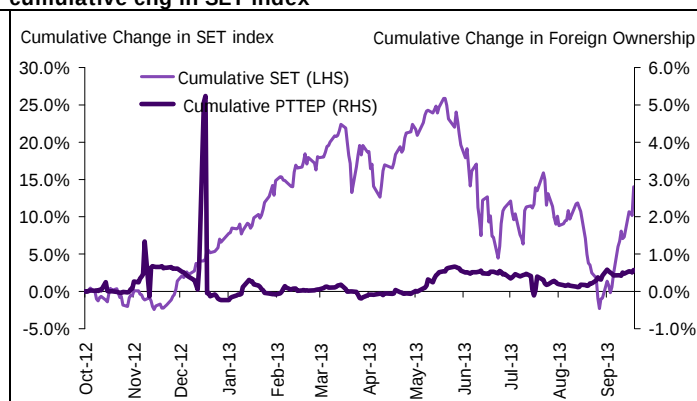


12-Month Cumulative directors trade



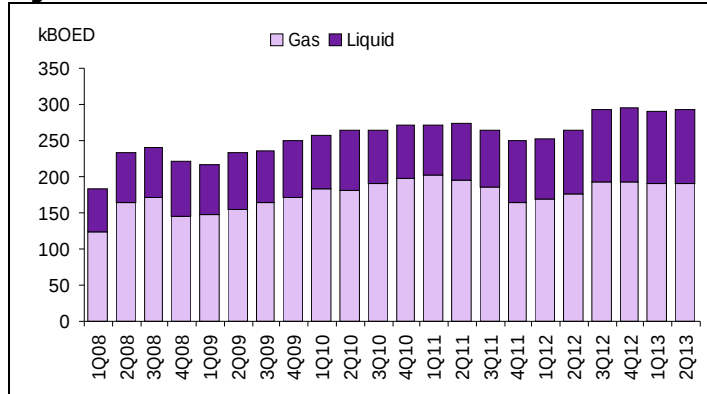
Source: SEC

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



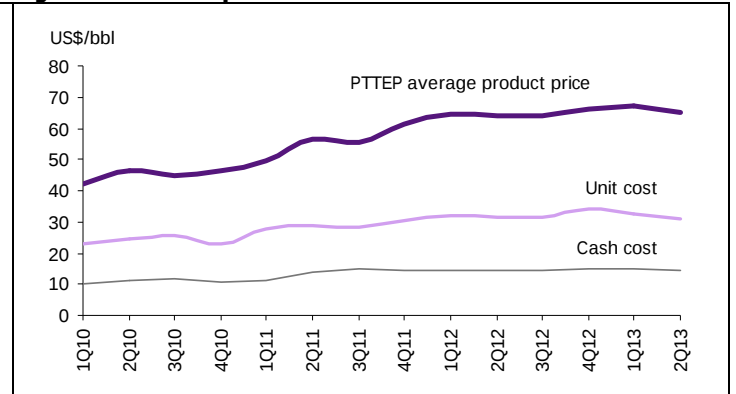
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Production volume breakdown



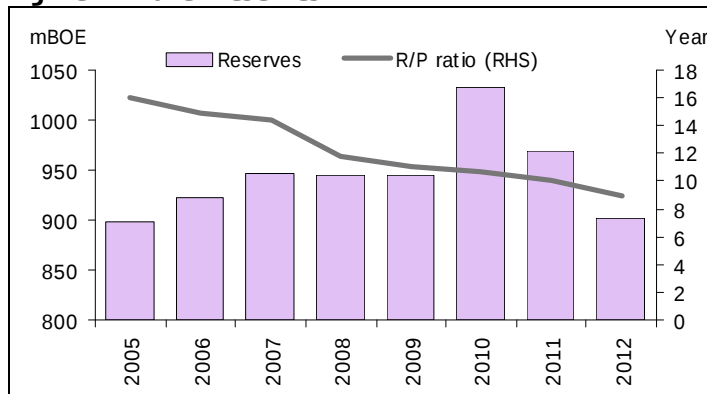
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 2: ASP vs. production cost



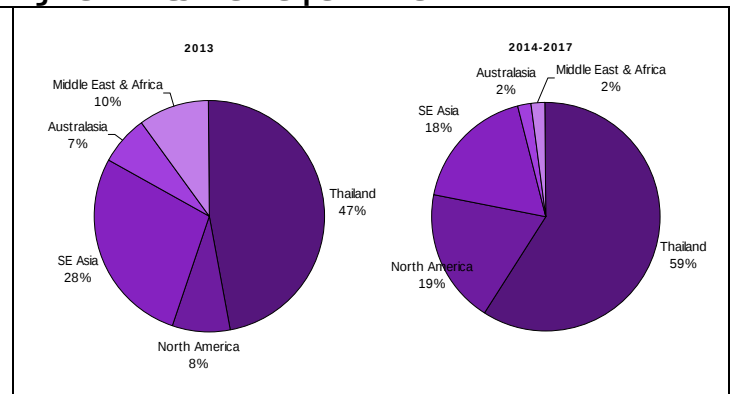
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 3: Proved reserves



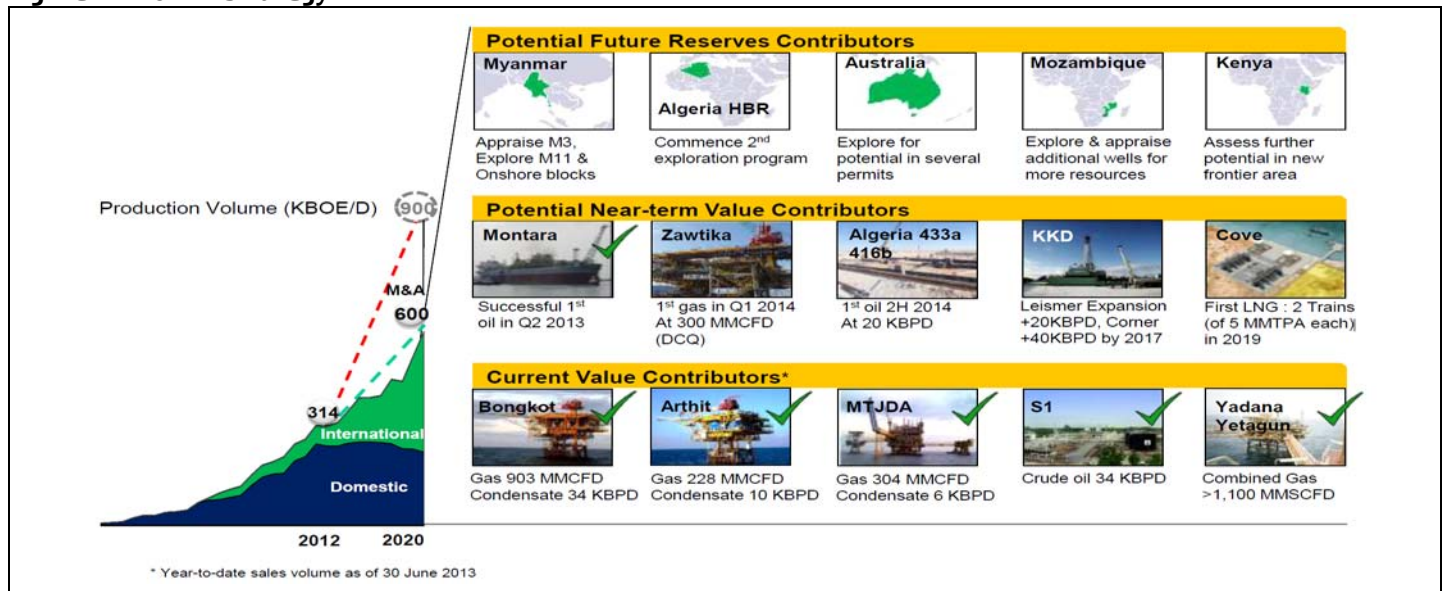
Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 4: Investment expenditure



Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 5: Growth strategy



Source: PTTEP, SCBS Investment Research

Figure 6: 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
CNOOC	9.1	8.7	8.5	(2.2)	4.4	2.6	1.6	1.4	1.3	18.8	17.1	16.1	3.2	3.3	3.5	4.5	4.1	3.9
Cairn India	5.5	5.8	6.3	1.7	(5.1)	(8.3)	1.1	1.0	0.9	20.6	18.0	14.9	3.6	3.4	3.3	3.7	3.8	4.0
GAIL India	9.1	8.8	6.9	0.5	3.8	26.8	1.3	1.2	1.1	15.3	14.2	15.9	2.9	3.0	3.4	6.9	6.5	5.5
Oil India	7.6	6.7	6.4	(22.6)	13.6	5.6	1.4	1.2	1.4	18.2	18.7	20.1	4.5	5.1	5.2	3.3	2.8	2.7
PTTEP	10.7	10.1	10.8	(4.7)	5.0	(6.3)	1.9	1.7	1.5	18.5	17.5	15.1	3.3	3.8	3.5	4.5	4.1	4.2
Average	8.4	8.0	7.8	(5.5)	4.4	4.1	1.4	1.3	1.2	18.3	17.1	16.4	3.5	3.7	3.8	4.6	4.3	4.1

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



กลุ่มอุตสาหกรรม



This page is left blank intentionally



วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

ธุรกิจส่งออกอาหารจะปรับตัวดีขึ้นในครึ่งหลังปี 56

- ธุรกิจไก่และหมูแข็งแกร่งในงวดครึ่งหลังปี 56 เพราะอุตสาหกรรมฟื้นตัวและเงินบาทอ่อนค่า
- GFPT จะรายงานผลการดำเนินงานฟื้นตัวดีขึ้นมากที่สุดอีกครั้งในงวดครึ่งหลังปี 56
- การส่งออกหมูและกุ้งยังแย่
- ขอบธุรกิจส่งออกอาหารมากกว่าธุรกิจอาหารในประเทศ: Top picks คือ GFPT และ CPF

ธุรกิจไก่และหมูแข็งแกร่งในงวดครึ่งหลังปี 56 ธุรกิจไก่และหมูเริ่มฟื้นตัวหลังจากไตรมาส 1/56 และมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้

หมู: อุปทานสมดุล และราคาเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 72 บาท/กก. ประเด็นที่ต้องติดตาม คือ สหรัฐฯ ต้องการให้ไทยเปิดตลาดเนื้อหมูและผลิตภัณฑ์ แลกกับการต่อ GSP ที่สหรัฐฯ ให้กับสินค้าไทย ซึ่งหมดอายุลงเมื่อวันที่ 31 ก.ค. 2556 ซึ่งจะส่งผลลบต่อ CPF ที่ผลิตหมูคิดเป็นสัดส่วน 10% ของผลผลิตหมูทั้งหมดในประเทศไทย และผลผลิตอาหารสัตว์ถึง 52% ของผลผลิตอาหารหมูทั้งหมดในประเทศไทย

ไก่: สถานการณ์อุปทานในประเทศล้นตลาดคลี่คลายลง เพราะการลดการผลิตของสหฟาร์ม (ส่วนแบ่งตลาดในประเทศ ~10-15%) จะทำให้อุปทานไก่ที่ส่งเข้าโรงเชือดลดลงจาก 26 ล้านตัว/สัปดาห์ เหลือราว 24 ล้านตัว/สัปดาห์ ราคาไก่ในปัจจุบันอยู่ที่ 47 บาท/กก. เทียบกับราคาต่ำสุดที่ 33 บาท/กก. ราคาที่ดีขึ้นยังได้รับปัจจัยหนุนจากราคาสินค้าพลอยได้ (เช่น ขน ไล่ ไคร้ กระดุก) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 8 บาท/กก. เป็น 20-25 บาท/กก. ด้วย การลดการผลิตของสหฟาร์มทำให้ความกังวลเกี่ยวกับอุปทานล้นตลาดมีน้อยลง

ปัญหาของสหฟาร์มยังไม่จบ หนังสือพิมพ์รายงานว่า กลุ่มทุนเกาหลีใต้ครองสิทธิ์ในสหฟาร์ม แลกกับการเข้าควบคุมสายการผลิต "ฟู้ด ฟอร์ เดอะ เวิลด์" ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของสหฟาร์ม โดยจะเข้าไปดูแลการผลิตและซื้อเนื้อไก่เพื่อส่งออกไปยังเกาหลีและยุโรป เรามองการเคลื่อนไหวครั้งนี้ว่าเป็นการแก้ปัญหาเฉพาะหน้า โดยสถานการณ์ของสหฟาร์มจะต้องใช้เวลาอย่างน้อย 9 เดือนจึงจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ ดังนั้นการแข่งขันก็จะยังคงน้อยลงและส่งผลดีต่อ CPF และ GFPT ต่อไป

ญี่ปุ่นได้เป็นเจ้าภาพจัดงานโอลิมปิก 2020 การที่ญี่ปุ่นได้เป็นเจ้าภาพจัดงานโอลิมปิก 2020 จะทำให้เศรษฐกิจในประเทศญี่ปุ่นดีขึ้นและมีการนำเข้าอาหารเพิ่มขึ้น ขวั้นที่ถือเป็นข่าวดีเนื่องจากญี่ปุ่นเป็นหนึ่งในตลาดหลักสำหรับไก่ปรุงสุกของไทย นอกจากนี้อุตสาหกรรมไก่ของไทยก็จะได้รับประโยชน์จากการกลับมาส่งออกไก่แช่แข็งให้กับญี่ปุ่นด้วย

แนวโน้มอุตสาหกรรมอาหาร สมาคมการจัดการธุรกิจแห่งประเทศไทย (TMA) จัดงานสัมมนาขึ้นเมื่อวันที่ 11-12 ก.ย. 2556 โดยในส่วนของธุรกิจเกษตรและอาหารสรุปได้ว่า ความท้าทายระดับโลก คือ การผลิตอาหารรองรับประชากรโลกที่มีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 7 พันล้านคนในปี 2555 สู่ 9 พันล้านคนในปี 2593 ซึ่งเมื่อถึงเวลานั้นจะมีประชากรโลกประมาณ 70% อาศัยอยู่ในเมือง การผลิตอาหารรองรับประชากรจำนวนมากจำเป็นที่จะต้องให้ความสนใจในการพัฒนาประสิทธิภาพการผลิตด้วยนวัตกรรมใหม่ๆ ประเทศไทยมีแบรนด์อาหารใหญ่ๆ ได้แก่ CPF TUF เบทาโกร โออิชิ ฯลฯ นอกจากนี้ไทยยังเป็นประเทศที่มีความมั่นคงทางด้านอาหารระดับแถวหน้าในอาเซียน ประเทศไทยถูกจัดให้อยู่ในอันดับ 1 ในแง่ที่มีอาหารที่ประชาชนสามารถซื้อได้เพราะมีการควบคุมราคาสินค้าอาหารหลายประเภทภายในประเทศ และจัดอยู่ในอันดับ 2 ในด้านคุณภาพและความปลอดภัย รองจากมาเลเซีย และอันดับที่ 3 ในด้านของการมีอาหารกระจายอยู่ทุกพื้นที่ นอกจากนี้เมื่ออิงกับดัชนีความมั่นคงทางอาหารโดยรวม ประเทศไทยอยู่อันดับที่ 2 ในอาเซียน และอันดับที่ 45 ในโลก รองจากมาเลเซีย (อันดับ 1 ในอาเซียน และอันดับ 33 ในโลก) ซึ่งชี้ให้เห็นว่ามาเลเซียจะเป็นคู่แข่งสำคัญของไทยใน AEC

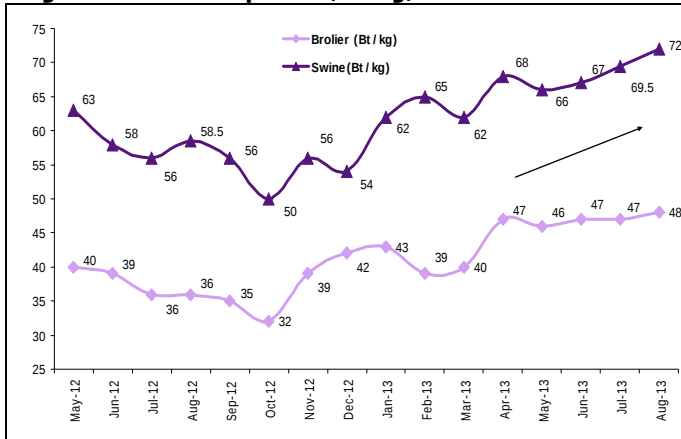
คำแนะนำ TUF และ GFPT จะได้รับประโยชน์จากเงินบาทอ่อนค่ามากที่สุด ขณะที่ CPF เน้นขายสินค้าในตลาดภายในประเทศมากกว่า รายได้ประมาณครึ่งหนึ่งของ TUF อยู่ในสกุลดอลลาร์ และรายได้ 48% ของ GFPT อยู่ในสกุลดอลลาร์ ดังนั้นการอ่อนค่าของเงินบาทต่อเนื่องไปจนถึงสิ้นปี 2556 จะส่งผลให้อัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น การส่งออกจำนวนมากในงวดครึ่งหลังปี 56 การอ่อนค่าของเงินบาท และการลดอุปทานในอุตสาหกรรมไก่ จะส่งผลทำให้ GFPT เป็นผู้ผลิตที่มีกระแสเงินสดและผลการดำเนินงานดีที่สุดตามมาด้วย CPF (ฟื้นตัวในธุรกิจไก่และหมู) ในขณะที่ธุรกิจหมูและกุ้งยังคงประสบปัญหาอัตรากำไรขั้นต้นจากธุรกิจ OEM ลดลงอย่างต่อเนื่อง เราแนะนำ "ซื้อ" GFPT ด้วยราคาเป้าหมาย 12 บาท และแนะนำ "ซื้อ" CPF ด้วยราคาเป้าหมาย 35 บาท เราปรับลดคำแนะนำสำหรับอุตสาหกรรมอาหารลงจาก "Overweight" สู่ "Neutral" เพราะธุรกิจที่มีแนวโน้มดีมีแค่อาหารส่งออก ขณะที่ธุรกิจอาหารในประเทศกำลังเผชิญปัญหาการอุปโภคบริโภคชะลอตัวในช่วงครึ่งหลังของปี 2556

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
CPF	Buy	24.90	35.0	43.6	49.1	40.4	10.7	(73.6)	21.5	278.5	1.52	1.74	1.62	4.2	3.8	13.8	4.4	3.0	5.2	18.3	17.3	9.7
GFPT	Buy	8.65	12.0	41.4	265.6	11.1	8.8	(1.0)	23.0	25.1	1.93	1.72	1.51	0.7	16.4	38.8	0.0	2.7	3.4	14.4	8.9	7.8
MINT	Neutral	24.20	30.0	25.4	30.6	24.7	21.5	67.3	24.1	14.5	5.09	4.49	3.95	18.7	19.3	19.5	1.2	1.4	1.6	18.4	15.4	13.7
PM	Buy	8.45	13.0	58.6	12.4	10.3	9.0	42.5	20.0	15.5	4.10	3.00	2.30	33.5	30.8	23.3	4.4	4.7	5.6	10.3	8.5	7.1
TUF	Neutral	55.00	57.0	5.8	15.0	24.4	13.4	(27.3)	(38.4)	82.3	1.56	1.44	1.31	12.4	6.1	10.2	3.8	2.2	3.7	11.6	15.5	11.0
Average					74.6	22.2	12.7	1.6	10.0	83.2	2.84	2.48	2.14	13.9	15.3	21.1	2.8	2.8	3.9	14.6	13.1	9.9

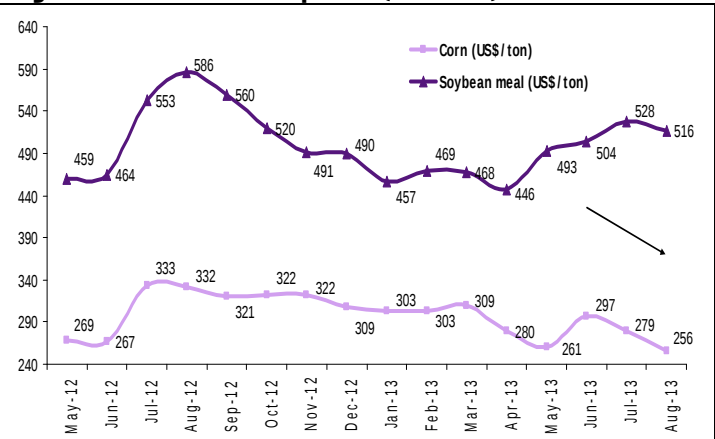
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Product prices (Bt/Kg)



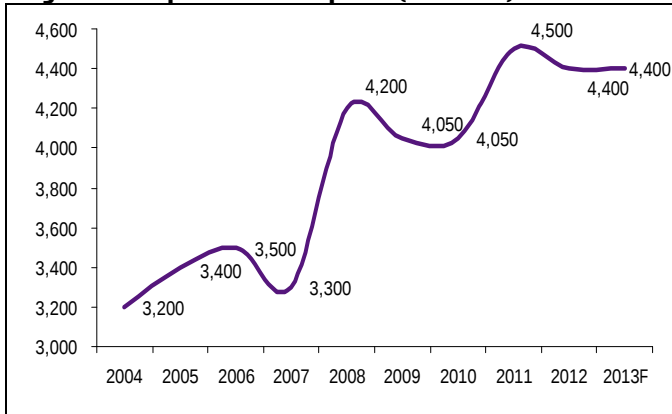
Source: CPF, SCBS Investment Research

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



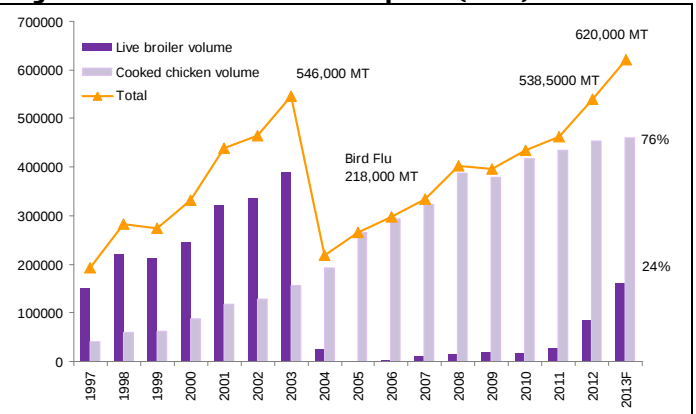
Source: indexmundi.com, SCBS Investment Research

Figure 3: Export chicken price (US\$/ton)



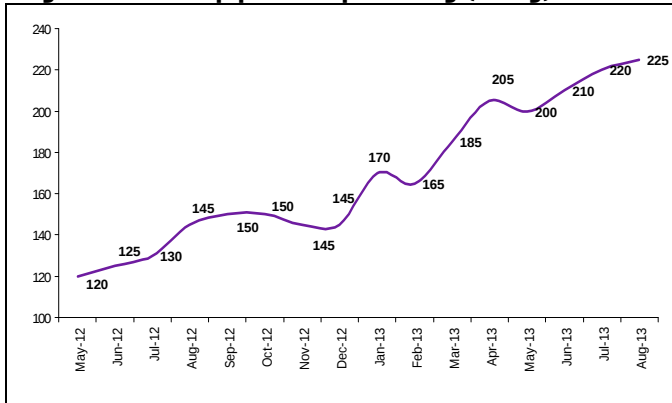
Source: GFPT, SCBS Investment Research

Figure 4: Thai chicken meat exports (tons)



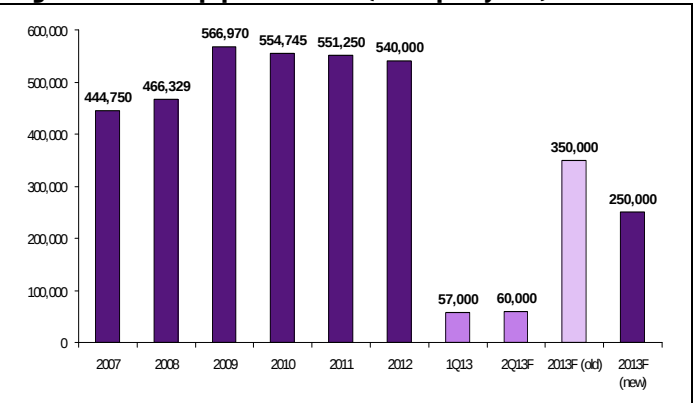
Source: Thai Broiler, Association, GFPT, SCBS Investment Research

Figure 5: Shrimp price 60 pieces/kg (Bt/kg)



Source: CPF, SCBS Investment Research

Figure 6: Shrimp production (tons per year)



Source: Thai Frozen Foods Association, Department of Fisheries

Figure 7: Peer Comparison

Company name	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
Thai Union Frozen Products PCL	14.41	11.33	9.29	-7.27	27.15	22.04	1.77	1.63	1.50	3.43	4.30	5.31	13.08	15.33	16.87	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	3.80	4.74	5.73	12.57	15.51	17.06	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	2.58	4.05	5.74	29.08	33.56	41.55	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	2.44	3.60	4.07	12.52	15.80	18.63	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	4.46	5.43	6.59	33.17	32.03	27.10	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	3.51	3.74	3.98	17.29	17.61	17.91	12.07	11.25	10.52
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
ConAgra Foods Inc	15.89	13.74	12.53	21.32	15.71	9.60	2.68	2.43	2.21	2.90	2.96	3.10	17.63	n.m.	n.m.	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	1.47	2.15	1.68	n.m.	n.m.	n.m.	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	n.a	n.a	n.a	-13.30	5.30	7.75	12.94	11.56	11.47
	16.38	13.96	11.66	203.46	20.13	21.79	3.28	3.69	2.49	2.98	3.68	4.27	15.01	18.24	20.06	15.68	13.77	14.03

Source: Bloomberg

ระวิญญ์ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ขาดปัจจัยบวกสนับสนุนการปรับขึ้นของราคาหุ้น

■ **แม้ Valuation** ต่ำ แต่แนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ไม่สดใสและผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ที่อ่อนแอจะกดดันให้กลุ่มยานยนต์ **underperform** ตลาดในไตรมาส 4/56

■ **แนะนำ “ซื้อ” SAT** สำหรับการลงทุนระยะยาว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 กำไรปกติไตรมาส 2/56 ของหุ้นผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ (AH SAT และ STANLY) ปรับตัวลดลง QoQ โดยหลักๆ เกิดจากยอดขายที่ลดลงเพราะการผลิตรถยนต์ชะลอตัวลง และอัตรากำไรขั้นต้นแคบลง STANLY เป็นเพียงบริษัทเดียวที่รายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้น YoY เพราะค่าใช้จ่ายภาษีลดลง

แนวโน้มไตรมาส 4/56: Valuation ต่ำ แต่ขาดปัจจัยบวกสนับสนุนการปรับขึ้นของราคาหุ้น ราคาหุ้นผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ปรับตัว **underperform** ตลาดมาตั้งแต่ไตรมาส 2/56 โดยราคาหุ้น AH SAT และ STANLY ปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดมากถึง 49% 49% และ 19% ตามลำดับ เพราะได้รับผลกระทบจากแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ปรับตัวแย่ลงในงวดครึ่งหลังปี 56 เนื่องจากขาดปัจจัยสนับสนุน เช่น มาตรการลดภาษีสรรพสามิตให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรกในปีที่ผ่านมา แม้เราเชื่อว่า Valuation ระดับต่ำชี้ให้เห็นว่าปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว แต่สำหรับการลงทุนระยะสั้นในไตรมาส 4/56 เราเชื่อว่ากลุ่มยานยนต์จะปรับตัว **underperform** ตลาดอย่างต่อเนื่อง เพราะขาดปัจจัยบวกสนับสนุนการปรับขึ้นของราคาหุ้น เช่น แนวโน้มอุตสาหกรรมไม่สดใส และผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 มีแนวโน้มปรับตัวแย่ลง

- **ข้อมูลเชิงสถิติของอุตสาหกรรมยานยนต์ปรับตัวแย่ลงในงวดครึ่งหลังปี 56** ข้อมูลล่าสุดในเดือน ส.ค. เกี่ยวกับอุตสาหกรรมยานยนต์ แสดงสัญญาณชะลอตัวลงของการผลิตรถยนต์ ซึ่งจุดโดยตลาดรถยนต์ในประเทศที่อ่อนแอ ยอดผลิตรถยนต์มีจำนวน 193,000 คัน ลดลง 8% YoY และ 4% MoM ยอดขายรถยนต์ในประเทศมีจำนวน 100,000 คัน ลดลง 23% YoY แต่เพิ่มขึ้น 2% MoM ยอดส่งออกรถยนต์มีจำนวน 103,000 คัน เพิ่มขึ้น 21% YoY และ 25% MoM เมื่อเทียบกับประมาณการยอดผลิตรถยนต์ปี 2556 ที่ 2.4-2.5 ล้านคัน หมายความว่ายอดผลิตรถยนต์ในงวดครึ่งหลังปี 56 จะมีน้อยกว่างวดครึ่งแรกปี 56 (1.3 ล้านคันในงวดครึ่งแรกปี 56 เทียบกับ 1.2 ล้านคันในงวดครึ่งหลังปี 56) เพราะยอดขายรถยนต์ในประเทศชะลอตัวลง
- **แนวโน้มผลการดำเนินงานอ่อนแอในงวดครึ่งหลังปี 56** ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2556 ของเราชี้ให้เห็นว่าผลการดำเนินงานของบริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 1/56 ทั้งนี้หลังจากผลการดำเนินงานออกมาแย่ในไตรมาส 2/56 ผลการดำเนินงานก็จะอ่อนแอต่อเนื่องในไตรมาส 3/56 (ประกาศเดือน พ.ย.) เพราะแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ปรับตัวแย่ลง ผลการดำเนินงานงวดครึ่งหลังปี 56 ของกลุ่มยานยนต์มีแนวโน้มอ่อนแอ เนื่องจากเราคาดว่ากำไรงวดครึ่งหลังปี 56 จะลดลง 17% YoY และ 17% HoH

ปัจจัยกระตุ้น คือ ความเสถียรภาพของอุตสาหกรรมยานยนต์ และผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น แนะนำ “ซื้อ” SAT เรามองว่าปัจจัยกระตุ้นกลุ่มยานยนต์ คือ สัญญาณการมีเสถียรภาพของกลุ่มยานยนต์ในด้านของการผลิตรถยนต์และผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นของบริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในปี 2557 แม้ขาดปัจจัยบวกกระตุ้นในระยะสั้น แต่สำหรับการลงทุนระยะยาว เราแนะนำ “ซื้อ” SAT โดยมีราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 22 บาท/หุ้น เพราะคาดว่าจะกำไรเติบโตสูงที่สุดในปี 2557 ส่วน AH นั้น เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 (จากสิ้นปี 2556) และลด PE เป้าหมายลงสู่ 8 เท่า (จาก 9 เท่า) เพื่อสะท้อนแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ปรับตัวแย่ลง ราคาเป้าหมายใหม่ของเรารับลดลงมาอยู่ที่ 20 บาท/หุ้น (จาก 23 บาท/หุ้น)

Valuation summary

				P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)			
Rating	Price Target (Bt/Sh)	ETR (%)		12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	
AH	Sell	16.90	20.0	23.7	7.3	6.5	5.8	n.m.	12.3	13.3	1.11	1.00	0.90	16.4	16.1	16.4	4.4	5.4	6.1	7.4	6.6	5.8
SAT	Buy	17.60	22.0	28.6	9.5	9.4	7.5	82.9	1.1	24.6	1.24	1.40	1.25	17.6	15.8	17.6	4.1	3.6	4.7	6.4	6.3	5.2
STANLY	Neutral	222.00	250.0	15.4	10.6	11.3	9.4	66.5	(6.4)	20.1	1.72	1.56	1.41	17.5	14.5	15.7	3.0	2.8	3.7	5.4	5.5	4.4
Average					9.1	9.1	7.6	74.7	2.3	19.3	1.36	1.32	1.19	17.2	15.4	16.6	3.8	3.9	4.8	6.4	6.1	5.1

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q13 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
AH	190	168	319	279	187	(1.4)	(32.8)	742	834	945	N.M.	12.3	13.3
SAT	167	251	184	238	148	(11.2)	(37.8)	794	803	1,000	82.9	1.1	24.6
STANLY*	364	365	432	467	394	8.2	(15.8)	1,602	1,500	1,802	66.5	(6.4)	20.1
Automotive sector	721	785	936	984	729	N.M.	(25.9)	3,138	3,136	3,746	135.0	(0.1)	19.5

Source: SCBS Investment Research

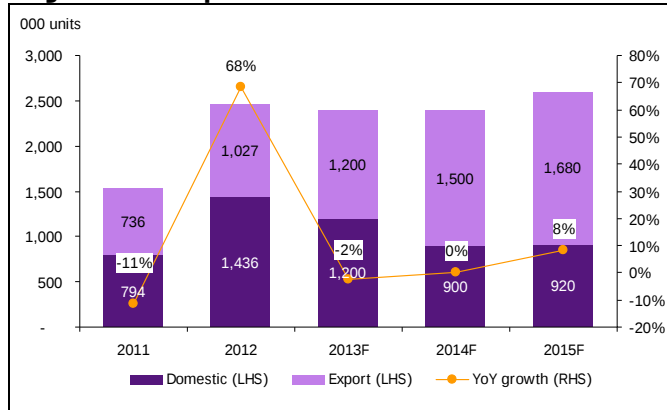
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Aug-13	Aug-12	% YoY	July-13	% MoM	8M13	8M12	% YoY
Domestic auto sales	100.3	129.5	(22.6)	98.3	2.1	948.5	866.9	9.4
Auto export	103.1	85.3	20.9	82.7	24.6	715.7	637.6	12.3
Auto production	193.1	210.3	(8.2)	201.5	(4.2)	1,734.6	1,470.2	18.0

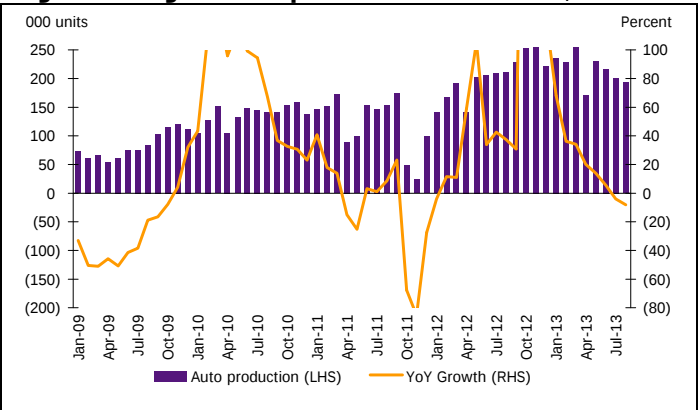
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

Figure 3: Auto production forecast



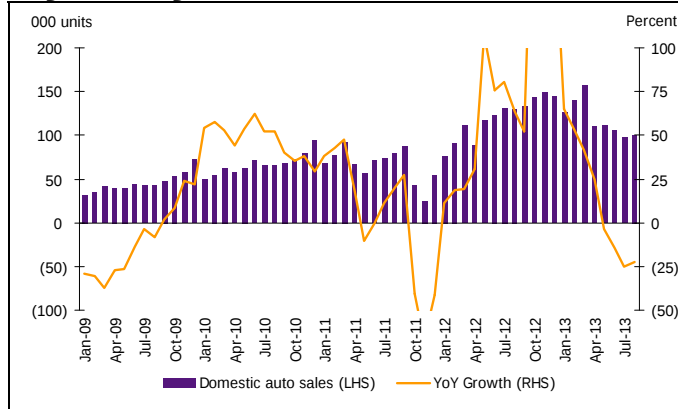
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: August auto production 193K units, -8% YoY



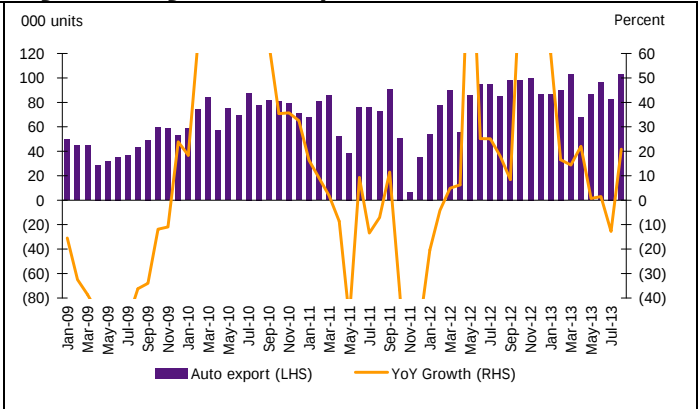
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: August domestic auto sales



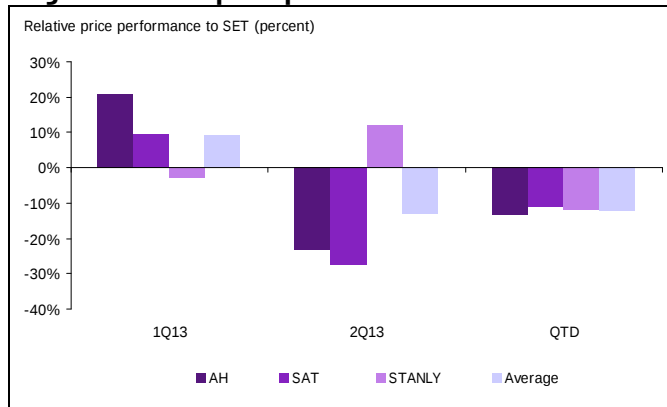
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 6: August auto export



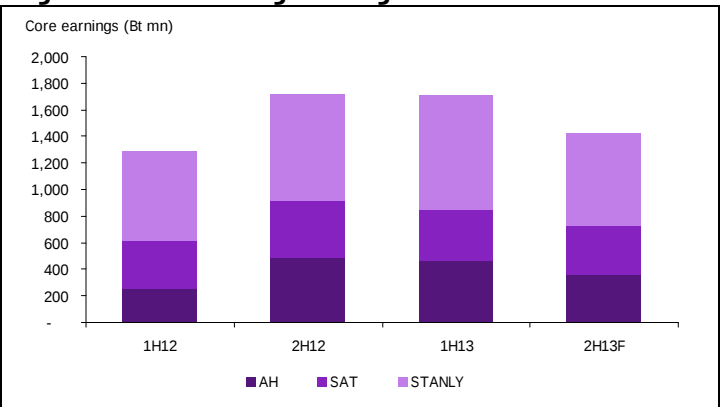
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 7: Share price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 8: Decelerating earnings in 2H13F



Source: SCBS Investment Research

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

แนวโน้มเป็นบวกลดลง หุ่นที่ได้ประโยชน์จากการลงทุนน่าสนใจที่สุด

- กลุ่มธนาคารจะมีแนวโน้มที่เป็นบวกลดน้อยลง โดยจะต้องเฝ้าระวังการขยายสินเชื่อและการเกิด NPL ในครึ่งหลังปี 56 มากขึ้น แม้จะยังสามารถบริหารจัดการได้และเกิดแค่ชั่วคราว
- ผลการดำเนินงานจะยังแข็งแกร่งเพราะมีความคาดหวังเชิงบวกเกี่ยวกับการขยายสินเชื่อเพื่อลงทุน
- Top picks ยังคงเป็น KTB และ BBL เพราะมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน

การขยายตัวของสินเชื่อชะลอตัวลง เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อในงวดครึ่งหลังปี 56 จะชะลอตัวลงจากครึ่งปีแรก สู่ระดับที่เติบโตปานกลาง เพราะการอุปโภคบริโภคในประเทศปรับตัวลดลงและการลงทุนชะลอตัว เราคาดการณ์อัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2556 ของกลุ่มธนาคารที่ 11% (ครึ่งปีแรก 6% และครึ่งปีหลัง 5%) ประเมินการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารที่เราปรับลดลงครั้งล่าสุดมาอยู่ที่ระดับ 11% ในปี 2556 และ 10% ในปี 2557 สะท้อนการปรับลดประมาณการ GDP ปี 2556 ของหลายๆ องค์กรซึ่งเป็นผลมาจากความผิดหวังเกี่ยวกับตัวเลขการส่งออก การอุปโภคบริโภค และการลงทุน ไปเรียบร้อยแล้ว รายงานผลการสำรวจภาวะและแนวโน้มสินเชื่อของ ธปท.ชี้เห็นว่าการต้องการสินเชื่อภาคธุรกิจ (ทั้งธุรกิจขนาดใหญ่และ SMEs) และสินเชื่อภาคครัวเรือนมีแนวโน้มปรับตัวลดลง และธนาคารมีแนวโน้มเพิ่มความเข้มงวดมาตรฐานการให้สินเชื่อในไตรมาส 3/56 อย่างไรก็ดี เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 4/56 จากปัจจัยฤดูกาลและการส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้น

เปลี่ยนมาเน้นขยายสินเชื่อเพื่อการลงทุน ปัจจุบัน พ.ร.บ.โครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท ผ่านการพิจารณาของสภาฯ ในวาระ 2 และ 3 แล้ว การผ่าน พ.ร.บ.ดังกล่าวเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยฟื้นฟูความเชื่อมั่นของภาคเอกชนและจะส่งผลทำให้ประเทศไทยกลับเข้าสู่วัฏจักรการลงทุนที่ห่างหายไปนาน ในขณะที่หนี้ครัวเรือนระดับสูงทำให้การเติบโตของสินเชื่อที่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการอุปโภคบริโภคสิ้นสุดลง แม้เราว่าการลงทุนภาครัฐที่รวมถึงแผนลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานวงเงิน 2 ล้านล้านบาท อาจจะล่าช้า แต่เราว่าการเติบโตของสินเชื่อจะเปลี่ยนมาได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการลงทุนในระยะหลายปีข้างหน้า จากที่เคยได้รับการผลักดันจากการอุปโภคบริโภคในช่วงหลายปีที่ผ่านมา

NPL เพิ่มขึ้น แต่ยังสามารถบริหารจัดการได้ NPL มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 56 โดยเฉพาะในส่วนของการอุปโภคบริโภค เพราะหนี้ครัวเรือนต่อ GDP อยู่ในระดับสูงเกือบ 80% และรายการหนี้ที่มีสองก็ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า NPL จะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นและสามารถบริหารจัดการได้ แม้ธนาคารส่วนใหญ่พบว่า NPL เพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 2/56 แต่ส่วนใหญ่แล้วเกิดจากสินเชื่อรถยนต์มือสองและสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ 4 ราย เนื่องจากปัญหาดังกล่าวเป็นปัญหาเฉพาะที่ ดังนั้นการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ NPL ครั้งนี้จึงไม่ใช่สัญญาณเตือนที่น่าเป็นห่วงสำหรับกลุ่มธนาคารโดยรวม มาตรการคินก้าให้แก่มือถือรถยนต์คันแรกส่งผลทำให้รายการหนี้ที่มีสองปรับตัวลดลง 20-30% และลุกลามไปถึงรายการหนี้ใหม่บางกลุ่มเพราะอุปทานล้นตลาด แหล่งข่าวจากบริษัทประเมินรถยนต์รายหนึ่งเปิดเผยว่า ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา รายการหนี้ที่มีสองปรับตัวลดลง 16.5% และรายการรถมือสองปรับตัวลดลง 12% ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมยานยนต์คาดว่าจะรายการหนี้ที่มีสองจะฟื้นตัวตอนปลายปีนี้ หรือต้นปีหน้า

ตั้งสำรองตามหลักระมัดระวัง ธนาคารมีแนวโน้มที่จะยังคงใช้ความระมัดระวังในการตั้งสำรองในงวดครึ่งหลังปี 56 แม้ตั้งสำรองครบตามเกณฑ์ที่ ธปท.กำหนดเพื่อรองรับความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจซบเซาเรียบร้อยแล้วในไตรมาส 2/56 โดยดูเหมือนว่าธนาคารต่างๆ จะเต็มใจนำรายได้พิเศษหรือกำไรพิเศษมาทำสำรองเพิ่มเพื่อรองรับความไม่แน่นอนในอนาคต ทั้งนี้ธนาคารตั้งสำรองไว้จำนวนมากเพื่อรองรับสถานการณ์ที่ไม่แน่นอนในปัจจุบัน โดยมี LLR coverage อยู่ที่ระดับเฉลี่ย 135% และตั้งสำรองเกินเกณฑ์ที่ 165%

Top picks – KTB และ BBL เรามีมุมมองเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และ SMEs มากกว่าสินเชื่ออุปโภคบริโภคโดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ และมีความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพของสินเชื่ออุปโภคบริโภคมากกว่าสินเชื่อภาคธุรกิจ เนื่องจากหนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับสูงถึง 80% ของ GDP เราจึงยังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks เนื่องจากคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุน

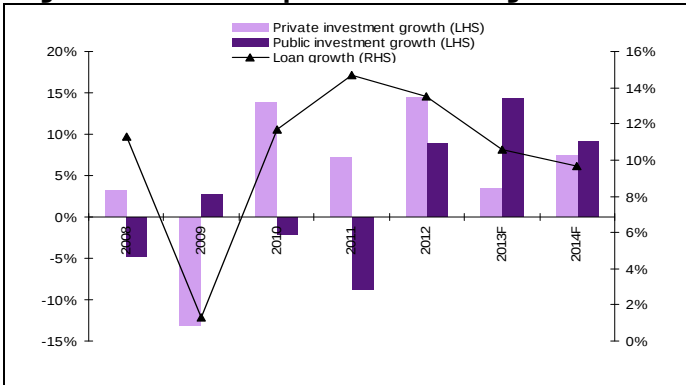
Valuation Summary

	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	Neutral	37.75	39.00	5.4	15.7	14.4	10.7	57.9	9.2	34.7	2.02	1.83	1.62	13.6	13.4	16.1	2.1	2.1	2.8
BBL	Buy	203.00	250.00	26.4	11.7	10.7	9.5	20.8	9.4	13.5	1.42	1.34	1.21	12.8	12.9	13.5	3.2	3.3	3.7
KBANK	Buy	184.50	225.00	23.8	12.5	10.6	8.9	45.5	18.3	18.6	2.39	2.02	1.70	20.8	20.7	20.6	1.6	1.9	2.2
KKP	Neutral	43.00	48.00	18.0	10.6	7.8	7.7	(9.7)	34.7	1.7	1.09	1.02	0.96	12.1	13.4	12.9	5.6	6.4	6.5
KTB	Buy	20.40	26.00	31.6	12.1	9.6	8.3	10.5	26.7	15.1	1.58	1.42	1.28	15.2	15.7	16.2	3.9	4.2	4.8
LHBANK	Sell	1.33	1.20	(7.4)	23.3	16.5	14.5	31.9	41.4	14.2	1.12	1.08	1.03	5.0	6.8	7.3	2.5	2.4	2.8
TCAP	Neutral	33.75	36.00	11.1	7.9	4.8	7.5	14.4	63.5	(35.5)	1.01	0.87	0.81	13.5	19.5	11.3	4.1	4.4	4.7
TISCO	Buy	38.00	46.00	27.5	7.5	7.5	6.9	13.4	(0.1)	8.1	1.52	1.38	1.24	21.5	20.2	18.9	6.3	6.4	6.6
TMB	Sell	2.66	2.20	(16.1)	72.2	24.4	13.6	(60.0)	195.9	79.7	2.16	2.04	1.81	3.0	8.6	14.1	1.2	1.2	2.2
Average					18.7	11.7	9.7	19.5	20.7	16.8	1.68	1.51	1.35	13.7	15.2	15.2	3.3	3.6	4.1

Source: SCBS Investment Research

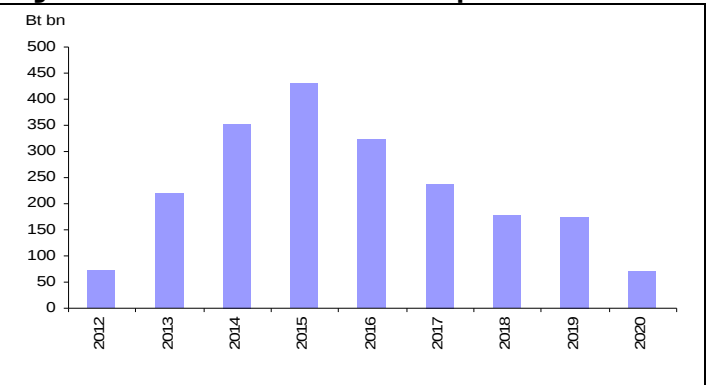
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and public investment growth



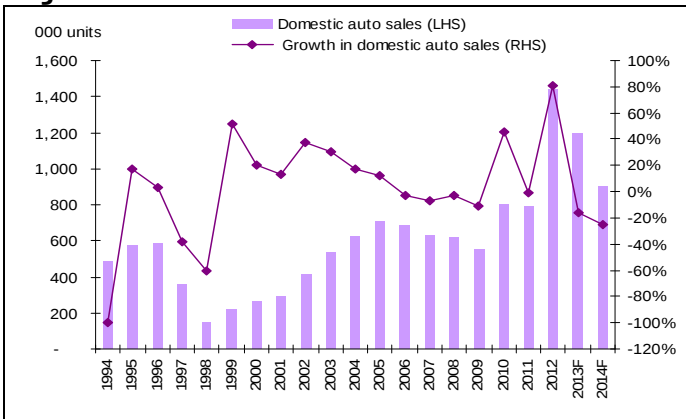
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Infrastructure investment plan



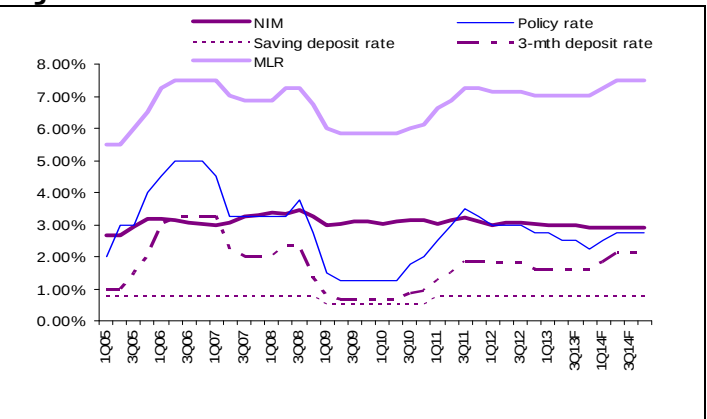
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Domestic car sales



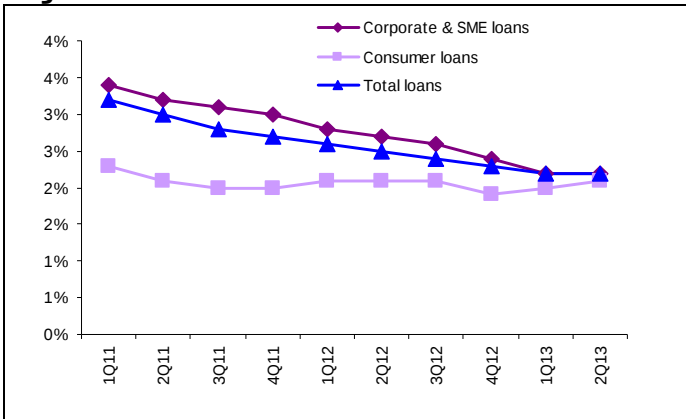
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM vs. interest rates



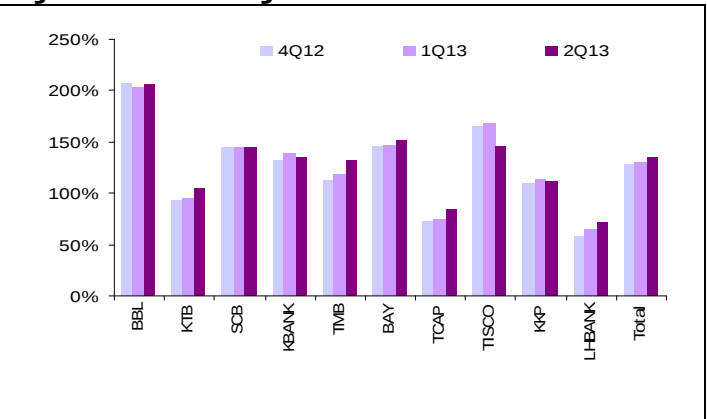
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



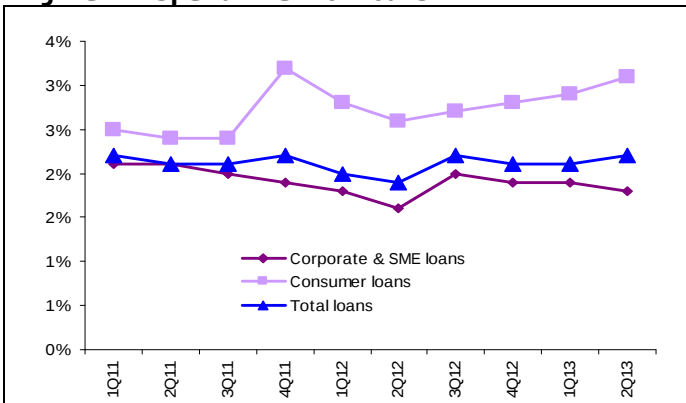
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



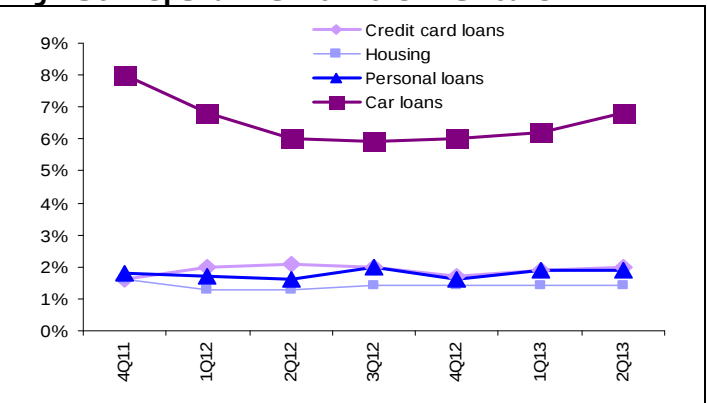
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: % Special mention loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 8: % Special mention consumer loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

ขอบธุรกิจปูนซีเมนต์มากกว่าธุรกิจกระเบื้องเซรามิก

- ปริมาณขายจะเติบโตน้อยลง แต่ยังเป็นบวกในงวดครึ่งหลังปี 56
 - มองบวกต่ออัตรากำไรของปูนซีเมนต์มากกว่าอัตรากำไรของกระเบื้องเซรามิก
 - “ซื้อ” หุ้นปูนซีเมนต์ทุกตัว; SCC กับ TPIPL เป็น top picks เพราะคาดกำไรไตรมาส 3/56 แข็งแกร่ง
- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 บริษัทที่ประกอบธุรกิจปูนซีเมนต์ทุกแห่งรายงานผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาส 2/56 โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตรากำไรจากปูนซีเมนต์ที่ดีขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากการขึ้นราคาขายผลิตภัณฑ์ และส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น SCC รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+132% YoY) ตามมาด้วย SCCC (+57% YoY) และ TPIPL (ฟื้นตัวจากขาดทุน) ในทางกลับกัน บริษัทที่ประกอบธุรกิจกระเบื้องเซรามิกมีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ โดยที่ DCC (+4% YoY) เกิดจากปริมาณขายนำผิวดวง และ DRT (-2% YoY) เกิดจากอัตรากำไรแคบลง

ปริมาณขายชะลอตัว อัตราเติบโตของปริมาณขายยังน่าจะเป็นบวกในงวดครึ่งหลังปี 56 แม้ชะลอตัวลงจากงวดครึ่งแรกปี 56 เนื่องจากความเชื่อมั่นทางธุรกิจได้รับผลกระทบจากหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้นและความกังวลเกี่ยวกับความล่าช้าของโครงการบริหารจัดการน้ำของรัฐบาลและพ.ร.บ.โครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท สำหรับการลงทุนภาคเอกชน บริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์จดทะเบียน 7 แห่ง (2 ใน 3 ของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ทั้งหมด) ประกาศเปิดตัวโครงการใหม่ มูลค่ารวม 1.37 แสนล้านบาทในงวดครึ่งแรกปี 56 (+50% YoY) และ 1.15 แสนล้านบาทในงวดครึ่งหลังปี 56 (+32% YoY) ขณะที่โดยปกติการก่อสร้างจะใช้เวลา 2-3 ปี หลังจากเปิดตัวโครงการครั้งแรก ซึ่งช่วยสนับสนุนว่าจะมีความต้องการวัสดุก่อสร้างในประเทศตลอดช่วงเวลาดังกล่าว สำหรับการลงทุนภาครัฐ พบว่าการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนสะสมในเดือน ก.ค. 2556 เติบโต 8% YoY คิดเป็น 54% ของงบประมาณในช่วง 10 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2556 (เทียบกับ 45% ของงบประมาณในช่วง 10 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2555) ตัวเลขดังกล่าวมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกเนื่องจากรัฐบาลตั้งเป้าเบิกจ่ายงบประมาณสูงกว่า 80% ในปีงบประมาณ 2556 (เทียบกับ 66% ในปีงบประมาณ 2555) เพื่อชดเชยการลงทุนที่ไม่ได้รวมอยู่ในงบประมาณปีนี้เพราะความล่าช้าที่มีสาเหตุมาจากการดำเนินการกฎหมาย เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 9% ในปี 2556 (เทียบกับ 10% ในงวดครึ่งแรกปี 56 และ 11% ในปี 2555) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 4% ในปี 2556 (เทียบกับ 4% ในงวดครึ่งแรกปี 56 และ 5% ในปี 2555) ทั้งนี้ SCB EIC คาดว่าการลงทุนภาคเอกชนจะเติบโต 3.4% ในปี 2556 (เทียบกับ 14.4% ในปี 2555) และการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 14% ในปี 2556 (เทียบกับ 9% ในปี 2555)

แนวโน้มอัตรากำไร เรามีมุมมองเชิงบวกมากต่ออัตรากำไรของปูนซีเมนต์มากกว่าอัตรากำไรของกระเบื้องเซรามิก สัญญาณบวกสำหรับอัตรากำไรของปูนซีเมนต์ คือ: 1) ราคาขายปูนซีเมนต์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง (+6% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกปี 56); 2) ต้นทุนถ่านหินลดลง (ราคาถ่านหิน spot price: -20% YoY ในปี 2555 และ -10% YoY ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน) เนื่องจากโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญากำหนดราคาซื้อถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลายอย่างรวมกัน ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นตั้งแต่ต้นไตรมาส 3/56 ถึงปัจจุบันก็เป็นปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่ง เมื่อเทียบกับ 1) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE และ PP-ต้นทุนไฟฟ้าที่ 550 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (ทรงตัว QoQ แต่ +40% YoY) และ 560 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (ทรงตัว QoQ แต่ +381% YoY) เราเปลี่ยนมุมมองเชิงระยะยาวมากขึ้นต่ออัตรากำไรของกระเบื้องหลังคาเซรามิก (DRT) หลังจากราคาปูนซีเมนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ และอัตรากำไรของกระเบื้องปูพื้นเซรามิก (DCC) เพราะต้นทุนก๊าซธรรมชาติมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้น (ราคาน้ำมัน: +10% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และเงินอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ) เนื่องจากราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่โดยเฉลี่ยประมาณ 6 เดือน

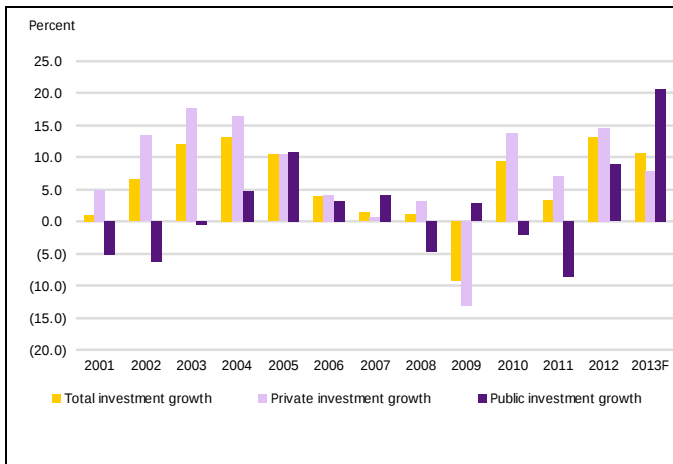
Top picks: SCC และ TPIPL ปริมาณขายในงวดครึ่งหลังปี 2556 ของกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มเติบโตลดลงจากงวดครึ่งแรกปี 56 แต่จะยังเป็นบวกเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ในขณะที่ช่วงเดียวกันราคาขายที่ดีขึ้นและต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงจะช่วยสนับสนุนให้อัตรากำไรของปูนซีเมนต์ปรับตัวกว้างขึ้น ดีกว่าอัตรากำไรของกระเบื้องเซรามิก ในขณะที่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้นผู้ผลิตปูนซีเมนต์ทุกตัว แต่หุ้น top pick ของเรา คือ หุ้นที่ประกอบธุรกิจหลายอย่างด้วยกันอย่าง SCC และ TPIPL โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ที่คาดว่าจะออกมาดีเพราะอัตรากำไรของปูนซีเมนต์อยู่ในระดับสูงและส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น นอกจากนี้เรายังชอบ SCC เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างโดดเด่นในระยะยาว (เติบโตจากโครงการลงทุนใหม่ๆ ในอาเซียน) และ TPIPL เพราะเป็นหุ้น laggard play ในกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (ราคาหุ้น TPIPL -19% เทียบกับ SET ที่ +2% และกลุ่มวัสดุก่อสร้างที่ +0.4% ตั้งแต่ต้นปี 2556 ถึงปัจจุบัน) ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในปริมาณขายและต้นทุนเชื้อเพลิง

Valuation summary

	Rating	Price Target (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	Neutral	56.75	62.00	15.1	18.5	17.2	15.1	0.7	7.4	14.0	8.59	8.75	8.50	46.8	50.3	57.1	5.4	5.8	6.6	12.9	12.2	10.9
DRT	Sell	7.75	8.50	14.6	16.1	15.2	13.1	5.8	6.2	15.3	3.61	3.53	3.25	23.3	23.6	25.8	5.1	4.9	5.7	10.3	9.8	8.7
SCC	Buy	438.00	575.00	34.6	22.3	15.6	13.2	(11.7)	42.6	18.1	3.26	2.91	2.60	14.6	19.7	20.8	2.5	3.3	3.8	15.3	11.1	9.4
SCCC	Buy	430.00	500.00	20.1	25.6	21.0	17.4	8.9	21.8	21.1	5.60	5.17	4.69	22.3	25.6	28.3	3.0	3.8	4.6	17.8	14.5	12.2
TPIPL	Buy	11.40	15.50	36.8	144.6	22.6	18.6	(93.7)	538.5	21.9	0.35	0.37	0.36	0.3	1.6	2.0	0.9	0.9	0.8	11.0	7.8	7.0
Average					45.4	18.3	15.5	(18.0)	123.3	18.1	4.28	4.14	3.88	21.4	24.1	26.8	3.4	3.8	4.3	13.5	11.1	9.7

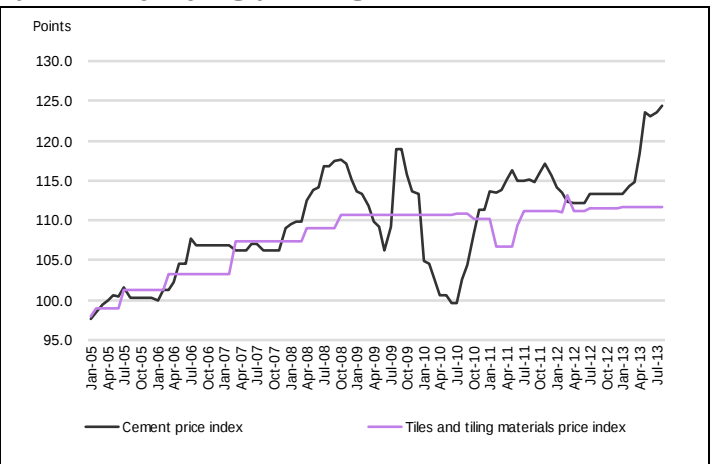
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Private and public investment to rise in 2013



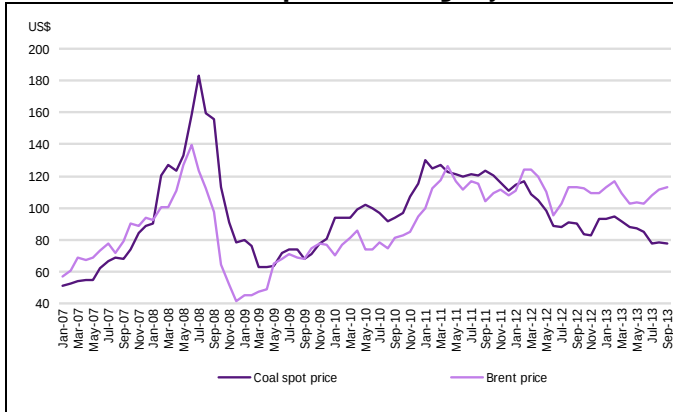
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Wholesale price in 8M13: +6% YoY for cement and +1% YoY for ceramic tile



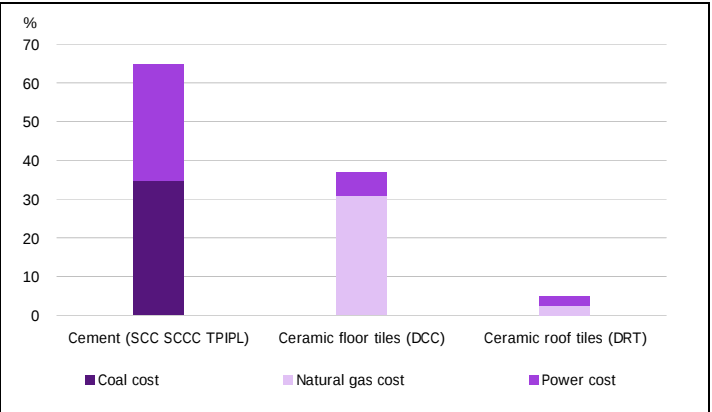
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Fuel costs in 2013TD: spot coal price edged down further but oil price rose slightly



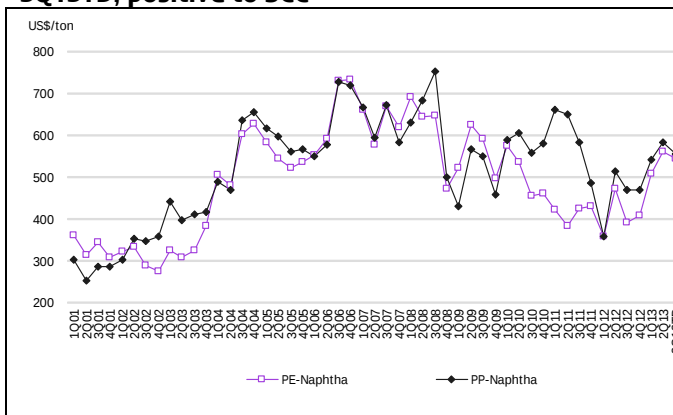
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Portion of fuel cost to total production costs



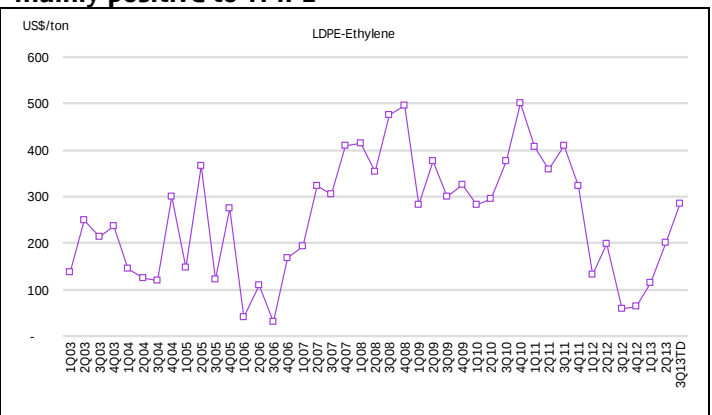
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: PE/PP- naphtha spreads remain healthy in 3Q13TD, positive to SCC



Source: Platts and SCBS Investment Research

Figure 6: LDPE-ethylene spread recovered sharply, mainly positive to TPIPL



Source: Platts and SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

กลับเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น

■ การใช้เงินงบประมาณ 2 ล้านล้านบาทในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเพิ่มความน่าสนใจให้หุ้นรับเหมาก่อสร้าง

■ CK กับ STEC โดดเด่น เพราะมีเงินสดในมือจำนวนมาก

■ แนะนำ “Overweight” กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง; Top picks ยังคงเป็น CK และ STEC

กลับเข้าสู่แนวโน้มขาขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 4/56 โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท จะเป็นปัจจัยสำคัญที่จะเพิ่มความน่าสนใจให้หุ้นรับเหมาก่อสร้าง ขณะที่กลุ่มรับเหมาก่อสร้างก็พัฒนาพื้นฐานของกิจการดีขึ้น แม้จะยังไม่มีการใช้เงินงบประมาณโครงการดังกล่าวไปจนถึงปี 2558 บริษัทรับเหมาก่อสร้างอันดับต้นๆ มีงานในมือเข้ามาเพิ่มขึ้นกว่าปีก่อน ๆ และเต็มมากจนกระทั่งต้องหันมาก่อสร้างโดยใช้ชิ้นส่วนสำเร็จรูปเพื่อลดการพึ่งพาแรงงานและลดต้นทุน รวมถึงใช้เทคโนโลยีก่อสร้างใหม่เพื่อลดต้นทุนและจำนวนคนงาน ปัจจัยเหล่านี้จะช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นและอัตรากำไรสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น หุ้นรับเหมาก่อสร้างน่าจะกลับเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นนับจากไตรมาส 4/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความพยายามพัฒนาประเทศไทยให้เป็นระบบเศรษฐกิจที่เน้นมูลค่า

โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานวงเงิน 2 ล้านล้านบาทมีความสำคัญ งานในมือของบริษัทรับเหมาก่อสร้างจะปรับเพิ่มขึ้นในระยะ 7 ปีข้างหน้าจากการใช้จ่ายเงินงบประมาณ 2 ล้านล้านบาทเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานตามแผนที่วางไว้โดยจะเริ่มในปี 2557 แม้มีประเด็นขัดแย้งทางการเมือง แต่เนื่องจากโครงการนี้จะส่งผลดีต่อคนรุ่นต่อไป ดังนั้น พ.ร.บ.โครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท จึงน่าจะผ่านเป็นกฎหมายในปีนี นอกจากนั้นแล้ว โครงการ 2 ล้านล้านบาทก็จะกระตุ้นให้มีการพัฒนาเทคโนโลยีก่อสร้างและระบบขนส่งใหม่ๆ นับเป็นการพลิกโฉมประเทศไทย

รายละเอียดโครงการ โครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน วงเงิน 2 ล้านล้านบาท มีวัตถุประสงค์ 3 อย่าง คือ 1) พัฒนาระบบโลจิสติกส์ โดยเน้นไปที่โครงการพัฒนาระบบรถไฟรางคู่ (double track) 2) สร้างหัวเมืองใหม่อีก 9 แห่ง และเชื่อมโยง AEC โดยมีโครงการหลัก คือ ระบบรถไฟความเร็วสูง และ 3) แก้ปัญหาการจราจรในกรุงเทพฯ ด้วยโครงการรถไฟฟ้า ทั้งหมดจะช่วยเพิ่มมูลค่าของทุกหน่วยเศรษฐกิจตั้งแต่ภาคเกษตรกรรม อุตสาหกรรม การท่องเที่ยว อสังหาริมทรัพย์ และขนส่ง งบประมาณ 42% จะถูกนำไปใช้ก่อสร้างระบบรถไฟความเร็วสูง, 25% จัดสรรให้กับ MRT, ส่วนที่เหลือลงทุนในโครงการอื่นๆ เช่น ระบบรถไฟรางคู่ (double track) ขยายความกว้างถนนเป็น 4 เลน ปรับปรุงด้านศุลกากรให้ดีขึ้น และขยายท่าเรือ ทั้งนี้แม้ในกรณีที่ไม่มี พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาท การรถไฟฯ ขนส่งมวลชนแห่งประเทศไทย (รฟม.) ก็ยังคงเดินหน้าก่อสร้างรถไฟ 10 สาย รอบกรุงเทพฯ ครอบคลุมระยะทาง 468.8 กม. (ปัจจุบันมีระยะทางเพียง 42.25 กม.) รถไฟฟ้าสายใหม่ที่จะเปิดประมูลในปี 2556-2557 คือ สายสีเขียว (หมอชิต-คูคต) เป็นส่วนต่อขยายของ BTS สายสีชมพู สายสีส้ม และสายสีเหลือง

งานในมือที่มีอยู่เดิมและงานในมือใหม่จะหนุนให้รายได้เติบโต ปัจจุบัน ITD มีงานในมือมูลค่า 2.2 แสนล้านบาท CK มีงานในมือมูลค่า 1.5 แสนล้านบาท STEC มีงานในมือมูลค่า 8 หมื่นล้านบาท NWR มีงานในมือมูลค่า 1.4 หมื่นล้านบาท และ CNT มีงานในมือมูลค่า 9 พันล้านบาท ทุกบริษัทพร้อมเข้าร่วมประมูลโครงการใหม่ของภาครัฐและภาคเอกชน นอกจากนี้ ยังคงเกิดสถานการณ์ขาดแคลนบริษัทรับเหมาก่อสร้างในส่วนของการภาคเอกชน ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทรับเหมาก่อสร้างจดทะเบียนรายเล็กๆ เช่น CNT PLE SYNTEC และ PREB มีอำนาจต่อรองเพิ่มมากขึ้น

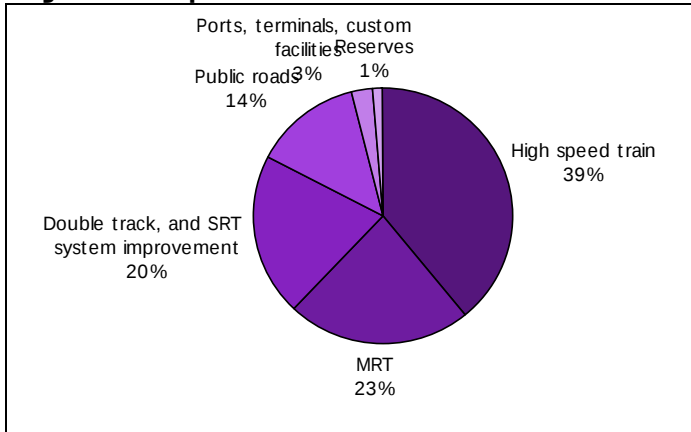
CK กับ STEC มีเงินสดจำนวนมาก ราคาหุ้นรับเหมาก่อสร้างแกว่งตัวตามความผันผวนของกระแสข่าว โดยปรับตัวจากจุดสูงสุดไปทำจุดต่ำสุด (80%) ในเวลาเพียง 4 เดือน เราพบว่าหุ้นเด่นที่น่าสนใจ 2 ตัว หลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 2/56 คือ CK และ STEC ซึ่งมีเงินสดในมือจำนวนมาก ณ สิ้นไตรมาส 2/56 CK มีเงินสดในมือ 7.8 พันล้านบาท (4.7 บาท/หุ้น) โดยไม่รวมพอร์ตลงทุนของบริษัท (หุ้นที่ถืออยู่ในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน) ส่วน STEC มีเงินสดในมือ 7.6 พันล้านบาท (5.0 บาท/หุ้น) แต่ไม่เน้นพอร์ตลงทุน อัตราส่วนราคาหุ้นต่อเงินสดในมือของ CK และ STEC อยู่ในระดับต่ำกว่า 5 เท่า ต่ำกว่าระดับที่สมเหตุสมผลที่ 7-8 เท่าอย่างมาก นอกจากนี้ CK ยังมีเงินลงทุนในบริษัทที่ดำเนินธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานที่ใหญ่เป็นบริษัทย่อยด้วย ส่งผลทำให้เราชอบ CK มากกว่า STEC แต่แนะนำ “ซื้อ” ทั้งคู่ เรายังคงคำแนะนำ Overweight กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง โดยเลือก CK (ราคาเป้าหมาย 30 บาท) และ STEC (ราคาเป้าหมาย 28 บาท) เป็น top picks

Valuation Summary

	Rating	Price Target		ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)		12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
CK	Buy	21.90	30.00	38.8	624.0	22.8	21.9	n.m.	2,641.4	4.1	4.08	2.34	2.14	0.8	13.1	10.2	1.6	1.8	1.8	20.0	16.1	14.4
ITD	Neutral	5.20	6.40	24.5	25.7	38.6	19.3	n.m.	(33.3)	99.9	2.29	1.97	1.85	9.2	5.9	9.9	0.0	1.4	2.6	10.7	12.4	11.7
NWR	Buy	2.66	4.20	60.9	19.2	16.9	11.2	n.m.	13.5	50.6	2.14	1.62	1.45	13.0	12.5	13.6	4.5	3.0	4.5	6.5	4.8	4.1
STEC	Buy	23.00	28.00	23.5	23.4	23.0	20.2	29.0	1.9	13.9	4.30	4.54	4.00	19.1	21.7	21.1	0.1	1.7	2.0	12.9	12.5	10.4
Average					173.1	25.3	18.1	29.0	655.9	42.1	3.20	2.62	2.36	10.5	13.3	13.7	1.6	2.0	2.7	12.5	11.4	10.1

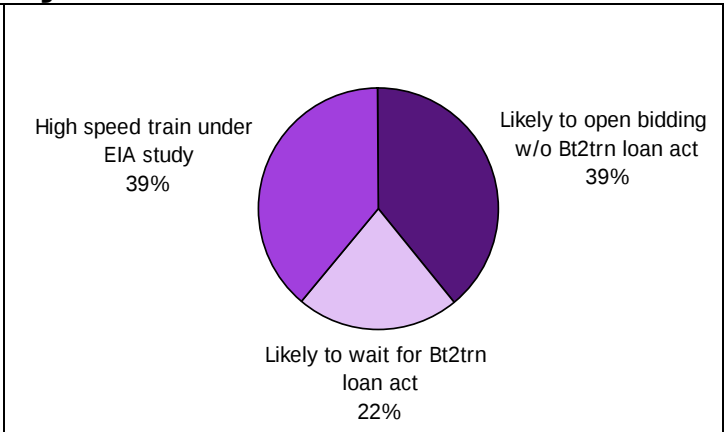
Remark: calculated using core EPS
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Composition of Bt2trn infrastructure bill



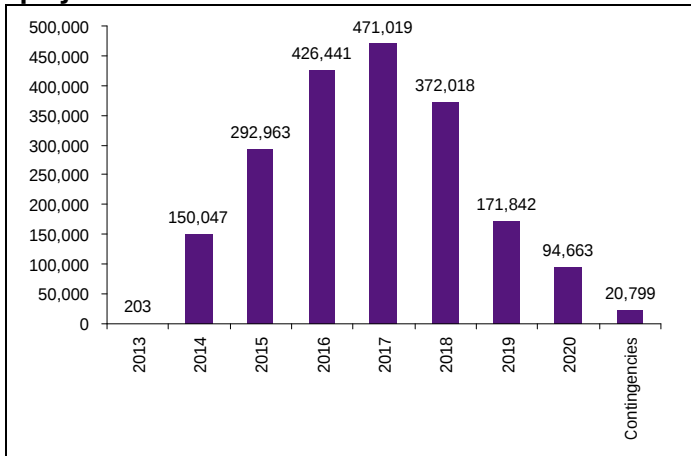
Source: Ministry of Transportation, SCBS Investment Research

Figure 2: To wait or not to wait?



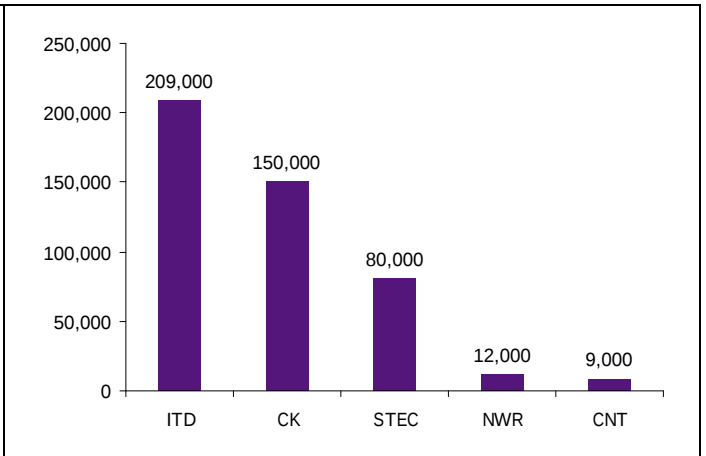
Source: Company comments, SCBS Investment Research

Figure 3: Annualized budget for Bt2trn infrastructure projects



Source: Ministry of Transport, SCBS Investment Research

Figure 4: Existing backlog in 2013F



Source: Company data, SCBS Investment Research

ยังไม่เข้าสู่แนวโน้มขาขึ้น แต่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว

ศุภยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

- ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56: พบสัญญาณฟื้นตัว DELTA มีกำไรเติบโต YoY สูงสุด และ HANA มีกำไรเติบโต QoQ สูงสุด
- แท็บเล็ตเติบโตดีกว่า PC ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ PC ได้รับผลกระทบ
- ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเพิ่มขึ้น 5% YoY ในเดือน ก.ค.
- Top pick #1 DELTA, #2 KCE

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 กำไรปกติของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 6 แห่งในการวิเคราะห์ของเราเติบโต 35% YoY สู่จำนวน 2.3 พันล้านบาท โดยหลักๆ เกิดจากการฟื้นตัวจากผลกระทบน้ำท่วมและกำไรของ DELTA ที่เติบโตสูงถึง 33% (คิดเป็นครึ่งหนึ่งของกำไรกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์) เมื่อเทียบ QoQ กำไรเติบโต 45% โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นมากของ HANA (+8.6 เท่า), CCET (+2.3 เท่า), และ KCE (+54%) แม้อุตสาหกรรม PC มีแนวโน้มที่จะยังอ่อนแอต่อไปจนถึงสิ้นปีนี้ แต่เราจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เพราะเริ่มมีการกลับมาจัดเก็บสต็อกเพิ่มอีกครั้ง สัญญาณดังกล่าวสนับสนุนให้เราปรับคำแนะนำสำหรับ HANA ขึ้นจาก “ขาย” สู่ “ซื้อ” หลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 2/56 บริษัทที่รายงานกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 2/56 คือ KCE เพราะโรงงาน KCE Technology มีประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น

แท็บเล็ตเติบโตดีกว่า PC International Data Corp (IDC) คาดการณ์ว่ายอดขายแท็บเล็ตทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น 58% สู่จำนวน 227 ล้านเครื่อง และยอดขายสมาร์ทโฟนจะเพิ่มขึ้น 40% สู่จำนวน 1 พันล้านเครื่องในปี 2556 เนื่องจากผู้บริโภคยังคงชื่นชอบแท็บเล็ตและสมาร์ทโฟน ส่งผลทำให้อุตสาหกรรม PC ตกอยู่ในแนวโน้มขาลงยาวนานที่สุดเป็นประวัติการณ์ ยอดขาย PC ทั่วโลกปรับตัวลดลง 11% YoY ในไตรมาส 2/56 และ IDC คาดการณ์ว่ายอดขาย PC ตลอดทั้งปี 2556 จะลดลง 10% และจะลดลงต่อเนื่องไปจนถึงปี 2557 IDC คาดว่ายอดขายแท็บเล็ตจะมีมากกว่า PC ในไตรมาส 4/56 อย่างไรก็ตาม ไม่มีบริษัทใดเลยในการวิเคราะห์ของเราที่จะได้รับประโยชน์จากการเติบโตของยอดขายแท็บเล็ต ในทางกลับกัน บริษัทที่มีธุรกิจเกี่ยวข้องกับ PC ได้รับผลกระทบจากแนวโน้มดังกล่าว โดยเฉพาะธุรกิจ touchpad และ mouse ของ HANA

ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในเดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น 5% YoY Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในช่วง 7 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้น 2% YoY สู่จำนวน 1.69 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ยอดขายในเดือน ก.ค. เพิ่มขึ้น 5% YoY สู่จำนวน 2.55 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยตลาดสหรัฐรายงานยอดขายเติบโตสูงสุดที่ 22% ขณะที่ตลาดญี่ปุ่นรายงานยอดขายลดลง 19% โดยหลักๆ เกิดจากการอ่อนค่าของเงินเยน อย่างไรก็ตาม ตัวเลข MoM พบสัญญาณการฟื้นตัวดีขึ้นในตลาดญี่ปุ่นซึ่งยอดขายเติบโต 8% ตลาดสหรัฐก็มียอดขายเติบโต 5% MoM และยอดขายรวมเติบโต 3% MoM เราเชื่อว่าตัวเลขเหล่านี้บ่งบอกถึงสัญญาณฟื้นตัวของอุตสาหกรรม สำหรับทั้งปี SIA คาดว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น 2.1% สู่จำนวน 2.98 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2556 และจะเพิ่มขึ้นอีก 5.1% สู่จำนวน 3.13 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557

Top pick #1 DELTA เรายังคงเลือก DELTA เป็น top pick เราคาดการณ์ถึงกำไรที่เติบโตอย่างน่าประทับใจที่ระดับ 22% ในปี 2556 โดยได้รับปัจจัยหนุนการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจเกี่ยวกับ cloud computing (เพาเวอร์ซัพพลายสำหรับ servers และ data centers) บวกกับการฟื้นตัวของธุรกิจไอทีและ การออกผลิตภัณฑ์ใหม่สำหรับกลุ่มยานยนต์ (เน้นไปที่รถยนต์ไฟฟ้า) DELTA ยังคงมีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งมาก โดยมีสถานะเงินสดสุทธิ 1.17 หมื่นล้านบาท หรือ 9.35 บาท/หุ้น ณ ไตรมาส 2/56 เราคาดการณ์เงินปันผลสำหรับปี 2556 ที่ 2.6 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูดในระดับ 5.7% ณ ราคาหุ้นปัจจุบัน

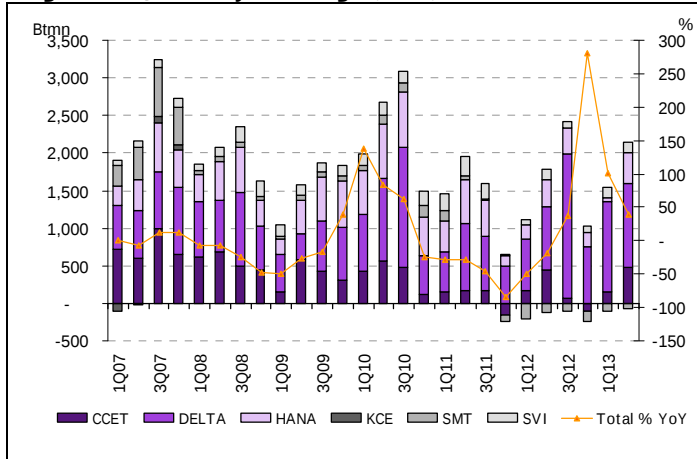
Top pick #2 KCE หลังจากกำไรทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในไตรมาส 2/56 กำไรของ KCE ก็มีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่องในไตรมาส 3/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากประสิทธิภาพการผลิตที่ปรับตัวดีขึ้นมากของ KCE Technology ที่เป็นโรงงานใหญ่สุดของบริษัท ซึ่งปัจจุบันสามารถทำกำไรได้แล้วหลังจากขาดทุนมาหลายปี นอกจากนี้ก็จะมีออเดอร์ไหลเข้ามาจำนวนมากจากกลุ่มยานยนต์และยังได้รับประโยชน์จากการอ่อนค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐเมื่อไม่นานนี้ด้วย (8% ในช่วง 5 เดือนที่ผ่านมา) สำหรับตลอดทั้งปี 2556 เราคาดว่ากำไรปกติจะทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 841 ล้านบาท

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
CCET	Neutral	3.08	3.90	31.8	22.0	8.7	8.0	64.9	153.7	8.4	0.82	0.78	0.74	3.5	9.3	9.5	5.2	5.2	5.6	9.2	7.0	6.7
DELTA	Buy	45.50	56.00	28.8	13.5	11.1	10.0	58.8	21.7	11.2	2.52	2.31	2.10	19.8	21.7	22.0	5.3	5.7	6.2	8.8	7.3	6.3
HANA	Buy	22.90	24.00	11.4	17.1	13.5	9.9	(30.5)	26.5	36.9	1.25	1.06	1.02	7.4	8.4	10.5	6.6	6.6	6.6	5.5	3.8	3.1
KCE	Buy	15.80	22.00	43.7	132.2	8.9	9.1	(54.2)	1,388.8	(2.1)	2.43	1.80	1.58	2.0	23.3	19.5	3.5	4.4	4.4	17.2	8.1	8.0
SMT	Sell	7.10	7.00	0.7	n.m.	n.m.	9.9	n.m.	65.7	n.m.	1.68	1.51	1.44	(41.9)	(10.7)	14.9	0.0	2.1	4.2	(11.7)	55.2	6.8
SVI	Buy	3.48	4.40	30.7	20.4	11.7	9.8	(44.8)	74.6	19.4	2.71	1.73	1.57	20.3	19.0	16.9	0.0	4.3	5.7	13.1	6.7	6.0
Average					41.0	10.8	9.4	(1.2)	288.5	14.8	1.90	1.53	1.41	1.8	11.8	15.6	3.4	4.7	5.5	7.0	14.7	6.1

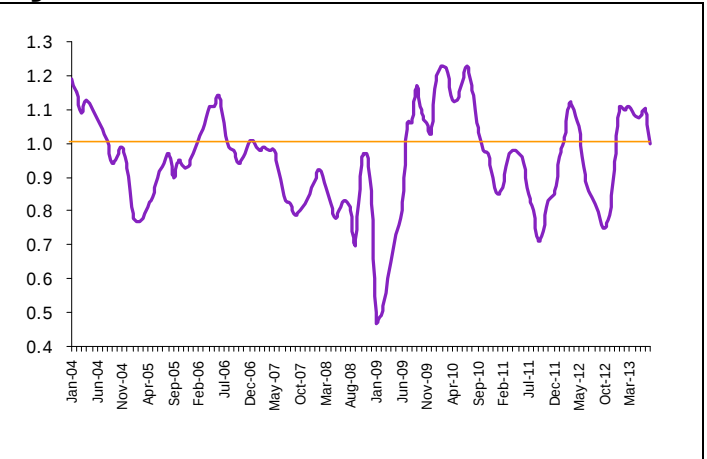
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



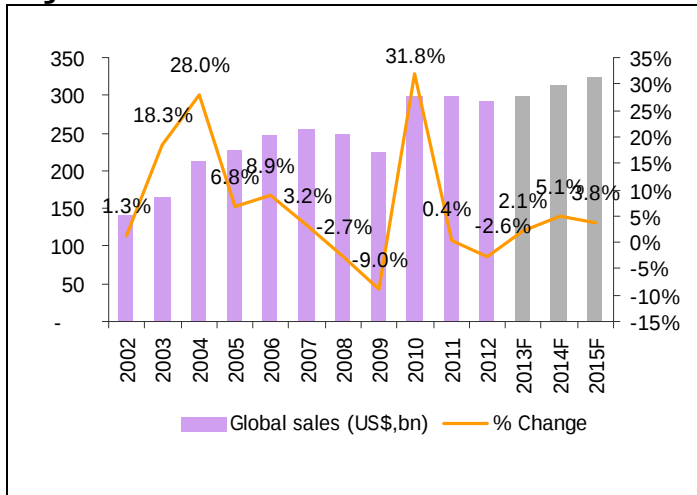
Source: Companies and SCBS Investment Research

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



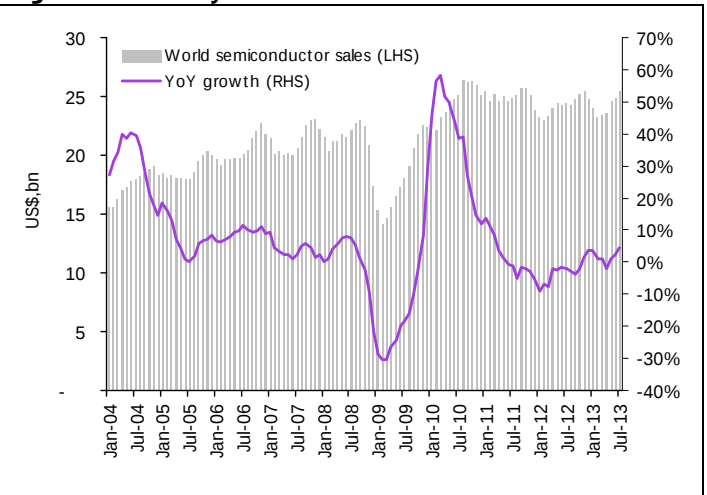
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



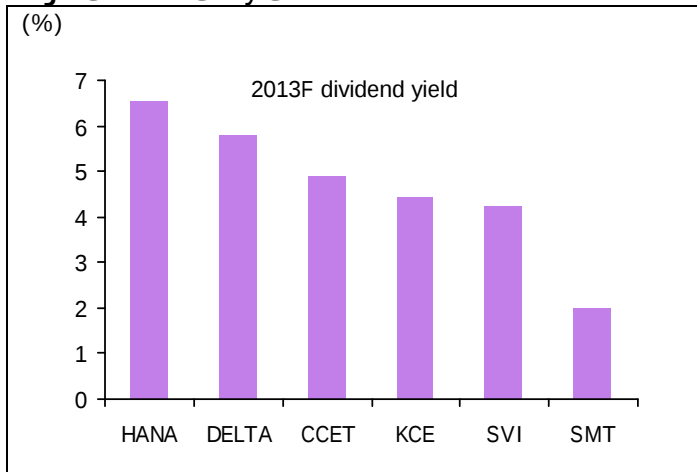
Source: SIA

Figure 4: Monthly worldwide semiconductor sales



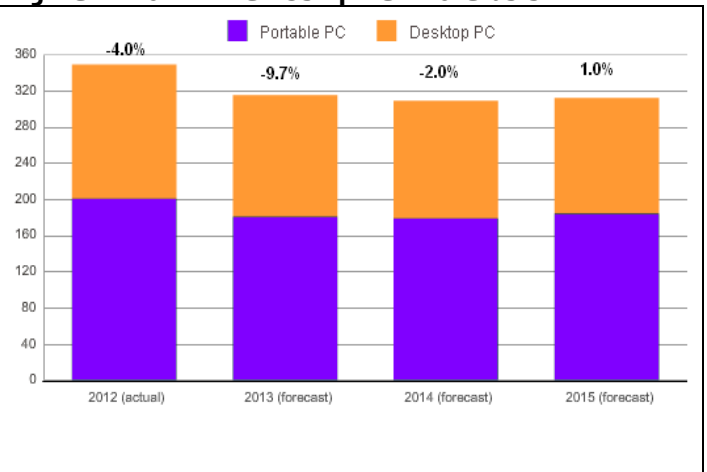
Source: SIA

Figure 5: Dividend yield



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Worldwide PC shipment forecasts



Source: IDC

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ขอบหุ้นพลังงานต้นน้ำ

- ราคาน้ำมันจะผันผวนเพราะมีความเสี่ยงด้านภูมิศาสตร์การเมืองในประเทศที่ผลิตน้ำมัน
- ราคาถ่านหินจะปรับตัวขึ้นจากจุดต่ำสุด โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ตามฤดูกาล
- PTTEP กับ BANPU เป็นหุ้น top picks สำหรับไตรมาส 4/56

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 – ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลงและเงินบาทอ่อนค่า กำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ของบริษัทในกลุ่มพลังงานปรับตัวลดลง 69% QoQ แต่ยังคงดีกว่าไตรมาส 2/55 อย่างมาก ปัจจัยลบที่ส่งผลกระทบทำให้กำไรลดลง QoQ คือ ราคาต้นทุนลดลง (ทำให้เกิดขาดทุนจากสินค้าคงคลัง) ค่าการกลั่นแฉะลง และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ราคาต้นทุนไปปรับตัวลดลง 7% QoQ สู่ระดับ 100.8 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล และค่าการกลั่นในตลาดสิงคโปร์ปรับตัวลดลง 24% QoQ สู่ระดับ 6.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล โดยหลักๆ เกิดจากอุปสงค์น้ำมัน heating oil ปรับลดลง ปัจจัยเหล่านี้รวมกับการอ่อนค่าของเงินบาทเป็นสาเหตุทำให้โรงกลั่นส่วนใหญ่รายงานขาดทุนในไตรมาส 2/56

แนวโน้มไตรมาส 3/56 – ราคาต้นทุนที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงาน การฟื้นตัวของราคาน้ำมันน่าจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ของกลุ่มพลังงาน แม้อาจจะถูกหักล้างไปบางส่วนโดยขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่เพิ่มขึ้น (ส่วนใหญ่ยังไม่เกิดขึ้น) จากหนี้สกุลดอลลาร์สหรัฐเมื่อเทียบกับราคาน้ำมันในปัจจุบัน บริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมันน่าจะรายงานกำไรจากสต็อกน้ำมันประมาณ 3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ซึ่งจะช่วยชดเชยค่าการกลั่นที่ลดลงจากระดับ 6.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 2/56 สู่ระดับที่คาดการณ์ไว้ที่ 6 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในไตรมาส 3/56

ราคาน้ำมันดิบผันผวนมากขึ้นจากความกังวลสหรัฐฯ-ซีเรีย IEA คงประมาณการอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกว่าจะเติบโต 895,000 บาร์เรล/วันในปี 2556 และ 1.1 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2557 เนื่องจากความเสี่ยงขาดต่ออัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจโลกมีจำกัด อุปสงค์น้ำมันจากกลุ่มประเทศ non-OECD น่าจะนำการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลก และชดเชยอุปสงค์ที่ลดลงจากกลุ่มประเทศ OECD โดยเฉพาะยุโรป ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การแข็งค่าของดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตของอุปสงค์น้ำมันในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ แต่ก็น่าจะได้รับการชดเชยจากการหยุดชะงักของอุปทานจากความไม่แน่นอนทางภูมิศาสตร์การเมืองในตะวันออกกลางซึ่งมีมากขึ้นจากการใช้อาวุธเคมีในซีเรีย สถานการณ์เช่นนี้น่าจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันผันผวนในไตรมาส 4/56 หลังจากฟื้นตัวดีขึ้นมากในไตรมาส 3/56 ราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยนับถึงปัจจุบันอยู่ที่ 104.8 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล (-4.3% YoY) ยังดีกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ว่าจะต่ำกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล

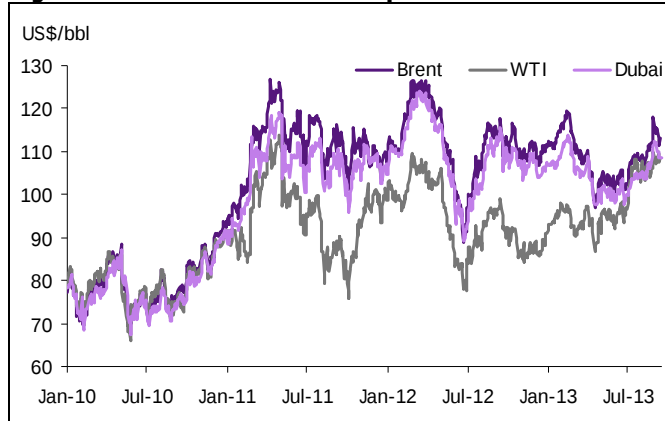
ราคาถ่านหินอาจจะปรับขึ้นเพราะอุปสงค์ตามฤดูกาลและการผลิตลดลง อุปทานจำนวนมากจะสร้างแรงกดดันต่อราคาถ่านหินอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 เดือนข้างหน้า แม้เราเชื่อว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนราคาได้ในระดับหนึ่ง ราคาถ่านหินนิวคาสเซิลเฉลี่ย YTD ที่ 85.3 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ต่ำกว่าประมาณการเบื้องต้นที่เราคาดการณ์ไว้สำหรับปี 2556 ที่ 90 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน และลดลง 16% YoY จาก 98.6 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2555 ปัจจัยกระตุ้นราคาถ่านหินในระยะสั้นคือ สต็อกถ่านหินที่ลดลงของผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ๆ ในจีน ซึ่งลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับสูงสุดในไตรมาส 4/55 ที่ 30 วัน เหลือ 15 วันในปัจจุบัน ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่มีแนวโน้มกระตุ้นให้ราคาถ่านหินปรับขึ้น คือ ปริมาณผลผลิตถ่านหินที่ลดลงจากผู้ผลิตรายเล็กในอินโดนีเซีย ถ้ารัฐบาลอินโดนีเซียประกาศใช้อัตราค่าภาคหลวงใหม่สำหรับผู้ประกอบการเหมืองถ่านหินที่ประกอบธุรกิจภายใต้ใบอนุญาตทำธุรกิจเหมืองแร่ IUP (เหมืองขนาดเล็ก) จาก 2-7% เป็น 13.5%

ขอบบริษัทพลังงานต้นน้ำที่เลือกสกุลเงินที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นดอลลาร์สหรัฐ หุ้น top picks ที่เราเลือกท่ามกลางความไม่แน่นอนของราคาน้ำมันและค่าเงินบาท คือ PTTEP และ BANPU เราชอบ PTTEP เพราะราคาน้ำมันดีกว่าคาด และกำหนดสกุลเงินที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นดอลลาร์สหรัฐ กำไรของ PTTEP อาจจะได้รับผลกระทบจากรายการพิเศษ/รายการที่ไม่ใช่เงินสด เช่น หนี้สินภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี เมื่อเงินบาทอ่อนค่า แต่ส่วนใหญ่จะได้รับการชดเชยจากรายได้ที่เพิ่มขึ้นในรูปเงินบาทและราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เรายังคงชอบ BANPU เพราะ Valuation ถูก โดยซื้อขายที่ PBV เพียง 0.9 เท่าในปี 2556 เทียบกับ PBV เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 2 เท่า เรายังคงมองว่าความเสี่ยงขาดต่อราคาถ่านหินซึ่งอยู่ในระดับต่ำกว่าต้นทุนเงินสดของเหมืองใหม่ๆ มีจำกัด นอกจากนี้ BANPU ยังเลือกสกุลเงินที่ใช้ในการดำเนินงานเป็นดอลลาร์สหรัฐด้วย ดังนั้นบริษัทจะได้รับผลกระทบน้อยมากจากเงินบาทที่อ่อนค่าลง

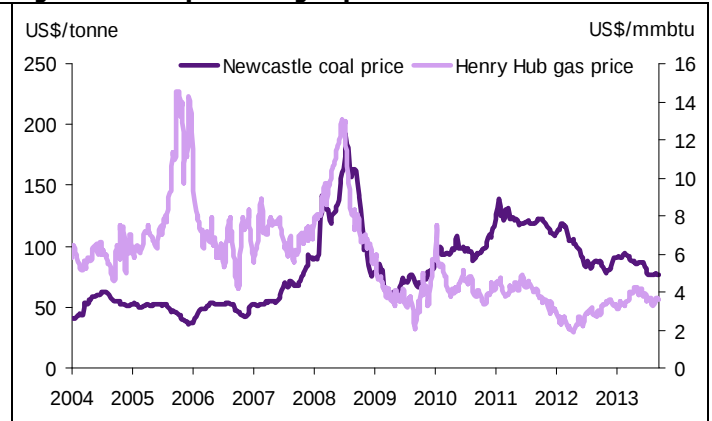
Valuation summary

	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	293.00	400.0	40.3	13.8	11.0	8.2	(33.2)	26.1	33.6	0.97	0.94	0.88	7.3	8.7	11.1	6.1	3.8	4.8	6.4	7.4	5.4
BCP	Buy	33.25	44.0	36.5	21.8	8.2	9.5	(74.1)	166.7	(14.2)	1.42	1.28	1.18	6.5	16.5	12.9	3.8	4.2	4.2	8.7	5.6	5.8
ESSO	Sell	6.55	8.5	34.4	n.m.	7.4	4.2	n.m.	n.m.	74.2	0.99	0.88	0.75	(7.2)	12.6	19.1	0.8	4.6	9.2	17.7	4.3	3.3
IRPC	Neutral	3.22	3.4	6.5	n.m.	29.4	16.9	n.m.	n.m.	74.0	0.86	0.86	0.82	(4.1)	2.9	5.0	2.5	0.9	1.6	35.1	12.0	9.5
PTT	Buy	327.00	400.0	26.4	8.7	8.9	7.7	(3.2)	(2.5)	15.5	1.28	1.15	1.03	15.7	13.6	14.1	4.0	4.1	4.6	5.4	6.0	5.5
PTTEP	Buy	169.50	210.0	27.9	8.8	10.0	9.3	35.9	(12.4)	8.0	2.05	1.81	1.62	24.5	19.2	18.4	3.4	4.0	4.3	4.8	4.1	3.9
TOP	Buy	59.75	76.0	31.7	12.9	9.7	8.8	(38.2)	33.6	9.8	1.34	1.26	1.16	10.7	13.4	13.7	4.5	4.5	4.7	6.8	4.6	3.6
Average					13.2	12.1	9.2	(22.6)	42.3	28.7	1.27	1.17	1.06	7.6	12.4	13.5	3.6	3.7	4.8	12.1	6.3	5.3

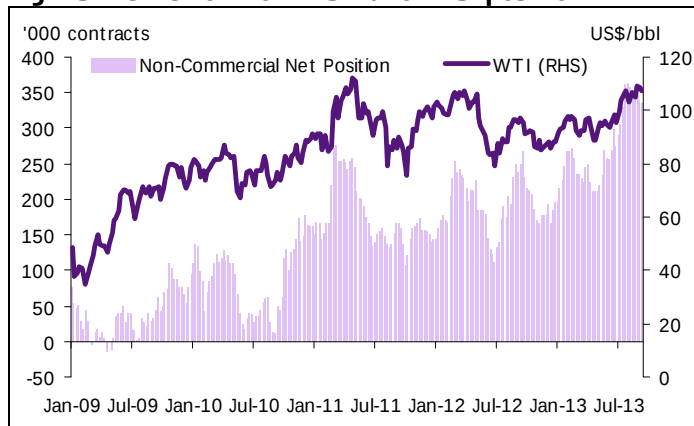
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

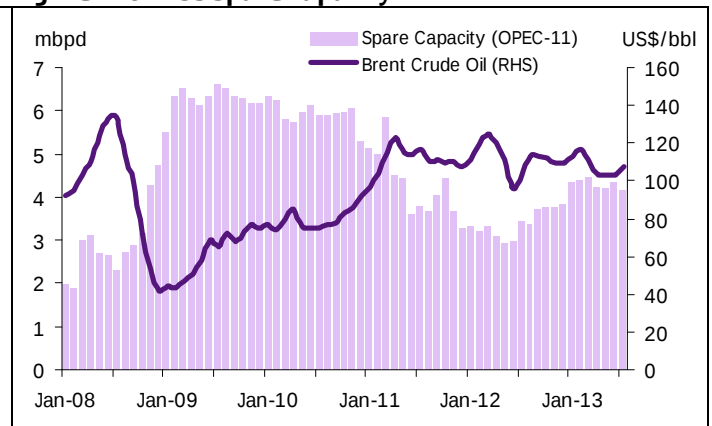
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Coal price vs. gas price

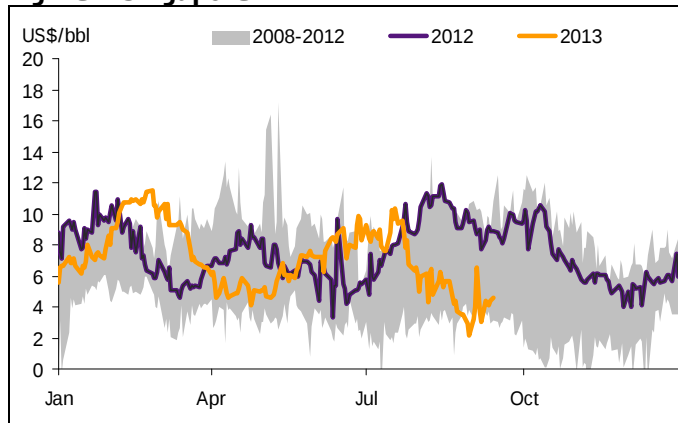
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

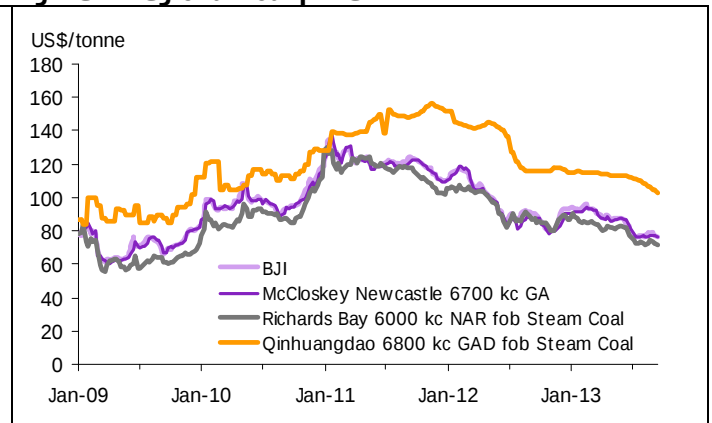
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

Valuation ไม่สมเหตุผลผลกับความเสี่ยงที่สูงขึ้น

- บริษัทที่ประกอบธุรกิจปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภค: ปัจจัยเสี่ยงข้างลง ได้แก่ 1) คุณภาพสินทรัพย์ 2) หลักเกณฑ์ และ 3) ต้นทุนทางการเงิน
- เราปรับลดคำแนะนำสำหรับ AEONTS ลงสู่ “Neutral” และ KTC ลงสู่ “ขาย”; ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากเกินไปในขณะที่มีความเสี่ยงข้างลงมากขึ้น
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน

ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สูงขึ้น แต่สามารถบริหารจัดการได้ หนี้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับเกือบ 80% ของ GDP ทำให้เราคาดว่า NPL จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 แต่จะยังอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ ดังนั้นการตั้งสำรองจึงน่าจะค่อยๆ ปรับขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 ทั้งนี้ NPL ที่เพิ่มขึ้นในส่วนของการปล่อยสินเชื่ออุปโภคบริโภคมีจุดเริ่มต้นมาจากมาตรการคินภาษีให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก ซึ่งส่งผลทำให้ NPL ในส่วนของการปล่อยสินเชื่อมือสองปรับตัวเพิ่มขึ้น และหลังจากนั้นก็กลายมาไปยังสินเชื่ออุปโภคบริโภคอื่นๆ ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลและสินเชื่อบัตรเครดิตดูเหมือนจะรุนแรงน้อยกว่าสินเชื่อรถยนต์มือสอง เราเชื่อว่าความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ และไม่น่าเป็นห่วง เพราะอัตราการว่างงานของประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำมาก

นโยบายปล่อยสินเชื่อเข้มงวดมากขึ้นและการอุปโภคบริโภคภายในประเทศชะลอตัว เราพบความเสี่ยงขาดต่อรายได้ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคในแง่ของการขยายตัวของสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมในงวดครึ่งหลังปี 56 แม้ไตรมาส 4 ของทุกปีจะเป็นช่วงที่มีการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคจำนวนมาก แต่การอุปโภคบริโภคภายในประเทศที่ชะลอตัวลงอาจจะส่งผลทำให้การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคลดลง และส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าธรรมเนียมลดลง การขยายสินเชื่อได้เพิ่มมากขึ้นตามฤดูกาลน่าจะได้รับผลกระทบจากนโยบายที่เข้มงวดมากขึ้นโดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของสินเชื่อส่วนบุคคล

แรงกดดันขาขึ้นต่อต้นทุนทางการเงิน ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้นจากความกังวลเกี่ยวกับการลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรจะเพิ่มขึ้นในระยะยาวเพื่อสะท้อนการยุติมาตรการ QE ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อต้นทุนในการออกหุ้นกู้ใหม่ๆ ในระยะยาว

ความเสี่ยงจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิต ปัจจุบันร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตกำลังอยู่ในการพิจารณาของสภาฯ โดยในร่างฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินไม่ใช้วันที่ทำรายการ ซึ่งหมายความว่าไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาครั้งแรก อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์นี้ไม่ได้เป็นไปตามมาตรฐานสากลที่ยึดถือปฏิบัติกัน ดังนั้นเราคาดว่ามีการปรับเปลี่ยนเกิดขึ้น

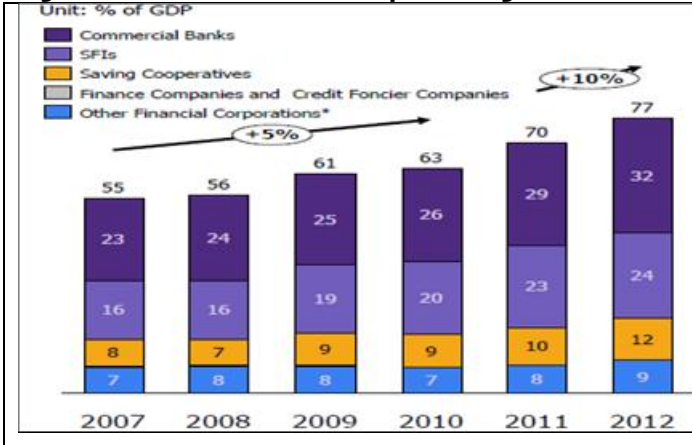
ปรับคำแนะนำหลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาก เราปรับคำแนะนำสำหรับ AEONTS ลดลงจาก “ซื้อ” สู่ “Neutral” และ KTC จาก “Neutral” สู่ “ขาย” หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมากในช่วง 2 สัปดาห์ที่ผ่านมา

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ขยายตลาดสู่กลุ่มประเทศ CLMV แล้ว และได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างมากกว่า KTC 2) AEONTS ตั้งสำรองตามหลักระมัดระวังมากกว่า KTC และ 3) AEONTS แพงน้อยกว่า KTC ในแง่ของ PBV เทียบกับ ROE

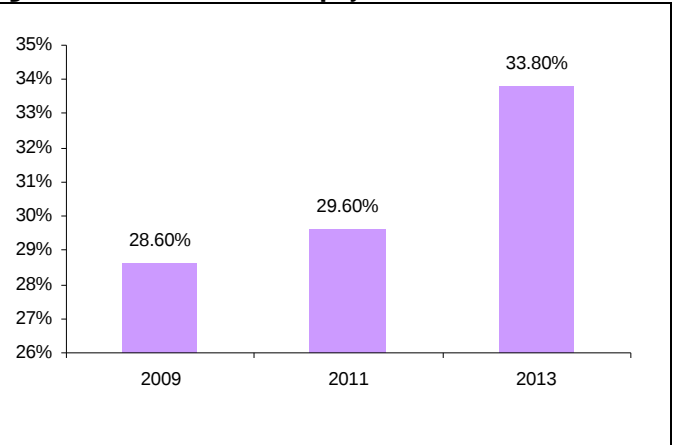
Valuation Summary

	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	Neutral	89.00	100.00	16.5	13.2	9.8	8.4	948.0	35.1	15.4	3.07	2.55	2.13	25.2	28.5	27.5	3.4	4.1	4.7
KTC	Sell	37.00	37.00	5.4	37.4	7.5	9.2	n.m.	401.4	(19.0)	1.84	1.56	1.43	5.1	22.6	16.2	1.1	5.4	4.3
Average					25.3	8.6	8.8	948.0	218.3	(1.8)	2.45	2.05	1.78	15.2	25.6	21.9	2.2	4.7	4.5

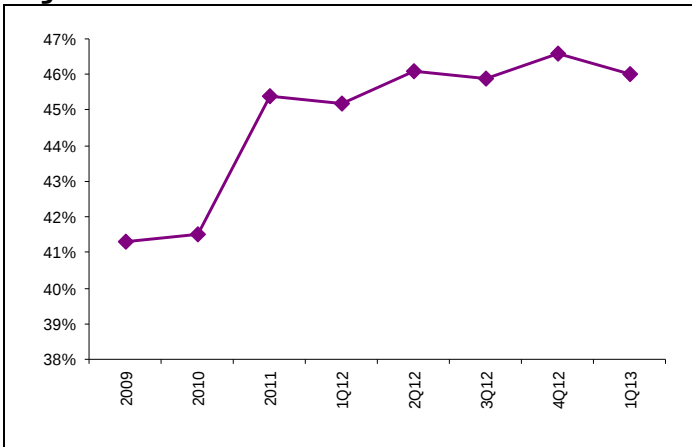
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP

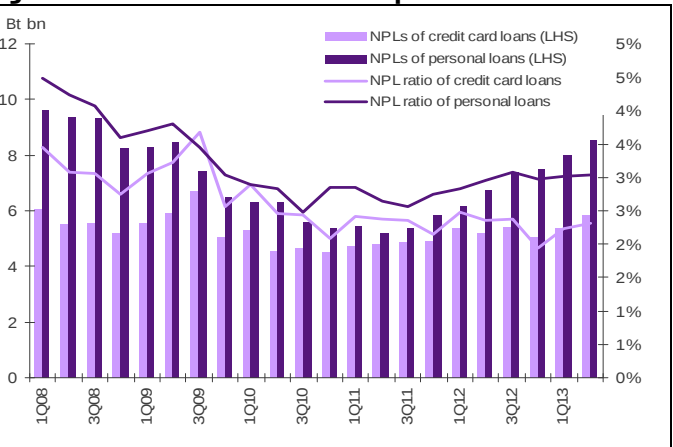
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household's debt payments to income

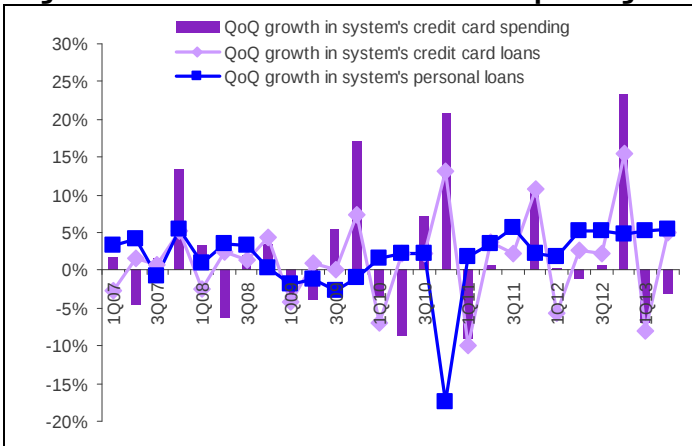
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household's debt to financial assets

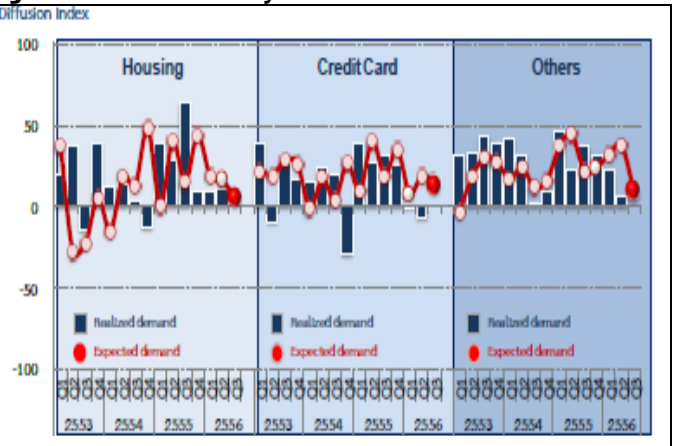
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: NPLs of credit card and personal loans

Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth in consumer loans and spending

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

อยู่ในช่วงขยายการลงทุน

- กลุ่มการแพทย์อยู่ในช่วงของการลงทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโตระยะยาว
- เลือก BGH สำหรับการลงทุนระยะยาว และ BH สำหรับระยะสั้นเพราะคาดการณ์ถึงผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ที่แข็งแกร่ง

ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 – ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน ผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 ของกลุ่มการแพทย์ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน BH เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานดีที่สุดไตรมาส 2/56 โดยกำไรสูงกว่าคาด เพราะ EBITDA margin เพิ่มขึ้นจากการมีรายได้จากกลุ่มโรคที่มีความรุนแรงเพิ่มมากขึ้น BGH และ BCH รายงานผลการดำเนินงานที่แย่กว่าคาด โดยหลักๆ ได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้น BGH มีค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้นมากจากการจัดตั้งโรงพยาบาลใหม่ และ BCH ได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากโรงพยาบาลแห่งใหม่ คือ the World Medical Center (WMC)

การลงทุนเพิ่มเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตในระยะยาว การลงทุนใหม่จะผลักดันให้กำไรเติบโต เรามองว่าโรงพยาบาลไทยกำลังอยู่ในช่วงของการขยายกิจการเพื่อรองรับความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มขึ้นและเพื่อเพิ่มความมั่นคงให้กับสถานะและธุรกิจก่อนเปิดประชาคมอาเซียน (AEC) ในปี 2558 โดยสรุปการลงทุนได้ดังนี้:

- **BGH:** BGH เปิดเผยว่าบริษัทจะขยายกิจการโรงพยาบาลได้สำเร็จตามเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 50 แห่ง ตอนกลางปี 2557 ปัจจุบัน BGH ประกอบกิจการโรงพยาบาล 30 แห่ง และจะเปิดโรงพยาบาลเพิ่มอีก 9 แห่งภายในปี 2557 BGH จะยังคงใช้ประเทศไทยฐานในการดำเนินธุรกิจ แต่ในเวลาเดียวกันบริษัทก็จะขยายกิจการไปยังประเทศอาเซียนตอนบนเพื่อรองรับความต้องการใช้บริการรักษาพยาบาลและโอกาสใน AEC โดยจะเปิดโรงพยาบาลแห่งที่ 3 ในกัมพูชาในเดือน มี.ค. 2557 นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนสร้างโรงพยาบาลเอกชนในหลวงพระบางในลาว และเปิดโรงพยาบาล 1 แห่งในเมียนมาร์ด้วย
- **BH:** BH กำลังพัฒนาโครงการ 3 โครงการ: 1) โครงการขยายโรงพยาบาลเดิม ซึ่งประกอบด้วย เพิ่มความสามารถในการให้บริการผู้ป่วยนอกอีก 33% (เสร็จแล้วเมื่อเดือน พ.ค.) และเพิ่มจำนวนเตียงอีก 16% (คาดว่าจะเสร็จในปี 2557) 2) โครงการขยายกิจการโรงพยาบาลที่ซอย 1 เพื่อนำมาใช้เป็นศูนย์รักษาผู้ป่วยนอก (คาดว่าจะเสร็จในช่วงครึ่งแรกปี 58) และ 3) โครงการสร้างโรงพยาบาลใหม่ จำนวน 150-200 เตียง ที่ถนนเพชรบุรี (คาดว่าจะเสร็จในปี 2560) BH กำลังศึกษาแผนเข้าซื้อกิจการโรงพยาบาลในจังหวัดพิษณุโลกและมองโกเลียโดยคาดว่าจะได้ข้อสรุปตอนต้นปี 2557
- **BCH:** เนื่องจากอัตราการให้บริการของ WMC เพิ่มขึ้นช้ากว่าคาดในไตรมาส 2/56 BCH จึงนำกลยุทธ์การตลาดมาใช้โดยออกไปโมชันและแพ็คเกจตรวจสุขภาพตั้งแต่เดือน ก.ค. โดยพบพัฒนาการที่ดีขึ้น เนื่องจากจำนวนผู้ใช้บริการโดยเฉลี่ยปรับเพิ่มขึ้นสู่ ~100 คน/วันในไตรมาส 3/56 เทียบกับ ~50 คน/วันในไตรมาส 2/56 BCH วางแผนเปิดโรงพยาบาลใหม่ขนาด 100 เตียงในจังหวัดนนทบุรี โดยตั้งเป้าไปที่กลุ่มผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำและผู้ป่วยโครงการประกันสังคม ในปี 2558

แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 – BH จะมีกำไรดีที่สุด ขณะที่ BGH และ BCH จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น เราคาดว่าผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ของ BGH และ BCH จะถูกกดดันอย่างต่อเนื่องจากต้นทุนในการขยายกิจการโรงพยาบาล อย่างไรก็ตามระดับของผลกระทบจะมีน้อยกว่าไตรมาส 2/56 เนื่องจากรายได้จะเพิ่มขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณผู้ป่วยที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล เรามองว่า BH จะเป็นบริษัทที่รายงานผลการดำเนินงานดีที่สุดไตรมาส 3/56 และยังไม่ได้รับผลกระทบเกี่ยวกับต้นทุนที่เกิดจากการลงทุนซึ่งจะเริ่มเกิดขึ้นในปี 2558

แนะนำ BGH สำหรับการลงทุนระยะยาว และเก็งกำไร BH ในระยะสั้น ราคาหุ้น BGH ปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 14% QTD สะท้อนแนวโน้มผลการดำเนินงานที่อ่อนแอไปเรียบร้อยแล้ว เรายังคงมุมมองเชิงบวกในระยะยาวต่อ BGH โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากเครือข่ายโรงพยาบาลที่ครอบคลุมพื้นที่ประเทศไทยในวงกว้าง และให้บริการผู้ป่วยทุกกลุ่ม ทำให้ช่วยกระจายความเสี่ยง ในขณะเดียวกัน แม้ราคาหุ้น BH มี upside จำกัดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมาย แต่เราก็เล็งเห็นโอกาสเก็งกำไร BH ในระยะสั้นจากผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะออกมาดีในไตรมาส 3/56

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
BCH	Neutral	6.45	9.00	41.4	17.7	26.1	20.2	35.3	(32.4)	29.7	3.96	3.66	3.35	23.8	14.5	17.4	2.8	1.9	2.5	9.0	10.8	9.1
BGH	Buy	132.50	198.00	50.8	35.1	29.4	24.4	49.5	19.1	20.9	5.33	4.76	4.25	16.3	17.1	18.4	1.4	1.4	1.6	20.4	18.3	15.5
BH	Neutral	84.00	95.00	15.0	37.7	31.6	27.9	28.0	19.0	13.5	8.69	7.87	6.92	25.6	26.1	26.4	2.1	1.9	2.1	18.1	16.3	14.5
Average					30.1	29.1	24.1	37.6	1.9	21.4	5.99	5.43	4.84	21.9	19.2	20.7	2.1	1.7	2.1	15.8	15.1	13.0

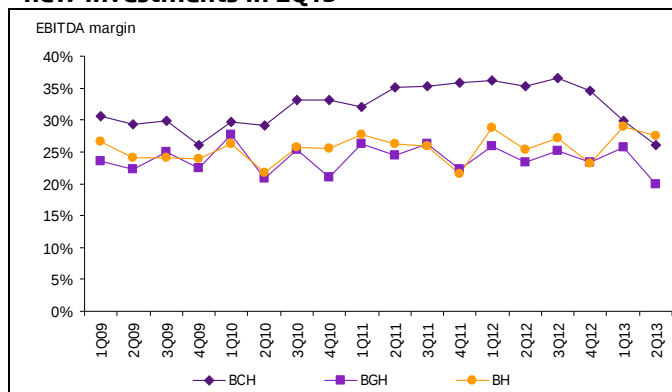
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2Q13 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
BCH	219	239	230	178	106	(51.4)	(40.2)	910	615	798	35.3	(32.4)	29.7
BGH	1,280	1,711	1,451	1,948	1,216	(5.1)	(37.6)	5,842	6,957	8,409	49.5	19.1	20.9
BH	474	496	392	601	568	19.9	(5.5)	1,934	2,302	2,613	28.0	19.0	13.5
Sector	1,973	2,447	2,073	2,727	1,890	(4.2)	(30.7)	8,686	9,875	11,821	60.3	13.7	19.7

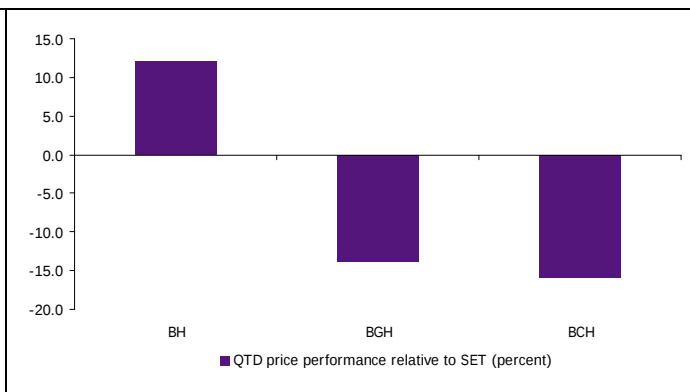
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BGH's and BCH's margins were dragged by new investments in 2Q13



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Share price performance



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Summary of expansions

BGH		BH		BCH
2013	Commission date	2013		2013
Samitivej Thonburi Hospital (154 beds)	11-Dec-13	Existing campus: Increase of OPD service capacity by 33% in May 2013		Opened the World Medical Center, its new high-end hospital, in March
2014		2014		Developed a polyclinic to 30-bed hospital at Maesai, Chiangrai
Samitivej Sriracha (expansion:144 beds)	1-Jan-14	Existing campus: Increase of 76 beds will increase IPD service capacity by 16%		
Soonthornphu Hospital at Rayong (195 beds)	15-Jan-14			
Bangkok Hospital Chinatown (58 beds)	28-Jan-14			
Dibuk Hospital at Phuket (77 beds)	1-Feb-14			
Bangkok Hospital Khon Kaen (120 beds)	15-Feb-14			
Jomtien Hospital (250 beds)	1-Mar-14			
Royal Phnom Phen Hospital (104 beds)	15-Mar-14			
Bangkok Hospital Chiang Mai (185 beds)	10-Apr-14			
		2015		2015
		Existing campus: Newly-acquired site on Sukumvit Soi 1 will house complementary outpatient centers including Physical Therapy, Dental and health screening		Expansion of Kasemraj Sriburin
		2017		
		Second hospital: 150-200 bed high-end hospital on Petchaburi Road		Mid to low-end hospital on Ramkhamheang Road
				Mid to low-end hospital at Nonthaburi province

Source: SCBS Investment Research

Figure 5: 3Q13F preliminary earnings previews

	3Q13F	3Q12F	YoY	2Q13	QoQ	Comment
BGH	1,654	1,711	-3.4%	1,216	36.0%	Expect YoY core earnings drop from increasing cost related to setting new hospitals.
BH	594	496	19.6%	568	4.6%	Expect BH to deliver the strongest YoY earnings growth driven by higher revenues from seasonality and no cost pressure like peers.
BCH	137	239	-42.8%	106	28.5%	Expect loss of WMC to continue to drag earnings but will show an improvement on QoQ basis.
Sector	2,384	2,447	-2.5%	1,890	26.2%	

Source: SCBS Investment Research

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

ขอบธุรกิจโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้ามากกว่าธุรกิจขายที่ดิน

- ไตรมาส 3/56: กำไรของ HEMRAJ จะเติบโต; AMATA TICON และ WHA จะทรงตัว QoQ
- ญี่ปุ่นโยกงบลงทุนจากจีนมายังอาเซียน; แนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง
- อุปสงค์จากนักลงทุนจีนมีมากขึ้นเพื่อยกระดับภาพลักษณ์แบรนด์สินค้าและการส่งออก
- ยังคงขอบธุรกิจโรงงานสำเร็จรูปและคลังสินค้า; Top pick: TICON

ยอดขายที่ดินเพิ่มขึ้น แต่ยังอ่อนแอในไตรมาส 2/56 ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมทั้งหมดในไตรมาส 2/56 ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า QoQ เป็น 1,449 ไร่ ส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินในงวดครึ่งแรกปี 56 เป็น 2,157 ไร่ คิดเป็นสัดส่วนเพียง 20% ของยอดขายที่ดินในปี 2555 ยอดขายที่ดินของ AMATA ยังอยู่ในระดับต่ำ ส่วน HEMRAJ เป็นไปตามเป้า ความต้องการโรงงานสำเร็จรูปปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ หากหักรายการพิเศษออกไป พบว่าบริษัทในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมทุกบริษัทมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/56

แนวโน้มไตรมาส 3/56 เราคาดว่ากำไรของ HEMRAJ จะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการกลับมาเดินเครื่องผลิตของโรงไฟฟ้า Gheco-One ขณะที่ยังเร็วเกินไปที่จะประเมินการเติบโตของ AMATA ส่วน TICON กับ WHA จะมีผลการดำเนินงานทรงตัว QoQ ในไตรมาส 3/56 แต่จะเพิ่มขึ้นมากในไตรมาส 4/56 จากการขายสินทรัพย์เพิ่มมากขึ้น

เงินทุนจากญี่ปุ่นไหลเข้าไม่หยุด รัฐบาลญี่ปุ่นสนับสนุนให้ธุรกิจ SME ของญี่ปุ่นย้ายฐานการผลิตไปยังต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากภัยพิบัติทางธรรมชาติในปี 2554 ส่งผลกระทบทำให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนไฟฟ้าและทรัพยากร เงินทุนที่ไหลเข้ามาจากญี่ปุ่นชี้ให้เห็นว่านักลงทุนญี่ปุ่นชื่นชอบตลาดอาเซียน (ซึ่งมีประเทศไทยรวมอยู่ด้วย) มากกว่าจีน ทำให้เงินทุนไหลเข้าตลาดอาเซียนเพิ่มขึ้น แต่เงินทุนไหลเข้าจีนลดลง และเราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจากจีนและญี่ปุ่นมีความขัดแย้งกัน

อุปสงค์จากนักลงทุนจีนเพิ่มขึ้น สมาคมส่งเสริมการค้าอาเซียนรายงาน ว่า นักลงทุนจีนกำลังย้ายฐานการผลิตมายังประเทศอาเซียน เพื่อยกระดับภาพลักษณ์แบรนด์สินค้าของตน และเพิ่มศักยภาพในการส่งออกสินค้าไปยังยุโรปและสหรัฐฯ CBRE และ UNCTAD รายงานว่า เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ไหลจากจีนมายังไทย ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากกว่า 15% YoY ในปี 2555 เราเชื่อว่าแนวโน้มนี้จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลจีน SAIC Motor-CP ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนระหว่างบริษัท SAIC Motor Corp (บริษัทผลิตรถยนต์ในจีน) กับ CP Group ของไทย กำลังพัฒนาโรงงานผลิตในประเทศไทย ซึ่งจะเป็นแม่เหล็กดึงดูดอุตสาหกรรมสนับสนุนเข้ามาในประเทศไทยด้วย

ยังคงขอบธุรกิจโรงงานสำเร็จรูปกับคลังสินค้า เราคาดการณ์ถึงความต้องการโรงงานสำเร็จรูปกับคลังสินค้าจำนวนมากก่อนที่จะเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ในปี 2558 ยอดขายที่ดินที่ชะลอตัวลงเริ่มส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน โดยเฉพาะ AMATA และ ROJNA ซึ่งจะช่วยยืนยันมุมมองของเราที่ว่ายอดขายที่ดินทำจุดสูงสุดไปแล้วเมื่อปีก่อน

โครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา = upside สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจคลังสินค้า คณะกรรมการนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) มีมติเห็นชอบให้รับซื้อไฟฟ้าที่ผลิตได้จากการติดตั้งแผงเซลล์แสงอาทิตย์บนหลังคา กำลังการผลิต 100 เมกะวัตต์ จากภาคเอกชน กำหนดอัตราซื้อไฟฟ้า (FIT) ที่ 6.16 บาท/หน่วย เป็นเวลา 25 ปี โดยกำหนดให้หน่วยงานที่สนใจยื่นประมูลในวันที่ 23 ก.ย. และจะประกาศผลภายในกลางเดือน ต.ค. จากนั้นจะเริ่มดำเนินการภายในเดือน ธ.ค. 2556 เราประเมินกำไรสุทธิได้ที่ ~3 ล้านบาท/เมกะวัตต์ DCF ที่ 40 ล้านบาท/เมกะวัตต์ เงินลงทุนที่ 60-65 ล้านบาท/เมกะวัตต์ และผลตอบแทนโครงการที่ ~12% โครงการนี้จะเพิ่ม upside ให้กับ TICON และ WHA ขณะที่ downside จะมาจากความล่าช้าในการได้รับใบอนุญาตโรงงาน

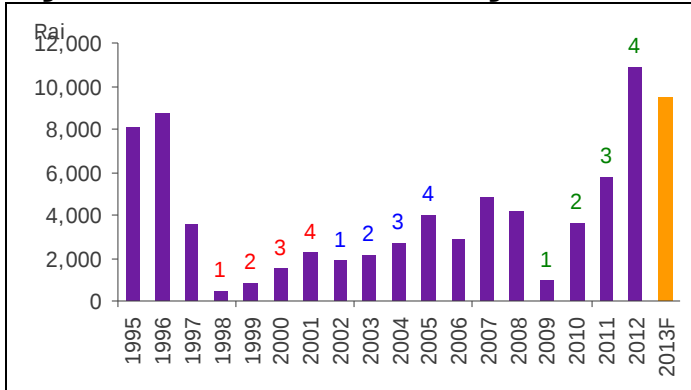
Top pick: TICON ภาพรวมของธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ให้เช่าที่มีแนวโน้มที่สดใสขึ้น ทำให้เราชอบ TICON เพราะ ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำ และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี (ประมาณ 7 % ในปี 2556) อีกทั้งยังจะมีกำไรจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์ในไตรมาส 4/56 ด้วย

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	18.00	34.00	92.2	20.6	12.4	9.0	3.6	66.1	37.5	1.72	1.58	1.41	8.9	13.3	16.5	3.1	3.3	4.5	11.4	9.2	7.0
HEMRAJ	Buy	3.26	5.00	57.8	13.8	12.1	8.5	314.1	13.9	41.7	2.86	2.27	1.95	22.6	20.9	24.6	3.4	4.4	4.4	12.4	12.1	9.9
ROJNA	Neutral	7.80	7.30	(3.4)	9.0	18.0	9.1	48.4	(50.3)	97.2	1.15	1.13	1.00	15.0	6.3	11.6	3.8	3.1	6.0	18.0	22.5	10.3
TICON	Buy	16.60	30.00	88.2	10.2	9.1	8.1	182.8	12.1	11.8	1.67	1.69	1.56	19.0	19.5	20.0	6.0	7.5	8.3	10.4	11.9	12.0
WHA	Buy	42.00	45.00	8.8	100.4	28.3	22.3	187.3	255.2	26.6	7.42	9.07	7.29	10.9	38.2	36.2	0.1	1.7	1.8	47.8	20.4	15.6
Average					30.8	16.0	11.4	147.3	59.4	43.0	2.96	3.15	2.64	15.3	19.6	21.8	3.3	4.0	5.0	20.0	15.2	10.9

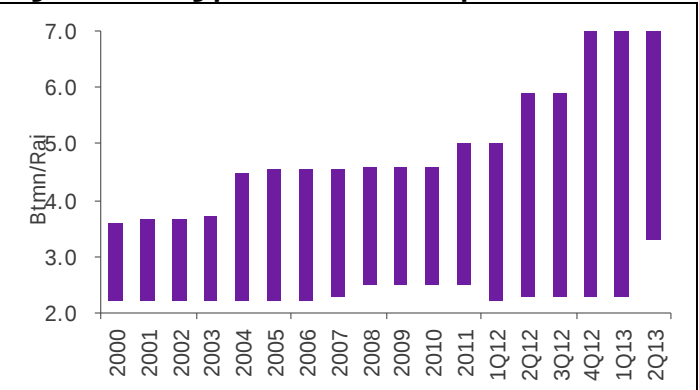
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales reached record high in 2012



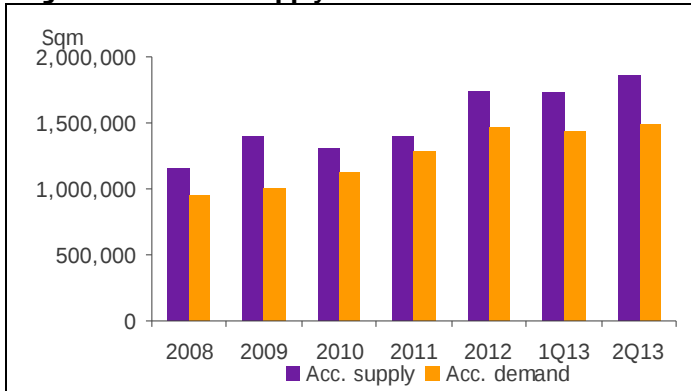
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Asking prices in Chonburi up more



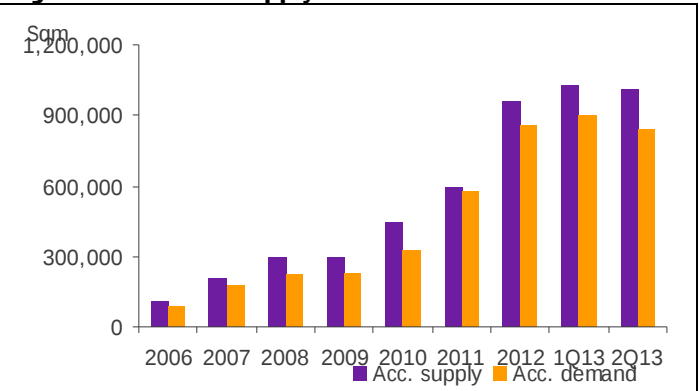
Source: BoT, Reuters

Figure 3: Demand/supply of RBF



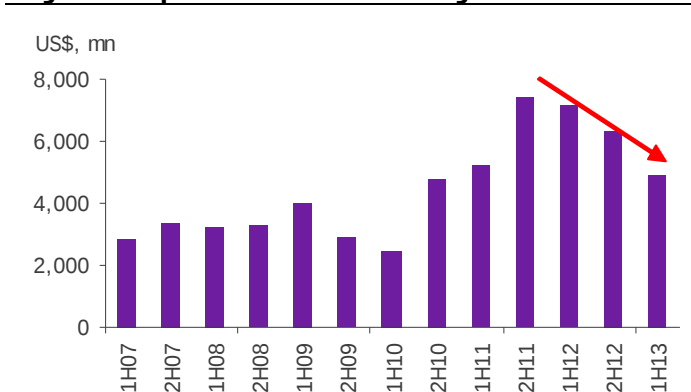
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 4: Demand/supply of warehouses



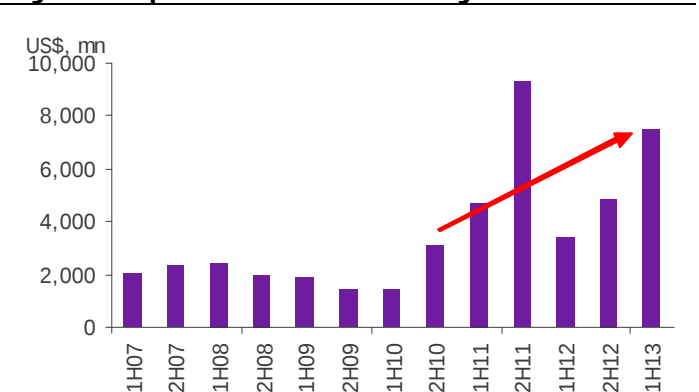
Source: HEMRAJ, TPARK, TLOGIS, WHA, CBRE, SCBS Investment Research

Figure 5: Japan FDI to China heading south



Source: JETRO

Figure 6: Japan FDI to ASEAN heading north



Source: JETRO

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

ชอบ THRE มากกว่า BLA

- BLA จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวมากกว่า THRE
- BLA จะชะลอการขยายเบี้ยประกันรับ และจะให้ความสำคัญกับอัตรากำไรมากขึ้นในครึ่งปีหลัง
- ปรับราคาเป้าหมาย THRE เพิ่มขึ้น เพราะ ราคา IPO ของ THREL สูงกว่าคาด
- จับตาการล้างงบดุลของ THRE หลัง THREL ขายหุ้น IPO
- ชอบ THRE มากกว่า BLA

ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อ BLA มากกว่า THRE บริษัทประกันจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเมื่อมีการปรับลดวงเงิน QE ของสหรัฐฯ แม้ผลตอบแทนพันธบัตรลดลงอย่างรวดเร็วหลังจากเฟดเลื่อนลดวงเงิน QE แต่เราคาดว่าผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นในระยะยาว เนื่องจากในที่สุดแล้วมาตรการ QE ก็จะมีจุดจบ เราคาดว่าวงเงิน QE จะเลื่อนออกไปเป็นต้นปีหน้า BLA จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวมากกว่า THRE เนื่องจากพอร์ตลงทุนของ BLA มีเงินลงทุนในพันธบัตรระยะยาวมากกว่า THRE เงินลงทุนในพันธบัตรของ BLA ส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรระยะยาว ในขณะที่เงินลงทุนในพันธบัตรของ THRE ส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรระยะสั้น ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อ BLA ในแง่ของ: 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากพอร์ตลงทุน 85% ของบริษัทอยู่ในพันธบัตรและหุ้นกู้ และ 2) แรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตผ่อนคลายเป็น เนื่องจาก duration ของหนี้สินยาวกว่า duration ของสินทรัพย์ ทั้งนี้ในการคำนวณระดับความจำเป็นในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตสำหรับ duration ที่ไม่เท่ากัน BLA บันทึกมูลค่าหนี้สินตามราคาตลาดโดยใช้ผลตอบแทนพันธบัตรเฉลี่ย 8 ไตรมาสและให้น้ำหนัก 51% สำหรับไตรมาสที่ 8 นอกจากนี้ BLA ก็จะใช้โอกาสนี้มุ่งเน้นทำ cashflow matching ระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินมากขึ้นเพื่อลดแรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตในระยะยาว

BLA: ชะลอการขยายเบี้ยประกันรับ แต่จะเน้นเพิ่มอัตรากำไรมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 56 เราคาดว่าอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับสุทธิจะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่องในงวดครึ่งหลังปี 56 ด้วยเหตุผล 2 ข้อ: 1) กำลังซื้อของผู้บริโภคปรับตัวลดลงเพราะหนี้ครัวเรือนสูงจะส่งผลกระทบต่อความต้องการทำประกันชีวิตในงวดครึ่งหลังปี 56 และ 2) การชะลอการขยายผลิตภัณฑ์ระยะสั้นอย่างต่อเนื่อง BLA ชะลอการขยายผลิตภัณฑ์ระยะสั้นมาตั้งแต่ไตรมาส 2/56 หลังจากบริษัทเร่งเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในไตรมาส 1/56 บริษัทจะมุ่งเน้นออกผลิตภัณฑ์ที่ให้อัตรากำไรสูง เช่น ผลิตภัณฑ์สะสมทรัพย์ระยะกลาง-ยาวที่ให้ความคุ้มครองชีวิตเพิ่มมากขึ้น ผ่านทาง bancassurance และผลิตภัณฑ์คุ้มครองชีวิตที่มีประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้นผ่านทางตัวแทน เพื่อเพิ่มอัตรากำไร เบี้ยประกันรับสุทธิในงวดครึ่งแรกปี 56 (+18% YoY) คิดเป็น 55% ของประมาณการทั้งปีของเรา (+18%)

THRE: ราคา IPO ของ THREL สูงกว่าคาด บมจ.ไทยรีประกันชีวิต (THREL) กำหนดราคา IPO อย่างเป็นทางการที่ 9.5 บาท/หุ้น สูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 6-8 บาท/หุ้น ดังนั้นเราจึงปรับราคาเป้าหมายของ THRE เพิ่มขึ้นเป็น 5.7 บาท เพื่อสะท้อนราคา IPO ของ THREL ราคาเป้าหมายเก่าของ THRE ที่ 5.4 บาท อิงกับมูลค่าเหมาะสมของ THREL ที่ 7.5 บาท/หุ้น

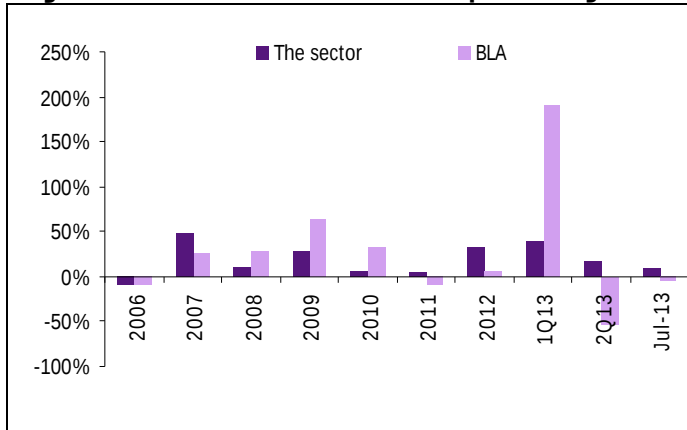
จับตาการล้างงบดุลของ THRE หลัง THREL ขายหุ้น IPO THRE กำลังพิจารณานำกำไรส่วนหนึ่งจากการขายหุ้น THREL ในการทำ IPO มาใช้ตั้งสำรองเพิ่มในคราวเดียวสำหรับรองรับแนวโน้มที่จะมีการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนความเสียหายจากน้ำท่วมในไตรมาส 3/56 เพื่อล้างงบดุล ซึ่งจะสร้างเซอร์ไพรส์ด้านลบในระยะสั้น แต่ถือเป็นความเคลื่อนไหวที่ดีในระยะยาว

ชอบ THRE มากกว่า BLA เราชอบ THRE มากกว่า BLA เพราะราคา IPO ของ THREL สูงกว่าคาดและผลการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

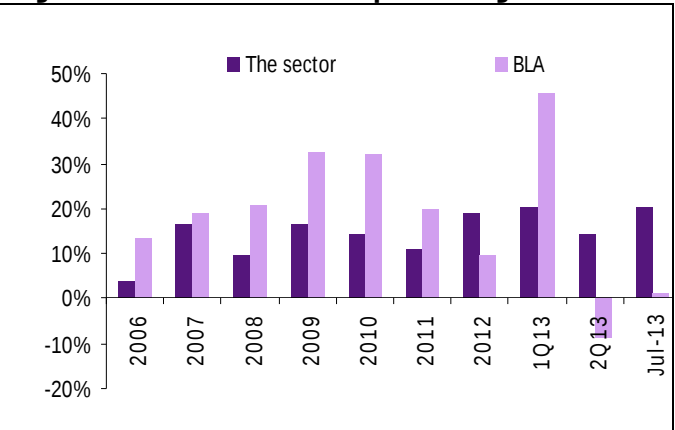
Valuation Summary

	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	63.50	75.00	19.6	23.3	16.5	13.9	(4.3)	41.2	18.7	3.83	3.18	2.67	19.7	21.1	20.9	1.1	1.5	1.8
THRE	Buy	4.54	5.70	25.6	n.m.	7.8	11.7	11.5	n.m.	(33.0)	4.57	2.86	2.26	(205.6)	45.0	21.6	0.0	0.0	6.9
Average					23.3	12.2	12.8	3.6	41.2	(7.2)	4.20	3.02	2.47	(93.0)	33.1	21.3	0.6	0.8	4.3

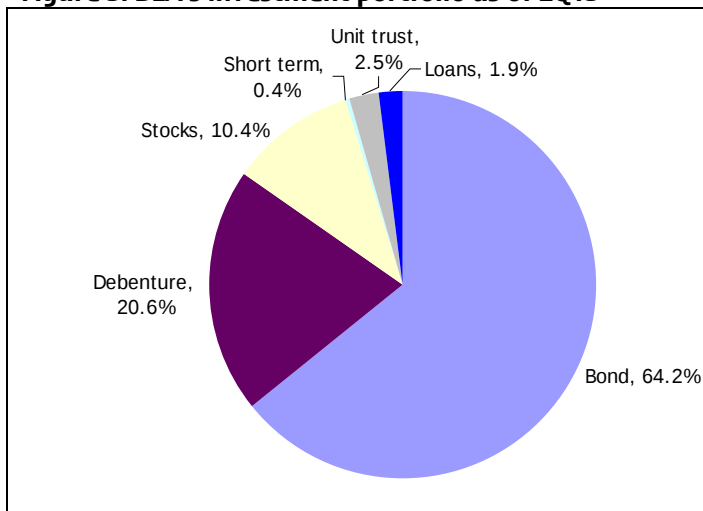
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business life insurance premium growth

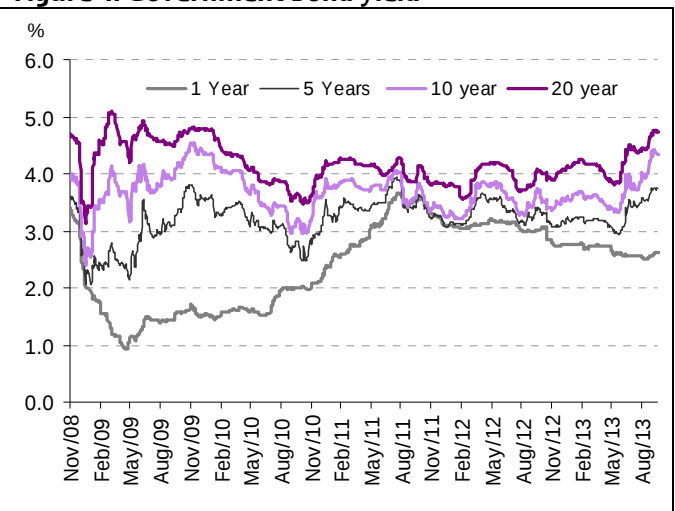
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Total life insurance premium growth

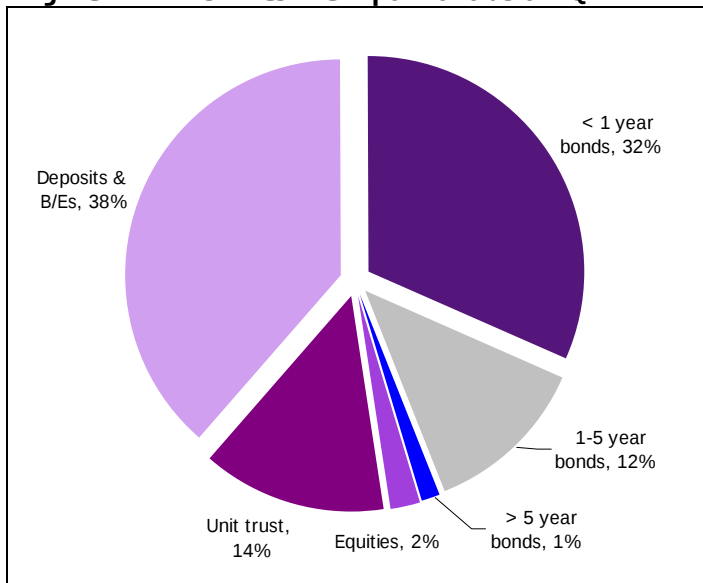
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: BLA's investment portfolio as of 2Q13

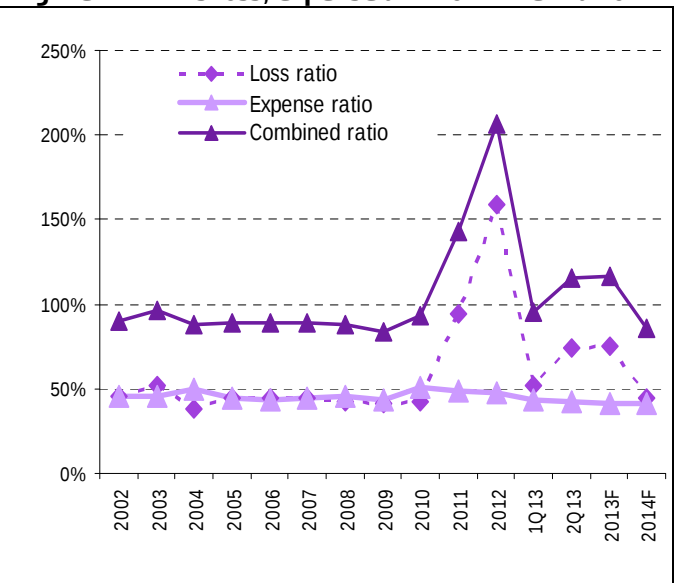
Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: THRE's investment portfolio as of 2Q13

Source: THRE and SCBS Investment Research

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

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ถูกครอบงำโดยปัจจัยลบ

- กลุ่มสื่อถูกครอบงำโดยปัจจัยลบ: 1) การอุปโภคบริโภคชะลอตัวในงวดครึ่งหลังปี 56 จะส่งผลทำให้มีการปรับลดงบประมาณ และ 2) ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความสำเร็จของทีวีดิจิทัล โดยคาดการณ์ถึงขาดทุนจากการดำเนินงาน
- กสทช. คาดว่าจะเปิดประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิทัล (DTTV) ในเดือน ธ.ค. ปีนี้
- ขอบ MCOT เนื่องจากให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 – ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน แม้ไตรมาส 2/56 เป็นช่วง high season ของอุตสาหกรรมโฆษณา แต่ผลการดำเนินงานของกลุ่มสื่อกลับไม่มีทิศทางที่ชัดเจน MAJOR รายงานผลการดำเนินงานดีกว่าคาด โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาพยนตร์ที่น่าสนใจเข้าฉายและอัตราค่าโฆษณาที่เพิ่มขึ้น ผลการดำเนินงานของ BEC ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ตามคาด ขณะที่ MCOT รายงานผลการดำเนินงานแยกลงเพราะรายได้โฆษณาโทรทัศน์ต่ำ

แนวโน้มไตรมาส 4/56: ไม่ได้เป็นบวก เราไม่คิดว่ากลุ่มสื่อจะปรับตัว outperform ตลาด เนื่องจากมีปัจจัยลบครอบงำ ได้แก่: 1) ความกังวลเกี่ยวกับการอุปโภคบริโภคชะลอตัวในงวดครึ่งหลังปี 56 จะส่งผลทำให้มีการปรับลดงบประมาณ และมีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณา: การใช้จ่ายโฆษณาในช่วง 8 เดือนแรกปี 56 เติบโตเพียง 1% YoY; และ 2) ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความสำเร็จของทีวีดิจิทัล โดยคาดการณ์ถึงขาดทุนจากการดำเนินงาน

Sentiment เป็นบวกก่อนเปิดประมูล แต่หลังจากนั้นจะมีความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้น กสทช. เปิดเผยว่า ภายหลัง กสทช. เปิดจำหน่ายเอกสารการประมูลขอรับใบอนุญาตให้ใช้คลื่นความถี่เพื่อให้บริการโทรทัศน์ในระบบดิจิทัล (ของประมูล) ตั้งแต่วันที่ 10-12 ก.ย. 2556 มีจำนวนผู้ประกอบการเอกชนที่สนใจเข้ามาซื้อซองรวมจำนวน 33 ราย ขายซองประมูลไปได้ 49 ซอง ประเภทช่องที่มีการซื้อซองมากที่สุดคือ ช่องวาไรตี้ SD เพราะสามารถขายซองประมูลได้มากกว่าจำนวนช่องที่เปิดประมูล สะท้อนถึงการแข่งขันที่รุนแรง กสทช. วางแผนเริ่มเปิดประมูลกลางเดือน ธ.ค. 2556

ก่อนการประมูล ผู้ประกอบการรายเล็กๆ เช่น ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียม ที่จะเข้าร่วมการประมูลมีแนวโน้มที่จะได้รับ sentiment เชิงบวก เนื่องจากช่องทีวีดิจิทัลจะทำให้ฐานผู้ชมขยายใหญ่ขึ้น ซึ่งจะทำให้สามารถขึ้นค่าโฆษณาได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้ใช้ความระมัดระวัง เนื่องจากในระยะแรกของการดำเนินงาน ผู้ประกอบการทีวีดิจิทัลจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนที่สูงขึ้น อันได้แก่ ค่าใบอนุญาต ต้นทุนค่าโครงข่าย/สิ่งอำนวยความสะดวกรายปี ค่าธรรมเนียมใบอนุญาตรายปี และต้นทุนรายการกับต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น ในขณะที่รายได้โฆษณาจะยังมีเข้ามาไม่มากนักเนื่องจากบริษัทโฆษณามีแนวโน้มที่ใช้ความระมัดระวังในระยะแรกเพราะยังไม่ทราบสัดส่วนผู้ชมและเรตติ้ง ทั้งนี้ หลังจากพูดคุยกับผู้ประกอบการหลายรายด้วยกันพบว่า ผู้ประกอบการเหล่านี้คาดว่าช่องทีวีดิจิทัลจะมีผลขาดทุนประมาณ 2-5 ปีแรกของการดำเนินงาน

ขอบ MCOT มากกว่า BEC ในธุรกิจทีวีดิจิทัล เราคาดว่าผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์รายเดิมที่มีรายการอยู่จำนวนมาก เช่น BEC และ MCOT จะมีความได้เปรียบทางการแข่งขันในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ในช่วงแรกงบประมาณมีแนวโน้มที่ไหลออกไปยังช่องใหม่ เนื่องจากผู้ประกอบการที่มีจำนวนเพิ่มขึ้นเราชอบ MCOT มากกว่า BEC เพราะ MCOT ซื้อขายที่ PE ระดับต่ำกว่า BEC และมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลในปี 2556-57 สูงกว่า BEC เราคาดการณ์เงินปันผลงวดครึ่งแรกปี 56 ของ MCOT ที่ 1.1 บาท/หุ้น หรือคิดเป็นผลตอบแทน 3% (คาดว่าจะประกาศเดือน ก.ย.) นอกจากนี้ในฐานะผู้ให้บริการโครงข่ายยังทำให้ MCOT มีแนวโน้ม upside จากการได้รับค่าธรรมเนียมโครงข่ายทีวีดิจิทัล ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยหนุนให้กำไรเพิ่มขึ้นได้ 5-9% ตั้งแต่ปี 2558

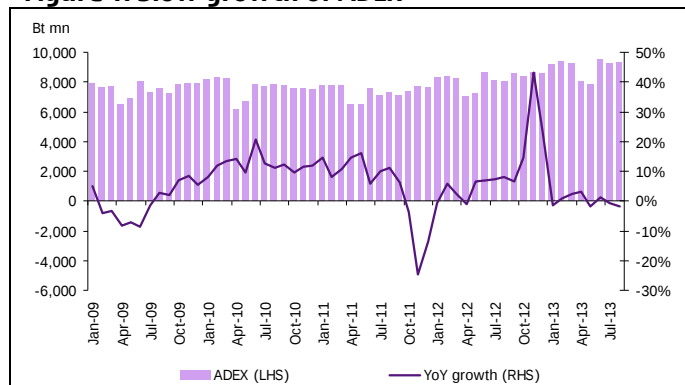
MAJOR - กำไรจะลดลงในงวดครึ่งหลังปี 56 ระยะสั้น เรามองว่า MAJOR ซึ่งธุรกิจเกี่ยวข้องกับการอุปโภคบริโภค ขาดปัจจัยบวกที่จะกระตุ้นให้ราคาปรับตัว outperform ตลาด เพราะการอุปโภคบริโภคภายในประเทศมีแนวโน้มชะลอตัวและแนวโน้มผลการดำเนินงานในงวดครึ่งหลังปี 56 ไม่น่าตื่นเต้น อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้น MAJOR ปัจจุบันให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 5% ต่อปีในปี 2556-58 ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น คือ ภาพยนตร์ใหม่เข้าฉายที่ดีกว่าคาดในไตรมาส 4/56

Valuation Summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
BEC	Sell	58.75	66.00	16.7	24.6	21.4	19.6	35.2	14.9	9.5	14.14	12.64	11.59	60.7	62.3	61.9	3.8	4.4	4.8	13.2	12.1	11.2
MAJOR	Neutral	19.50	22.00	18.0	23.1	18.0	17.6	(3.6)	28.3	2.3	2.74	2.56	2.63	12.2	14.7	14.8	4.5	5.2	5.1	9.8	8.4	8.5
MCOT	Neutral	34.25	43.00	32.2	13.4	13.4	12.5	29.7	(0.5)	7.5	2.93	2.87	2.80	22.4	21.5	22.7	6.7	6.7	7.2	8.0	8.2	7.7
Average					20.4	17.6	16.5	20.4	14.2	6.4	6.60	6.02	5.68	31.8	32.9	33.1	5.0	5.4	5.7	10.3	9.6	9.1

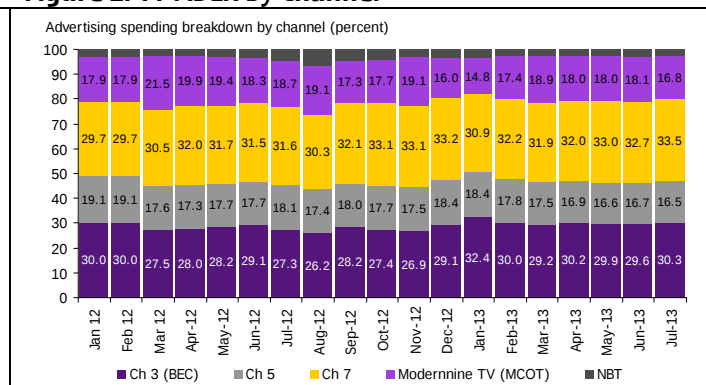
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Slow growth of ADEX



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 2: TV ADEX by channel



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 3: ADEX in August

	Aug-13	Aug-12	YoY	July-13	MoM	8M13	8M12	YoY	% contribution
TV	6,108	6,172	-1.0%	5,845	4.5%	46,156	45,027	2.5%	61.0
Radio	557	560	-0.5%	525	6.1%	4,090	4,123	-0.8%	5.4
Newspaper	1,365	1,244	9.7%	1,238	10.3%	9,799	9,961	-1.6%	12.9
Magazine	456	484	-5.8%	428	6.5%	3,531	3,524	0.2%	4.7
Cinema	680	805	-15.5%	860	-20.9%	4,767	5,219	-8.7%	6.3
Outdoor	345	395	-12.7%	344	0.3%	2,753	3,049	-9.7%	3.6
TRANSIT	286	269	6.3%	285	0.4%	2,269	1,882	20.6%	3.0
IN STORE	235	334	-29.6%	233	0.9%	1,762	1,883	-6.4%	2.3
Internet	86	49	75.5%	62	38.7%	583	383	52.2%	0.8
Total	10,118	10,312	-1.9%	9,820	3.0%	75,710	75,051	0.9%	100.0

Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: Commercial DTTV channel details

Commercial DTTV channel category	No. of DTTV channels	No. of application forms sold	Reserve price / starting price (Bt mn / license)
Children	3	8	140
News	7	12	220
Standard-definition (SD) variety	7	17	380
High-definition (HD) variety	7	12	1,500
Total	24	49	

Source: NBTC and SCBS Investment Research

Figure 5: Timeline

Date	Detail
27 August 2013	Announcement of Information memorandum
10-12 September 2013	Application forms will be available
15 September 2013	Announcement of network fee
15 October 2013	The broadcasting panel will hold an open house about how to fill out the application forms
28-29 October 2013	The broadcasting panel has set the application period
At the beginning of December 2013	Qualified bidders will be named (45 days after the closure of applications)
Mid December 2013	The spectrum auction will begin
January - March 2014	Digital TV channels will start

Source: NBTC and SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Low season อยู่ข้างหน้า

- ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีน่าจะปรับตัวลดลงในไตรมาส 4/56 เพราะอุปสงค์ต่ำตามฤดูกาล
- คงมุมมองระยะยาวต่อราคา PX เนื่องจากจะมีกำลังการผลิตใหม่เข้าสู่ตลาด
- ปัจจัยลบที่ส่งผลกระทบต่อ PTTGC สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว; แนะนำ “ซื้อ” เพราะ Valuation น่าสนใจ

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56: ได้รับผลกระทบจากขาดทุนจากสินค้าคงคลังและเงินบาทอ่อนค่า กำไรสุทธิไตรมาส 2/56 ของบริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS ปรับตัวลดลง 65% QoQ เพราะขาดทุนจากสินค้าคงคลังและขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตามกำไรสุทธิปรับดีขึ้นมาก YoY นำโดย PTTGC เนื่องจากราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีลดลงมากในไตรมาส 2/55 ส่งผลทำให้มีขาดทุนจากสินค้าคงคลังมากกว่าไตรมาส 2/56 กำไรปกติลดลง 36% QoQ เพราะผลการดำเนินงานของ IVL ปรับตัวแยกลง แต่ปรับดีขึ้น 717% YoY เพราะ IVL มีผลขาดทุนจำนวนมากในไตรมาส 2/55

แนวโน้มไตรมาส 3/56 – กำไรจากสินค้าคงคลังอาจจะไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากเหตุการณ์ต่าง ๆ ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นเพราะราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นจะส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในไตรมาส 3/56 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีโอเลฟินส์และผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ (ยกเว้น LDPE) ปรับตัวลดลง 1-17% QoQ เพราะต้นทุนแนฟทาสูงขึ้น ผู้ผลิตโเลฟินส์ที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบจะได้รับประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากส่วนต่างราคาที่ดีในไตรมาส 3/56 ในขณะที่ PTTGC ไม่น่าจะได้ประโยชน์จากสถานการณ์นี้ เพราะได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ 3 เหตุการณ์ คือ การหยุดผลิตนอกแผนของโรงงาน LDPE เหตุการณ์น้ำมันรั่ว และก๊าซที่ใช้เป็นวัตถุดิบขาดหายไปจากการหยุดผลิตนอกแผนของโรงแยกก๊าซหน่วยที่ 5 (GSP#5) ของ PTT

ราคา PE ในไตรมาส 4/56 น่าจะลดลง QoQ หลังช่วง high season ในไตรมาส 3 ช่วง high season ของราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีค่อนข้างน่าผิดหวัง เพราะราคา PE เฉลี่ยปรับขึ้นเพียง 3-4% QoQ เนื่องจากอุปสงค์จากจีนน้อยกว่าคาด ยกเว้น LDPE ที่ราคาเฉลี่ยปรับเพิ่มขึ้น 8% QoQ ราคา LDPE ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดในรอบ 2 ปีที่สูงกว่า 1,600 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+43% QTD) เนื่องจาก PTTGC ประกาศหยุดเดินเครื่องโรงงาน LDPE นอกแผนเป็นเวลา 3.5 เดือนเมื่อกลางเดือนก.ค. ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลง QoQ ในไตรมาส 4/56 โดยเกิดจากผลกระทบทางฤดูกาล ในอดีตที่ผ่านมา ราคา PE มีแนวโน้มปรับตัวลดลงเฉลี่ย 5% QoQ ในไตรมาสสุดท้ายของปี นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงที่ราคา LDPE จะปรับตัวลดลงมากขึ้น เนื่องจากจะมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มมากขึ้น และอุปสงค์ชะลอตัวลง

ยังคงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มราคา PX ราคา PX ดูเหมือนจะยังปรับตัวขึ้นได้ดีในไตรมาส 3/56 (+3% QoQ) โดยมีสาเหตุมาจากการเลื่อนกำหนดเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ออกไป เราคาดว่าผลกระทบด้านลบของกำลังการผลิตใหม่ที่ส่วนใหญ่มาจากจีนจะเกิดขึ้นให้เห็นในช่วงปลายไตรมาส 4/56 ถึงต้นไตรมาส 1/57 เมื่อโรงงานใหม่เริ่มเดินเครื่องผลิต ดังนั้นเราจึงยังคงมุมมองระยะยาวต่อราคา PX แม้เราเชื่อว่าแนวโน้มราคา PX ในระยะกลางจะเป็นบวกเนื่องจากอุปทาน PX ตึงตัวกว่า PTA เรามองว่าแนวโน้มราคา BZ น่าจะสดใส เนื่องจากโรงแครกเกอร์เอทิลีนที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบในสหรัฐจะเปิดดำเนินการมากขึ้น ซึ่งหมายความว่าวัตถุดิบจากโรงแครกเกอร์แนฟทาสำหรับใช้ผลิต BZ จะมีน้อยลง

อุปสงค์ PET ที่เพิ่มขึ้นช่วงปลายปีจะช่วยหนุนให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA ปรับตัวเพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA เฉลี่ยปรับตัวลดลงในไตรมาส 2/56 (-3% QoQ) ทั้งๆ ที่ต้นทุนวัตถุดิบทั้ง PX และ MEG ลดลง สะท้อนถึงราคา PET และ PTA ระดับต่ำเพราะอุปสงค์ชะลอตัวลง แต่อุปสงค์ PET น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังฤดูฝน เมื่อการผลิตสำหรับเทศกาลเฉลิมฉลองในช่วงปลายไตรมาส 4 เริ่มขึ้น โดยเฉพาะ PE สำหรับผลิตขวดเครื่องดื่ม นอกจากนี้ราคา PX ที่ลดลงเพราะอุปทานใหม่ก็ช่วยสนับสนุนให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA ปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วย

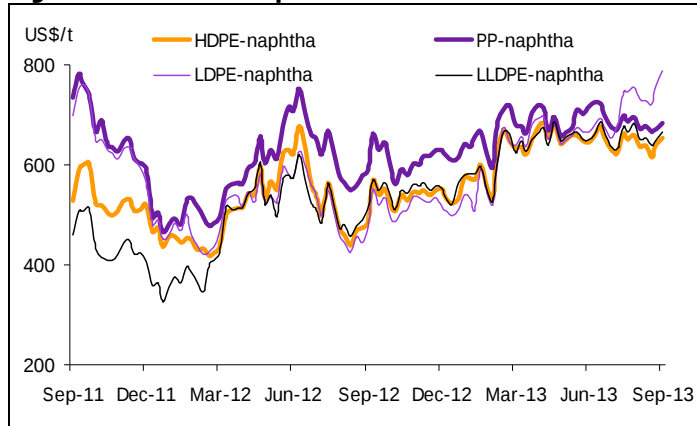
PTTGC ยังคงเป็น top pick ของเรา เราคาดว่าหุ้นปิโตรเคมีจะแกว่งตัวในกรอบแคบๆ ในไตรมาส 4/56 เนื่องจากตลาดยังคงมุมมองระยะยาวเกี่ยวกับราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะในจีน ความผันผวนของราคาน้ำมันจะเป็นความเสี่ยงหลัก เนื่องจากอาจจะเป็นสาเหตุทำให้เกิดขาดทุนจากสินค้าคงคลัง สำหรับนักลงทุนที่ต้องการมีสถานะถือครองหุ้นในกลุ่มนี้ เราแนะนำให้เลือก PTTGC เนื่องจากเราเชื่อว่าปัจจัยลบทุกอย่างสะท้อนในราคาหุ้น PTTGC ไปค่อนข้างมากแล้ว ด้วย Valuation ที่น่าสนใจโดยซื้อขายที่ P/E 10 เท่า (ปี 2556) เทียบกับ P/E เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 19 เท่า และ PBV 1.4 เท่า เทียบกับ PBV ของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 1.6 เท่า ทำให้เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTTGC โดยมีราคาเป้าหมายกลางปี 2557 อยู่ที่ 92 บาท/หุ้น อิงกับ PBV ที่ 16 เท่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
IVL	Neutral	21.6	27.0	26.9	71.1	17.7	11.5	(85.8)	300.9	54.1	1.85	1.70	1.53	2.5	10.0	14.0	1.7	1.9	2.8	11.9	6.8	5.1
PTTGC	Buy	72.0	92.0	32.4	10.3	10.0	8.2	(1.4)	2.7	23.2	1.46	1.36	1.24	14.1	13.1	14.8	4.7	4.6	5.6	7.1	6.9	5.2
Average					40.7	13.9	9.8	(43.6)	151.8	38.6	1.65	1.53	1.38	8.3	11.5	14.4	3.2	3.2	4.2	9.5	6.9	5.2

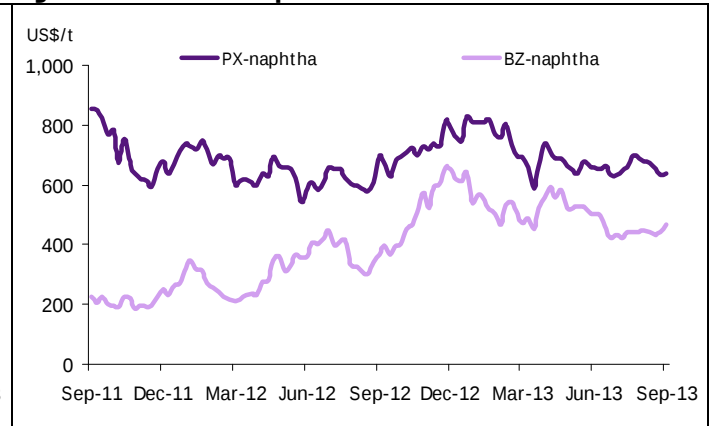
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



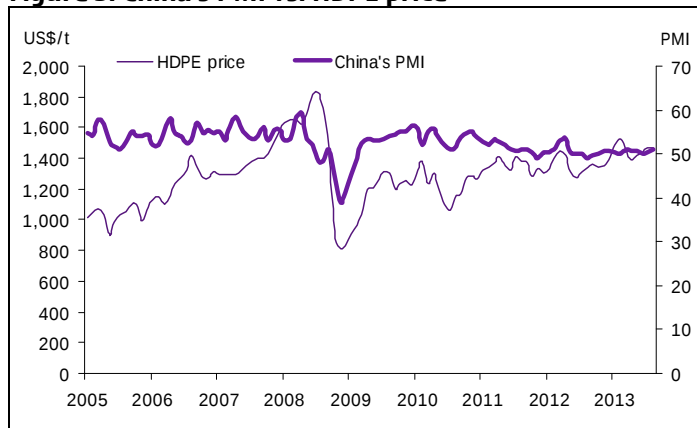
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: PX/BZ vs. naphtha



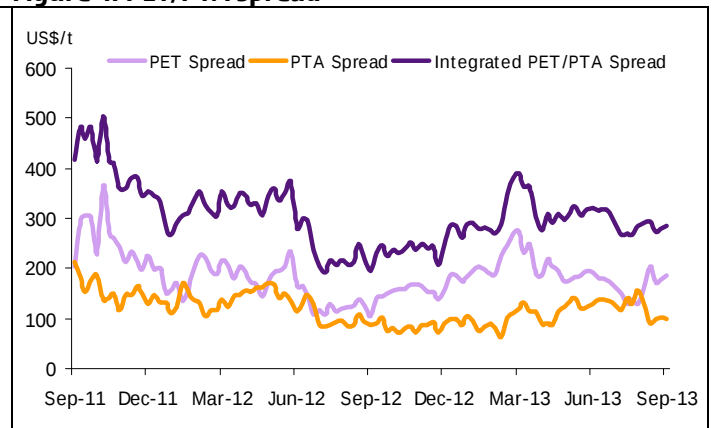
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 3: China's PMI vs. HDPE price



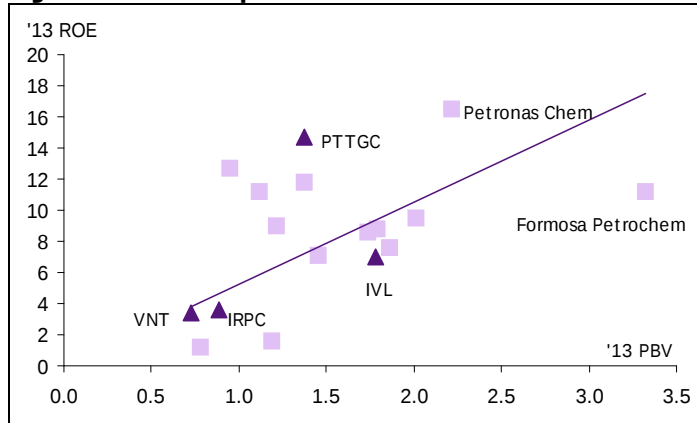
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PET/PTA spread



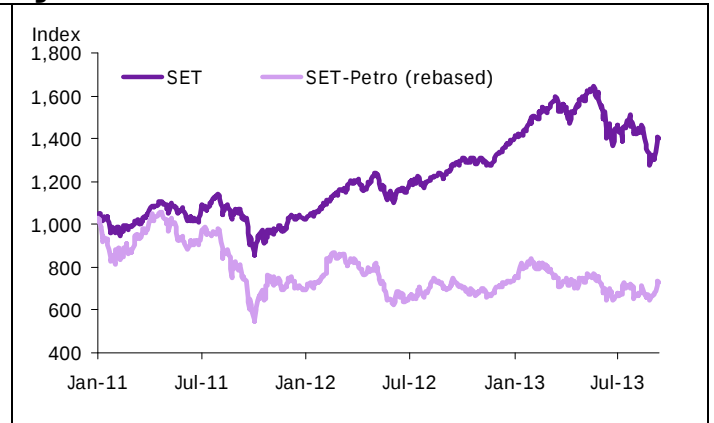
Source: Datastream, SCBS Investment Research

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

ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

- ราคาหุ้นที่ลดลงแรงสะท้อนภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวไปแล้ว และเราก็มองมองเชิงระมัดระวังลดน้อยลงต่อกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย โดยเปลี่ยนมามีมุมมอง **Neutral**
- ยังไม่พบหลักฐานที่ชัดเจนที่แสดงถึงผลกระทบด้านลบต่อยอดขายบ้านในเดือน ก.ค.-ส.ค.
- เราปรับประมาณการกำไรลดลง 22% เพื่อสะท้อนแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อ่อนแอลงตามหลักระมัดระวัง
- **Top pick: SPALI และ QH**

ไตรมาส 2/56: ผลการดำเนินงานดี แต่ยอดขายต่ำ กำไรของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเราเติบโต 60% YoY และ 67% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่เพิ่มขึ้นและอัตรากำไรสุทธิที่ดีขึ้น ส่วนยอดขายขยับเพิ่มขึ้นเพียง 8% YoY แต่ลดลง 23% QoQ เนื่องจากการเปิดตัวโครงการลดลง 68% QoQ

ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 มีแนวโน้มดีขึ้น โครงการเปิดใหม่น่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 44% QoQ แต่ยอดขายจะทรงตัว QoQ จากการเปิดตัวโครงการแนวราบค่อนข้างมาก เนื่องจากโดยปกติแล้วโครงการแนวราบขายได้ช้ากว่าคอนโด ผลการดำเนินงานน่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ เนื่องจากจะมีการรับรู้รายได้จากยอดขายคอนโด

ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวส่งผลกระทบต่อแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัย รายงานตัวเลขเศรษฐกิจที่ปรับตัวแย่ลงของ ธปท. ส่งผลให้ตลาดเกิดความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยของประเทศไทย หนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากประกอบกับภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวส่งผลทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับความสามารถในการชำระคืนเงินกู้ของผู้ซื้อ นอกจากนี้ผู้บริโภคชะลอการใช้จ่ายสังเกตเห็นได้จากดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ปรับตัวลดลง ซึ่งอาจจะสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับความมั่นคงในหน้าที่การงาน การปรับตัวเพิ่มขึ้นของอัตราดอกเบี้ยในการชำระหนี้ต่อรายได้บ่งบอกว่าผู้ที่ต้องการซื้อบ้านจะกู้เงินได้ยากขึ้น เนื่องจากความกังวลว่า NPL จะเพิ่มขึ้นทำให้ธนาคารใช้นโยบายปล่อยกู้ที่เข้มงวดมากขึ้น ส่งผลทำให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อเพิ่มขึ้น

ยังไม่พบหลักฐานชัดเจนที่แสดงถึงผลกระทบด้านลบ การสำรวจบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยชั้นนำ 7 แห่ง พบว่า กระแสตอบรับโครงการเปิดใหม่ไม่มีความชัดเจน ในขณะที่ยอดขายเฉลี่ยต่อเดือนของโครงการแนวราบในเดือน ก.ค.-ส.ค. ลดลง 8% เมื่อเทียบกับยอดขายเฉลี่ยในงวดครึ่งแรกปี 56 แต่อัตราการขายโครงการคอนโดเปิดใหม่ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน PS ยังคงขายคอนโดได้หมดภายในวันแรกที่เปิดตัวโครงการ และ LH ยังคงทำอัตราการขายได้สูงถึง 70-90% แต่อัตราการขายคอนโดของ SIRI และ SPALI ต่ำกว่าค่าที่ 30-40% แม้ยังไม่เป็นห่วง นอกจากนี้ อัตราการปฏิเสธสินเชื่อก็ไม่เปลี่ยนแปลงทั้งนี้การมีภาระหนี้สินมากเกินไปเป็นเหตุผลสำคัญที่ทำให้ถูกปฏิเสธสินเชื่อ บริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยทุกแห่งเห็นตรงกันว่าลูกค้าหันมาใช้ความระมัดระวังมากขึ้นและใช้เวลาในการตัดสินใจมากขึ้น

ปรับคำแนะนำกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเป็น Neutral ราคาหุ้นบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 แห่งในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 34% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยไทยที่ปรับตัวแย่ลงไปแล้ว ทำให้มีความเสี่ยงจากด้านราคา ความกังวลของ ธปท. อาจส่งผล LTV หดไป หลังจากได้พูดคุยกับทาง ธปท. การคาดการณ์ถึงการปรับอัตราดอกเบี้ยลดลง 0.25% ภายในไตรมาส 4/56 จะทำให้ความสามารถในการซื้อบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้น และฟื้นฟูความเชื่อมั่นของนักลงทุน ปัจจัยเหล่านี้ทำให้ความกังวลของเราลดลง ดังนั้นเราจึงปรับคำแนะนำสำหรับกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเป็น **Neutral**

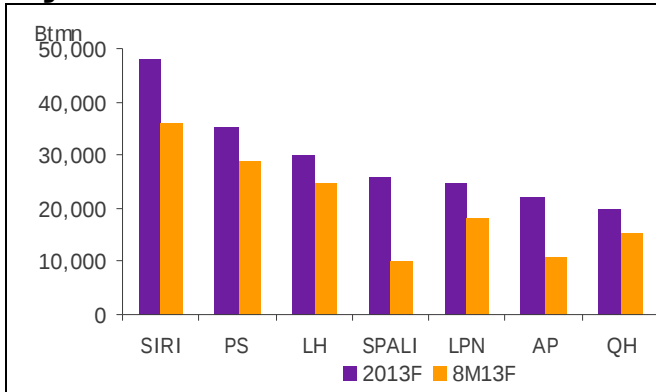
Top pick: SPALI และ QH: SPALI – มียอดขายคอนโดจำนวนมาก เราชอบ SPALI เพราะบริษัทมียอดขายคอนโดจำนวนมาก ~4 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไรเติบโตและอัตราเติบโตของรายได้ปีหน้าค่อนข้างแน่นอน **QH – Valuation** ถูก market cap ของ QH เท่ากับมูลค่าตลาดของเงินลงทุนและอาคารสำนักงานของบริษัท ซึ่งหมายความว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่ยังมีกำไรของบริษัท ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้น คือ ผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ที่แข็งแกร่ง และกำไรพิเศษจากการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของ HMPRO ในไตรมาส 4/56

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
AP	Buy	6.10	8.5	43.7	7.8	7.0	6.3	33.5	10.7	11.0	1.39	1.22	1.07	19.3	18.5	18.0	4.1	4.4	4.8	9.6	8.1	7.3
LH	Neutral	11.10	12.4	17.5	22.5	17.2	14.2	29.3	30.5	21.3	3.61	3.44	3.30	16.4	20.4	23.7	4.1	5.8	7.0	17.6	16.4	13.8
LPN	Neutral	21.70	26.0	24.3	14.8	11.2	10.3	13.4	31.7	9.2	3.78	3.14	2.69	27.6	30.5	28.2	3.5	4.5	4.9	11.6	8.4	7.6
PS	Buy	19.60	36.0	87.6	11.1	7.7	7.5	37.3	44.8	2.4	2.16	1.76	1.51	21.0	25.3	21.7	2.6	3.9	4.0	10.4	7.9	7.3
QH	Buy	3.18	5.0	62.1	17.3	9.9	9.4	103.2	74.0	5.6	1.85	1.64	1.50	11.6	17.5	16.7	3.8	4.9	4.9	16.0	12.7	11.9
SIRI	Buy	2.42	4.0	71.4	5.9	6.5	5.6	35.7	(9.0)	16.5	1.26	1.18	1.04	22.0	20.1	19.9	7.0	6.2	7.2	8.5	8.1	6.8
SPALI	Buy	17.10	25.0	50.2	10.7	10.2	6.0	6.8	5.0	68.6	2.35	2.07	1.72	23.6	21.6	31.1	3.8	4.0	6.7	8.4	8.6	5.4
Average					12.9	10.0	8.5	37.0	26.8	19.2	2.34	2.06	1.83	20.2	22.0	22.7	4.1	4.8	5.7	11.7	10.0	8.6

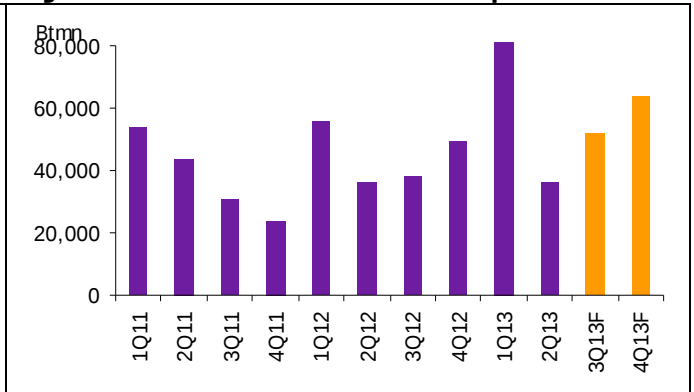
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Presales 8M13F versus 2013F



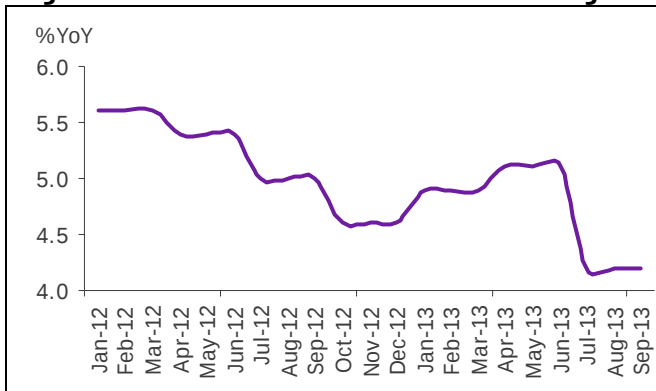
Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 2: Planned new launches for top seven



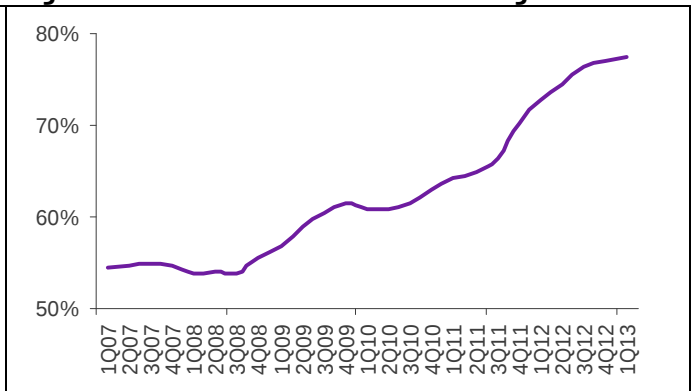
Source: AP, LH, LPN, PS, QH, SIRI, SPALI, SCBS Investment Research

Figure 3: Thailand's 2013 GDP forecast revising down



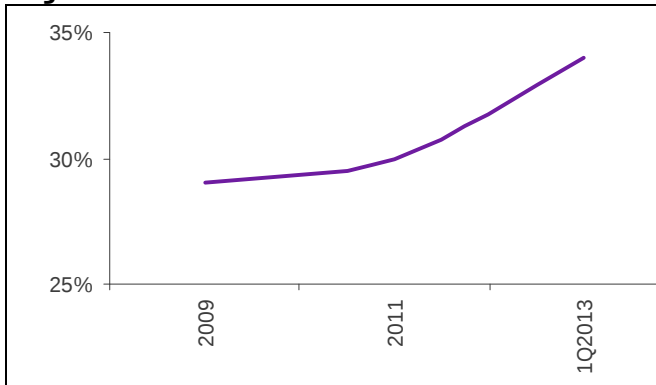
Source: BoT, CEIC

Figure 4: Household debt to GDP heading north



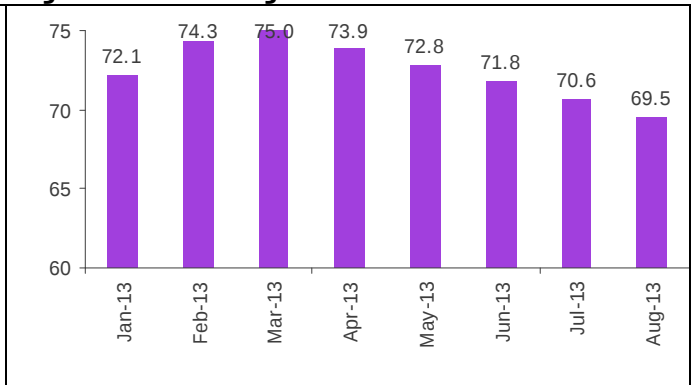
Source: BoT, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 5: Debt service ratio



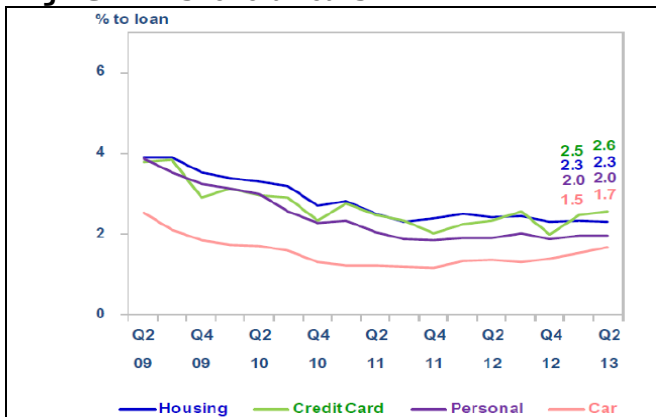
Source: BoT

Figure 6: CCI heading south



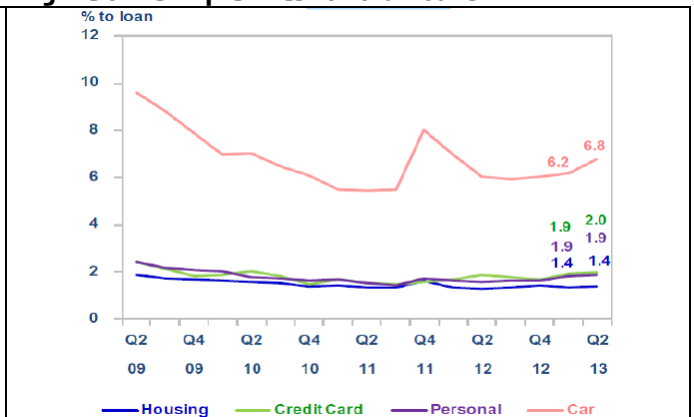
Source: UTCC

Figure 7: NPLs to total loans



Source: BoT

Figure 8: Delinquencies to total loans



Source: BoT

ปันผลนำดึงดูด

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

- ค่าธรรมเนียมธุรกิจ IB จำนวนมากจะหนุนให้ ASP มีกำไรไตรมาส 3/56 ดีกว่าหุ้นหลักทรัพย์อื่น ๆ
- MBKET น่าสนใจมากกว่า ASP เมื่อมองในแง่ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56
- เราชอบ MBKET มากกว่า ASP เพราะคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 ที่น่าดึงดูดมากกว่า

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันปรับตัวลดลง QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ปรับตัวลดลง ~29% QoQ สู่จำนวน 3.6 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/56 (ณ วันที่ 19 ก.ย.) จากจำนวน 5.05 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 2/56 มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.85 หมื่นล้านบาท เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2556 เพิ่มขึ้นจาก 4 หมื่นล้านบาท สู่ 4.5 หมื่นล้านบาท โดยคาดการณ์มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันในงวดครึ่งหลังปี 2556 ที่ 3.5 หมื่นล้านบาท

ค่าธรรมเนียมธุรกิจ IB จำนวนมากจะหนุนให้ ASP มีกำไรไตรมาส 3/56 ดีกว่าหุ้นหลักทรัพย์อื่น ๆ ASP มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรไตรมาส 3/56 เพิ่มขึ้น QoQ ตรงข้ามกับบริษัทหลักทรัพย์อื่น ๆ (รวมถึง MBKET) ที่คาดว่าจะกำไรไตรมาส 3/56 จะลดลง QoQ เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันลดลง QoQ ทั้งนี้เป็นเพราะ ASP มีรายได้จากธุรกิจงานเทคนิค (IB) จำนวนมาก โดยบริษัทมีดีล IPO 3 ดีลในไตรมาส 3/56 ได้แก่ ซีเค พาวเวอร์ (IPO 2.8 พันล้านบาท; ASP ได้รับแต่งตั้งเป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินร่วมกับบริษัทอื่นอีก 2 บริษัท) เพช ติเวลลอปเมนต์ คอร์ปอเรชั่น (IPO 2.1 พันล้านบาท) และ เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป (IPO 9 พันล้านบาท) ขณะที่ MBKET น่าจะรายงานกำไรไตรมาส 3/56 ลดลงอย่างมาก QoQ เพราะมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันลดลง

MBKET น่าสนใจมากกว่า ASP เมื่อมองในแง่ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 แม้กำไรงวดครึ่งแรกปี 56 ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 159% YoY แต่ MBKET ยังคงจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับงวดครึ่งแรกปี 56 ที่ 0.35 บาท/หุ้น เท่ากับงวดครึ่งแรกปี 55 และคิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลงวดครึ่งแรกปี 56 เพียง 22% ในขณะที่อัตราการจ่ายเงินปันผลงวดครึ่งแรกปี 56 ของ ASP อยู่ที่ 66% สอดคล้องกับกำไรที่เพิ่มขึ้นมากในงวดครึ่งแรกปี 56 ของบริษัทมากกว่า MBKET ในอดีตที่ผ่านมา MBKET มีอัตราการจ่ายเงินปันผลตลอดทั้งปีที่ 100% และเมื่ออิงกับสมมติฐานนี้ เราคาดว่าเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 ของ MBKET จะอยู่ที่ 2.04 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 8.5% ขณะที่เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 85% ในปี 2556 เราคาดการณ์เงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 ของ ASP ที่ 0.39 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.6%

เปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 เราเปลี่ยนมาใช้ราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ซึ่งส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายของ ASP ปรับลดลงจาก 5.2 บาท สู่ 4.9 บาท แต่ไม่ได้ทำให้ราคาเป้าหมายของ MBKET เปลี่ยนแปลง ทั้งนี้การคำนวณราคาเป้าหมายอิงกับเงินปันผลในระยะ 12 เดือนข้างหน้า (งวดครึ่งหลังปี 56 และงวดครึ่งแรกปี 57) โดยใช้สมมติฐานอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ 8%

ชอบ MBKET มากกว่า ASP เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี แต่ชอบ MBKET มากกว่า ASP เพราะคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 สูงกว่า ASP

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	3.72	4.90	44.1	13.0	6.9	9.7	19.4	88.7	(29.2)	1.87	1.63	1.68	14.8	25.3	17.0	6.5	12.4	8.7
MBKET	Buy	23.10	30.00	40.2	17.9	9.7	17.1	12.9	84.6	(43.5)	2.92	2.56	2.89	16.5	28.2	15.9	5.4	10.3	5.8
Average					15.4	8.3	13.4	16.1	86.7	(36.3)	2.40	2.09	2.29	15.7	26.8	16.5	5.9	11.3	7.3

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	19	3.8
Bt40bn	24	4.3
Bt45bn — base case	30	4.9
Bt50bn	35	5.4
Bt55bn	41	6.0
2013F EPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.52	0.44
Bt40bn	1.96	0.49
Bt45bn — base case	2.39	0.54
Bt50bn	2.82	0.59
Bt55bn	3.25	0.65
2013F DPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.52	0.37
Bt40bn	1.96	0.42
Bt45bn — base case	2.39	0.46
Bt50bn	2.82	0.50
Bt55bn	3.25	0.55
1H13A DPS (Bt)	0.35	0.20
2H13F DPS (Bt) at 2011F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.17	0.17
Bt40bn	1.61	0.22
Bt45bn — base case	2.04	0.26
Bt50bn	2.47	0.30
Bt55bn	2.90	0.35
1H14F DPS (Bt)	0.35	0.13
2H13F + 1H14F DPS (Bt)		
Bt35bn	1.52	0.30
Bt40bn	1.96	0.35
Bt45bn — base case	2.39	0.39
Bt50bn	2.82	0.43
Bt55bn	3.25	0.48
Dividend payout	100%	85%
Target PE (x)	12.5	10.6

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	2013F	2014F	Change	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
MBKET	1,363	771	-43%	12.00%	11.90%	0.13%	0.13%	3,838	3,056	80	80	30	20
ASP	1,138	806	-29%	4.25%	4.20%	0.19%	0.18%	1,813	1,383	600	600	350	300

Source: SCBS Investment Research

ขอบนอกกลุ่มมือถือ

ศุภณ น. สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55: หุ่นนอกกลุ่มมือถือเติบโตสูง หุ่นกลุ่มมือถือทรงตัว YoY
- คาดอัตราผู้ใช้บริการระบบ 3G อยู่ที่ 30% แต่ต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G สูงในงวดครึ่งหลังปี 56
- กสทช.ออกมาตรการชั่วคราวเพื่อคุ้มครองลูกค้า 2G ก่อนเปิดประมูลคลื่น 1800 MHz ปลายปี 2557
- Top picks: #1 SAMART, #2 INTUCH

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56: อัตราหมายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 130% ณ ไตรมาส 2/56 โดยยอดผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 1.8 ล้านเลขหมาย สู่จำนวน 87 ล้านเลขหมาย กำไรปกติทั้งหมดของบริษัทที่ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งสามรายปรับตัวลดลงเล็กน้อย (-1%) YoY สู่จำนวน 9.5 พันล้านบาทในไตรมาส 2/56 โดย ADVANC รายงานกำไรเติบโตมากที่สุดที่ 7% YoY ในขณะที่กำไรของ DTAC เติบโต 1% YoY แต่ TRUE มีขาดทุนเพิ่มขึ้นอีก 37% YoY เพราะมีค่าใช้จ่ายการตลาดสำหรับระบบ 3G จำนวนมาก ผลการดำเนินงานของบริษัทนอกกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ปรับตัวดีขึ้น YoY โดยเฉพาะ SAMART (+63%), JMART (+40%), และ THCOM (+22%) โดยสองบริษัทแรกได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการสมาร์ตโฟนจำนวนมาก ส่วนบริษัทหลังได้รับปัจจัยหนุนจากการเติบโตของบริการดาวเทียม iPSTAR ในประเทศไทย

คาดอัตราผู้ใช้บริการระบบ 3G อยู่ที่ 30% แต่ต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G สูงในงวดครึ่งหลังปี 56 ADVANC กับ TRUE เปิดให้บริการ 3G บนคลื่นความถี่ 2.1 GHz เซิงพาณิชย์ในไตรมาส 2/56 ส่วน DTAC เปิดให้บริการในเดือน ก.ค. ADVANC กับ TRUE มีผู้ใช้บริการระบบ 3G บริษัทละ ~3.9 ล้านเลขหมาย ณ สิ้นไตรมาส 2/56 ส่งผลให้มียอดผู้ใช้บริการระบบ 3G รวมทั้งสิ้น 7.8 ล้านเลขหมาย หรือ 9% ของยอดผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งหมด เราคาดว่าเปอร์เซ็นต์ยอดผู้ใช้บริการระบบ 3G จะเพิ่มขึ้นสู่ ~20% ในไตรมาส 3/56 และเกือบ 30% ภายในสิ้นปีนี้ แม้ผู้ใช้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ค่อยๆ ได้รับประโยชน์จากการปรับลดค่าธรรมเนียมการกำกับดูแลจากที่จ่ายส่วนแบ่งรายได้ค่าสัมปทาน 20-30% เป็นจ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 5.25% จากการโอนย้ายผู้ใช้บริการไปยังระบบ 3G แต่เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะถูกกดดันเป็นการชั่วคราวจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G และค่าใช้จ่ายการตลาดในงวดครึ่งหลังปี 56

กสทช.ออกมาตรการชั่วคราวเพื่อคุ้มครองลูกค้า 2G ก่อนเปิดประมูลคลื่น 1800 MHz ปลายปี 2557 สัมปทานคลื่นความถี่ 1800 MHz ของ True Move (TRUE) และ DPC (ภายใต้ ADVANC) หมดอายุแล้วเมื่อกลางเดือน ก.ย. 2556 กสทช.อนุญาตให้ True Move และ DPC ให้บริการต่อไปได้ แต่ไม่ได้กำไร โดยจะต้องนำรายได้ที่เหลือหลังจากหักค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานส่งคืนให้กับรัฐ ทั้งนี้เราไม่คิดว่าเรื่องนี้จะส่งผลกระทบต่อ TRUE และ ADVANC เนื่องจากสองธุรกิจนี้ไม่มีกำไรแต่อย่างใด ความตึงเครียดน่าจะเกิดขึ้นราวปลายปี 2557 ซึ่งเป็นช่วงที่ กสทช.กำหนดจัดประมูลคลื่นความถี่ 1800 MHz (ใช้โดย True Move และ DPC) TRUE จะเป็นผู้ประกอบการรายแรกที่หมดสัมปทานโทรศัพท์เคลื่อนที่

Top pick #1: SAMART นอกจากกำไรที่มีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 58% (ธุรกิจสมาร์ตโฟนเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโต) ในปี 2556 แล้ว SAMART ยังน่าจะมีกระแสข่าวบวกเข้ามาตั้งแต่เดือน ก.ย. 2556 เป็นต้นไปด้วย โดยที่เราคาดว่ากลุ่ม SAMART จะเซ็นสัญญาโครงการใหญ่อย่างน้อย 4 โครงการ (กับหน่วยงานภาครัฐและรัฐวิสาหกิจ มูลค่าโครงการเฉลี่ย 1 พันล้านบาทขึ้นไป) ในเดือน ก.ย.-ต.ค. 2556 นอกจากนี้บริษัทยังจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากการเปิดประมูลทีวีดิจิตอลภาคพื้นดิน (DDTV) ที่กำลังจะมีขึ้นในเดือน ธ.ค. 2556 จากการผลิตกล่องรับสัญญาณ (set-top box) ให้กับครัวเรือนประมาณ 20 ล้านครัวเรือน และการให้บริการออฟเกรดแก่ผู้ใช้บริการโครงข่าย 4 ราย

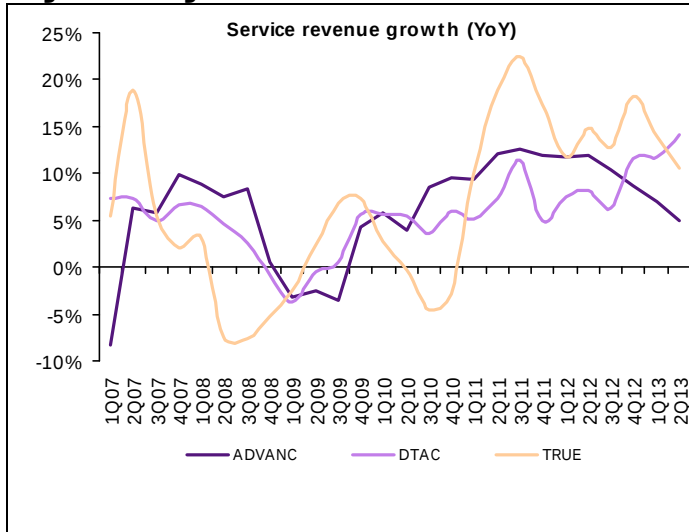
Top pick #2: INTUCH หุ่น INTUCH ถูก เพราะมี NAV discount มากถึง 20% แม้ธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ภายใต้ ADVANC จะได้รับแรงกดดันจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G ในงวดครึ่งหลังปี 56 แต่ธุรกิจดาวเทียมภายใต้ THCOM ยังคงเติบโตอย่างน่าประทับใจ (คาดกำไรโต +74% ในปี 2556) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการใช้งานดาวเทียม iPSTAR ที่จะเพิ่มขึ้นจาก 25% เมื่อต้นปี สู่ 59% ภายในสิ้นปีนี้ผ่านทางลูกค้าประเทศจีน (อัตราการใช้งาน +24%) ประเทศไทย (อัตราการใช้งาน +4%) และอินเดีย (อัตราการใช้งาน +1%) ประเด็นที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่ง คือ แผนการขยายธุรกิจสู่ทีวีดิจิตอล (DDTV)

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	261.00	280.00	12.0	22.3	21.2	17.9	31.0	5.1	18.8	17.82	16.32	15.08	83.8	80.3	87.8	4.2	4.7	5.6	12.7	12.1	10.5
CSL	Buy	10.80	15.00	45.4	16.1	13.7	12.5	0.6	17.8	9.6	5.64	5.26	4.94	35.0	39.8	40.8	5.6	6.5	7.0	9.0	8.6	7.6
DTAC	Neutral	114.50	125.00	13.5	24.3	23.1	18.6	(7.0)	5.0	24.3	7.78	7.79	7.59	32.0	33.7	41.4	4.4	4.3	5.4	10.9	10.4	8.9
INTUCH	Buy	84.25	100.00	23.8	22.5	19.7	18.0	19.6	14.0	9.4	18.97	18.97	18.97	84.0	96.1	105.1	4.5	5.1	5.5	22.3	19.6	17.9
SAMART	Buy	18.60	24.00	33.1	19.3	12.7	11.1	18.4	52.7	13.8	2.67	2.20	1.83	14.8	19.1	18.0	3.2	4.0	4.3	8.5	7.1	6.2
SAMTEL	Buy	17.00	21.00	27.6	13.0	11.4	8.2	5.3	14.3	38.4	3.82	3.24	2.57	32.2	30.9	34.9	4.1	4.1	4.4	8.7	7.6	6.6
THCOM	Buy	35.00	44.00	27.2	45.8	26.3	17.5	n.m.	74.1	50.6	2.69	2.54	2.31	5.9	9.9	13.9	1.1	1.5	2.3	11.1	10.0	7.7
TRUE	Neutral	7.80	6.50	(16.7)	n.m.	n.m.	n.m.	(22.9)	7.6	44.1	8.08	14.34	25.33	(37.4)	(56.0)	(55.5)	0.0	0.0	0.0	12.4	11.8	10.0
Average*					23.5	18.1	14.3	4.3	25.2	28.5	6.93	7.38	8.52	23.8	22.5	25.9	3.2	3.6	4.1	10.5	9.7	8.2

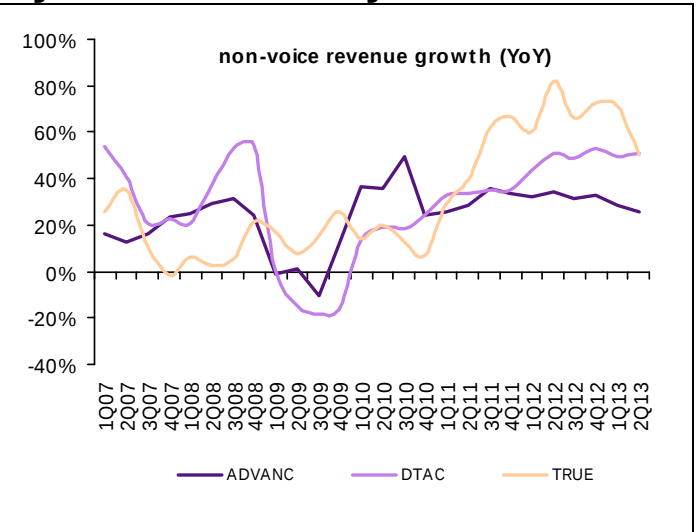
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements. Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



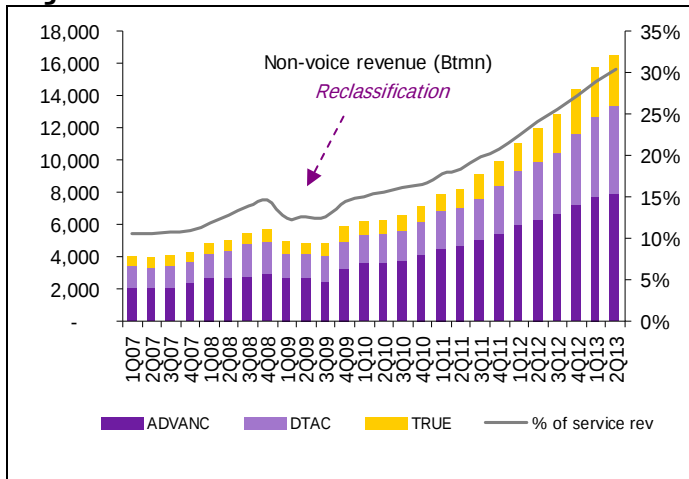
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



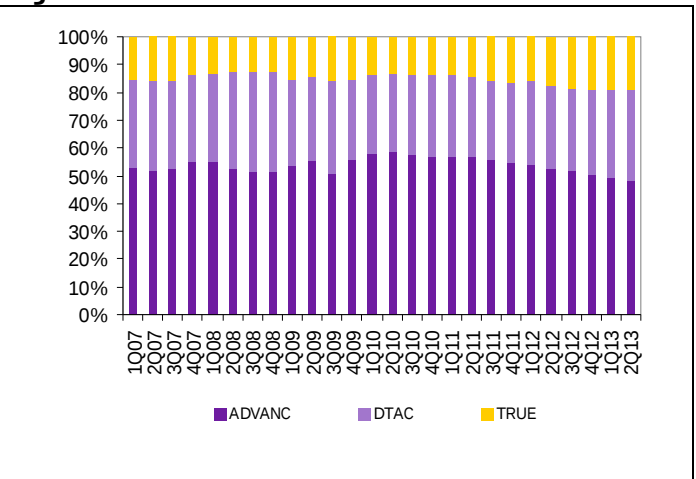
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



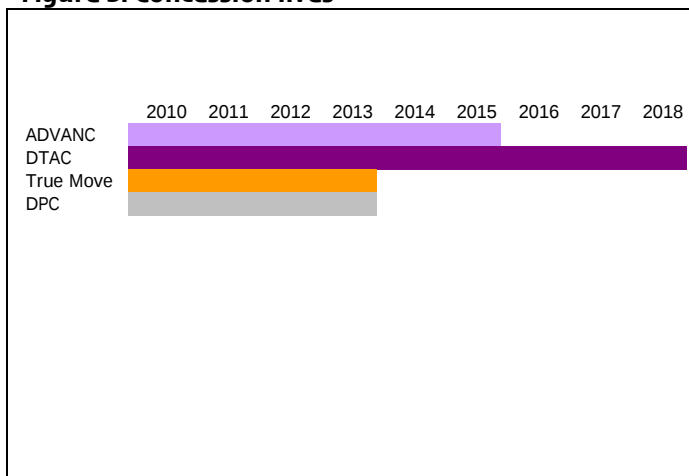
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



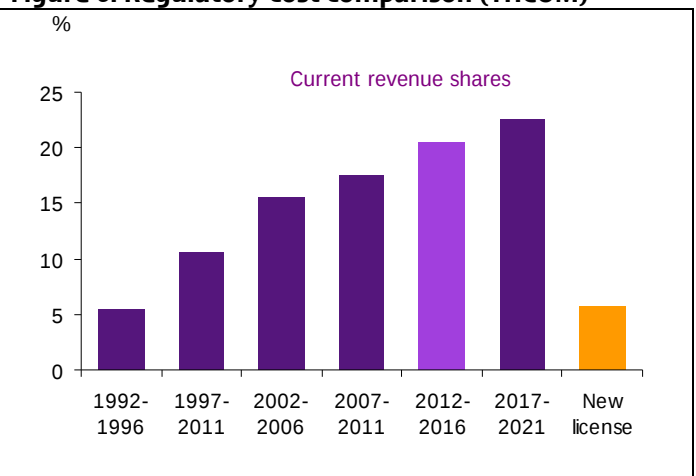
Source: GSMCOM, operators and SCBS Research Investment

Figure 5: Concession lives



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM

ร.วิบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ผลการดำเนินงานเริ่มเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้น

- เติบโตด้วยปัจจัยบวก: ข้อมูลเชิงสถิติที่ดี การสนับสนุนจากรัฐบาล และวัฏจักรขาขึ้นของผลการดำเนินงาน

- ERW กับ CENTEL เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มท่องเที่ยว

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 – ดำเนินการเป็นช่วง low season หุ่นโรงแรมทุกตัวในการวิเคราะห์ของเรา (CENTEL ERW และ MINT) รายงานกำไรปกติเพิ่มขึ้นมาก YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในไตรมาส 2/56 มากถึง 5.9 ล้านคนเพิ่มขึ้น 21% YoY แต่ลดลง 13% QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล สำหรับ CENTEL กับ MINT ธุรกิจโรงแรมที่แข็งแกร่งช่วยชดเชยธุรกิจอาหารที่อ่อนแอเพราะการอุปโภคบริโภคชะลอตัวได้

เติบโตด้วยปัจจัยบวก ในระยะ 3 เดือนข้างหน้า เราเชื่อว่าราคาหุ้นโรงแรมจะปรับตัว outperform ตลาด โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยบวกหลายอย่างดังนี้:

- ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ในเดือน ส.ค. จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือน ส.ค. ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.5 ล้านคน เพิ่มขึ้น 28% YoY และ 11% MoM โดยส่วนใหญ่เป็นนักท่องเที่ยวจากจีน (+79%) มาเลเซีย (+24%) และรัสเซีย (+4%) ข้อมูลเชิงสถิติที่ดีเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในเดือน ก.ค. และ ส.ค. ชี้ให้เห็นว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/56 (ปกติแล้วช่วง low season อยู่ในไตรมาส 2-3) จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 8 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้น 21% YoY สู่ 17.4 ล้านคน
- การสนับสนุนจากรัฐบาล นอกเหนือจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่กำลังจะเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 4/56 ถึงไตรมาส 1/57 แล้ว มาตรการหลายอย่างของรัฐบาลก็จะช่วยสนับสนุนอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยด้วย:
 - 1) มาตรการภาษีเพื่อสนับสนุนการจัดสมมนาในประเทศ โดยให้นิติบุคคลสามารถหักค่าใช้จ่ายได้ 2 เท่าในปีภาษี 2556 และ 2557 สำหรับการจัดสมมนาภายในประเทศให้แก่ลูกจ้าง (อนุมัติแล้ว)
 - 2) มาตรการสนับสนุนภาคการท่องเที่ยวจากต่างชาติ โดยสนับสนุนให้มีการทำวีซ่าเข้าออกประเทศเข้าออกได้หลายครั้ง (Multiple - Entry Visa) ที่มีระยะเวลาหลายปี (กำลังศึกษา)
 - 3) มาตรการปรับลดภาษีสินค้าฟุ่มเฟือย เพื่อสนับสนุนให้ไทยเป็น "ฮอปปิงพาราไดซ์" (กำลังศึกษาและคาดว่าจะได้ข้อสรุปในปีนี้)
- วัฏจักรขาขึ้นของผลการดำเนินงาน หลังจากทำจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/56 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มท่องเที่ยวจะเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นในไตรมาส 3/56 และทำจุดสูงสุดในไตรมาส 1/57

ผลกระทบจากนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลงอาจจะน้อยกว่าคาด มีความกังวลว่านักท่องเที่ยวจีนจะปรับตัวลดลง เนื่องจากรัฐบาลจีนวางแผนแก้ปัญหา "zero-dollar-tour" (ทัวร์ศูนย์เหรียญ) ด้วยการปรับราคาแพ็คเกจทัวร์ในหลาย ประเทศ รวมถึงประเทศไทยให้ขึ้นมายุกระดับที่สมเหตุสมผลมากขึ้น โดยจะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. อย่างไรก็ตาม เรามองเรื่องนี้ว่าจะมีผลกระทบแค่ช่วงสั้นๆ และข้อมูลหลายๆ อย่างก็ชี้ว่าระดับของผลกระทบอาจจะน้อยกว่าคาด ยกตัวอย่างเช่น ERW เปิดเผยว่า อัตราการเข้าพักในเดือน ก.ย. ของ ibis (โรงแรมระดับล่างสุดของบริษัท) สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน และนับถึงปัจจุบันก็ยังไม่มีพบว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจีนปรับตัวลดลง นอกจากนี้ Thai Smile ก็จะมีเส้นทางบินไปยังประเทศจีน (ฉงชิ่งและฉางชา) เพิ่มขึ้นในเดือน ต.ค. และ Thai Air Asia ก็จะมีเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินและวางแผนเปิดเส้นทางบินใหม่ไปยังจีนด้วย

ERW กับ CENTEL เป็นหุ้นเด่น เราชอบ ERW เพราะมีแนวโน้มได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มที่ดีของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย เนื่องจากประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียวและราคาหุ้นยังปรับตัวขึ้นมาน้อยกว่าตลาด เราชอบ CENTEL มากกว่า MINT เนื่องจาก CENTEL มีส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจโรงแรมสูงกว่า MINT (~60% สำหรับ CENTEL เทียบกับ ~35-40% สำหรับ MINT) ซึ่งหมายความว่า CENTEL จะได้รับประโยชน์จากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่แข็งแกร่งมากกว่า MINT และจะช่วยลดผลกระทบของธุรกิจอาหารที่อ่อนแอได้ ส่วน MINT แม้มี upside ที่น่าดึงดูดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายของเรา แต่ความกังวลเกี่ยวกับธุรกิจอาหารที่อ่อนแอจะสร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นในระยะสั้น

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	36.50	44.00	21.8	42.1	30.9	25.2	93.2	36.1	22.9	5.05	4.60	4.15	14.8	15.6	17.3	0.8	1.3	1.6	19.3	14.8	12.9
ERW	Buy	4.50	6.75	52.9	156.5	80.5	46.9	n.m.	94.5	71.5	3.06	2.63	2.53	1.9	3.5	5.5	0.4	2.9	0.7	15.2	14.0	12.2
MINT	Neutral	24.20	30.00	25.4	30.6	24.7	21.5	67.3	24.1	14.5	5.09	4.49	3.95	18.7	19.3	19.5	1.2	1.4	1.6	18.4	15.4	13.7
Average					76.4	45.4	31.2	80.2	51.6	36.3	4.40	3.90	3.54	11.8	12.8	14.1	0.8	1.9	1.3	17.6	14.8	12.9

Source: SCBS Investment Research

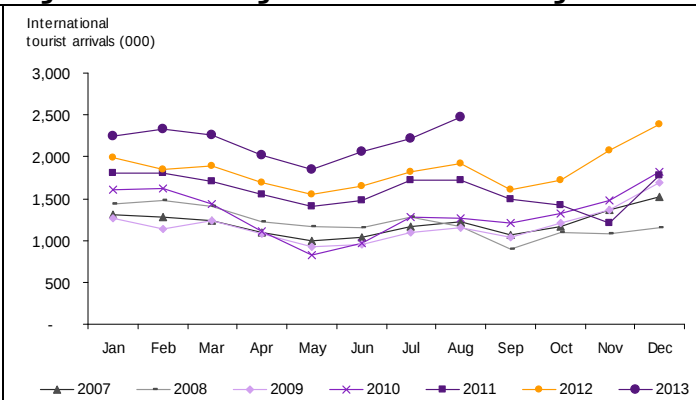
Figure 1 : Earnings of hoteliers

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
CENTEL	108	104	525	649	201	86.4	(69.1)	1,170	1,593	1,958	93.2	36.1	22.9
ERW	(25)	(54)	53	148	(74)	N.M.	(150.0)	72	140	240	N.M.	94.5	71.5
MINT	348	531	1,210	1,409	429	23.3	(69.5)	3,211	3,986	4,565	67.3	24.1	14.5
Sector	430	581	1,788	2,206	556	29.2	(74.8)	4,453	5,718	6,763	89.6	28.4	18.3

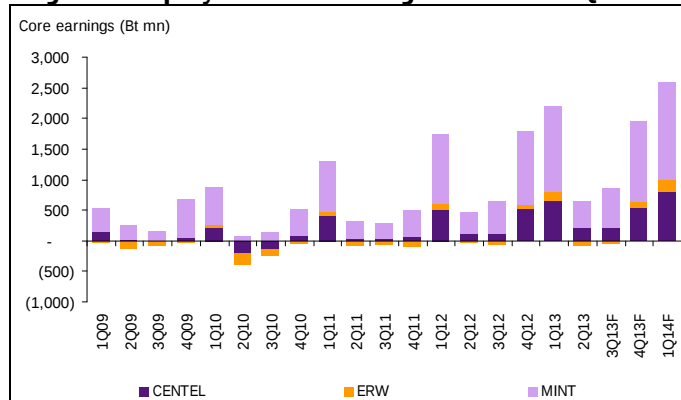
Source: SCBS Investment Research

Figure 2 : Strong Thai tourism industry

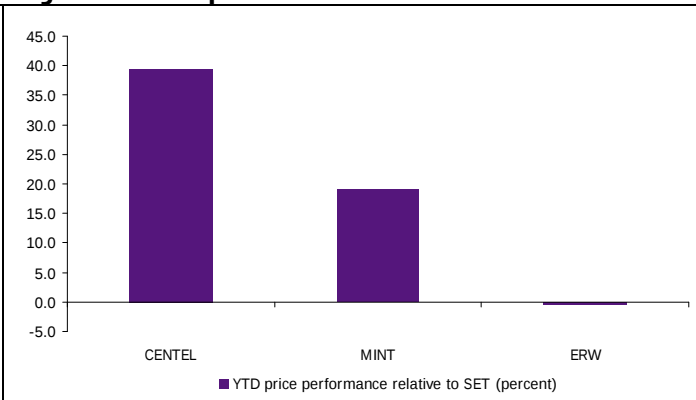
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3 : Record high tourist arrivals in August

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : Up-cycle core earnings to start in 3Q13F

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5 : Price performance

Source: SET and SCBS Investment Research

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

เตรียมพร้อมเดินทางสู่ high season

- ความต้องการเดินทางสูง, ขยายฝูงบิน/เส้นทางบิน (ท่าอากาศยาน/สายการบิน), เส้นทางส่วนต่อขยายใหม่ (ระบบขนส่งมวลชน), และขึ้นค่าผ่านทางตลอดทั้งไตรมาส (ทางด่วน)

- ช่วง high season กำลังจะมาถึง: Top picks คือ AOT และ BTS

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56 บริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มขนส่งรายงานกำไรปกติดีขึ้นในไตรมาส 2/56 โดยหลักๆ เกิดจากปริมาณการจราจรที่เพิ่มขึ้น NOK กับ AAV รายงานกำไรเติบโตสูงถึง +130% YoY ตามมาด้วย BTS (+125% YoY), AOT (+57% YoY), และ BECL (+43% YoY) ในขณะที่ THAI (passenger yield ต่ำ) และ BMCL (ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานระดับสูงไปหักล้างกับจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น) รายงานขาดทุนปกติ

ท่าอากาศยาน ปริมาณการจราจรมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season และ YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความต้องการเดินทางสูงในไตรมาสภูมิภาคและตลาดภายในประเทศ ประกอบกับการเร่งขยายฝูงบินและเส้นทางบินของสายการบินในประเทศไทย นอกจากนี้ AOT ยังจะได้ประโยชน์จากการปรับส่วนลดค่าธรรมเนียมขึ้นลง/จอดอากาศยานเพื่อจูงใจให้สายการบินต้นทุนต่ำย้ายมาใช้สนามบินดอนเมือง ลดลงจาก 30% เป็น 20% ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2556 ถึงวันที่ 31 ก.ย. 2557 ด้วย

สายการบิน ช่วง high season จะสนับสนุนให้ cabin factor และ passenger yield ปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จากในขณะที่ยกขยายฝูงบิน/เส้นทางบินจะช่วยสนับสนุนการปรับตัวดีขึ้น YoY โดย AAV จะมีเครื่องบินเพิ่มอีก 4 ลำ (+13% ของฝูงบิน) ในไตรมาส 4/56 ซึ่งจะทำให้บริษัทมีเครื่องบินรวมทั้งหมด 35 ลำ ณ สิ้นปี 2556 AAV จะเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินเส้นทางกรุงเทพฯ-สุโขทัยและกระบี่ในไตรมาส 4/56 และเปิดเส้นทางบินใหม่จากสุโขทัยและภูเก็ตในเดือน ต.ค. 2556 ส่วน NOK จะรับมอบเครื่องบิน Boeing ใหม่อีก 2 ลำในเดือน ต.ค. 2556 ซึ่งจะช่วยให้บริษัทมีเครื่องบิน Boeing รวม 14 ลำ ATR 2 ลำ และ SAAB 5 ลำ ณ สิ้นปี 2556 NOK จะเพิ่มความถี่ของเที่ยวบินจากดอนเมือง-สุโขทัยและหาดใหญ่ อุดรธานี และอุบลราชธานี นอกจากนี้บริษัทก็จะเปิดเส้นทางบินใหม่ๆ ได้แก่ แม่สอด-มะละแหม่ง (ก.ย. 2556) แม่สอด-ย่างกุ้ง (ต.ค. 2556) และดอนเมือง-ย่างกุ้ง (พ.ย. 2556) ด้วย ขณะที่แผนทยอยรับมอบเครื่องบินใหม่ (+6 ลำ) และปลดระวางเครื่องบินเก่า (-5 ลำ) จะทำให้ THAI มีเครื่องบินเพิ่มขึ้นสุทธิ 1 ลำในไตรมาส 4/56 รวมเป็น 98 ลำ ณ สิ้นปี 2556 THAI จะเปิดเส้นทางบินใหม่สู่เซินใต้ในเดือน ธ.ค. 2556 และ Thai Smile ที่เป็นบริษัทย่อยก็จะเปิดเส้นทางบินใหม่สู่ฉงชิ่งและฉางชาในเดือน ต.ค. 2556 ด้วย สายการบินต้นทุนต่ำอย่าง AAV และ NOK จะต้องจ่ายค่าธรรมเนียมขึ้นลงและจอดอากาศยานที่สนามบินดอนเมืองเพิ่มขึ้นอีกเล็กน้อยหลังจากส่วนลดที่ได้รับจาก AOT ปรับลดลงจาก 30% สู่ 20% ตั้งแต่วันที่ 1 ต.ค. 2556 ความผันผวนของเงินบาทเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศเป็นปัจจัยที่ท้าทายสำหรับสายการบิน เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่า เงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1% จะส่งผลกระทบต่อ THAI มากที่สุด (-10%) ตามด้วย NOK (-4%) และ AAV (-3%)

ระบบขนส่งมวลชน ในไตรมาส 4/56 จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY จากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียว (วงเวียนใหญ่-บางหว้า) เพิ่มอีก 2 สถานีในเดือน ธ.ค. 2556 หลังจากเปิดให้บริการ 2 สถานีในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 จำนวนผู้โดยสารจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล แนวโน้มที่จะมีการเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวเส้นใหม่ (บางรี-สมุทรปราการ) อย่างเร็วในเดือน ธ.ค. 2556 น่าจะช่วยสนับสนุนแนวโน้มระยะยาว โดยตรงจากการมอบสัมปทานใหม่ให้กับผู้ให้บริการรถไฟฟ้า และทางอ้อมจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

ทางด่วน ปริมาณการจราจรบนทางด่วนในไตรมาส 4/56 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง โดยหลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากการส่งมอบรถยนต์ที่จองไว้ภายใต้มาตรการรถยนต์คันแรกในปีก่อน และจะเพิ่มขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล นอกจากนี้แล้ว การขึ้นค่าผ่านทางอีก 5 บาท/คัน ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2556 ก็จะมีผลตลอดทั้งไตรมาสในไตรมาส 4/56 ด้วย

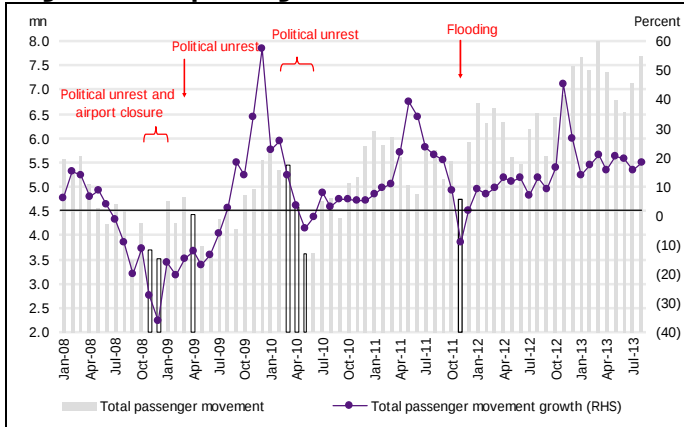
Top picks: AOT และ BTS เรามองบวกต่อกลุ่มขนส่งเพราะกำลังจะเข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 4/56 โดยชอบ AOT มากที่สุด เนื่องจากบริษัทจะได้ประโยชน์จากปริมาณการจราจรจำนวนมากของสายการบิน รายได้ค่าสัมปทานที่เพิ่มขึ้นจากการมีอาคารผู้โดยสารเพิ่ม และยังมี Upside จากการขึ้นค่าธรรมเนียมการใช้สนามบิน (PSC) (รายงานข่าวเมื่อไม่นานนี้ระบุว่าน่าจะได้รับอนุมัติวันที่ 1 ม.ค. 2557 เป็นอย่างเร็ว) นอกจากนี้เราก็มอง BTS เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทตกลงจะจ่ายอยู่ระดับสูงที่ระดับ 6-8% ต่อปีในปีบัญชี 2557-59 และมีแนวโน้ม Upside จากโครงการใหม่ๆ (จะเปิดประมูลในเดือน ธ.ค. 2556 เป็นอย่างเร็ว)

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	5.25	6.50	23.8	25.9	19.2	15.8	(11.1)	34.4	22.1	1.30	1.29	1.19	10.1	7.0	7.9	0.0	0.0	0.0	11.3	6.8	5.5
AOT	Buy	181.00	235.00	31.3	37.3	25.7	20.5	69.2	44.9	25.2	3.32	2.94	2.68	9.2	12.1	13.6	1.0	1.5	1.5	16.5	14.4	12.9
BECL	Buy	35.25	50.00	46.4	19.0	13.1	10.1	11.8	44.8	30.3	1.26	1.07	1.01	7.1	8.8	10.4	4.3	4.6	5.0	8.0	6.8	5.4
BMCL	Neutral	1.07	0.80	(25.2)	n.m.	n.m.	n.m.	15.0	6.9	(24.9)	13.37	n.m.	n.m.	(67.8)	(182.7)	216.4	0.0	0.0	0.0	52.5	45.5	81.3
BTS	Buy	8.70	10.30	22.9	79.6	57.2	44.1	n.m.	39.1	29.7	2.15	1.71	1.69	3.5	4.1	4.9	3.5	4.5	6.0	36.8	24.1	20.7
NOK	Buy	24.60	35.00	46.8	16.4	11.0	9.3	276.4	49.0	17.8	13.85	3.54	2.90	89.2	53.5	34.2	4.5	4.6	5.4	13.0	6.6	5.6
THAI	Neutral	18.90	25.00	33.2	25.0	18.1	14.5	n.m.	38.0	25.3	0.59	0.59	0.57	2.5	3.3	4.0	2.6	0.9	1.7	6.2	6.9	6.5
Average					33.8	24.1	19.0	72.3	36.7	17.9	5.12	1.86	1.67	7.7	(13.4)	41.6	2.3	2.3	2.8	20.6	15.9	19.7

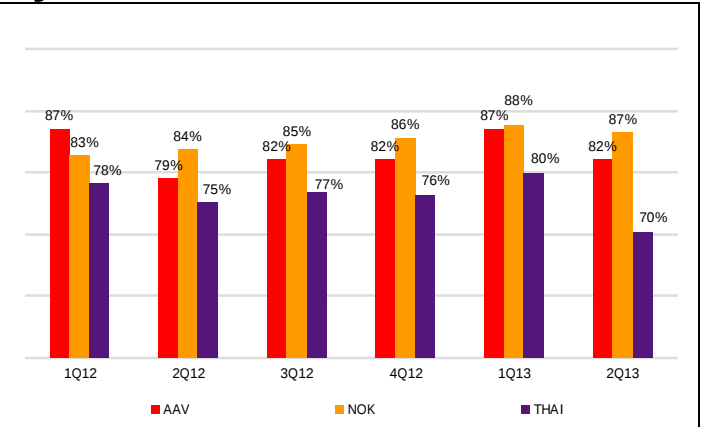
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



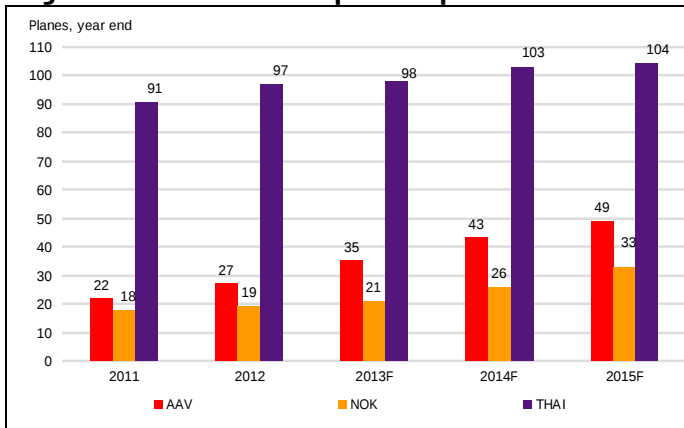
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Airlines' cabin factor



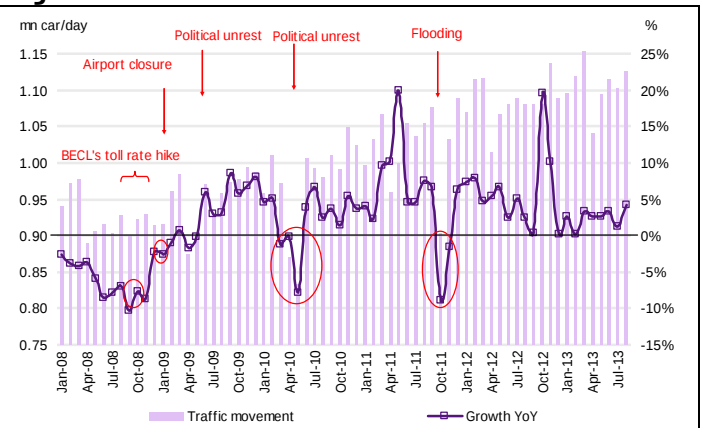
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Airlines' fleet expansion plan



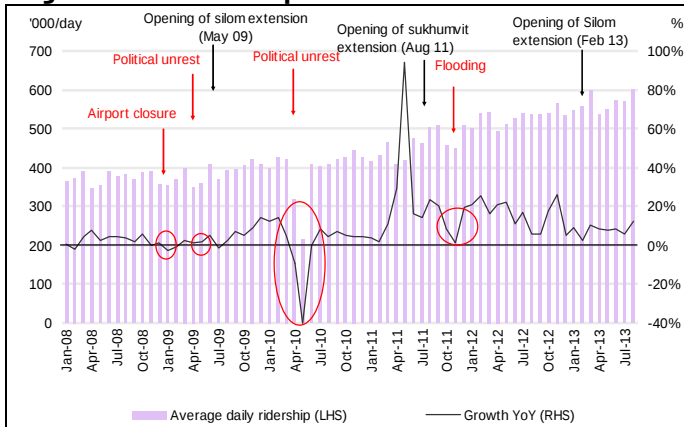
Source: Company data and SCBS Investment Research (Including Boeing, turbo propeller, and SAAB for NOK's fleet, and freighters for THAI's fleet)

Figure 4: BECL traffic movement



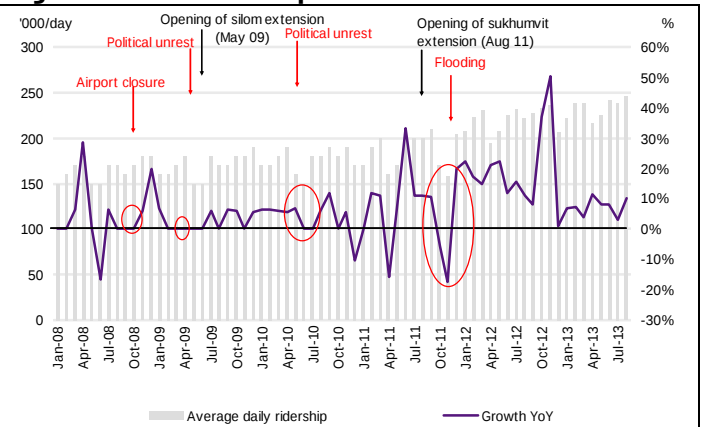
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BTS ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BMCL ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริภรณ์ ฤกษ์วิวัฒน์

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

ยังชอบ TTW เพราะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่สุด

■ คำแนะนำ **Neutral** กลุ่มสาธารณูปโภค เพราะขาดปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น

■ คาดผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 อ่อนตัวลง เพราะขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/56: ลดลงมากเพราะรายการพิเศษ กำไรของบริษัทในกลุ่มสาธารณูปโภคลดลง 33% QoQ (เพราะมีกำไรอัตราแลกเปลี่ยนในไตรมาส 1/56 แต่ขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนในไตรมาส 2/56) และลดลง 56% YoY (เพราะ EGCO กับ RATCH บันทึกกำไรพิเศษในไตรมาส 2/55) ในขณะที่กำไรปกติมีเสถียรภาพมากกว่า โดยเพิ่มขึ้น 1.5% QoQ และ 7.3% YoY สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า IPP 3 ราย พบว่า GLOW มีกำไรดีที่สุดในช่วงไตรมาส 2/56 เพื่อตรวจสอบตามระยะประกัน

กำไรไตรมาส 3/56 จะลดลง QoQ เพราะขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน กำไรไตรมาส 3/56 น่าจะลดลงทั้ง QoQ และ YoY เพราะการอ่อนค่าของเงินบาทอาจจะทำให้เกิดขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยน แต่อาจจะน้อยกว่าในไตรมาส 2/56 เราคาดว่า GLOW จะมีกำไรดีขึ้นหลังจาก GHECO-One กลับมาเดินเครื่องผลิต แม้ใช้อัตราการผลิตแค่ 75% เพราะเกิดปัญหาทางเทคนิคที่เครื่อง pre-heater ที่ใช้น้ำสำหรับส่งเข้าหม้อต้ม ซึ่งได้รับการชดเชยบางส่วนจากการขึ้นค่า Ft อีก 0.0708 บาท/KWh เป็น 0.54 บาท/KWh

การประมูล IPP รอบใหม่สำหรับโรงไฟฟ้าถ่านหินน่าจะเป็ปัจจัยกระตุ้นถัดไป บริษัทผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ๆ กำลังมองหาโอกาสสร้างโรงไฟฟ้าถ่านหินในประเทศไทย หลังจากแพ้การประมูลโรงไฟฟ้า IPP ในครึ่งปีแรก แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่อาจจะจัดทำเสร็จภายในสิ้นปี 2556 หรือต้นปี 2557 และมีแนวโน้มที่จะรวมโรงไฟฟ้าถ่านหินใหม่เข้ามาไว้ในแผนด้วย อย่างไรก็ตาม ความท้าทายที่สำคัญ คือ การลดความกังวลทางสิ่งแวดล้อมเพื่อให้ประชาชนยอมรับโรงไฟฟ้าถ่านหิน

ลงทุนในต่างประเทศมากขึ้น โอกาสลงทุนใหม่ที่มีจำกัดทำให้บริษัทผลิตไฟฟ้าหันมาลงทุนในธุรกิจพลังงานทดแทนในต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง EGCO ประกาศลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังลม Boco Rock Wind Farm ในออสเตรเลีย กำลังการผลิต 113 เมกะวัตต์ ขณะที่ RATCH คาดว่าจะตัดสินใจลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในญี่ปุ่นซึ่งได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลญี่ปุ่น โดยมีอัตราการรับซื้อไฟฟ้า feed-in-tariff อยู่ที่ 42 เยน/KWh (~13.4 บาท/KWh) เทียบกับค่า adder ที่ 8 บาท/KWh ในประเทศไทย นอกจากนี้ RATCH ก็วางแผนลงทุนเพิ่มในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในออสเตรเลียซึ่งมีโรงไฟฟ้าพลังลม 2 แห่งรวมอยู่ด้วย มีเพียง GLOW ที่ยังไม่มีแผนลงทุนในอนาคตที่ชัดเจน

โครงการ solar rooftop น่าสนใจ หลังจากกระبحการเซ็นสัญญาซื้อขายไฟฟ้าจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์มาเป็นเวลา 2 ปี รัฐบาลก็เปิดตัวโครงการติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าด้วยเซลล์แสงอาทิตย์บนหลังคา (solar rooftop) กำลังการผลิตรวม 200 เมกะวัตต์ ซึ่งแบ่งระหว่างภาครัฐเรือนและภาคอุตสาหกรรมเท่าๆ กัน เราคาดว่าจะเห็นการร่วมทุนกันมากขึ้นระหว่างผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์กับเจ้าของคลังสินค้า/โรงงานเพื่อเข้าร่วมโครงการนี้ โดยในจำนวนหุ้นที่อยู่ในการวิเคราะห์ของ SCBS เราเชื่อว่า GUNKUL อยู่ในตำแหน่งดีที่สุดในแง่ของบริษัทมีความเชี่ยวชาญในการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และมีธุรกิจอุปกรณ์ระบบไฟฟ้าด้วย รายได้จากงาน EPC ของโครงการ solar rooftop จะมีจำนวนสูงถึง 60 ล้านบาท/เมกะวัตต์ และมีอัตรากำไรสุทธิ 10%

TTW: กำไรปกติไตรมาส 2/56 เพิ่มขึ้น TTW รายงานกำไรสุทธิ 522 ล้านบาทในไตรมาส 2/56 -7.4% YoY และ -40.2% QoQ เพราะไม่มีรายการคืนภาษี (325 ล้านบาทในไตรมาส 1/56) และมีส่วนแบ่งขาดทุนจำนวน 22 ล้านบาทซึ่งเกิดจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน เทียบกับกำไร 27 ล้านบาทในไตรมาส 1/56 หากหักรายการพิเศษและส่วนแบ่งกำไร/ขาดทุนจากออกไป พบว่า TTW มีกำไรปกติ 549 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3% QoQ สอดคล้องกับความต้องการนำประปาที่เพิ่มขึ้น

TTW: ยอดขายน้ำประปาไตรมาส 3/56 ลดลงเล็กน้อย QoQ ยอดขายน้ำประปาดังแต่ต้นไตรมาส 3/56 ถึงปัจจุบันปรับตัวลดลง 2% QoQ ส่งสัญญาณว่ากำไรไตรมาส 3/56 จะลดลง QoQ อัตราค่าน้ำประปาในปี 2557 ของ PTW จะปรับขึ้น 2% สู่ 12.4 บาท/ลบ.ม. ตามอัตราเงินเฟ้อเดือน ก.ค. ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 3% เล็กน้อย แต่ส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

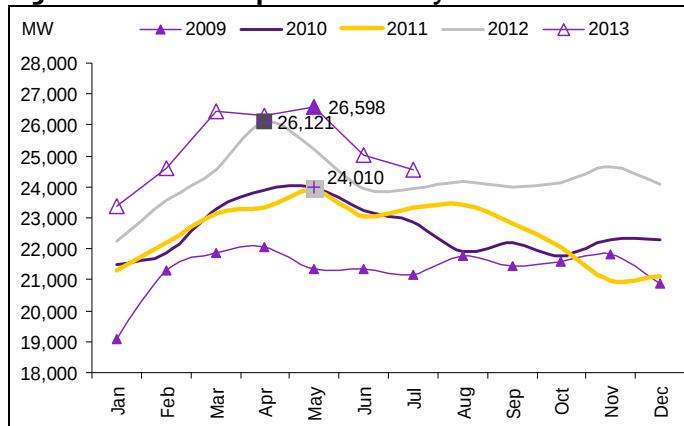
คำแนะนำ Neutral เลือก TTW เป็น top pick เราไม่พบปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นกลุ่มสาธารณูปโภคในระยะสั้น และคาดว่าตลาดจะกลับมาให้ความสนใจที่ผลตอบแทนจากเงินปันผล เราชอบ TTW เพราะคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5-6% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เทียบกับ 3-4% ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า แนวโน้มกำไรของ GLOW ดูน่าตื่นเต้นมากกว่าบริษัทอื่นๆ แต่ความไม่แน่นอนในการดำเนินงานของ GHECO-One จะเป็นปัจจัยสำคัญที่สร้างแรงกดดันต่อราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง

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	123.5	145.0	22.3	10.7	8.9	8.3	18.1	20.5	7.2	1.01	0.95	0.89	9.9	11.0	11.1	4.9	4.9	4.9	18.3	13.8	13.0
GLOW	Buy	67.5	87.0	32.9	17.9	12.3	11.7	27.2	44.7	5.3	2.71	2.42	2.19	15.7	20.7	19.6	3.1	4.0	4.3	11.3	9.1	8.7
GUNKUL	Buy	15.1	24.0	60.4	28.5	28.2	12.5	127.8	0.9	126.5	5.00	3.22	2.66	21.6	13.9	23.4	0.4	1.5	3.2	16.3	21.9	20.6
RATCH	Neutral	50.5	56.0	15.4	14.4	12.5	12.4	3.9	15.7	0.9	1.38	1.32	1.26	10.1	10.8	10.4	4.5	4.6	4.6	7.5	7.2	7.3
TTW	Buy	10.0	12.0	26.1	17.6	18.2	16.1	7.4	(3.4)	13.2	3.74	3.70	3.70	21.8	20.4	23.0	5.2	6.1	6.2	10.1	9.8	9.0
Average					17.8	16.0	12.2	36.9	15.6	30.6	2.77	2.32	2.14	15.8	15.4	17.5	3.6	4.2	4.6	12.7	12.4	11.7

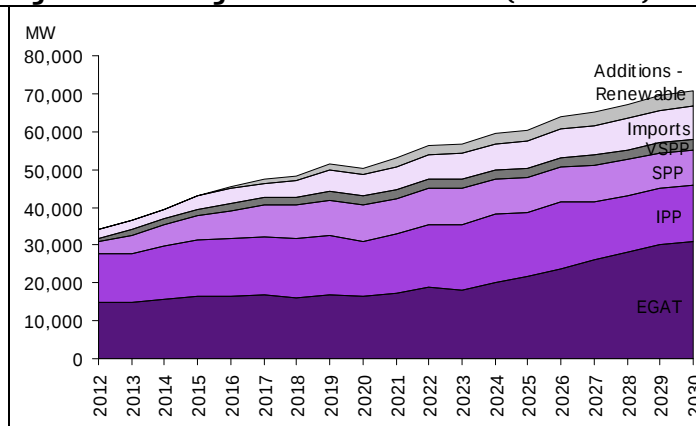
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



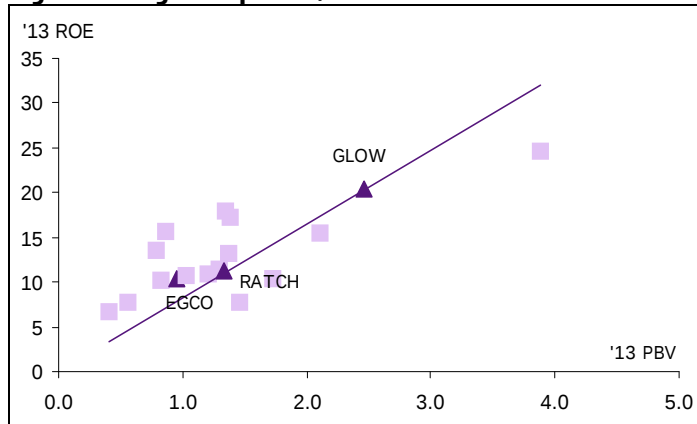
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



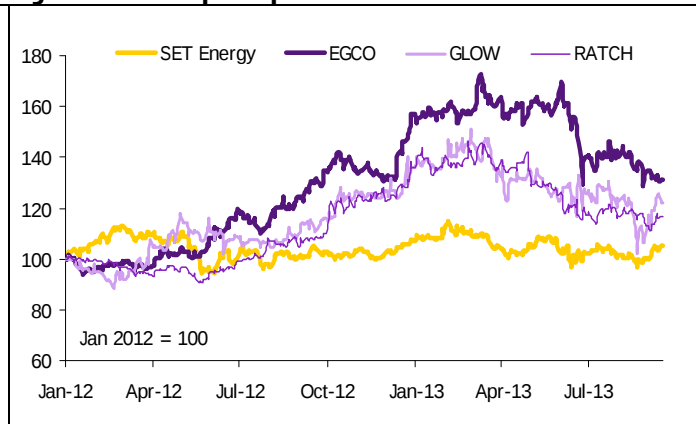
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



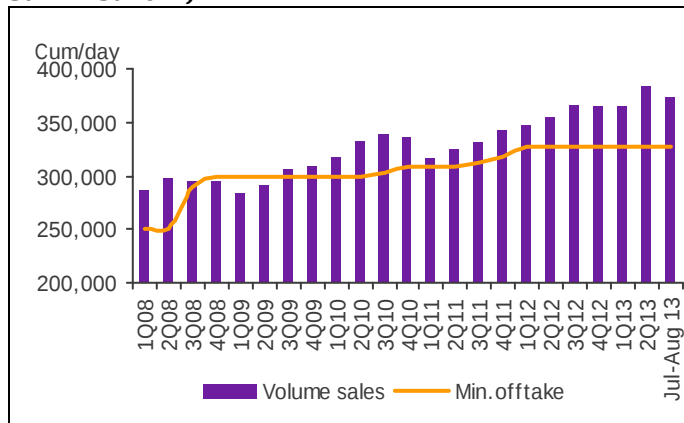
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



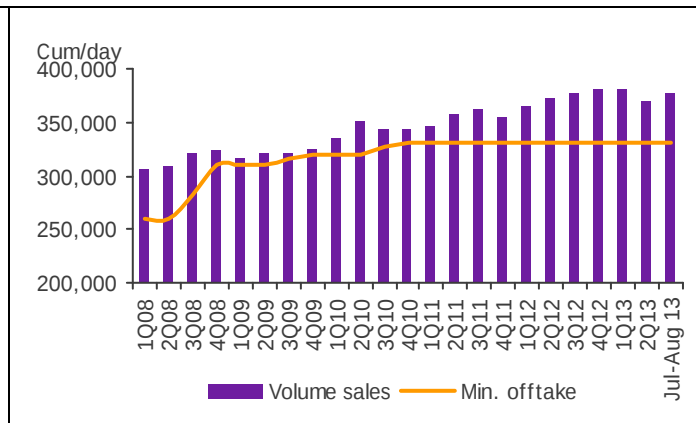
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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
Agribusiness						41 980 1,226			265.6 11.1 8.8		1.93 1.72 1.51	1% 16% 39%
GFPT	Buy	8.65	12.00	38.7	11.9	41 980 1,226	0.03 0.78 0.98	-97% 2299% 25%	265.6 11.1 8.8	4.5 5.0 5.7	1.93 1.72 1.51	1% 16% 39%
Automotive						3,138 3,136 3,746			9.1 9.1 7.6		1.36 1.32 1.19	17% 15% 17%
AH	Sell	16.90	20.00	18.3	29.0	742 834 945	2.30 2.58 2.93	n.m. 12% 13%	7.3 6.5 5.8	15.3 16.9 18.8	1.11 1.00 0.90	16% 16% 16%
SAT	Buy	17.60	22.00	25.0	23.4	794 803 1,000	1.86 1.88 2.34	83% 1% 25%	9.5 9.4 7.5	14.2 12.5 14.1	1.24 1.40 1.25	18% 16% 18%
STANLY	Neutral	222.00	250.00	12.6	275.3	1,602 1,500 1,802	20.91 19.57 23.51	67% -6% 20%	10.6 11.3 9.4	128.7 141.9 157.2	1.72 1.56 1.41	17% 14% 16%
Banking						161,521 195,674 228,499			18.7 11.7 9.7		1.68 1.51 1.35	14% 15% 15%
Large Banks												
BBL	Buy	203.00	250.00	23.2	239.4	33,021 36,121 40,992	17.30 18.92 21.47	21% 9% 13%	11.7 10.7 9.5	143.3 151.0 167.9	1.42 1.34 1.21	13% 13% 13%
KBANK	Buy	184.50	225.00	22.0	227.9	35,260 41,726 49,478	14.73 17.43 20.67	46% 18% 19%	12.5 10.6 8.9	77.3 91.6 108.7	2.39 2.02 1.70	21% 21% 21%
KTB	Buy	20.40	26.00	27.5	25.1	23,527 29,814 34,311	1.68 2.13 2.45	11% 27% 15%	12.1 9.6 8.3	12.9 14.4 16.0	1.58 1.42 1.28	15% 16% 16%
SCB	No rec	158.50			197.6	40,220 48,695 57,708	11.83 14.33 16.98	11% 21% 19%	13.4 11.1 9.3	64.0 73.8 85.1	2.48 2.15 1.86	20% 21% 21%
Mid/small banks												
BAY	Neutral	37.75	39.00	3.3	38.2	14,626 15,973 21,513	2.41 2.63 3.54	58% 9% 35%	15.7 14.4 10.7	18.7 20.6 23.3	2.02 1.83 1.62	14% 13% 16%
KKP	Neutral	43.00	48.00	11.6	61.8	3,391 4,578 4,656	4.07 5.48 5.58	-10% 35% 2%	10.6 7.8 7.7	39.5 42.2 44.6	1.09 1.02 0.96	12% 13% 13%
LHBANK	Sell	1.33	1.20	(9.8)	1.4	683 984 1,124	0.06 0.08 0.09	32% 41% 14%	23.3 16.5 14.5	1.2 1.2 1.3	1.12 1.08 1.03	5% 7% 7%
TCAP	Neutral	33.75	36.00	6.7	42.5	5,482 8,963 5,777	4.29 7.01 4.52	14% 63% -36%	7.9 4.8 7.5	33.5 38.6 41.6	1.01 0.87 0.81	14% 19% 11%
TISCO	Buy	38.00	46.00	21.1	47.6	3,705 4,070 4,401	5.09 5.08 5.50	13% 0% 8%	7.5 7.5 6.9	25.0 27.6 30.7	1.52 1.38 1.24	22% 20% 19%
TMB	Sell	2.66	2.20	(17.3)	2.4	1,605 4,751 8,540	0.04 0.11 0.20	-60% 196% 80%	72.2 24.4 13.6	1.2 1.3 1.5	2.16 2.04 1.81	3% 9% 14%
Commerce						25,357 28,800 39,327			32.4 27.0 19.9		9.34 8.25 6.91	31% 31% 36%
BIGC	Neutral	204.00	205.00	0.5	209.6	6,074 7,448 9,819	7.44 9.03 11.90	13% 21% 32%	27.4 22.6 17.1	38.7 40.2 47.5	5.28 5.08 4.29	22% 23% 27%
CPALL	Buy	37.75	52.00	37.7	46.9	10,985 10,739 15,085	1.22 1.20 1.68	41% -2% 40%	30.9 31.6 22.5	3.0 3.1 3.9	12.57 12.10 9.68	45% 39% 48%
HMPRO	Neutral	12.70	10.00	(21.3)	15.0	2,679 3,430 4,777	0.38 0.49 0.68	33% 28% 39%	33.4 26.1 18.8	1.4 1.9 2.2	9.07 6.77 5.74	30% 30% 33%
MAKRO	Buy	624.00	700.00	12.2	593.5	3,556 4,386 5,641	14.82 18.28 23.51	25% 23% 29%	42.1 34.1 26.5	44.4 50.2 57.3	14.05 12.43 10.90	35% 39% 44%
ROBINS	Buy	52.00	75.00	44.2	64.1	2,063 2,797 4,006	1.86 2.53 3.63	41% 36% 43%	28.0 20.5 14.3	9.1 10.7 13.2	5.74 4.84 3.95	22% 26% 30%
Construction Materials						29,353 41,232 48,798			45.4 18.3 15.5		4.28 4.14 3.88	21% 24% 27%
Cement												
SCC	Buy	438.00	575.00	31.3	525.0	23,580 33,636 39,718	19.65 28.03 33.10	-12% 43% 18%	22.3 15.6 13.2	134.3 150.7 168.2	3.26 2.91 2.60	15% 20% 21%
SCCC	Buy	430.00	500.00	16.3	453.4	3,863 4,704 5,695	16.80 20.45 24.76	9% 22% 21%	25.6 21.0 17.4	76.7 83.2 91.6	5.60 5.17 4.69	22% 26% 28%
TPICPL	Buy	11.40	15.50	36.0	16.0	159 1,016 1,239	0.08 0.50 0.61	-94% 538% 22%	144.6 22.6 18.6	32.3 31.1 31.6	0.35 0.37 0.36	0% 2% 2%
Ceramics												
DCC	Neutral	56.75	62.00	9.3	65.7	1,255 1,345 1,534	3.07 3.30 3.76	1% 7% 14%	18.5 17.2 15.1	6.6 6.5 6.7	8.59 8.75 8.50	47% 50% 57%
DRT	Sell	7.75	8.50	9.7	9.8	496 531 612	0.48 0.51 0.59	6% 6% 15%	16.1 15.2 13.1	2.1 2.2 2.4	3.61 3.53 3.25	23% 24% 26%
Electronic Components						5,715 9,231 11,148			41.0 10.8 9.4		1.90 1.53 1.41	2% 12% 16%
CCET	Neutral	3.08	3.90	26.6	4.6	572 1,451 1,573	0.14 0.36 0.39	65% 154% 8%	22.0 8.7 8.0	3.7 3.9 4.2	0.82 0.78 0.74	4% 9% 10%
DELTA	Buy	45.50	56.00	23.1	48.6	4,195 5,106 5,680	3.36 4.09 4.55	59% 22% 11%	13.5 11.1 10.0	18.0 19.7 21.7	2.52 2.31 2.10	20% 22% 22%
HANA	Buy	22.90	24.00	4.8	23.3	1,092 1,360 1,862	1.34 1.69 2.31	-31% 27% 37%	17.1 13.5 9.9	18.3 21.6 22.5	1.25 1.06 1.02	7% 8% 10%
KCE	Buy	15.80	22.00	39.2	20.2	56 841 924	0.12 1.78 1.74	-54% 1389% -2%	132.2 8.9 9.1	6.5 8.8 10.0	2.43 1.80 1.58	2% 23% 20%
SMT	Sell	7.10	7.00	(1.4)	8.9	-583 -200 301	-1.40 -0.48 0.72	n.m. 66% n.m.	n.m. n.m. 9.9	4.2 4.7 4.9	1.68 1.51 1.44	-42% -11% 15%
SVI	Buy	3.48	4.40	26.4	3.9	382 673 808	0.17 0.30 0.36	-45% 75% 19%	20.4 11.7 9.8	1.3 2.0 2.2	2.71 1.73 1.57	20% 19% 17%
Energy & Utilities						203,973 226,325 256,159			15.5 13.7 10.5		1.90 1.65 1.51	11% 14% 15%
Oil & Gas and Coal												
BANPU	Buy	293.00	400.00	36.5	304.5	5,755 7,078 9,214	21.18 26.71 35.69	-33% 26% 34%	13.8 11.0 8.2	301.4 310.4 333.6	0.97 0.94 0.88	7% 9% 11%
PTT	Buy	327.00	400.00	22.3	383.1	107,485 104,818 121,055	37.63 36.70 42.38	-3% -2% 15%	8.7 8.9 7.7	255.5 284.4 317.6	1.28 1.15 1.03	16% 14% 14%
PTTEP	Buy	169.50	210.00	23.9	181.2	64,811 67,183 72,529	19.32 16.92 18.27	36% -12% 8%	8.8 10.0 9.3	82.6 93.4 104.7	2.05 1.81 1.62	25% 19% 18%
Refineries												
BCP	Buy	33.25	44.00	32.3	41.0	2,017 5,596 4,801	1.52 4.06 3.49	-74% 167% -14%	21.8 8.2 9.5	23.3 26.0 28.1	1.42 1.28 1.18	7% 16% 13%
ESSO	Sell	6.55	8.50	29.8	7.9	-1,699 3,068 5,345	-0.49 0.89 1.54	n.m. n.m. 74%	n.m. 7.4 4.2	6.6 7.5 8.7	0.99 0.88 0.75	-7% 13% 19%
IRPC	Neutral	3.22	3.40	5.6	3.6	-3,137 2,237 3,891	-0.15 0.11 0.19	n.m. n.m. 74%	n.m. 29.4 16.9	3.7 3.8 3.9	0.86 0.86 0.82	-4% 3% 5%
TOP	Buy	59.75	76.00	27.2	71.9	9,443 12,613 13,854	4.63 6.18 6.79	-38% 34% 10%	12.9 9.7 8.8	44.5 47.5 51.7	1.34 1.26 1.16	11% 13% 14%
Utilities												
EGCO	Neutral	123.50	145.00	17.4	157.8	6,072 7,314 7,839	11.53 13.89 14.89	18% 20% 7%	10.7 8.9 8.3	121.9 129.8 138.7	1.01 0.95 0.89	10% 11% 11%
GLOW	Buy	67.50	87.00	28.9	76.9	5,532 8,003 8,428	3.78 5.47 5.76	27% 45% 5%	17.9 12.3 11.7	24.9 27.9 30.8	2.71 2.42 2.19	16% 21% 20%
GUNKUL	Buy	15.10	24.00	58.9	21.1	350 353 800	0.53 0.54 1.21	128% 1% 127%	28.5 28.2 12.5	3.0 4.7 5.7	5.00 3.22 2.66	22% 14% 23%
RATCH	Neutral	50.50	56.00	10.9	59.3	5,075 5,871 5,923	3.50 4.05 4.08	4% 16% 1%	14.4 12.5 12.4	36.5 38.3 40.1	1.38 1.32 1.26	10% 11% 10%
TTW	Buy	10.00	12.00	20.0	9.7	2,269 2,190 2,481	0.57 0.55 0.62	7% -3% 13%	17.6 18.2 16.1	2.7 2.7 2.7	3.74 3.70 3.70	22% 20% 23%
Finance & Securities						3,285 6,062 5,246			20.4 8.4 11.1		2.42 2.07 2.04	15% 26% 19%
Credit card												
AEONTS	Neutral	89.00	100.00	12.4	116.8	1,688 2,282 2,634	6.75 9.13 10.53	948% 35% 15%	13.2 9.8 8.4	29.0 34.9 41.7	3.07 2.55 2.13	25% 29% 28%
KTC	Sell	37.00	37.00	-	41.6	255 1,278 1,035	0.99 4.96 4.02	n.m. 401% -19%	37.4 7.5 9.2	20.1 23.8 25.8	1.84 1.56 1.43	5% 23% 16%
Securities												
ASP	Buy	3.72	4.90	31.7	5.3	603 1,138 806	0.29 0.54 0.38	19% 89% -29%	13.0 6.9 9.7	2.0 2.3 2.2	1.87 1.63 1.68	15% 25% 17%
MBKET	Buy	23.10	30.00	29.9	31.7	738 1,363 771	1.29 2.39 1.35	13% 85% -43%	17.9 9.7 17.1	7.9 9.0 8.0	2.92 2.56 2.89	17% 28% 16%

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm) 12A 13F 14F	Core EPS (Bt) 12A 13F 14F	EPS growth (%) 12A 13F 14F	PER (x) 12A 13F 14F	BVPS(Bt) 12A 13F 14F	P/BV (x) 12A 13F 14F	ROE (%) 12A 13F 14F
Food & Beverage						12,441 12,718 29,497			26.5 23.9 13.1		3.58 3.07 2.57	18% 17% 21%
CPF	Buy	24.90	35.00	40.6	32.1	3,930 4,774 18,070	0.51 0.62 2.33	-74% 21% 279%	49.1 40.4 10.7	16.3 14.3 15.4	1.52 1.74 1.62	4% 4% 14%
MINT	Neutral	24.20	30.00	24.0	28.0	3,211 3,986 4,565	0.79 0.98 1.12	67% 24% 15%	30.6 24.7 21.5	4.8 5.4 6.1	5.09 4.49 3.95	19% 19% 20%
OISHI	Buy	94.00	185.00	96.8	176.5	696 887 1,589	3.71 4.73 8.47	-11% 27% 79%	25.3 19.9 11.1	16.6 20.0 25.5	5.65 4.70 3.69	23% 26% 37%
PM	Buy	8.45	13.00	53.8	12.8	407 488 564	0.68 0.82 0.94	42% 20% 16%	12.4 10.3 9.0	2.1 2.8 3.7	4.10 3.00 2.30	34% 31% 23%
TUF	Neutral	55.00	57.00	3.6	62.4	4,197 2,583 4,709	3.66 2.25 4.10	-27% -38% 82%	15.0 24.4 13.4	35.2 38.3 41.9	1.56 1.44 1.31	12% 6% 10%
Health Care Services						8,686 9,875 11,821			30.1 29.1 24.1		5.99 5.43 4.84	22% 19% 21%
BGH	Buy	132.50	198.00	49.4	182.6	5,842 6,957 8,409	3.78 4.50 5.44	50% 19% 21%	35.1 29.4 24.4	24.8 27.8 31.2	5.33 4.76 4.25	16% 17% 18%
BH	Neutral	84.00	95.00	13.1	90.8	1,934 2,302 2,613	2.23 2.65 3.01	28% 19% 14%	37.7 31.6 27.9	9.7 10.7 12.1	8.69 7.87 6.92	26% 26% 26%
BCH	Neutral	6.45	9.00	39.5	7.7	910 615 798	0.37 0.25 0.32	35% -32% 30%	17.7 26.1 20.2	1.6 1.8 1.9	3.96 3.66 3.35	24% 15% 17%
Information & Communication Technology						54,611 60,627 75,810			23.7 18.4 14.9		8.14 8.41 9.21	31% 31% 35%
Mobile												
ADVANC	Sell	261.00	280.00	7.3	298.1	34,781 36,562 43,452	11.70 12.30 14.61	31% 5% 19%	22.3 21.2 17.9	14.6 16.0 17.3	17.82 16.32 15.08	84% 80% 88%
DTAC	Neutral	114.50	125.00	9.2	125.3	11,165 11,728 14,583	4.72 4.95 6.16	-7% 5% 24%	24.3 23.1 18.6	14.7 14.7 15.1	7.78 7.79 7.59	32% 34% 41%
Internet												
CSL	Buy	10.80	15.00	38.9	15.0	398 469 514	0.67 0.79 0.86	1% 18% 10%	16.1 13.7 12.5	1.9 2.1 2.2	5.64 5.26 4.94	35% 40% 41%
THCOM	Buy	35.00	44.00	25.7	39.4	838 1,459 2,197	0.76 1.33 2.00	n.m. 74% 51%	45.8 26.3 17.5	13.0 13.8 15.1	2.69 2.54 2.31	6% 10% 14%
Other												
INTUCH	Buy	84.25	100.00	18.7	107.6	12,010 13,689 14,971	3.75 4.27 4.67	20% 14% 9%	22.5 19.7 18.0	4.4 4.4 4.4	18.97 18.97 18.97	84% 96% 105%
JMART	Buy	21.90	28.00	27.9	28.0	305 472 582	0.82 1.13 1.40	44% 38% 23%	26.7 19.3 15.6	3.8 4.4 5.1	5.76 5.01 4.32	27% 28% 30%
SAMART	Buy	18.60	24.00	29.0	26.5	951 1,464 1,676	0.96 1.47 1.67	18% 53% 14%	19.3 12.7 11.1	7.0 8.5 10.2	2.67 2.20 1.83	15% 19% 18%
SAMTEL	Buy	17.00	21.00	23.5	23.0	796 912 1,263	1.31 1.50 2.07	5% 14% 38%	13.0 11.4 8.2	4.4 5.3 6.6	3.82 3.24 2.57	32% 31% 35%
Insurance						-1,065 6,681 6,874			23.3 12.2 12.8		4.20 3.02 2.47	-93% 33% 21%
BLA	Buy	63.50	75.00	18.1	69.4	3,284 4,638 5,506	2.73 3.85 4.57	-4% 41% 19%	23.3 16.5 13.9	16.6 19.9 23.8	3.83 3.18 2.67	20% 21% 21%
THRE	Buy	4.54	5.70	25.6	6.7	-4,349 2,043 1,368	-1.24 0.58 0.39	11% n.m. -33%	n.m. 7.8 11.7	1.0 1.6 2.0	4.57 2.86 2.26	-206% 45% 22%
Media & Publishing						7,293 8,208 8,884			20.4 17.6 16.5		6.60 6.02 5.68	32% 33% 33%
TV broadcasting												
BEC	Sell	58.75	66.00	12.3	67.9	4,777 5,487 6,008	2.39 2.74 3.00	35% 15% 10%	24.6 21.4 19.6	4.2 4.6 5.1	14.14 12.64 11.59	61% 62% 62%
MCOT	Neutral	34.25	43.00	25.5	45.9	1,759 1,750 1,881	2.56 2.55 2.74	30% 0% 7%	13.4 13.4 12.5	11.7 11.9 12.2	2.93 2.87 2.80	22% 22% 23%
Cinema												
MAJOR	Neutral	19.50	22.00	12.8	26.3	757 971 994	0.84 1.08 1.11	-4% 28% 2%	23.1 18.0 17.6	7.1 7.6 7.4	2.74 2.56 2.63	12% 15% 15%
Petrochemicals & Chemicals						32,950 38,191 48,858			40.7 13.9 9.8		1.65 1.53 1.38	8% 12% 14%
IVL	Neutral	21.60	27.00	25.0	22.0	1,463 5,863 9,035	0.30 1.22 1.88	-86% 301% 54%	71.1 17.7 11.5	11.7 12.7 14.1	1.85 1.70 1.53	3% 10% 14%
PTTGC	Buy	72.00	92.00	27.8	85.8	31,488 32,328 39,822	6.98 7.17 8.83	-1% 3% 23%	10.3 10.0 8.2	49.3 53.1 58.3	1.46 1.36 1.24	14% 13% 15%
Property Development						28,849 38,505 47,164			58.5 15.7 11.8		2.75 2.54 2.22	16% 19% 20%
Contractors												
CK	Buy	21.90	30.00	37.0	27.2	58 1,590 1,656	0.04 0.96 1.00	n.m. 2641% 4%	624.0 22.8 21.9	5.4 9.4 10.2	4.08 2.34 2.14	1% 13% 10%
ITD	Neutral	5.20	6.40	23.1	6.3	848 655 1,309	0.20 0.13 0.27	n.m. -33% 100%	25.7 38.6 19.3	2.3 2.6 2.8	2.29 1.97 1.85	9% 6% 10%
NWR	Buy	2.66	4.20	57.9	3.3	215 350 527	0.14 0.16 0.24	n.m. 14% 51%	19.2 16.9 11.2	1.2 1.6 1.8	2.14 1.62 1.45	13% 13% 14%
STEC	Buy	23.00	28.00	21.7	27.7	1,165 1,526 1,738	0.98 1.00 1.14	29% 2% 14%	23.4 23.0 20.2	5.4 5.1 5.8	4.30 4.54 4.00	19% 22% 21%
Industrial Estate												
AMATA	Buy	18.00	34.00	88.9	26.5	933 1,551 2,133	0.87 1.45 2.00	4% 66% 38%	20.6 12.4 9.0	10.5 11.4 12.8	1.72 1.58 1.41	9% 13% 17%
HEMRAJ	Buy	3.26	5.00	53.4	4.5	2,294 2,614 3,702	0.24 0.27 0.38	314% 14% 42%	13.8 12.1 8.5	1.1 1.4 1.7	2.86 2.27 1.95	23% 21% 25%
ROJNA	Neutral	7.80	7.30	(6.4)	8.5	1,194 594 1,171	0.87 0.43 0.85	48% -50% 97%	9.0 18.0 9.1	6.8 6.9 7.8	1.15 1.13 1.00	15% 6% 12%
TICON	Buy	16.60	30.00	80.7	26.3	1,297 1,619 1,810	1.63 1.83 2.05	183% 12% 12%	10.2 9.1 8.1	9.9 9.8 10.7	1.67 1.69 1.56	19% 19% 20%
WHA	Buy	42.00	45.00	7.1	31.5	213 1,364 1,727	0.42 1.49 1.88	187% 255% 27%	100.4 28.3 22.3	5.7 4.6 5.8	7.42 9.07 7.29	11% 38% 36%
Residential												
AP	Buy	6.10	8.50	39.3	9.6	2,239 2,479 2,751	0.79 0.87 0.97	34% 11% 11%	7.8 7.0 6.3	4.4 5.0 5.7	1.39 1.22 1.07	19% 18% 18%
LH	Neutral	11.10	12.40	11.7	13.5	4,948 6,458 7,836	0.49 0.64 0.78	29% 31% 21%	22.5 17.2 14.2	3.1 3.2 3.4	3.61 3.44 3.30	16% 20% 24%
LPN	Neutral	21.70	26.00	19.8	26.3	2,165 2,851 3,115	1.47 1.93 2.11	13% 32% 9%	14.8 11.2 10.3	5.7 6.9 8.1	3.78 3.14 2.69	28% 31% 28%
PS	Buy	19.60	36.00	83.7	30.3	3,898 5,644 5,780	1.76 2.55 2.61	37% 45% 2%	11.1 7.7 7.5	9.1 11.1 13.0	2.16 1.76 1.51	21% 25% 22%
QH	Buy	3.18	5.00	57.2	4.6	1,690 2,940 3,105	0.18 0.32 0.34	103% 74% 6%	17.3 9.9 9.4	1.7 1.9 2.1	1.85 1.64 1.50	12% 18% 17%
SIRI	Buy	2.42	4.00	65.3	4.3	2,949 3,392 3,950	0.41 0.37 0.43	36% -9% 16%	5.9 6.5 5.6	1.9 2.0 2.3	1.26 1.18 1.04	22% 20% 20%
SPALI	Buy	17.10	25.00	46.2	22.6	2,744 2,880 4,855	1.60 1.68 2.83	7% 5% 69%	10.7 10.2 6.0	7.3 8.3 9.9	2.35 2.07 1.72	24% 22% 31%
Property Fund						4,280 4,423 4,312					1.11 1.10 1.10	
Commercial												
CPNRF	Buy	16.00	21.00	31.3	19.5	2,004 2,122 2,227	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	10.4 10.8 10.9	1.54 1.49 1.47	n.a. n.a. n.a.
Industrial												
TFUND	Sell	11.50	11.50	-	11.5	639 746 748	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	10.6 10.7 10.7	1.08 1.08 1.08	n.a. n.a. n.a.
TLOGIS	Buy	11.80	14.00	18.6	14.0	227 217 218	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	10.8 10.9 10.9	1.09 1.08 1.08	n.a. n.a. n.a.
WHAPF	Buy	10.10	14.00	38.6	14.0	99 104 107	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	11.4 11.5 11.6	0.88 0.88 0.87	n.a. n.a. n.a.
Office												
QHPF	Buy	9.40	10.50	11.7	10.5	977 888 659	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	10.9 10.9 10.9	0.87 0.86 0.86	n.a. n.a. n.a.
POPF	Buy	12.70	12.00	(5.5)	12.0	334 346 353	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	n.a. n.a. n.a.	10.3 10.3 10.3	1.23 1.23 1.23	n.a. n.a. n.a.

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
Steel				53.8		-15,903	414	1,939							n.m.	25.5	5.4				0.75	1.05	0.89	-82%	3%	18%
SSI	Neutral	0.39	0.60	53.8	0.4	-15,903	414	1,939	-0.59	0.02	0.07	-97%	n.m.	369%	n.m.	25.5	5.4	0.5	0.4	0.4	0.75	1.05	0.89	-82%	3%	18%
Tourism & Leisure				25.6		1,242	1,733	2,198							99.3	55.7	36.0				4.05	3.61	3.34	8%	10%	11%
CENTEL	Buy	36.50	44.00	20.5	41.3	1,170	1,593	1,958	0.87	1.18	1.45	93%	36%	23%	42.1	30.9	25.2	7.2	7.9	8.8	5.05	4.60	4.15	15%	16%	17%
ERW	Buy	4.50	6.75	50.0	6.1	72	140	240	0.03	0.06	0.10	n.m.	95%	72%	156.5	80.5	46.9	1.5	1.7	1.8	3.06	2.63	2.53	2%	4%	5%
Transportation & Logistics				23.9		8,821	17,262	23,893							33.8	137.7	24.1				3.82	30.86	0.06	3%	-10%	30%
Aviation																										
AAV	Buy	5.25	6.50	23.8	6.4	923	1,324	1,616	0.20	0.27	0.33	-11%	34%	22%	25.9	19.2	15.8	4.0	4.1	4.4	1.30	1.29	1.19	10%	7%	8%
AOT	Buy	181.00	235.00	29.8	189.6	6,941	10,055	12,594	4.86	7.04	8.82	69%	45%	25%	37.3	25.7	20.5	54.5	61.6	67.6	3.32	2.94	2.68	9%	12%	14%
NOK	Buy	24.60	35.00	42.3	32.0	752	1,401	1,651	1.50	2.24	2.64	276%	49%	18%	16.4	11.0	9.3	1.8	7.0	8.5	13.85	3.54	2.90	89%	54%	34%
THAI	Neutral	18.90	25.00	32.3	26.2	1,648	2,275	2,852	0.75	1.04	1.31	n.m.	38%	25%	25.0	18.1	14.5	32.0	32.1	33.4	0.59	0.59	0.57	2%	3%	4%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.07	0.80	(25.2)	0.8	-981	-913	-1,141	-0.08	-0.08	-0.10	15%	7%	-25%	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.0	-0.1	13.37	295.26	-11.65	-68%	-183%	216%
BTS	Buy	8.70	10.30	18.4	9.9	996	1,516	2,272	0.11	0.15	0.20	n.m.	39%	30%	79.6	57.2	44.1	4.1	5.1	5.2	2.15	1.71	1.69	3%	4%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	19.00	15.50	(18.4)	16.6	-174	23	605	-0.17	0.02	0.58	n.m.	n.m.	2581%	n.m.	875.5	32.7	13.9	14.8	15.1	1.36	1.28	1.26	-1%	0%	4%
RCL	Neutral	6.25	7.60	21.6	6.9	-2,224	-647	102	-2.68	-0.78	0.12	-8%	71%	n.m.	n.m.	n.m.	50.6	12.9	13.7	13.8	0.48	0.45	0.45	-19%	-6%	1%
TTA	Neutral	18.00	16.00	(11.1)	21.6	-491	156	641	-0.69	0.22	0.91	-16%	n.m.	311%	n.m.	81.7	19.9	36.2	36.5	37.3	0.50	0.49	0.48	-2%	1%	2%
Tollroads																										
BECL	Buy	35.25	50.00	41.8	45.6	1,431	2,073	2,700	1.86	2.69	3.51	12%	45%	30%	19.0	13.1	10.1	28.1	32.9	34.8	1.26	1.07	1.01	7%	9%	10%
SCBS Coverage		1417.77		22.6		570,309	705,653	851,086	76.65	95.00	114.79	6.6%	23.9%	20.8%	18.5	14.9	12.4				2.3	2.1	1.9	14%	16%	17%
SET																										



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)	% Mkt.Cap / SET
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F			
Agribusiness				38.7																			
GPPT	Buy	8.65	12.00	38.7	11.9	0.00	0.23	0.29	0.00	2.71	3.39	14.41	8.95	7.82	-50.84	64.16	12.40	5,924	6,239	5,935	1,254	10,846	0.09
Automotive				16.8																			
AH	Sell	16.90	20.00	18.3	29.0	0.74	0.90	1.02	4.37	5.35	6.06	7.39	6.58	5.80	151.47	3.00	4.90	5,202	4,319	3,586	323	5,452	0.04
SAT	Buy	17.60	22.00	25.0	23.4	0.72	0.63	0.82	4.09	3.60	4.66	6.42	6.33	5.22	30.65	5.11	14.11	2,457	2,829	2,206	425	7,479	0.06
STANLY	Neutral	222.00	250.00	12.6	275.3	6.75	6.26	8.23	3.04	2.82	3.71	5.40	5.46	4.41	54.69	-2.32	14.76	(1,817)	(2,004)	(3,097)	77	17,011	0.14
Banking				23.1																			
Large Banks																							
BBL	Buy	203.00	250.00	23.2	239.4	6.50	6.62	7.52	3.20	3.26	3.70							-	-	-	1,909	387,495	3.09
KBANK	Buy	184.50	225.00	22.0	227.9	3.00	3.49	4.13	1.63	1.89	2.24							-	-	-	2,393	441,557	3.52
KTB	Buy	20.40	26.00	27.5	25.1	0.80	0.85	0.98	3.92	4.18	4.81							-	-	-	13,976	285,112	2.27
SCB	No rec	158.50			197.6	4.50	5.73	6.79	2.84	3.62	4.28							-	-	-	3,399	538,772	4.30
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	37.75	39.00	3.3	38.2	0.80	0.80	1.06	2.12	2.12	2.81							-	-	-	6,074	229,299	1.83
KKP	Neutral	43.00	48.00	11.6	61.8	2.40	2.74	2.79	5.58	6.38	6.48							-	-	-	836	35,941	0.29
LHBANK	Sell	1.33	1.20	(9.8)	1.4	0.03	0.03	0.04	2.50	2.42	2.77										12,707	16,900	0.13
TCAP	Neutral	33.75	36.00	6.7	42.5	1.40	1.50	1.60	4.15	4.44	4.74							-	-	-	1,278	43,126	0.34
TISCO	Buy	38.00	46.00	21.1	47.6	2.40	2.45	2.50	6.32	6.45	6.58							-	-	-	801	30,425	0.24
TMB	Sell	2.66	2.20	(17.3)	2.4	0.03	0.03	0.06	1.24	1.23	2.21							-	-	-	43,606	115,993	0.92
Commerce				18.4																			
BIGC	Neutral	204.00	205.00	0.5	209.6	2.21	4.51	5.95	1.08	2.21	2.92	13.08	11.08	8.87	25.26	18.30	21.89	24,100	22,901	18,215	825	168,300	1.34
CPALL	Buy	37.75	52.00	37.7	46.9	0.90	0.90	1.01	2.38	2.38	2.67	17.56	21.66	14.46	22.99	29.37	43.80	-35,056	146,196	126,830	8,983	339,112	2.70
HMPRO	Neutral	12.70	10.00	(21.3)	15.0	0.04	0.34	0.47	0.32	2.68	3.73	18.98	15.06	10.97	17.62	24.26	32.03	1,563	99	-3,301	8,220	104,389	0.83
MAKRO	Buy	624.00	700.00	12.2	593.5	12.50	16.45	21.16	2.00	2.64	3.39	24.44	21.11	16.56	14.72	14.63	25.41	-3,852	-5,268	-7,636	240	149,760	1.19
ROBINS	Buy	52.00	75.00	44.2	64.1	0.90	1.20	1.50	1.73	2.31	2.88	16.54	11.80	8.34	17.99	40.20	39.47	-3,466	-3,157	-3,936	1,111	57,754	0.46
Construction Materials				28.2																			
Cement																							
SCC	Buy	438.00	575.00	31.3	525.0	11.00	14.64	16.55	2.51	3.34	3.78	15.28	11.15	9.40	-10.63	34.82	17.93	142,730	131,700	128,176	1,200	525,600	4.19
SCCC	Buy	430.00	500.00	16.3	453.4	13.00	16.36	19.81	3.02	3.81	4.61	17.77	14.47	12.19	0.94	22.64	18.75	3,004	2,876	2,868	230	98,900	0.79
TPICPL	Buy	11.40	15.50	36.0	16.0	0.10	0.10	0.09	0.88	0.88	0.81	10.99	7.84	7.04	-54.65	40.09	7.33	4,121	4,093	3,123	2,019	23,017	0.18
Ceramics																							
DCC	Neutral	56.75	62.00	9.3	65.7	3.08	3.30	3.76	5.43	5.81	6.62	12.94	12.23	10.90	-7.98	2.66	11.73	653	-11	-100	408	23,154	0.18
DRT	Sell	7.75	8.50	9.7	9.8	0.40	0.38	0.44	5.14	4.95	5.71	10.28	9.85	8.72	0.41	3.12	11.25	893	722	594	1,039	8,050	0.06
Electronic Components				21.0																			
CCET	Neutral	3.08	3.90	26.6	4.6	0.16	0.16	0.17	5.19	5.19	5.64	9.18	7.02	6.71	18.42	30.86	8.11	15,416	15,428	16,371	4,085	12,582	0.10
DELTA	Buy	45.50	56.00	23.1	48.6	2.40	2.60	2.80	5.27	5.71	6.15	8.76	7.29	6.33	44.66	19.63	10.57	-12,121	-12,299	-14,076	1,247	56,756	0.45
HANA	Buy	22.90	24.00	4.8	23.3	1.50	1.50	1.50	6.55	6.55	6.55	5.54	3.78	3.10	-15.76	14.15	21.76	-5,457	-8,105	-8,111	805	18,432	0.15
KCE	Buy	15.80	22.00	39.2	20.2	0.55	0.70	0.70	3.48	4.43	4.43	17.21	8.09	8.00	-11.88	113.74	10.03	5,101	5,156	5,350	469	7,414	0.06
SMT	Sell	7.10	7.00	(1.4)	8.9	0.00	0.15	0.30	0.00	2.11	4.23	-11.74	55.18	6.77	n.m.	n.m.	726.20	1,072	1,051	1,101	418	2,969	0.02
SVI	Buy	3.48	4.40	26.4	3.9	0.00	0.15	0.20	0.00	4.31	5.75	13.06	6.74	5.98	-36.45	54.85	17.06	-131	-1,731	-1,543	2,261	7,867	0.06
Energy & Utilities				23.3																			
Oil & Gas and Coal																							
BANPU	Buy	293.00	400.00	36.5	304.5	18.00	11.00	14.00	6.14	3.75	4.78	6.44	7.44	5.43	-19.83	-12.85	32.35	74,215	77,308	73,864	272	79,622	0.63
PTT	Buy	327.00	400.00	22.3	383.1	13.00	13.37	14.99	3.98	4.09	4.58	5.35	6.05	5.54	6.83	-13.03	8.90	311,850	290,926	286,595	2,856	934,010	7.45
PTTEP	Buy	169.50	210.00	23.9	181.2	5.80	6.80	7.30	3.42	4.01	4.31	4.76	4.12	3.88	25.89	12.22	7.30	45,367	25,947	33,229	3,970	672,913	5.37
Refineries																							
BCP	Buy	33.25	44.00	32.3	41.0	1.25	1.40	1.40	3.76	4.21	4.21	8.71	5.63	5.81	-40.49	59.25	-6.17	8,009	9,625	7,876	1,377	45,783	0.37
ESSO	Sell	6.55	8.50	29.8	7.9	0.05	0.30	0.60	0.76	4.58	9.16	17.67	4.30	3.30	-43.71	243.02	6.79	24,089	16,365	9,286	3,461	22,669	0.18
IRPC	Neutral	3.22	3.40	5.6	3.6	0.08	0.03	0.05	2.48	0.93	1.55	35.05	12.03	9.54	-73.20	218.69	27.61	37,683	47,344	48,662	20,434	65,799	0.52
TOP	Buy	59.75	76.00	27.2	71.9	2.70	2.70	2.80	4.52	4.52	4.69	6.77	4.65	3.64	-30.84	26.64	12.74	16,803	-1,403	-15,485	2,040	121,892	0.97
Utilities																							
EGCO	Neutral	123.50	145.00	17.4	157.8	6.00	6.00	6.00	4.86	4.86	4.86	18.28	13.84	13.04	86.37	22.04	-2.69	30,920	23,598	16,262	526	65,018	0.52
GLOW	Buy	67.50	87.00	28.9	76.9	2.11	2.70	2.90	3.13	4.00	4.30	11.33	9.12	8.69	36.48	20.53	-0.36	56,233	51,668	44,009	1,463	98,743	0.79
GUNKUL	Buy	15.10	24.00	58.9	21.1	0.06	0.22	0.49	0.40	1.46	3.25	16.34	21.95	20.56	88.38	-44.29	5.06	2,590	-568	-719	660	9,966	0.08
RATCH	Neutral	50.50	56.00	10.9	59.3	2.27	2.30	2.30	4.50	4.55	4.55	7.54	7.24	7.33	11.55	0.24	-0.10	14,710	11,367	12,394	1,450	73,225	0.58
TTW	Buy	10.00	12.00	20.0	9.7	0.52	0.61	0.62	5.20	6.05	6.22	10.10	9.76	9.03	8.00	5.02	5.13	657	1,239	137	3,990	39,900	0.32
Finance & Securities				17.4																			
Credit card																							
AEONTS	Neutral	89.00	100.00	12.4	116.8	3.00	3.65	4.21	3.37	4.10	4.73										250	22,250	0.18
KTC	Sell	37.00	37.00	-	41.6	0.40	1.98	1.61	1.08	5.36	4.34										258	9,540	0.08
Securities																							
ASP	Buy	3.72	4.90	31.7	5.3	0.24	0.46	0.33	6.45	12.35	8.75										2,106	7,833	0.06
MBKET	Buy	23.10	30.00	29.9	31.7	1.25	2.39	1.35	5.41	10.34	5.84										571	13,186	0.11



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)	% Mkt.Cap / SET
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F			
Food & Beverage									3.24	2.77	4.13	14.86	13.39	9.32	5.82	15.25	41.91	204,735	210,729	219,956		375,826	3.00
CPF	Buy	24.90	35.00	40.6	32.1	1.10	0.75	1.30	4.42	3.01	5.22	18.26	17.33	9.68	-11.31	6.98	87.62	144,164	149,200	165,736	7,743	192,799	1.54
MINT	Neutral	24.20	30.00	24.0	28.0	0.30	0.34	0.39	1.24	1.42	1.63	18.42	15.45	13.68	28.40	16.85	11.04	20,361	17,999	16,108	4,000	96,791	0.77
OISHI	Buy	94.00	185.00	96.8	176.5	2.20	2.37	4.24	2.34	2.52	4.51	15.78	10.24	5.16	-7.53	57.44	57.81	1,740	2,149	(1,909)	188	17,625	0.14
PM	Buy	8.45	13.00	53.8	12.8	0.37	0.40	0.47	4.38	4.73	5.56	10.26	8.46	7.05	23.67	17.93	14.44	34	(108)	(335)	650	5,492	0.04
TUF	Neutral	55.00	57.00	3.6	62.4	2.10	1.20	2.05	3.82	2.18	3.73	11.58	15.48	11.04	-4.15	-22.95	38.62	38,437	41,488	40,357	1,148	63,118	0.50
Health Care Services									2.10	1.72	2.09	15.85	15.12	13.03	20.61	3.70	15.70	16,801	16,210	12,194		282,057	2.25
BGH	Buy	132.50	198.00	49.4	182.6	1.80	1.80	2.18	1.36	1.36	1.64	20.41	18.32	15.47	24.26	10.04	16.33	15,880	13,120	9,314	1,545	204,773	1.63
BH	Neutral	84.00	95.00	13.1	90.8	1.80	1.58	1.79	2.14	1.88	2.14	18.13	16.29	14.50	19.66	14.28	11.70	(524)	1,114	763	729	61,199	0.49
BCH	Neutral	6.45	9.00	39.5	7.7	0.18	0.12	0.16	2.79	1.91	2.48	9.00	10.76	9.12	17.90	-13.21	19.09	1,445	1,976	2,117	2,494	16,085	0.13
Information & Communication Technology									3.30	3.65	4.20	12.74	11.24	9.74	15.32	20.70	16.51	136,415	177,848	182,081		1,513,608	12.07
Mobile																							
ADVANC	Sell	261.00	280.00	7.3	298.1	10.90	12.30	14.61	4.18	4.71	5.60	12.68	12.13	10.48	7.87	5.73	16.07	-824	8,008	9,673	2,973	775,978	6.19
DTAC	Neutral	114.50	125.00	9.2	125.3	5.06	4.95	6.16	4.42	4.33	5.38	10.92	10.37	8.85	-2.41	9.02	17.28	25,564	35,919	36,495	2,368	271,114	2.16
Internet																							
CSL	Buy	10.80	15.00	38.9	15.0	0.60	0.70	0.76	5.56	6.48	7.04	8.97	8.61	7.61	-6.78	9.92	10.82	-390	-58	-185	595	6,421	0.05
THCOM	Buy	35.00	44.00	25.7	39.4	0.40	0.53	0.80	1.14	1.52	2.29	11.11	9.97	7.71	35.73	9.91	18.09	4,893	4,310	608	1,096	38,358	0.31
Other																							
INTUCH	Buy	84.25	100.00	18.7	107.6	3.78	4.27	4.67	4.49	5.07	5.54	22.28	19.56	17.89	19.73	13.90	9.35	-2,170	-2,189	-2,190	3,206	270,141	2.15
JMART	Buy	21.90	28.00	27.9	28.0	0.56	0.57	0.70	2.56	2.59	3.20	19.16	13.98	12.24	61.73	57.33	17.13	1,276	1,683	1,959	417	9,142	0.07
SAMART	Buy	18.60	24.00	29.0	26.5	0.60	0.75	0.80	3.23	4.03	4.30	8.55	7.13	6.23	9.58	38.39	16.98	8,226	12,202	12,781	1,002	18,638	0.15
SAMTEL	Buy	17.00	21.00	23.5	23.0	0.70	0.70	0.75	4.12	4.12	4.41	8.66	7.64	6.63	14.56	29.08	22.98	5,859	8,078	9,321	616	10,480	0.08
Insurance									0.57	0.76	4.33											92,883	0.74
BLA	Buy	63.50	75.00	18.1	69.4	0.72	0.96	1.14	1.13	1.52	1.80										1,212	76,937	0.61
THRE	Buy	4.54	5.70	25.6	6.7	0.00	0.00	0.31	0.00	0.00	6.86										3,512	15,947	0.13
Media & Publishing									5.00	5.42	5.71	10.35	9.61	9.15	11.43	6.51	4.01	-4,120	-5,912	-7,156		158,341	1.26
TV broadcasting																							
BEC	Sell	58.75	66.00	12.3	67.9	2.25	2.58	2.83	3.83	4.40	4.82	13.22	12.15	11.20	18.26	7.30	7.55	-5,665	-7,209	-8,164	2,000	117,500	0.94
MCOT	Neutral	34.25	43.00	25.5	45.9	2.30	2.29	2.46	6.72	6.69	7.19	8.03	8.25	7.71	10.78	-3.69	5.93	-826	-1,074	-1,282	687	23,533	0.19
Cinema																							
MAJOR	Neutral	19.50	22.00	12.8	26.3	0.87	1.01	1.00	4.46	5.17	5.12	9.79	8.44	8.53	5.24	15.92	-1.45	2,371	2,372	2,290	888	17,308	0.14
Petrochemicals & Chemicals									3.19	3.22	4.17	9.51	6.85	5.15	-9.71	18.47	18.86	130,741	89,799	23,739		428,625	3.42
IVL	Neutral	21.60	27.00	25.0	22.0	0.36	0.40	0.60	1.67	1.85	2.78	11.93	6.82	5.14	-19.98	35.24	23.87	54,401	18,486	10,201	4,814	103,988	0.83
PTTGC	Buy	72.00	92.00	27.8	85.8	3.40	3.30	4.00	4.72	4.58	5.56	7.09	6.89	5.17	0.56	1.70	13.85	76,340	71,313	13,538	4,509	324,637	2.59
Property Development									3.21	3.84	4.72	14.51	12.00	9.71	61.74	35.47	25.60	201,281	207,069	215,435		503,406	4.01
Contractors																							
CK	Buy	21.90	30.00	37.0	27.2	0.35	0.40	0.40	1.60	1.83	1.83	20.03	16.05	14.40	179.71	27.26	7.94	21,669	22,823	20,943	1,653	36,192	0.29
ITD	Neutral	5.20	6.40	23.1	6.3	0.00	0.07	0.13	0.00	1.41	2.59	10.71	12.39	11.67	68.51	-3.73	18.55	32,881	35,637	42,738	4,860	25,274	0.20
NWR	Buy	2.66	4.20	57.9	3.3	0.12	0.08	0.12	4.51	2.96	4.46	6.52	4.84	4.07	74.89	48.89	28.15	2,014	881	1,398	1,975	5,253	0.04
STEC	Buy	23.00	28.00	21.7	27.7	0.03	0.40	0.46	0.14	1.74	1.98	12.90	12.51	10.40	26.32	32.12	22.28	-871	-1,242	-694	1,525	35,077	0.28
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	18.00	34.00	88.9	26.5	0.55	0.59	0.81	3.06	3.28	4.51	11.36	9.20	6.99	32.06	38.50	35.32	5,050	8,020	8,769	1,067	19,206	0.15
HEMRAJ	Buy	3.26	5.00	53.4	4.5	0.11	0.14	0.14	3.37	4.44	4.43	12.37	12.10	9.90	141.86	14.24	31.52	9,047	13,811	17,256	9,705	31,639	0.25
ROJNA	Neutral	7.80	7.30	(6.4)	8.5	0.30	0.24	0.47	3.85	3.06	6.03	18.04	22.54	10.26	159.78	-36.05	99.50	19,083	13,098	10,918	1,426	11,125	0.09
TICON	Buy	16.60	30.00	80.7	26.3	1.00	1.24	1.38	6.02	7.46	8.34	10.38	11.86	11.98	109.37	10.75	7.86	9,507	14,052	16,635	912	15,144	0.12
WHA	Buy	42.00	45.00	7.1	31.5	0.02	0.71	0.75	0.05	1.68	1.79	47.79	20.39	15.57	-7.24	316.70	36.18	2,494	3,959	5,649	918	38,556	0.31
Residential																							
AP	Buy	6.10	8.50	39.3	9.6	0.25	0.27	0.30	4.10	4.36	4.84	9.57	8.07	7.33	15.18	13.07	7.77	11,539	10,194	9,635	2,860	17,446	0.14
LH	Neutral	11.10	12.40	11.7	13.5	0.45	0.64	0.78	4.05	5.80	7.04	17.57	16.40	13.76	15.68	6.97	20.88	26,019	25,835	27,767	10,026	111,288	0.89
LPN	Neutral	21.70	26.00	19.8	26.3	0.76	0.98	1.07	3.50	4.50	4.92	11.57	8.39	7.63	4.86	23.95	9.13	1,661	-1,776	-1,991	1,476	32,023	0.26
PS	Buy	19.60	36.00	83.7	30.3	0.50																	

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)	% Mkt.Cap / SET
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F			
Steel				53.8					0.00	1.46	1.46	-6.98	11.41	9.00	n.m.	n.m.	22.99	55,340	55,501	53,512		11,724	0.09
SSI	Neutral	0.39	0.60	53.8	0.4	0.00	0.01	0.01	0.00	1.46	1.46	-6.98	11.41	9.00	n.m.	n.m.	22.99	55,340	55,501	53,512	30,061	11,724	0.09
Tourism & Leisure				25.6					0.62	2.11	1.17	17.25	14.45	12.56	31.61	17.49	12.88	19,007	17,915	16,315		59,406	0.47
CENTEL	Buy	36.50	44.00	20.5	41.3	0.30	0.47	0.58	0.82	1.29	1.59	19.26	14.85	12.90	36.29	27.90	12.61	11,543	10,687	9,377	1,350	49,275	0.39
ERW	Buy	4.50	6.75	50.0	6.1	0.02	0.13	0.03	0.42	2.93	0.75	15.23	14.05	12.22	26.93	7.08	13.16	7,464	7,228	6,938	2,251	10,131	0.08
Transportation & Logistics				23.9					1.93	1.76	2.33	20.56	15.12	16.46	46.39	45.60	14.87	237,718	231,608	192,744		523,654	4.18
Aviation																							
AAV	Buy	5.25	6.50	23.8	6.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.32	6.83	5.48	62.85	104.05	27.95	-4,246	-1,322	-665	4,850	25,463	0.20
AOT	Buy	181.00	235.00	29.8	189.6	1.80	2.74	2.64	0.99	1.51	1.46	16.49	14.37	12.89	11.42	14.58	14.03	24,487	24,178	30,511	1,429	258,571	2.06
NOK	Buy	24.60	35.00	42.3	32.0	1.10	1.12	1.32	4.47	4.56	5.37	13.01	6.60	5.64	143.36	84.51	21.75	-1,656	-5,412	-5,012	625	15,375	0.12
THAI	Neutral	18.90	25.00	32.3	26.2	0.50	0.17	0.33	2.65	0.88	1.73	6.25	6.90	6.53	40.71	-0.19	3.24	136,927	155,086	150,743	2,183	41,254	0.33
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.07	0.80	(25.2)	0.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	52.52	45.50	81.35	113.17	17.06	-42.83	16,289	16,700	17,352	11,950	12,787	0.10
BTS	Buy	8.70	10.30	18.4	9.9	0.30	0.39	0.52	3.45	4.46	5.98	36.77	24.09	20.67	78.22	27.82	-11.04	31,664	6,172	-29,353	11,526	100,278	0.80
Shipping																							
PSL	Neutral	19.00	15.50	(18.4)	16.6	0.40	0.24	0.39	2.11	1.28	2.05	19.91	16.66	10.32	-22.42	36.76	39.71	2,792	6,046	2,573	1,040	19,751	0.16
RCL	Neutral	6.25	7.60	21.6	6.9	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.49	30.69	15.28	9.02	n.m.	117.67	69.54	5,975	6,909	6,915	829	5,180	0.04
TTA	Neutral	18.00	16.00	(11.1)	21.6	0.25	0.06	0.23	1.39	0.31	1.26	10.68	8.20	7.23	-13.58	52.56	14.95	9,682	13,530	13,889	992	17,853	0.14
Tollroads																							
BECL	Buy	35.25	50.00	41.8	45.6	1.50	1.62	1.75	4.26	4.58	4.97	8.00	6.79	5.45	3.74	1.19	11.37	15,803	9,722	5,792	770	27,143	0.22
SCBS Coverage		1417.77		22.6					3.1%	3.5%	4.1%	9.87	9.08	7.77	6.08	10.27	15.00	1,771,381	1,865,214	1,697,488		10,001,339	79.76
SET																						12,539,865	

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

สำนักงานใหญ่

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

สาขารัชโยธิน

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

สาขาสันทร

130-132 อาคารสันทร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G
ถนนวิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร: (662) 686-2068
โทรสาร: (662) 263-3822

สาขาเฉลิมนคร

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

สาขาชิดลม

1060 ชั้น G ถนนเพชรบุรีตัดใหม่
แขวงมักกะสัน เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400
โทร: (662) 949-1352
โทรสาร: (662) 687-3195

สาขาสีแยกสนามบินเชียงใหม่

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

สำนักงานสาขาท่าแพ

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

สาขากมลาขจรยี่นดี (หาดใหญ่)

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

