

แนวโน้มตลาดหุ้นไทยไตรมาส 1/57



มองข้ามการเมือง

Research Group

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

ยานยนต์ การแพทย์ สื่อและบันเทิง ก่อตั้งโดย
รวิญญู ปิยะศรีงกิจกร
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

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

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

สินค้านำเข้าก่อสร้าง อาหาร
วชิราลักษณ์ สงัดศรีชลปชัย
vajiralux.sanglerssillapachai@scb.co.th, (662) 949-1033

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

อสังหาริมทรัพย์ บิคมอุตสาหกรรม
สิริกานท์ กรุณญ์นิพัทธ์ (ยุพพร สหิตแสนสุข)
sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
กฤตภาส จิรมณูมณ
krittapas.jiraphanumes@scb.co.th, (662) 949-1019

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

กลยุทธ์การลงทุนตราสารอนุพันธ์
บันกนต์ กองกชาน
banyart.kongkathan@scb.co.th, (662) 949-1088

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
วาริทธิ์ ชีระชน
varorith.chirachon@scb.co.th, (662) 949-1014

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

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

ฐานข้อมูล
อมรรัต อกานนกุล
amomrat.kakanankul@scb.co.th, (662) 949-1023

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

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

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

SCBS Market Strategy Report



2555



2554



ดูตัวอย่างสิทธิ์และปฏิเสธความรับผิดชอบสำหรับบทวิเคราะห์ได้ใน
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

มองข้ามการเมือง.....	1
ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก	2

Stock Picks

บ้านปู (BANPU)	15
บางกอก เชน ฮอสพิทอล (BCH)	19
กรุงเทพดุสิตเวชการ (BGH)	23
ซีพี ออลล์ (CPALL).....	27
เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF).....	31
ปตท. (PTT)	35

กลุ่มอุตสาหกรรม

เกษตรและอาหาร.....	39
ยานยนต์.....	41
ธนาคาร	43
วัสดุก่อสร้าง	45
รับเหมาก่อสร้าง	47
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	49
พลังงาน	51
เงินทุน	53
การแพทย์	55
นิคมอุตสาหกรรม	57
ประกัน	59
สื่อ	61
ปิโตรเคมี	63
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	65
หลักทรัพย์	67
สื่อสาร	69
ท่องเที่ยว	71
ขนส่ง	73
สาธารณูปโภค	75
SCBS Stock Universe	77

This page is left blank intentionally



มองข้ามการเมือง

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

ฐานิดา ทรงพัฒนะโยธิน
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์
0-2949-1012
tanida.songphanayothin@scb.co.th

การหาเหตุผลว่าการเมืองไทยเข้าสู่ทางตันได้อย่างไรค่อนข้างทำได้ยากเช่นเดียวกับการหาเหตุผลว่าในที่สุดแล้วการเมืองไทยหาทางออกได้อย่างไร การนำข้อมูลในอดีตมาคิดเป็นแนวทางเพื่อคาดการณ์ว่าสถานการณ์จะคลี่คลายลงได้อย่างไรอาจจะเป็นความพยายามที่ไร้ผล ดังนั้นในบางครั้งจึงจำเป็นต้องมองข้ามการเมืองไปบ้าง ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลดลง (ความคาดหวังน้อย); เศรษฐกิจในประเทศดูเหมือนจะเริ่มมีเสถียรภาพ (การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันที่ 27 พ.ย. จะช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจ); ฤดูกาลเข้าซื้อกองทุน LTF กำลังใกล้เข้ามา ("December effect"); และเศรษฐกิจต่างประเทศแสดงสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่อง ซึ่งเป็นนิมิตหมายที่ดีสำหรับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้

การเมืองและตลาดหุ้น ในอดีตที่ผ่านมาการเมืองไทยเข้าสู่ทางตัน 3 ครั้งใหญ่ๆ ด้วยกัน คือ พฤษภาทมิฬ (ปี 2535) เสื้อเหลืองชุมนุม (ปี 2551) และเสื้อแดงชุมนุม (ปี 2553) ทั้งสามเหตุการณ์นี้เกิดขึ้นนาน 1.5-2.0 เดือน ซึ่งในระหว่างนั้นตลาดหุ้นปรับตัวลดลง 4-34% และใช้เวลา 1.1-6.0 เดือนจึงฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต วิกฤตการเมืองในปัจจุบันเกิดขึ้นเป็นเวลาเกือบ 1 เดือนแล้วในตอนนี้ และตลาดก็ปรับตัวลดลงมาแล้ว 5% หากดูข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาจะพบว่าคาดการณ์ว่าสถานการณ์การเมืองจะคลี่คลายลงได้อย่างไรเป็นความพยายามที่ไร้ผล ดังนั้นในบางครั้งจึงจำเป็นต้องมองข้ามการเมืองไปบ้าง

เป้า SET index ปลายปี 2557 อยู่ที่ 1,600 จุด SCBS ปรับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสำหรับหุ้นทั้งหมดในการวิเคราะห์ลดลงอีกครั้ง สู่ 12% ในปี 2556 และ 16% ในปี 2557 หลังจากผลประกอบการไตรมาส 3/56 ออกมาน่าผิดหวัง เราเชื่อว่าความเสี่ยงในการปรับลดประมาณการลงก็มีไม่มากนัก เพราะ GDP ไตรมาส 3/56 แสดงสัญญาณมีเสถียรภาพโดยฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (หลังปรับฤดูกาล) การที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สร้างความประหลาดใจด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันที่ 27 พ.ย. น่าจะช่วยกระตุ้นการขยายตัวของเศรษฐกิจ เป้า SET index ปลายปี 2557 ของเราอยู่ที่ 1,600 จุดหลังจากเราปรับประมาณการกำไรของหุ้นในการวิเคราะห์ลดลง นักลงทุนน่าจะเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้นในปี 2557 เพราะเศรษฐกิจในประเทศสำคัญๆ ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น สำหรับตลาดหุ้นไทย บรรยากาศการลงทุนในระยะสั้นน่าจะปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากฤดูกาลเข้าซื้อกองทุน LTF (หรือที่เรียกว่า "December effect")

Top picks ไตรมาส 1/57 รายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับไตรมาสก่อนหน้าของเราแนะนำให้เน้นหุ้นที่มีแนวโน้มกำไรชัดเจน โดยหุ้น top picks ของเรามีปัจจัยกระตุ้นกำไรที่มีความสัมพันธ์กับแนวโน้มเศรษฐกิจต่างประเทศมากกว่าเศรษฐกิจในประเทศ เราเชื่อว่ากลยุทธ์นี้ยังคงใช้ได้ดี ดังนั้นเราจึงยังเก็บ BANPU และ CPF เอาไว้เป็นหุ้น top picks ในไตรมาส 1/57 และเลือก PTT เข้ามาแทนที่ PTTEP เพราะ Valuation น่าสนใจกว่า นอกจากนี้ เราคิดว่าได้เวลาเข้าซื้อหุ้น domestic plays ที่มีโครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่งแล้ว ด้วยเหตุนี้เราจึงเลือก BCH BGH และ CPALL เข้ามาเป็น top picks

- **BANPU** ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการลดต้นทุน; แนวโน้มราคากำหนดในระยะสั้นปรับตัวดีขึ้น
- **BCH** หุ้นที่มีราคาถูกที่สุดในกลุ่มการแพทย์; oversold เพราะผลการดำเนินงานได้รับผลกระทบระยะสั้นจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่; แนวโน้มอุตสาหกรรมยังสดใส
- **BGH** หุ้นตัวแทนกลุ่มการแพทย์; ราคาหุ้นลดลงมากเพราะความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันด้านต้นทุนระยะสั้นจากการเร่งขยายกิจการ; แนวโน้มอุตสาหกรรมยังสดใส
- **CPALL** ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และร้านค้าเงินสดและบริการตนเอง (cash & carry) เติบโตได้ดีกว่าร้านค้าปลีกรูปแบบอื่นๆ; การรีไฟแนนซ์หนี้จะช่วยให้นักลงทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน
- **CPF** ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในไตรมาส 3/56 แต่อัตรากำไรยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีกมากเมื่อเทียบกับสถิติในอดีต
- **PTT** ถูกเทขายอย่างหนักในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา; ถ้าไม่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากการผลิตรายไตรมาสในปี

1Q14 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
BANPU	Buy	29.00	36.0	27.6	13.7	18.7	13.8	-33.2	-27.0	36.1	1.0	1.0	0.9	7.3	5.1	6.9	6.2	3.4	3.4	6.4	10.6	7.9
BCH	Buy	6.25	9.0	46.6	17.1	25.3	19.5	35.3	-32.4	29.7	3.8	3.5	3.2	23.8	14.5	17.4	2.9	2.0	2.6	8.8	10.5	8.9
BGH	Buy	128.50	175.0	37.6	34.0	31.8	29.0	49.5	6.8	9.6	5.2	4.7	4.2	16.3	15.4	15.3	1.4	1.3	1.4	19.8	19.6	17.5
CPALL	Buy	42.00	52.0	26.0	34.3	33.3	26.8	41.1	3.1	24.3	14.0	13.4	11.0	45.1	41.0	45.1	2.1	2.1	2.2	19.8	24.2	14.9
CPF	Buy	27.00	35.0	34.4	50.8	998.1	14.3	-72.9	-94.9	6895.5	1.7	2.0	1.8	4.2	0.2	11.0	4.1	2.8	4.8	18.6	25.5	11.5
PTT	Buy	291.00	400.0	42.6	7.7	7.9	6.9	-3.2	-2.5	15.5	1.1	1.0	0.9	15.7	13.6	14.1	4.5	4.6	5.2	4.9	5.5	5.1
Average					21.6	25.3	20.8	17.2	(17.5)	25.1	3.3	3.1	2.8	15.8	11.7	13.2	3.5	2.2	2.5	11.7	13.6	11.4

Source: SCBS Investment Research

ประมาณการ GDP ของ
ประเทศเศรษฐกิจก้าวหน้า
โดยรวมไม่มีการ
เปลี่ยนแปลง...

...แต่ยังคงเห็นการปรับ
ลดประมาณการ GDP
ของประเทศเศรษฐกิจเกิด
ใหม่

ภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลก

ในรายงานประเมินแนวโน้มเศรษฐกิจโลก (World Economic Outlook) ฉบับล่าสุด (เดือน ต.ค.) กองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ปรับประมาณการอัตราเติบโตของ GDP โลกลดลง 0.3% ในปี 2556 และ 0.2% ในปี 2557 สู่ 2.9% และ 3.6% ตามลำดับ ขณะที่ประมาณการ GDP ของประเทศเศรษฐกิจก้าวหน้าโดยรวมไม่มีการเปลี่ยนแปลง ส่วนประมาณการ GDP ของประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ถูกปรับลดลง 0.5% ในปี 2556 และ 0.4% ในปี 2557

เมื่อแยกดูแต่ละประเทศ พบว่า IMF ปรับประมาณการ GDP ของประเทศอินเดียลดลงมากที่สุด (-1.8%) ตามด้วยเม็กซิโก (-1.7%) และ รัสเซีย (-1.0%) ในขณะที่ปรับประมาณการ GDP ของสหราชอาณาจักรเพิ่มขึ้นมากที่สุด (+0.5%) ตามด้วยฝรั่งเศส (+0.3%) และสเปน (+0.3%) สำหรับปี 2557 IMF ปรับประมาณการ GDP ของประเทศอินเดียลดลงมากที่สุดเช่นกัน (-1.1%) ตามด้วยบราซิล (-0.7%) และจีน (-0.4%) ในขณะที่ปรับประมาณการ GDP ของสหราชอาณาจักรเพิ่มขึ้นมากที่สุดที่ (+0.4%) ตามด้วยญี่ปุ่น (+0.4%) เยอรมนี (+0.1%) สเปน (+0.1%) และฝรั่งเศส (+0.1%)

Figure 1: ประมาณการ GDP โลก

	Real GDP growth				F'cast chg (ppt)	
	2011	2012	2013F	2014F	2013	2014
World Output 1/	3.9	3.2	2.9	3.6	-0.3	-0.2
Advanced Economies	1.7	1.5	1.2	2.0	0.0	0.0
United States	1.8	2.8	1.6	2.6	-0.1	-0.2
Euro Area	1.5	-0.6	-0.4	1.0	0.1	0.0
Germany	3.4	0.9	0.5	1.4	0.2	0.1
France	2	0.0	0.2	1.0	0.3	0.1
Italy	0.4	-2.4	-1.8	0.7	0	0
Spain	0.1	-1.6	-1.3	0.2	0.3	0.1
Japan	-0.6	2.0	2.0	1.2	-0.1	0.1
United Kingdom	1.1	0.2	1.4	1.9	0.5	0.4
Canada	2.5	1.7	1.6	2.2	-0.1	-0.1
Other Advanced Economies 2/	3.2	1.9	2.3	3.1	0	-0.2
Emerging Market and Developing Economies 3/	6.2	4.9	4.5	5.1	-0.5	-0.4
Central and Eastern Europe	5.4	1.4	2.3	2.7	0.2	-0.1
Commonwealth of Independent States	4.8	3.4	2.1	3.4	-0.7	-0.3
Russia	4.3	3.4	1.5	3.0	-1.0	-0.3
Excluding Russia	6.1	3.3	3.6	4.2	0.1	-0.1
Developing Asia	7.8	6.4	6.3	6.5	-0.6	-0.5
China	9.3	7.7	7.6	7.3	-0.2	-0.4
India 4/	6.3	3.2	3.8	5.1	-1.8	-1.1
ASEAN-5 5/	4.5	6.2	5.0	5.4	-0.6	-0.3
Latin America and the Caribbean	4.6	2.9	2.7	3.1	-0.3	-0.3
Brazil	2.7	0.9	2.5	2.5	0.0	-0.7
Mexico	4.0	3.6	1.2	3.0	-1.7	-0.2
Middle East, North Africa, Afghanistan, and Pakistan	3.9	4.6	2.3	3.6	-0.7	-0.1
Sub-Saharan Africa	5.5	4.9	5.0	6.0	-0.2	0.1
South Africa	3.5	2.5	2.0	2.9	0	0.0
Memorandum						
European Union	1.7	-0.3	0.0	1.3	0.2	0.1
Middle East and North Africa	3.9	4.6	2.1	3.8	-0.9	0.0
World Growth Based on Market Exchange Rates	2.9	2.6	2.3	3.0	-0.2	-0.2
World Trade Volume (goods and services)	6.1	2.7	2.9	4.9	-0.2	-0.4
Imports						
Advanced Economies	4.7	1.0	1.5	4.0	0.1	-0.2
Emerging Market and Developing Economies	8.8	5.5	5.0	5.9	-0.9	-1.4
Exports						
Advanced Economies	5.7	2.0	2.7	4.7	0.3	0.0
Emerging Market and Developing Economies	6.8	4.2	3.5	5.8	-0.7	-0.5

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during July 29-August 26, 2013. When economies are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size. The aggregated quarterly data are seasonally adjusted.

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

²U.S. data are subject to change pending completion of the release of the Bureau of Economic Analysis's Comprehensive Revision of the National Income and Product Accounts (NIPA). ³Excludes the G7 (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

⁴The quarterly estimates and projections account for approximately 80 percent of the emerging market and developing economies. ⁵For India, data and forecasts are presented on a fiscal year basis.

⁶Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, and Vietnam.

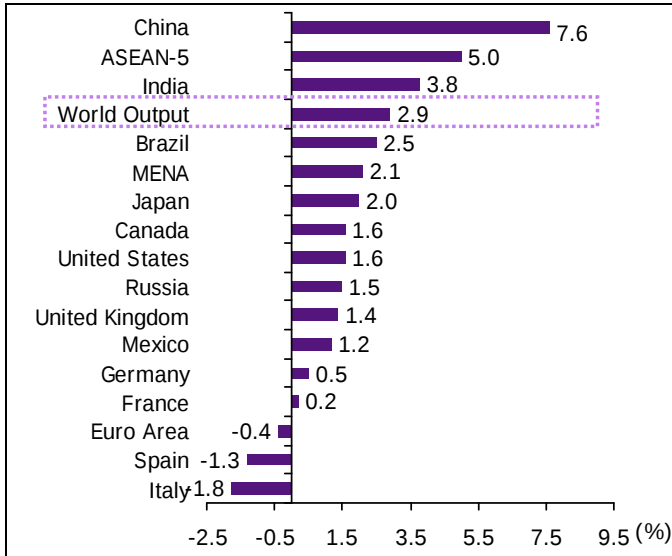
⁷Simple average of prices of U.K. Brent, Dubai Fateh, and West Texas Intermediate crude oil. The average price of oil in U.S. dollars a barrel was \$105.01 in 2012; the assumed price based on futures markets is \$104.49 in 2013 and \$101.35 in 2014.

⁸Six-month rate for the United States and Japan. Three-month rate for the euro area.

Source: IMF

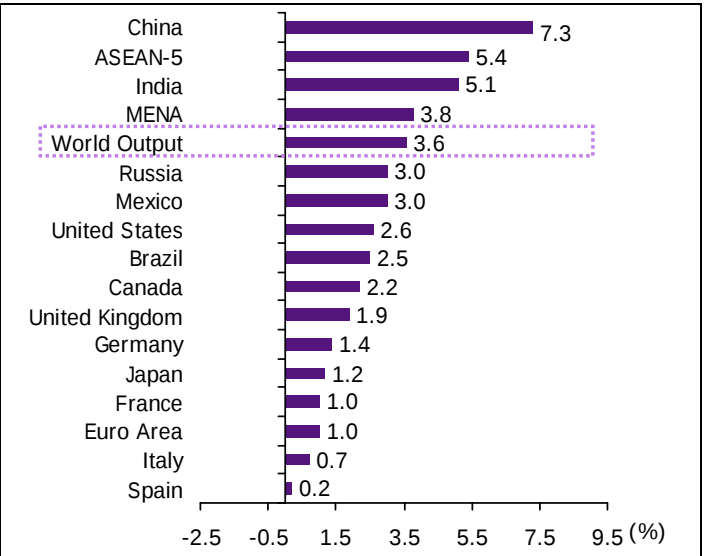
เศรษฐกิจโลกจะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงในปี 2556 เพราะจะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอิตาลี (-1.8%) และสเปน (-1.35%) ขณะที่เสาหลักเศรษฐกิจยุโรปอย่างเยอรมนีและฝรั่งเศส น่าจะสามารถเลี่ยงภาวะวิกฤตได้อย่างต่อเนื่องโดยคาดว่าเศรษฐกิจจะเติบโตเล็กน้อยที่ระดับ 0.5% และ 0.2% ตามลำดับ ขณะที่คาดว่าเศรษฐกิจของจีน อาเซียน-5 และอินเดียจะเติบโตได้ดีกว่าเศรษฐกิจโลกโดยรวมในปี 2556 ที่ 7.6% 5.0% และ 3.8% ตามลำดับ

Figure 2: อัตราเติบโต GDP ปี 2556



Source: IMF, SCBS Investment Research

Figure 3: อัตราเติบโต GDP ปี 2557



Source: IMF, SCBS Investment Research

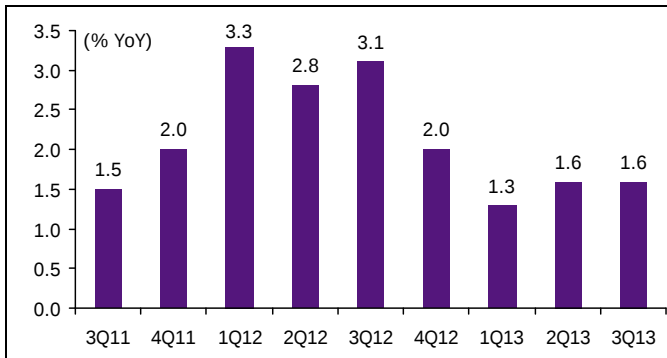
เมื่อเข้าสู่ปี 2557 เศรษฐกิจโลกน่าจะเติบโตแบบเร่งตัวขึ้น โดย IMF คาดว่าเศรษฐกิจโลกจะมีอัตราเติบโตเป็นบวก การเติบโตแบบเร่งตัวขึ้นในปี 2557 หลักๆ จะได้รับปัจจัยหนุนจากการปรับตัวลดลงของแรงกดดันจากการปรับลดการใช้จ่ายภาครัฐ (fiscal drag) ซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยหลักที่เป็นตัวกำหนดแนวโน้มเศรษฐกิจในปี 2556 ประเทศเศรษฐกิจก้าวหน้าส่วนใหญ่ (ไม่รวมญี่ปุ่น) จะได้ประโยชน์จากภาวะการคลังที่เป็นมิตรมากขึ้น เนื่องจากช่วงที่ปัญหาทางด้านการคลังเลวร้ายที่สุดน่าจะผ่านพ้นไปแล้ว ในทางกลับกัน แรงกดดันจากการปรับลดการใช้จ่ายภาครัฐ (fiscal drag) สำหรับประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่จะมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากรัฐบาลประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่จะต้องปรับปรุงสถานะทางการคลังเพิ่มขึ้น เพราะภาวะเศรษฐกิจในประเทศเหล่านี้ชะลอตัวลงโดยไม่ได้อาศัยการใช้จ่ายหลักๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งผลักดันให้ขาดดุลงบประมาณเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้แม้เศรษฐกิจของตลาดเกิดใหม่จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง แต่การเติบโตก็น่าจะอยู่ในระดับที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง โดยเศรษฐกิจของจีน อาเซียน-5 อินเดีย และกลุ่มประเทศ MENA จะเติบโตเร็วกว่าเศรษฐกิจโลกในปี 2557

เศรษฐกิจสหรัฐฯ

GDP ขยายตัวในอัตราเร่ง

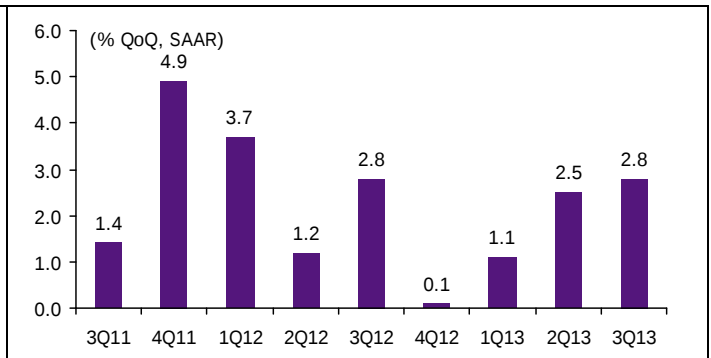
IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ของสหรัฐฯ ลดลง 0.1% สู่ 1.6% ในปี 2556 และลดลง 0.2% สู่ 2.6% ในปี 2557 GDP ที่แท้จริงประจำไตรมาส 3/56 (อิงกับ advance estimate) แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจขยายตัว 1.6% YoY ทรงตัวจาก 1.6% ในไตรมาส 2/56 ในขณะที่หากเทียบ QoQ ซึ่งใช้กันเป็นปกติมากกว่าพบว่า GDP ไตรมาส 3/56 ขยายตัว 2.8% (หลังปรับปัจจัยฤดูกาล หรือ SAAR) สูงกว่าตัวเลขที่ประเมินได้ครั้งแรกที่ 1.9% อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่ทำให้เศรษฐกิจขยายตัวมาจากการที่ภาคธุรกิจเพิ่มสต็อกสินค้าคงคลัง ซึ่งหากหักรายการดังกล่าวออกไป พบว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัว 2% ในไตรมาส 3/56 ลดลงจาก 2.5% (หลังปรับปัจจัยฤดูกาล หรือ SAAR) ในไตรมาส 2/56

Figure 4: GDP สหรัฐฯ รายไตรมาส (%YoY)



Source: Bureau of Economic Analysis

Figure 5: GDP สหรัฐฯ รายไตรมาส (SAAR)

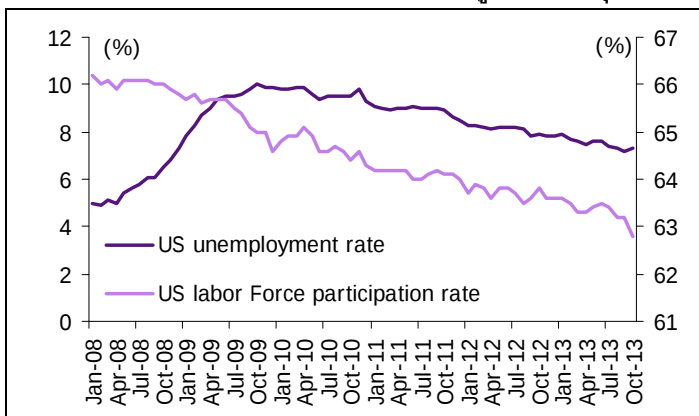


Source: Bureau of Economic Analysis

ผลกระทบของความไม่แน่นอนทางการคลังที่ส่งผลทำให้สหรัฐฯ ต้องปิดหน่วยงานราชการเป็นเวลา 16 วันในเดือน ต.ค. ประกอบกับผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจากแนวโน้มที่เฟดจะปรับลดวงเงินมาตรการ QE ในเดือน ก.ย. ปรากฏให้เห็นชัดเจนในข้อมูลเศรษฐกิจล่าสุดที่ปรับตัวแยลง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคเบื้องต้นสำหรับเดือน พ.ย. ปรับตัวลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 โดยล่าสุดอยู่ที่ 72.0 ลดลงจาก 73.2 ในเดือน ต.ค. และต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2554 นอกจากนี้การออมภาคครัวเรือนก็เพิ่มขึ้นสู่ 4.9% ในเดือน ก.ย. จาก 4.7% ในเดือนก่อนหน้า เนื่องจากภาคครัวเรือนออมเงินเพิ่มมากขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนทางการคลัง อย่างไรก็ตาม ยอดค้าปลีกล่าสุดพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.4% MoM ในเดือน ต.ค. หลังจากอยู่ในระดับทรงตัวในเดือนก่อนหน้านี้ ช่วยคลายความกังวลเกี่ยวกับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคก่อนเข้าสู่เทศกาลวันหยุด

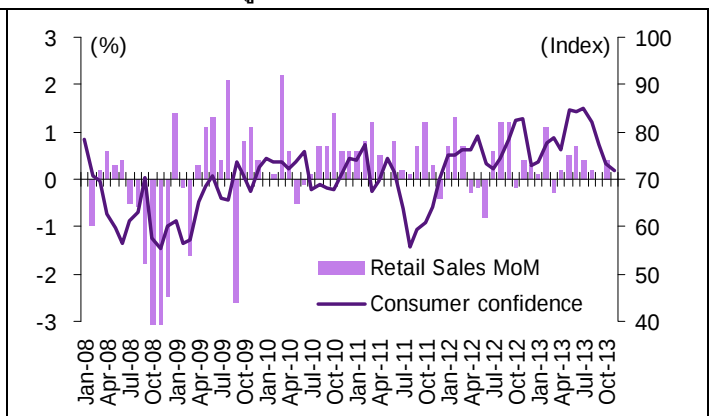
ข้อมูลจ้างงานสหรัฐฯ ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน รายงานการจ้างงานของภาคเอกชนชี้ให้เห็นว่าภาคเอกชนจ้างงานเพิ่ม 204,000 ตำแหน่งในเดือน ต.ค. จาก 163,000 ตำแหน่งในเดือนก่อนหน้า ในทางกลับกัน การสำรวจภาคครัวเรือนพบว่า การจ้างงานมีการเปลี่ยนแปลงสุทธิ -725,000 ตำแหน่งในเดือน ต.ค. ลดลงอย่างมากจาก +133,000 ตำแหน่งในเดือนก่อนหน้า ซึ่งเป็นผลมาจากการปิดหน่วยงานราชการ ในขณะเดียวกัน อัตราการว่างงานก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ระดับ 7.3% ในเดือน ต.ค. จาก 7.2% ในเดือน ก.ย. ทั้งนี้ประเด็นอย่างหนึ่งที่น่าเป็นห่วงเป็นพิเศษซึ่งขยับขึ้นมาอยู่ในแถวหน้าในระยะหลังนี้ คือ อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงาน (labor force participation rate) ซึ่งวัดจากจำนวนผู้มีงานทำหรือหางานทำนั้นปรับตัวลดลงอย่างมาก โดยอัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานทั้งหมดปรับตัวลดลงทำจุดต่ำสุดใหม่ที่ 62.8% ณ เดือน ต.ค. สำนักงานสถิติแรงงานสหรัฐฯ อ้างว่าสาเหตุเกิดจากแนวโน้มประชากรและแรงงานที่ถูกบั่นทอนกำลังใจ (discouraged worker) เลิกล้มความตั้งใจที่จะหางานทำถูกตัดออกจากกำลังแรงงานทั้งหมด

Figure 6: อัตราการมีส่วนร่วมในกำลังแรงงานอยู่ในระดับต่ำสุด



Source: Bureau of Labor Statistics

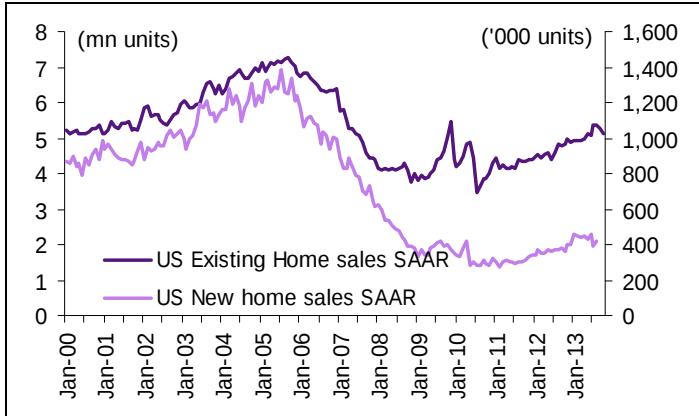
Figure 7: ความเชื่อมั่นผู้บริโภคลดลง



Source: US Census Bureau, University of Michigan

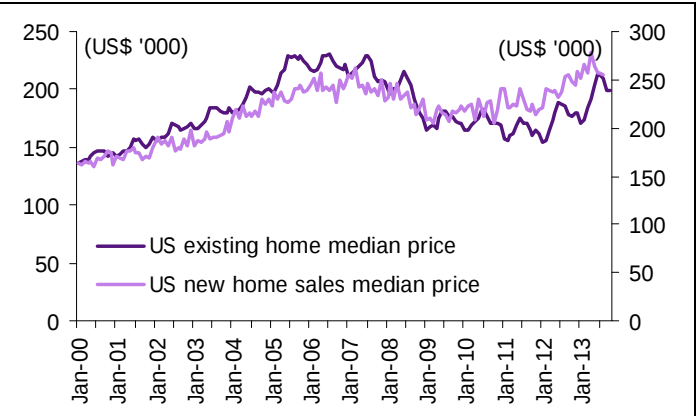
ในด้านตลาดที่อยู่อาศัย ยอดขายบ้านมือสองปรับตัวลดลงสู่จำนวน 5.12 ล้านหลังในเดือน ต.ค. ลดลง 3.2% จากเดือน ก.ย. แม้ยอดขายบ้านใหม่ในเดือน ส.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 7.9% MoM สู่จำนวน 421,000 หลัง แต่ก็ยังอยู่ใกล้กับระดับต่ำสุดของปีนี้ ราคาถาวรบ้านมือสองในเดือน ต.ค. ขยับขึ้นมาเล็กน้อย แต่ราคาบ้านใหม่ในเดือน ส.ค. ปรับตัวลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่สามแล้ว

Figure 8: ยอดขายบ้านชะลอตัว



Source: National Association of Realtors, US Census Bureau

Figure 9: ราคาบ้านในสหรัฐฯ ลดลงอย่างต่อเนื่อง



Source: National Association of Realtors, US Census Bureau

สหรัฐฯ มาถึงจุดเปลี่ยนและจะยังคงมีเหตุการณ์สำคัญที่ต้องเฝ้าติดตามเมื่อเข้าสู่ไตรมาส 1/57 โดยมีเหตุการณ์ 2 เหตุการณ์รออยู่ เหตุการณ์แรก คือ การเปลี่ยนแปลงประธานเฟดซึ่งจะเป็นผู้กำหนดทิศทางนโยบาย นายเบน เบอร์นันเก้ จะหมดวาระการดำรงตำแหน่งประธานเฟดในวันที่ 31 ม.ค. 2557 และนางเจเน็ต เยลเลน รองประธานเฟดในปัจจุบัน ก็จะเข้ามาดำรงตำแหน่งประธานเฟดแทน แนวคิดสนับสนุนการใช้เครื่องมือกระตุ้นเศรษฐกิจของนางเยลเลนน่าจะทำให้นักลงทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับการปรับลดวงเงินมาตรการ QE3 เร็วขึ้น อย่างไรก็ตาม เราได้เคยกล่าวไว้ในรายงานฉบับก่อนหน้านี้ว่า การปรับลดวงเงินมาตรการ QE3 เป็นเหตุการณ์ที่แค่จะต้องติดตามดูว่าจะเกิดขึ้นเมื่อใด (ไม่ใช่ว่าจะเกิดขึ้นหรือไม่) และนโยบายการเงินของสหรัฐฯ ก็มีแนวโน้มที่จะมาถึงจุดเปลี่ยน เนื่องจากเฟดมีแผนที่จะยุติการใช้มาตรการ QE การตรวจสอบครั้งล่าสุดในตลาดพบว่าการคาดการณ์กันว่าการปรับลดวงเงินมาตรการ QE3 จะเริ่มขึ้นตอนปลายไตรมาส 1/57

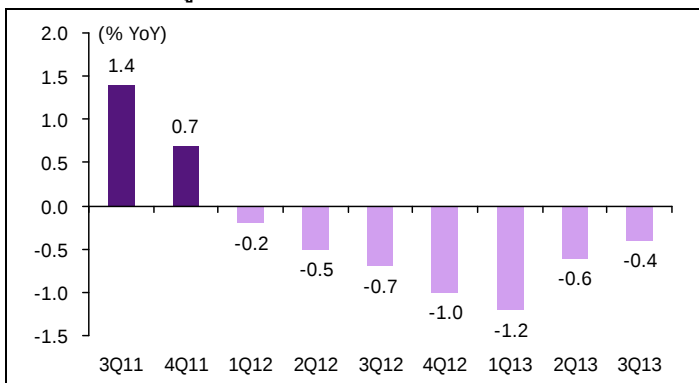
เหตุการณ์ที่สอง คือ การเจรจาขยายเพดานหนี้จะมีขึ้นอีกครั้งเมื่อกฎหมายจัดสรรงบประมาณและขยายเพดานหนี้ที่สภากรองเห็นชอบในเดือน ต.ค. สิ้นสุดลงในวันที่ 7 ก.พ. 2557 ศูนย์นโยบายร่วมของพรรคเดโมแครตและรีพับลิกัน (Bipartisan Policy Center) รายงานว่า กระทรวงการคลังสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะใช้มาตรการพิเศษจนหมดไม่เกินกลางเดือน มี.ค. ทั้งนี้ยังมีการประเมินผลกระทบของการปิดหน่วยงานราชการครั้งนี้อย่างเป็นทางการ อย่างไรก็ดี ตามรายงานที่จัดทำโดย Congressional Research Service ที่ประเมินโดยหน่วยงานภายนอกระบุว่า การปิดหน่วยงานราชการเป็นเวลา 1 สัปดาห์ จะส่งผลกระทบทำให้ GDP ลดลงไม่ต่ำกว่า 0.1% การปิดหน่วยงานราชการในเดือน ต.ค. น่าจะเป็นสาเหตุทำให้ลูกจ้างหน่วยงานรัฐถูกพักงานอย่างน้อย 800,000 คน ดังนั้นความขัดแย้งเกี่ยวกับการเพิ่มเพดานหนี้จะทำให้ความไม่แน่นอนในตลาดสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น

ยูโรโซน

GDP ขยายตัวติดต่อกัน 2 ไตรมาส เมื่อเทียบเป็นรายไตรมาส

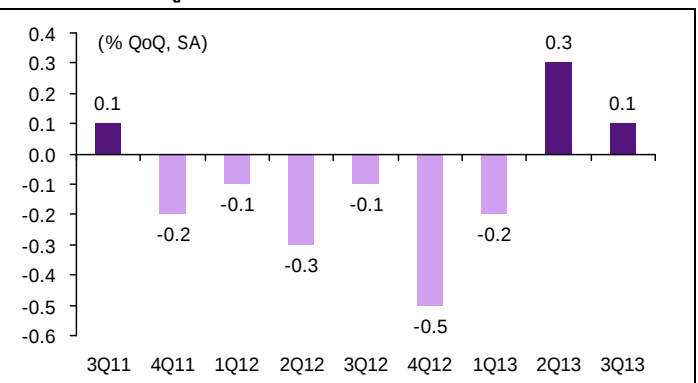
IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ของยูโรโซนเพิ่มขึ้น 0.1% สู่ -0.4% ในปี 2556 และคงประมาณการอัตราเติบโต GDP ในปี 2557 ไว้ที่ 1.0% การปรับเพิ่มประมาณการส่วนใหญ่ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นของประเทศหลักๆ ในยุโรป ในขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศรอยขอบยุโรปยังอ่อนแอ ประเทศหลักๆ ในยุโรปที่ถูกปรับประมาณการ GDP เพิ่มขึ้น คือ เยอรมนีที่ 0.2% ฝรั่งเศส 0.3% และสเปน 0.3% และจากการประเมินเบื้องต้นพบว่า เศรษฐกิจยูโรโซนหดตัวลง 0.4% YoY ในไตรมาส 3/56 ดีขึ้นเล็กน้อยจาก -0.6% YoY ในไตรมาส 2/56 แม้เมื่อเทียบเป็นรายไตรมาส อัตราเติบโตของ GDP ในไตรมาส 3/56 จะลดลงสู่ -0.1% QoQ หลังจากเติบโต 0.3% QoQ ในไตรมาส 2/56 แต่อัตราเติบโตก็ยังคงเป็นบวก ดังนั้นจึงส่งสัญญาณที่เป็นบวกมากขึ้นว่าเศรษฐกิจยูโรโซนกำลังเริ่มมีเสถียรภาพ

Figure 10: GDP ยูโรโซนรายไตรมาส (%YoY)



Source: Eurostat

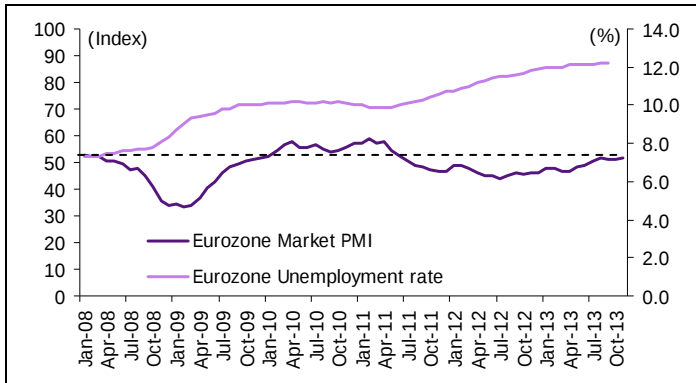
Figure 11: GDP ยูโรโซนรายไตรมาส (%QoQ, SA)



Source: Eurostat

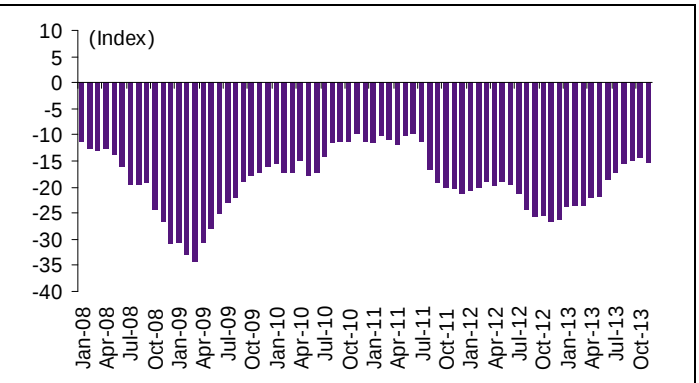
แม้เศรษฐกิจของประเทศหลักๆ ในยุโรปแสดงสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อย แต่เครื่องชี้เศรษฐกิจล่าสุดแสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจยุโรปยังคงเปราะบาง ดัชนี PMI ภาคการผลิตเบื้องต้นสำหรับเดือน พ.ย. ของกลุ่มยูโรโซนปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 51.5 จาก 51.3 ในเดือน ต.ค. (สูงกว่าระดับ 50 สะท้อนเศรษฐกิจขยายตัว) และเป็นระดับที่สูงที่สุดในรอบกว่า 2 ปี อย่างไรก็ตาม ดัชนี PMI ภาคบริการของยูโรโซนปรับตัวลดลงสู่ 50.9 จาก 51.6 ในช่วงเดียวกัน ในขณะที่ความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงสู่ระดับ -15.4 ในเดือน พ.ย. จาก 14.5 ในเดือนก่อนหน้า สิ้นสุดการปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกันนาน 10 เดือน (ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคมีค่าตั้งแต่ -100 ถึง 100 โดย -100 = ขาดความเชื่อมั่นอย่างมาก, 0 = ระดับกลาง, และ 100 = ความเชื่อมั่นสูงสุด) นอกจากนี้ตลาดจ้างงานในยูโรโซนก็ยังค่อนข้างอ่อนแอ โดยอัตราการว่างงานยังอยู่ในระดับสูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ที่ 12.2% ในเดือน ก.ย.

Figure 12: อัตราการว่างงานและดัชนี PMI ยูโรโซน



Source: Eurostat

Figure 13: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคยูโรโซนยังอยู่ในระดับต่ำ



Source: European Commission

นอกจากนี้แรงกดดันด้านเงินเฟ้อก็ยังมียังน้อยมาก ทำให้มีความเสี่ยงสูงขึ้นที่จะเกิดภาวะเงินฝืดในยูโรโซน สำหรับดัชนี Harmonized Index of Consumer Prices (HICP) ซึ่งคำนวณตามมาตรฐานเงินเฟ้อของธนาคารกลางยุโรป (ECB) นั้น ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.7% YoY ในเดือน ต.ค. ต่ำกว่าเป้าหมายเงินเฟ้อที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) วางไว้ที่ 2.0% อย่างมาก ดังนั้นในความพยายามล่าสุดเพื่อป้องกันความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะเงินฝืดในยูโรโซน ECB จึงสร้างเซอร์ไพรส์ตลาดด้วยการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงจาก 0.5% สู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 0.25%

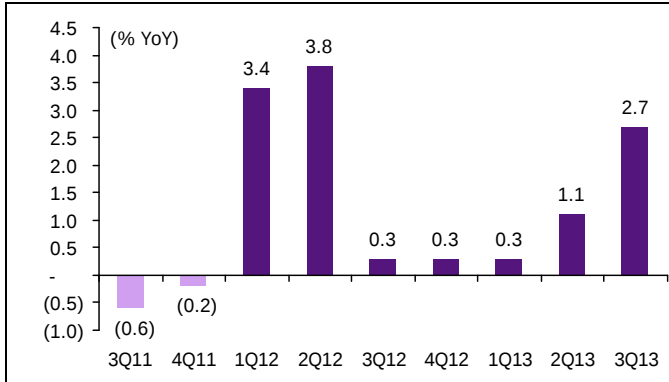
เศรษฐกิจของประเทศหลักๆ ในยุโรปน่าจะเติบโตเพิ่มขึ้นแต่อย่างช้าๆ เมื่อเข้าสู่ไตรมาส 1/57 เพราะช่วงที่มีการใช้มาตรการคุมเข้มการคลังเลวร้ายที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว สัญญาณบวกล่าสุดเกิดจากไอร์แลนด์ โดยไอร์แลนด์ประกาศว่าจะหยุดขอความช่วยเหลือเงินกู้ตั้งแต่กลางเดือน ธ.ค. อย่างไรก็ตาม ยังมีอีกหลายสิ่งหลายอย่างที่จำเป็นต้องทำให้แล้วเสร็จ จุดสนใจที่สำคัญต่อไปจะอยู่ที่การจัดตั้งสหภาพธนาคารยุโรปให้แล้วเสร็จภายในสิ้นปีนี้ โดยล่าสุด ผู้นำสหภาพยุโรปเห็นชอบให้ ECB มีอำนาจกำกับดูแลธนาคารขนาดใหญ่สุด 130 แห่งของยูโรโซน เริ่มตั้งแต่เดือน พ.ย. 2557 และล่าสุดรัฐมนตรีคลังก็เห็นชอบให้กองทุน ESM ยูโรโซนเป็นตัวช่วยโดยอนุญาตให้กองทุน ESM เข้าซื้อหุ้นธนาคารที่ได้รับความช่วยเหลือจากรัฐบาลและนักลงทุนต่ำกว่าที่ตั้งเป้าไว้

ญี่ปุ่น

IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ปี 2556 ของญี่ปุ่นลดลง 0.1% สู่ 2% ญี่ปุ่นแตกต่างจากประเทศที่เศรษฐกิจก้าวหน้าประเทศอื่นๆ ตรงที่จะเดินหน้าใช้นโยบายการคลังที่เข้มงวดขึ้นในปี 2557 ดังนั้นคาดว่าอัตราเติบโตของ GDP จะชะลอตัวลงมาอยู่ที่ 1.2% ในปี 2557 GDP ไตรมาส 3/56 แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจขยายตัว 2.7% YoY จาก 1.1% ในไตรมาส 2/56 แต่หากเปรียบเทียบเป็นรายไตรมาส พบว่า GDP ขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงที่ 0.5% QoQ สูงกว่าระดับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 0.4% อยู่เล็กน้อย แต่ลดลงจาก 0.9% ในไตรมาส 2/56 ทั้งนี้แม้อัตราเติบโตชะลอตัวลง แต่เศรษฐกิจของญี่ปุ่นก็เติบโตติดต่อกันเป็นไตรมาสที่ 4 แล้ว

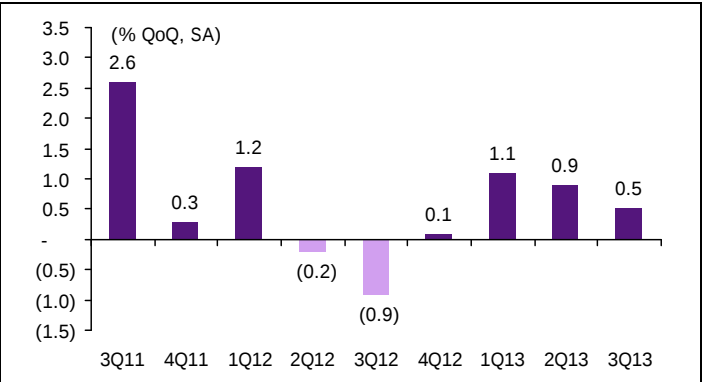
นโยบายอนุสามาถของ
นายอาเบะดูเหมือนจะใช้
ได้ผล

Figure 14: GDP ญี่ปุ่นรายไตรมาส (%YoY)



Source: Economic and Social Research Institute Japan

Figure 15: GDP ญี่ปุ่นรายไตรมาส (%QoQ, SA)

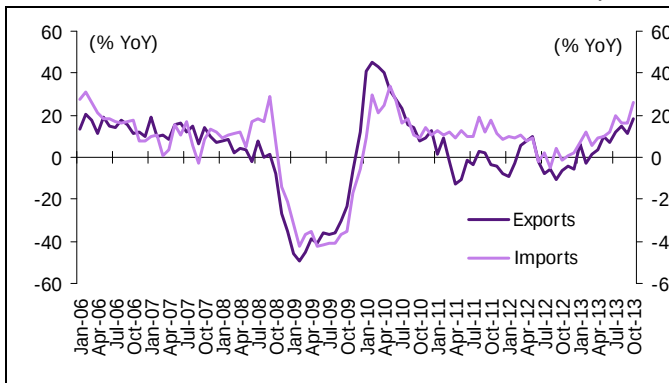


Source: Economic and Social Research Institute Japan

แม้เศรษฐกิจจะชะลอตัวลงในไตรมาส 3/56 แต่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในอนาคต เพราะเครื่องชี้เศรษฐกิจในระยะหลังนี้แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้นให้เห็นแล้ว ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในเดือน ก.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 10.6% จาก -11.2% ในเดือน ส.ค. นอกจากนี้การส่งออกในเดือน ต.ค. ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก เพราะสหรัฐฯ มีความต้องการซื้อรถยนต์จำนวนมาก โดยการส่งออกขยายตัว 18.6% YoY ในเดือน ต.ค. จาก 11.5% ในเดือน ก.ย. อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการนำเข้าในเดือน ต.ค. ก็ขยายตัวถึง 26.1% YoY จาก 16.5% ในเดือน ก.ย. เพราะต้นทุนการนำเข้าเชื้อเพลิงสูงขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากการปิดโรงไฟฟ้านิวเคลียร์ของญี่ปุ่นเมื่อไม่นานนี้ ทำให้ญี่ปุ่นรายงานขาดดุลการค้าติดต่อกันเป็นเดือนที่ 16 แล้ว นอกจากนี้ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคก็ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ระดับ 41.2 ในเดือน ต.ค. โดยมีสาเหตุมาจากการกังวลเกี่ยวกับการขึ้นภาษีการบริโภค

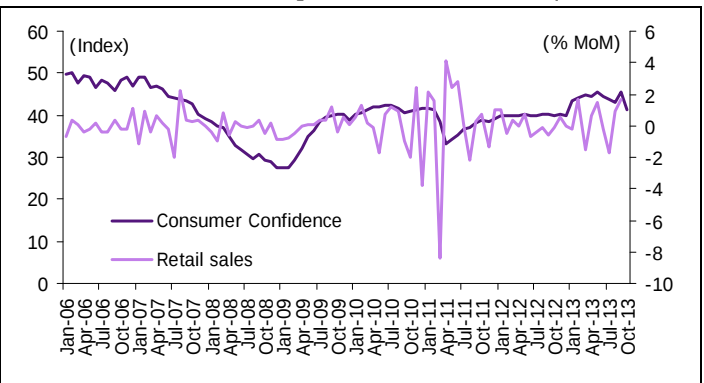
ในไตรมาส 1/57 เศรษฐกิจของญี่ปุ่นน่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้นก่อนที่จะชะลอตัวลงในเวลาต่อมา โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการใช้จ่ายของผู้บริโภคก่อนที่การขึ้นภาษีการบริโภคซึ่งจะมีผลบังคับใช้ในเดือน เม.ย. ข้อมูลยอดขายปลีกกลาสติกก็แสดงสัญญาณการอุปโภคบริโภคส่วนบุคคลปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยยอดขายปลีกเดือน ก.ย. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.7% MoM จาก 0.9% ในเดือนก่อนหน้า ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.1% YoY ในเดือน ก.ย. จาก 0.9% ในเดือน ส.ค. นอกจากนี้ในเดือน ธ.ค. รัฐบาลของนายอาเบะก็จะแถลงรายละเอียดสุดท้ายของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงิน 5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะช่วยให้ sentiment ตลาดปรับตัวดีขึ้น และเศรษฐกิจเติบโตในอนาคต

Figure 16: อัตราการเติบโตของการส่งออกและการนำเข้าญี่ปุ่น



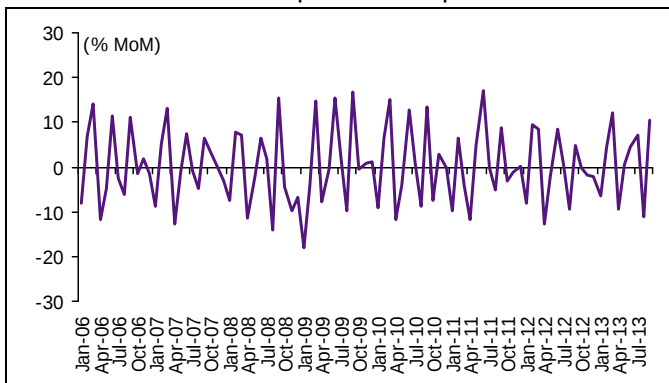
Source: Ministry Japan of Finance

Figure 17: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคและยอดขายปลีกญี่ปุ่น



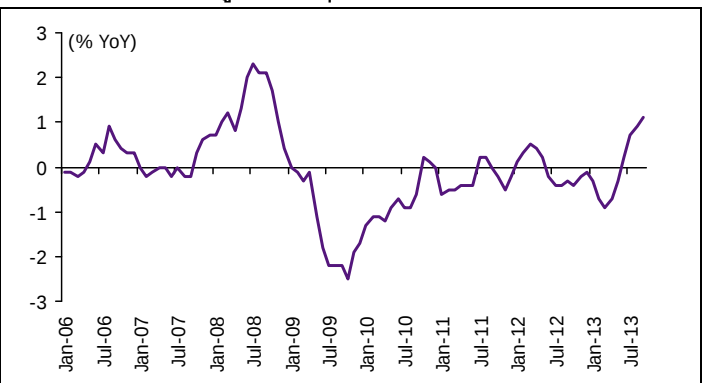
Source: Economics & Social Research Institute, Ministry of Economy Trade and Industry

Figure 18: ดัชนีผลผลิตภาคอุตสาหกรรมญี่ปุ่น



Source: Ministry of Economy Trade & Industry Japan

Figure 19: ดัชนีราคาผู้บริโภคญี่ปุ่น



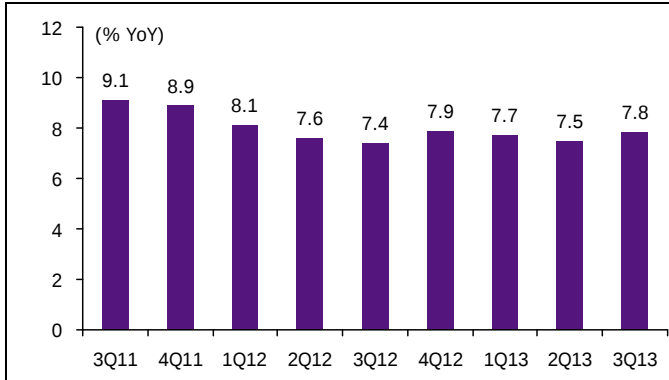
Source: Ministry of Internal Affairs & communications

จีน

ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว
เล็กน้อย ดูเหมือนจะอยู่ใน
ระดับที่จัดการได้

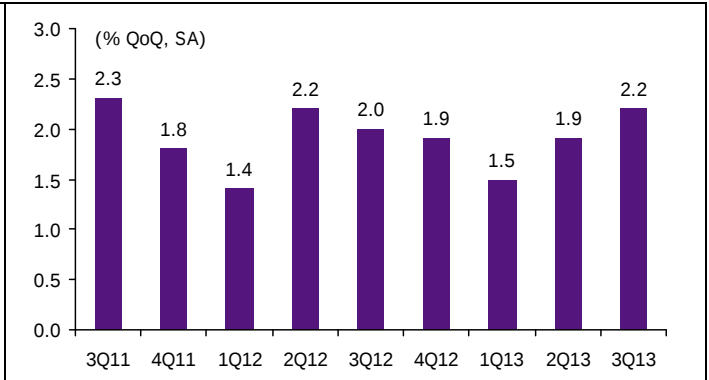
IMF ปรับประมาณการอัตราเติบโต GDP ของจีนลดลง 0.2% สู่ 7.6% ในปี 2556 และลดลง 0.4% สู่ 7.3% ในปี 2557 เพื่อสะท้อนการเติบโตที่ชะลอตัวลง เนื่องจากจีนกำลังเดินหน้าในการปรับสมดุลเศรษฐกิจ ล่าสุดจีนรายงาน GDP ไตรมาส 3/56 ขยายตัวในอัตราเร่งที่ 7.8% YoY สูงกว่า 7.5% ในไตรมาส 2/56 ในขณะที่หากดูเทียบเป็นรายไตรมาส พบว่า GDP ขยายตัว 2.2% ในไตรมาส 3/56 จาก 1.9% ในไตรมาส 2/56

Figure 20: GDP จีนรายไตรมาส (%YoY)



Source: National Bureau of Statistics

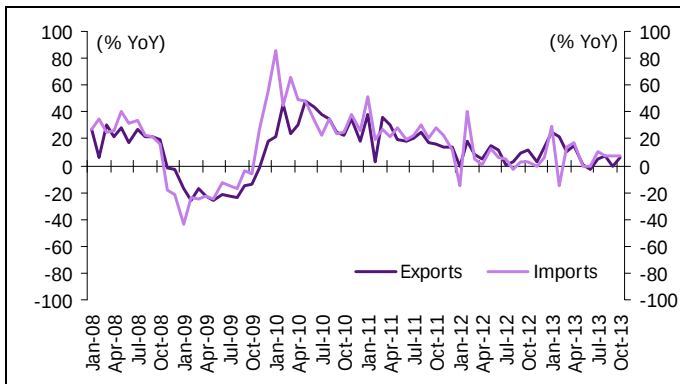
Figure 21: GDP จีนรายไตรมาส (%QoQ, SA)



Source: National Bureau of Statistics

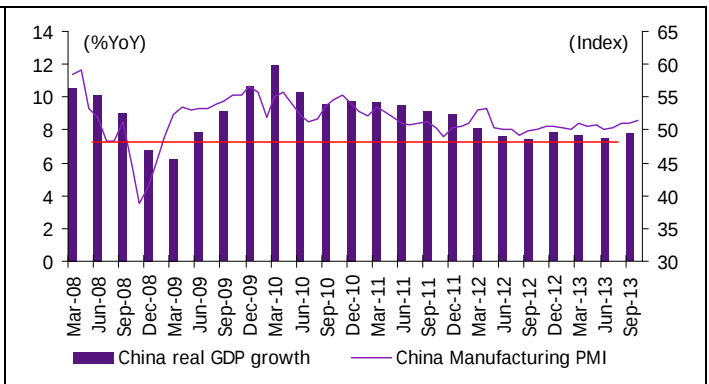
การเติบโตของเศรษฐกิจจีนในระยะหลังนี้ได้รับปัจจัยหนุนจากข้อมูลเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ยกตัวอย่างเช่น ยอดค้าปลีกเดือน ต.ค. ขยายตัว 13.3% YoY แต่ทรงตัวจากเดือน ก.ย. ในขณะที่เดียวกัน การส่งออกก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5.6% YoY ในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นจาก -0.3% ในเดือนก่อนหน้า ดัชนี PMI ภาคการผลิตของจีนก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 51.4 ในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้นจาก 51.1 ในเดือนก่อนหน้า และเป็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นติดต่อกันเป็นเดือนที่ 4 แล้ว

Figure 22: อัตราเติบโตของการส่งออกและการนำเข้าจีน



Source: National Bureau of Statistics

Figure 23: Real GDP และ PMI ภาคการผลิตของจีน



Source: CFLP

เดินหน้าพบปฏิรูป
เศรษฐกิจ

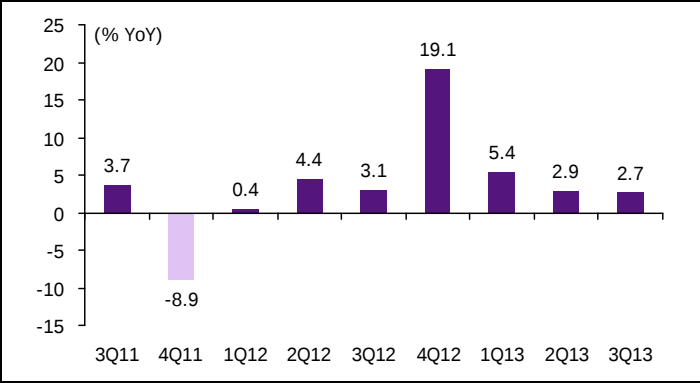
การประชุมคณะกรรมการกลางพรรคคอมมิวนิสต์จีน (Central Committee of the Communist Party of China) ครั้งที่ 18 เป็นเวลา 4 วันในเดือน พ.ย. ไม่ได้มีการประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ แต่มีการประกาศร่างพิมพ์เขียวปฏิรูปประเทศมากกว่า 300 แผน ซึ่งตอกย้ำให้เห็นถึงความตั้งใจของจีนที่ต้องการปฏิรูปประเทศอย่างจริงจังในระยะกลาง-ยาว แผนปฏิรูปเศรษฐกิจที่สำคัญๆ หลายแผนที่ระบุไว้ในร่างพิมพ์เขียวดังกล่าว ได้แก่ การผ่อนปรนนโยบายลูกคนเดียว การปฏิรูปแรงงาน และสิทธิครอบครองที่ดิน รวมถึงการเดินหน้าเปิดเสรีตลาดการเงิน โดยการปฏิรูปตลาดการเงินมีแผนการจัดตั้งระบบประกันเงินฝากภายในต้นปี 2557 รวมอยู่ด้วย ในขณะเดียวกัน พรรคคอมมิวนิสต์จีนก็กล่าวว่าย่เกี่ยวกับรัฐวิสาหกิจว่าจะยังคงเป็นโครงสร้างหลักของเศรษฐกิจจีนต่อไป อย่างไรก็ตาม ภาคเอกชนก็จะได้รับการสนับสนุนให้บทบาทต่อเศรษฐกิจมากขึ้น นอกจากนี้ การประชุมสภาประชาชนจีนเต็มคณะครั้งที่ 12 ก็จะมีขึ้นในเดือน มี.ค. การประชุมครั้งนี้คาดว่าจะมีการเปิดเผยรายละเอียดเกี่ยวกับทิศทางของประเทศจีนเพิ่มมากขึ้น

GDP ไตรมาส 3/56 ของไทยเติบโตต่ำกว่าตลาดคาด แต่หยุดหดตัวลงเมื่อเทียบกับ QoQ แล้ว

เศรษฐกิจไทย

GDP ไตรมาส 3/56 ของประเทศไทยเติบโต 2.7% YoY ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ติดต่อกันเป็นไตรมาสที่สาม และชะลอตัวลงต่อเนื่องจากที่เติบโต 2.9% YoY ในไตรมาส 2/56 นอกจากนี้สภาพัฒน์ฯ ก็ปรับปรุงอัตราการขยายตัวของ GDP ไตรมาส 2/56 ใหม่จาก -0.3% เป็น 0.0% ส่งผลทำให้ประเทศไทยหลุดพ้นจาก “ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทางเทคนิค” GDP ไตรมาส 3/56 ขยายตัว 1.3% QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากบริการเกี่ยวกับการท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงที่ 1.2% YoY ในไตรมาส 3/56 จาก 2.5% YoY ในไตรมาส 2/56 ในขณะที่การลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐหดตัวลง -3.3% YoY และ -5.7% YoY ตามลำดับ หลังจากเติบโตในไตรมาสก่อนหน้า การส่งออกในช่วง 3 ไตรมาสแรกยังขยายตัวในระดับต่ำที่ 0.2% YoY

Figure 24: GDP ไทยรายไตรมาส (%YoY)

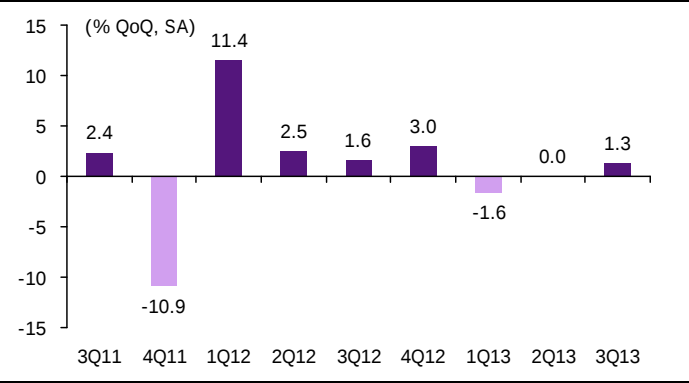


Source: NESDB

รพท.สร้างความประหลาดใจแก่ตลาดด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ 0.25%

SCB EIC คาด GDP โต 3.4% ในปี 2556 และ 4.5% ในปี 2557

Figure 25: GDP ไทยรายไตรมาส (%QoQ, SA)



Source: NESDB

รายงานเศรษฐกิจล่าสุดแสดงสัญญาณภาวะเศรษฐกิจไทยปรับตัวแย่ลง การส่งออกลดลงต่อเนื่อง โดยการส่งออกเดือน ต.ค. ลดลง 0.7% จาก -7% ในเดือน ก.ย. ลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่สอง อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังอยู่ในระดับต่ำที่ 0.7% YoY ในเดือน ต.ค. ขยับขึ้นมาเล็กน้อยจาก 0.6% YoY ในเดือน ก.ย. แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำกว่า 1% มาตั้งแต่เดือน เม.ย. สะท้อนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลง สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองจะเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อระบบเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อสถานการณ์รุนแรงมากขึ้น โดยล่าสุดกลุ่มผู้ชุมนุมได้ประกาศแผนจัดตั้ง “สภาประชาชน” และปรับกลยุทธ์เป็นการชุมนุมระยะยาว ซึ่งจะสร้างความเสี่ยงเพิ่มเติมต่อเศรษฐกิจไทยและอาจจะส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยด้วย นอกจากนี้กลุ่มผู้ชุมนุมต่อต้านรัฐบาลก็เข้ายึดกระทรวงหลายกระทรวงด้วยกัน และออกแถลงการณ์ว่าจะเข้ายึดหน่วยงานราชการเพิ่มเติมอีก ซึ่งหมายความว่า การใช้จ่ายภาครัฐและแผนลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอาจจะล่าช้าออกไปอีก ประเด็นทั้งหมดเหล่านี้รวมกันกระตุ้นให้ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สร้างความประหลาดใจแก่ตลาดด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% สู่ 2.25% เมื่อวันที่ 27 พ.ย. เพื่อกระตุ้นการขยายตัวของเศรษฐกิจ

แม้ SCB EIC (ศูนย์วิจัยเศรษฐกิจและธุรกิจของธนาคารไทยพาณิชย์) คงประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2556 ของประเทศไทยไว้ที่ 3.4% แต่จะปรับประมาณการตัวเลขเศรษฐกิจสำคัญๆ ในอีกไม่กี่สัปดาห์ข้างหน้าเพื่อสะท้อนการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย และการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐที่ต่ำกว่าคาด ทั้งนี้เมื่อใช้ประมาณการปัจจุบันเป็นตัวอ้างอิง SCB EIC คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวในอัตราเร่งที่ 4.5% ในปี 2557 โดยการส่งออกที่เป็นปัจจัยสนับสนุนสำคัญ มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นภายในสิ้นปี 2556 และขยายตัว 8% ในปีหน้า ปัจจัยอีกอย่างหนึ่งที่จะช่วยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจจะมาจากการลงทุนในโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน (สันนิษฐานว่า พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาทผ่านออกมาเป็นกฎหมาย) โดยรัฐบาลจะอัดฉีดเงิน 4.76 แสนล้านบาทเข้าสู่ระบบทันทีที่ พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาทผ่านเป็นกฎหมายและเปิดประมูลโครงการต่างๆ ในด้านตลาดการเงิน ล่าสุด SCB EIC มองว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะยังอยู่ที่ระดับ 2.25% ไปจนถึงสิ้นปีนี้ และสิ้นปี 2557 จะอยู่ที่ 2.50% สำหรับอัตราแลกเปลี่ยน SCB EIC มองว่าอัตราแลกเปลี่ยนจะอยู่ที่ 31 บาท/ดอลลาร์สหรัฐในช่วงที่เหลือของปี 2556 และ 31-32 บาท/ดอลลาร์สหรัฐในปีหน้า

Figure 26: ประมาณการเศรษฐกิจไทย

Indicators	Unit	Actual				SCB EIC forecast		
		2012	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	2013	2014
Economic Growth (GDP)	%YoY	6.4	5.4	2.8	2.7	2.6	3.4	4.5
Headline Inflation	%YoY	3.0	3.1	2.3	1.7	1.6	2.2	2.5
Core Inflation	%YoY	2.1	1.5	1.0	0.7	0.8	1.0	1.4
Policy Rate (RP-1D) (end of period)	%p.a.	2.75	2.75	2.50	2.50	2.25	2.25	2.50
THB/USD (end of period)	THB/USD	30.6	29.3	31.0	31.2	31.0	31.0	31-32

Source: SCB EIC

ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน

ปรับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรบริษัทจดทะเบียนลดลงอีกครั้งสู่ 12% ในปี 2556 และ 16% ในปี 2557

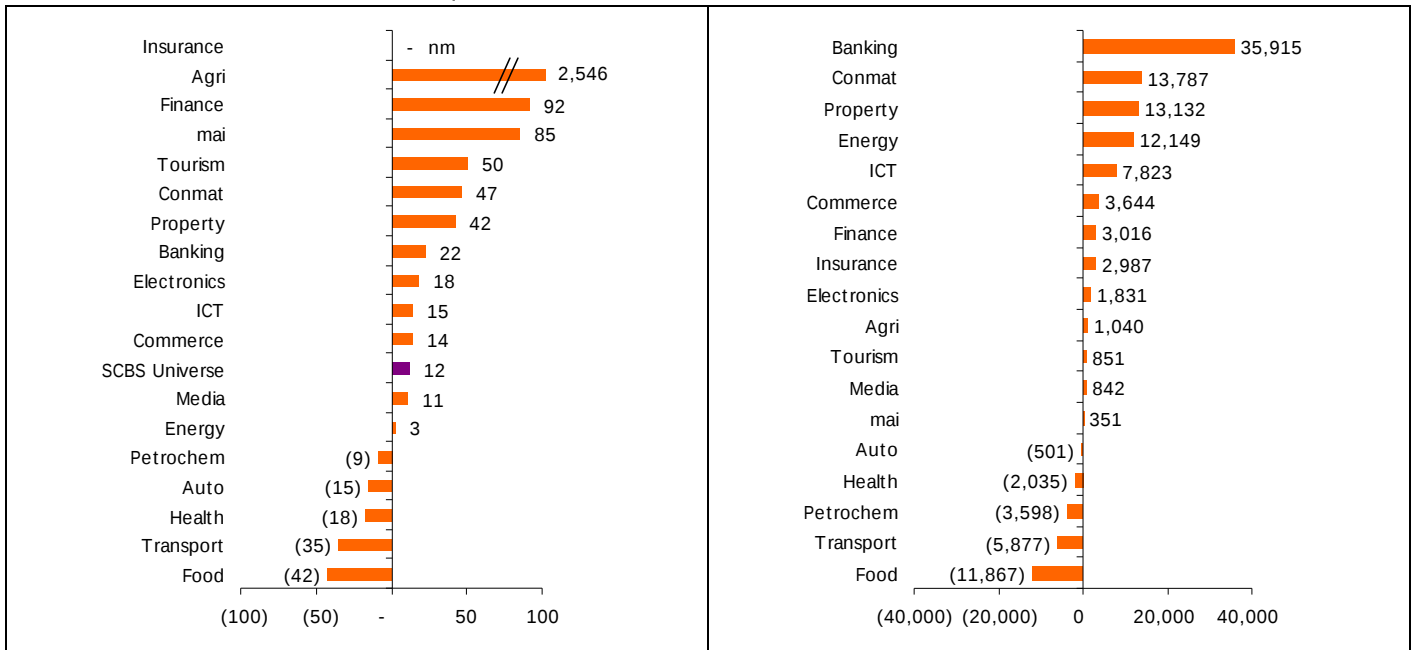
กำไรสุทธิบริษัทจดทะเบียนในการวิเคราะห์ของ SCBS มีจำนวน 1.76 แสนล้านบาทในไตรมาส 3/56 ลดลง 8% YoY ส่งผลทำให้กำไรสุทธิในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวนรวม 5.24 แสนล้านบาท เพิ่มขึ้น 5% YoY ทั้งนี้ภายหลังการประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/56 SCBS ก็ปรับประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิปี 2556 ของหุ้นทั้งหมดในการวิเคราะห์ลดลงมาอยู่ที่ 12% จากที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 17% ดังนั้นเพื่อให้กำไรสุทธิปี 2556 เป็นไปตามประมาณการที่เราปรับใหม่ กำไรสุทธิไตรมาส 4/56 ของบริษัทจดทะเบียนจะต้องเติบโต 30% YoY เราเชื่อว่าบริษัทจดทะเบียนน่าจะสามารถทำได้ถึงประมาณการที่เราปรับใหม่ เนื่องจากกำไรไตรมาส 4/55 อยู่ในระดับต่ำเป็นพิเศษ โดยหลักๆ มีสาเหตุมาจากผลกระทบด้านลบของราคาน้ำมัน (ซึ่งก็ส่งผลทำให้กำไรไตรมาส 2/55 สูงมากเป็นพิเศษเช่นกัน) ต่อผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มพลังงาน

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	310.2	11.7	10.0	(97)	2546	17	310.2	11.7	10.0	(1)	25	17	2.25	1.98	1.74	1	18	18
Automotive	8.4	9.8	9.5	115	(15)	4	9.0	9.7	9.5	72	(8)	3	1.43	1.30	1.20	17	14	13
Banking	12.7	10.4	9.4	24	22	10	12.7	10.4	9.4	24	22	10	1.81	1.63	1.45	15	17	16
Commerce	33.4	29.2	22.1	31	14	32	33.4	28.8	22.1	31	16	30	9.47	8.60	7.22	31	31	36
Construction Materials	21.3	14.5	12.8	(30)	47	13	21.3	15.1	12.8	(15)	41	18	2.51	2.34	2.15	12	16	18
Electronic Components	10.3	8.7	8.0	39	18	9	17.8	11.0	9.0	17	63	22	1.70	1.51	1.37	10	15	16
Energy & Utilities	9.8	9.3	8.4	4	3	10	10.2	9.4	8.4	2	4	12	1.37	1.25	1.13	14	14	14
Finance & Securities	15.6	8.1	9.5	n.m.	92	(14)	15.6	8.1	9.5	129	92	(14)	2.43	2.05	1.93	16	27	21
Food & Beverage	14.3	24.9	14.5	11	(42)	71	32.2	52.4	14.5	(44)	(39)	261	2.17	2.04	1.91	8	4	14
Health Care Services	24.3	29.5	27.0	73	(18)	9	32.2	30.1	27.0	43	7	12	5.48	4.94	4.47	22	19	20
ICT	25.8	22.5	18.0	5	15	25	25.3	22.5	18.0	19	12	25	7.59	7.99	9.00	31	31	35
Insurance	n.m.	45.1	12.6	n.m.	n.m.	258	n.m.	45.1	12.6	n.m.	n.m.	258	3.69	3.21	2.62	-6	8	23
Media & Publishing	19.3	17.3	16.4	30	11	5	19.5	17.7	16.4	29	10	7	6.34	5.83	5.65	34	34	35
Petrochemicals & Chemicals	11.5	12.7	10.0	(15)	(9)	27	13.5	12.9	10.0	(22)	4	29	1.51	1.41	1.29	12	11	13
Property Development	14.4	10.1	9.8	38	42	3	15.5	12.2	9.8	46	27	24	2.46	2.06	1.85	17	18	20
Tourism & Leisure	34.5	22.9	26.5	62	50	(13)	46.8	33.6	26.5	93	40	27	4.33	3.88	3.56	11	12	14
Transportation & Logistics	20.3	26.2	16.2	n.m.	(35)	1	59.4	39.6	23.5	n.m.	38	60	1.84	1.63	1.50	3	4	7
mai	181.3	65.7	17.1	57	85	284	200.5	65.7	17.1	(53)	85	284	12.41	5.44	4.22	7	12	28
SCBS Universe	14.9	13.4	11.5	15	12	16	17.3	14.8	12.3	9	17	20	2.22	2.02	1.83	15	15	16

Source: SCBS Investment Research

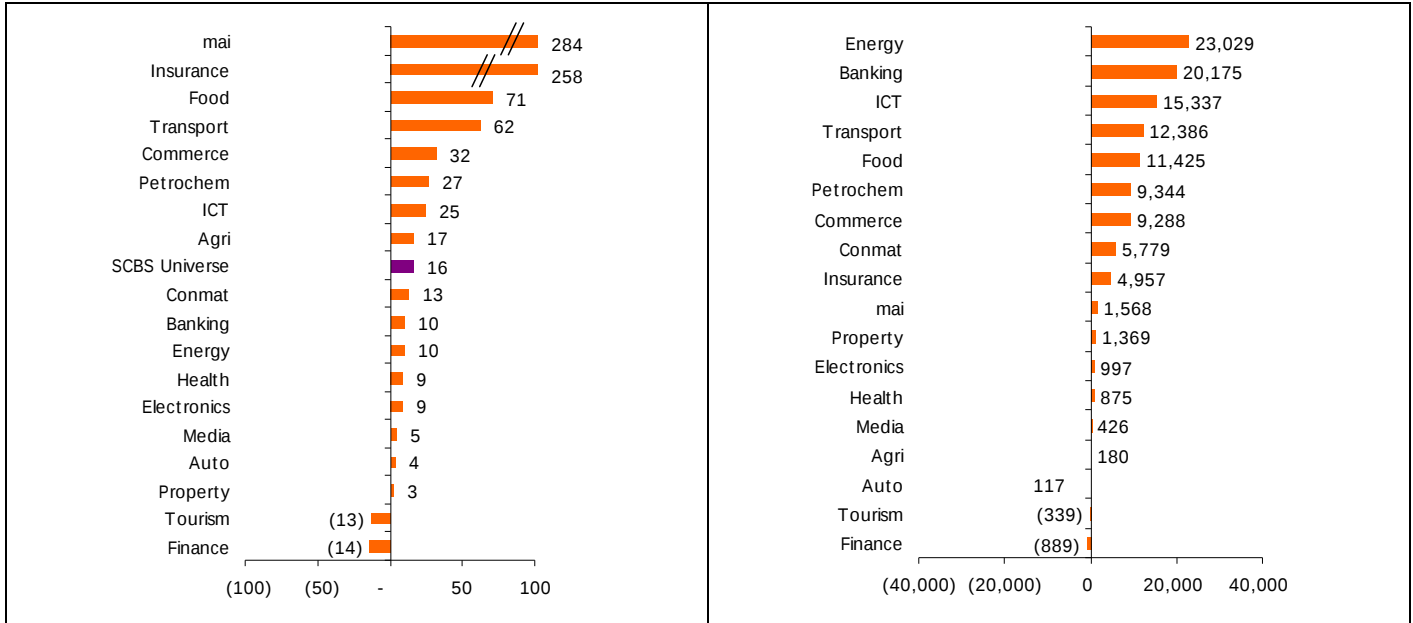
Figure 28: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิปี 2556



Source: SCBS Investment Research

Source: SCBS Investment Research

Figure 29: ประมาณการอัตราเติบโตของกำไรสุทธิปี 2557



Source: SCBS Investment Research

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มตลาดหุ้นไตรมาส 1/57 และกลยุทธ์การลงทุน

การเมืองไทยเข้าสู่ทางตันอีกครั้ง

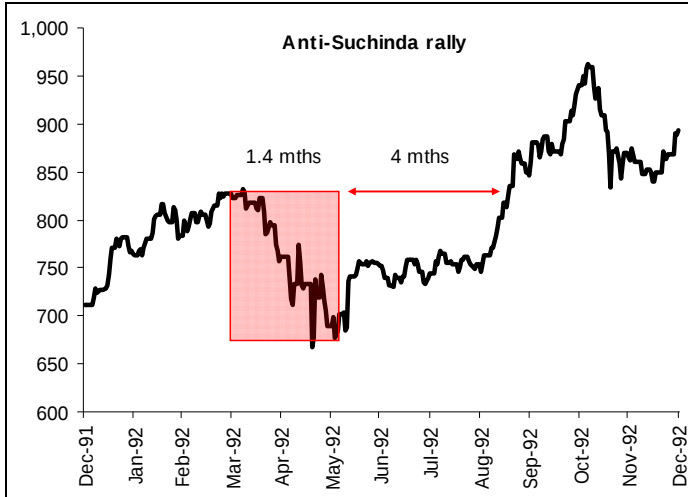
สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองกลายเป็นหัวข้อหลักในการสนทนาดังแต่ปลายเดือน ต.ค. เมื่อการยื่นร่าง พ.ร.บ.นิรโทษกรรมให้สภาผู้แทนราษฎรเป็นจุดเริ่มต้นทำให้เกิดการชุมนุมคัดค้านจำนวนมากในกรุงเทพฯ วุฒิสภามีมติไม่รับร่าง พ.ร.บ.นิรโทษกรรมเมื่อวันที่ 11 พ.ย. 2556 แต่ก็เป็นเพียงแค่การป้องกันไม่ให้สภาผู้แทนราษฎรกลับมาพิจารณาร่าง พ.ร.บ.ดังกล่าวเป็นเวลา 180 วัน อย่างไรก็ตาม กลุ่มผู้ชุมนุมยังคงชุมนุมกันต่อไป โดยเปลี่ยนสถานะจากการชุมนุมคัดค้านพ.ร.บ.นิรโทษกรรม เป็นการชุมนุมล้มล้างระบอบทักษิณที่นำโดยนายสุเทพ เทือกสุบรรณ ส.ส.จากพรรคประชาธิปัตย์

สถานการณ์ยิ่งสลับซับซ้อนขึ้นไปอีก เมื่อมีการชุมนุมโดยกลุ่มผู้สนับสนุนรัฐบาลนำโดยกลุ่มเสื้อแดงบริเวณด้านหน้าศาลรัฐธรรมนูญก่อนที่ศาลรัฐธรรมนูญจะพิจารณาคัดสินกรณีร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญประเด็นที่มาของ ส.ว. ศาลรัฐธรรมนูญมีคำวินิจฉัยตัดสินเมื่อวันที่ 20 พ.ย. 2556 ว่าร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญในเรื่องที่มาของ ส.ว. ขัดรัฐธรรมนูญ แต่ยังไม่เข้าเงื่อนไขยุบพรรคการเมือง กลุ่มเสื้อแดงย้ายมาชุมนุมที่สนามราชมั่งคั่งลาภที่พาสถานหลักศาลตัดสิน พรรคเพื่อไทยประกาศในวันต่อมาว่าพรรคไม่รับคำตัดสินศาลรัฐธรรมนูญ และเตรียมฟ้องเอาผิดตุลาการศาลรัฐธรรมนูญที่วินิจฉัยคดีนี้ ในขณะเดียวกัน คณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ (ป.ป.ช.) ก็เห็นชอบรับพิจารณาคำร้องถอดถอนสมาชิกรัฐสภา รวม 312 คน ซึ่งประกอบด้วย ส.ส. 262 คน และ ส.ว. 50 คน ที่เสนอและเห็นชอบร่างแก้ไขรัฐธรรมนูญประเด็นที่มาของ ส.ว. ถ้า ป.ป.ช. ระบุว่ามีความผิด สมาชิกสภาทั้ง 312 คนก็ต้องหยุดปฏิบัติหน้าที่ในทันที ซึ่งจะทำให้เกิดภาวะสุญญากาศทางการเมือง สภาผู้แทนราษฎรลงมติไว้วางใจนายกรัฐมนตรียิ่งลักษณ์ ชินวัตร ในการอภิปรายที่จัดขึ้นระหว่างวันที่ 26-27 พ.ย. 2556 โดยได้รับการลงมติไว้วางใจ 297 เสียงจาก ส.ส.พรรคร่วมรัฐบาล (ไม่ไว้วางใจ 134 เสียง และงดออกเสียง 5 เสียง) เมื่อวันที่ 28 พ.ย. 2556 แม้กระนั้นการเมืองของประเทศไทยดูเหมือนจะติดอยู่ในทางตันอีกครั้ง

มองย้อนกลับไปที่เหตุการณ์พฤษภาทมิฬ (2535), เสื้อเหลืองชุมนุม (2551), และเสื้อแดงชุมนุม (2553)

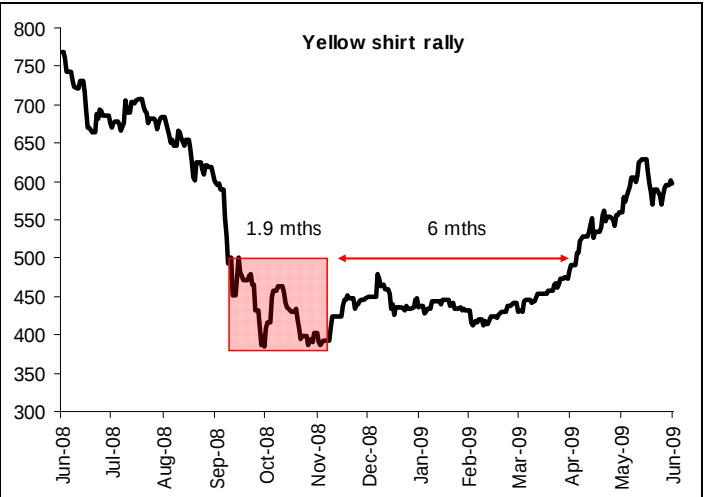
ในอดีตที่ผ่านมามีการเมืองไทยเข้าสู่ทางตัน 3 ครั้งใหญ่ๆ ด้วยกัน คือ พฤษภาทมิฬ (ปี 2535) เสื้อเหลืองชุมนุม (ปี 2551) และเสื้อแดงชุมนุม (ปี 2553) ทั้งสามเหตุการณ์นี้เกิดขึ้นนาน 1.5-2.0 เดือน ซึ่งในระหว่างนั้นตลาดหุ้นปรับตัวลดลง 4-34% และใช้เวลา 1.1-6.0 เดือนจึงฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤต วิกฤตการเมืองในปัจจุบันเกิดขึ้นเป็นเวลาเกือบ 1 เดือนแล้วในตอนนี้ และตลาดก็ปรับตัวลดลงมาแล้ว 5% หากดูข้อมูลในอดีตที่ผ่านมาจะพบว่า การคาดการณ์ว่าสถานการณ์การเมืองจะคลี่คลายลงได้อย่างไรเป็นความพยายามที่ไร้ผล ดังนั้นในบางครั้งจึงจำเป็นต้องมองข้ามการเมืองไปบ้าง

Figure 30: SET index ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เมือปี 2535



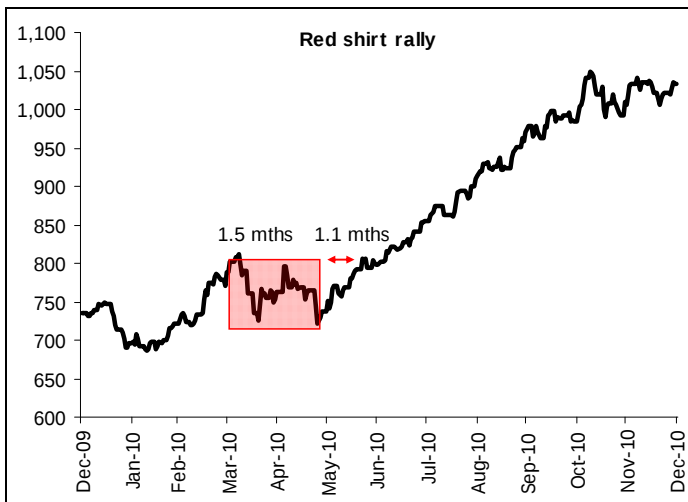
Source: SCBS Investment Research

Figure 31: SET index ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เมือปี 2551



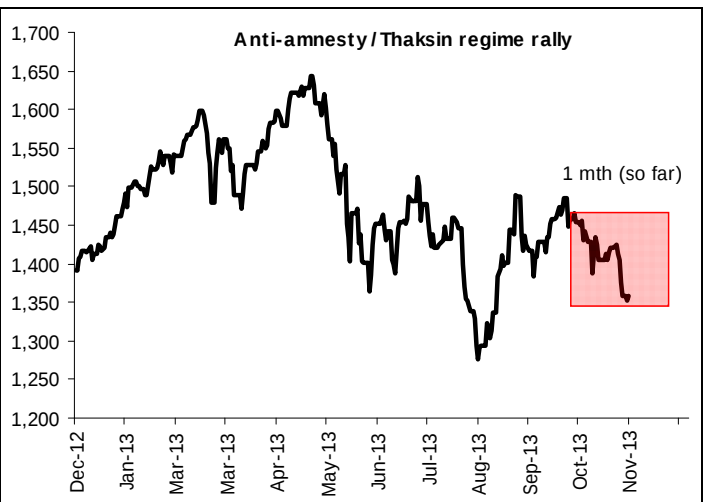
Source: SCBS Investment Research

Figure 32: SET index ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เมือปี 2553



Source: SCBS Investment Research

Figure 33: SET index ในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์เมือปี 2556



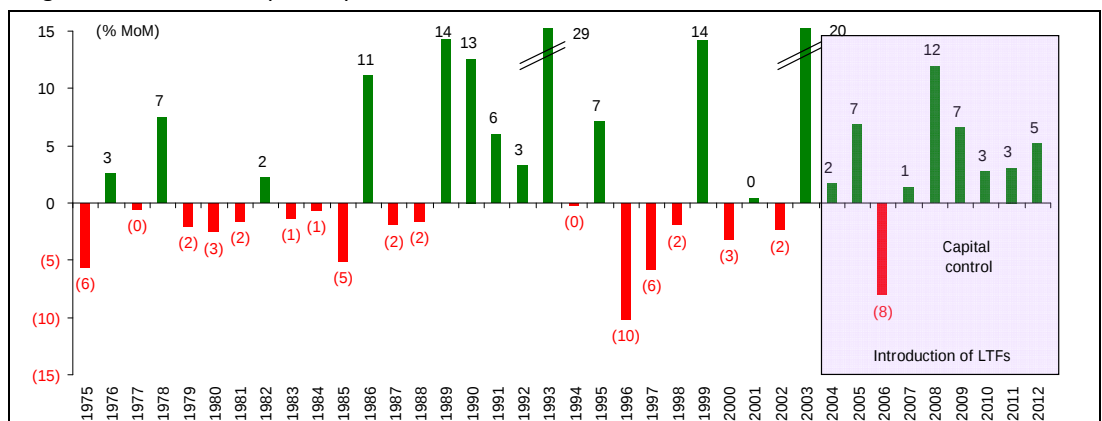
Source: SCBS Investment Research

เป้า SET index ปลายปี 2557 อยู่ที่ 1,600 จุด

ตลาดหุ้นได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก “December effect” และการเข้าสู่ฤดูหนาวในสินทรัพย์เสี่ยง

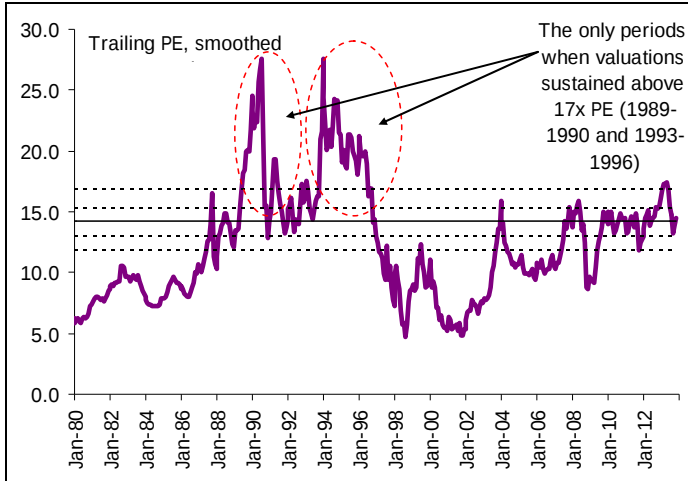
แม้ SCBS ปรับประมาณการกำไรสุทธิของหุ้นในการวิเคราะห์ลดลงอีกครั้งหลังประกาศผลประกอบการไตรมาส 3/56 แต่เราไม่คิดว่าจะมีการปรับประมาณการลดลงอีกมากนัก เนื่องจาก GDP ไตรมาส 3/56 แสดงสัญญาณเศรษฐกิจมีเสถียรภาพ เพราะปรับตัวขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า (หลังปรับฤดูกาล) การที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) สร้างความประหลาดใจด้วยการประกาศลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเมื่อวันที่ 27 พ.ย. น่าจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจขยายตัวได้อีก เป้า SET index ปลายปี 2557 ของเรายู่ที่ 1,600 จุดหลังจากเราปรับประมาณการกำไรของหุ้นในการวิเคราะห์ลดลง นักลงทุนน่าจะเปิดรับความเสี่ยงได้มากขึ้นในปี 2557 เพราะเศรษฐกิจในประเทศสำคัญๆ ส่งสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น สำหรับตลาดหุ้นไทย บรรยากาศการลงทุนในระยะสั้นน่าจะปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากฤดูกาลเข้าซื้อกองทุน LTF (หรือที่เรียกว่า “December effect”)

Figure 34: Performance (% MoM) ของ SET index ในเดือน ธ.ค.



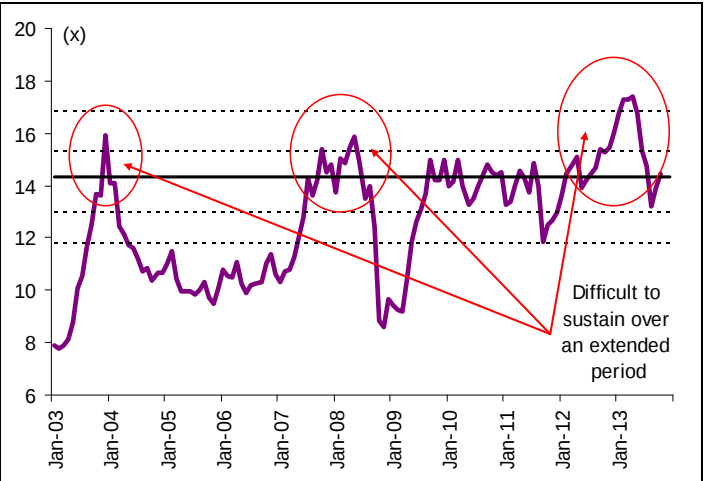
Source: SCBS Investment Research

Figure 35: SET historical valuation (1975-2013)



Source: SCBS Investment Research

Figure 36: SET historical valuation (2000-2013)



Source: SCBS Investment Research

Figure 37: การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเป้า SET index

			Target PE multiple						
			13.0	13.5	14.0	14.5	15.0	15.5	16.0
			-10 %	-7 %	-3 %	0 %	3 %	7 %	10 %
Index	EPS	% chg	1,300	1,350	1,400	1,450	1,500	1,550	1,600
	105	-5 %	1,370	1,420	1,470	1,530	1,580	1,630	1,680
	110	0 %	1,430	1,490	1,540	1,600	1,650	1,710	1,760
	115	5 %	1,500	1,560	1,610	1,670	1,730	1,790	1,840

Source: SCBS Investment Research

Top picks ไตรมาส 1/57

รายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับไตรมาสก่อนหน้าของเราแนะนำให้เน้นหุ้นที่มีแนวโน้มกำไรชัดเจน โดยหุ้น top picks ของเรามีปัจจัยกระตุ้นกำไรที่มีความสัมพันธ์กับแนวโน้มเศรษฐกิจต่างประเทศมากกว่าเศรษฐกิจในประเทศ เราเชื่อว่ากลยุทธ์นี้ยังคงใช้ได้ดี ดังนั้นเราจึงยังเก็บ BANPU และ CPF เอาไว้เป็นหุ้น top picks ในไตรมาส 1/57 และเลือก PTT เข้ามาแทนที่ PTTEP เพราะ Valuation น่าสนใจกว่า นอกจากนี้เราก็เชื่อว่าได้เวลาเข้าซื้อหุ้น domestic plays ที่มีโครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่งแล้ว ด้วยเหตุนี้เราจึงเลือก BCH BGH และ CPALL เข้ามาเป็น top picks

- BANPU** ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นโดยได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการลดต้นทุน; แนวโน้มราคาถ่านหินในระยะสั้นปรับตัวดีขึ้น
- BCH** หุ้นที่มีราคาถูกที่สุดในกลุ่มการแพทย์; oversold เพราะผลการดำเนินงานได้รับผลกระทบระยะสั้นจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่; แนวโน้มอุตสาหกรรมยังสดใส
- BGH** หุ้นตัวแทนกลุ่มการแพทย์; ราคาหุ้นลดลงมากเพราะความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันด้านต้นทุนระยะสั้นจากการเร่งขยายกิจการ; แนวโน้มอุตสาหกรรมยังสดใส
- CPALL** ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และร้านค้าเงินสดและบริการตนเอง (cash & carry) เติบโตได้ดีกว่าร้านค้าปลีกรูปแบบอื่นๆ; การรีไฟแนนซ์หนี้จะช่วยให้นักลงทุนคลายความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน
- CPF** ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในไตรมาส 3/56 แต่อัตรากำไรยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีกมากเมื่อเทียบกับสถิติในอดีต
- PTT** ถูกเทขายอย่างหนักในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา; ถ้าไม่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากการผลิตรายไตรมาสในปี

Figure 38: Top picks ไตรมาส 1/57 – 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	29.00	36.0	27.6	13.7	18.7	13.8	-33.2	-27.0	36.1	1.0	1.0	0.9	7.3	5.1	6.9	6.2	3.4	3.4	6.4	10.6	7.9
BCH	Buy	6.25	9.0	46.6	17.1	25.3	19.5	35.3	-32.4	29.7	3.8	3.5	3.2	23.8	14.5	17.4	2.9	2.0	2.6	8.8	10.5	8.9
BGH	Buy	128.50	175.0	37.6	34.0	31.8	29.0	49.5	6.8	9.6	5.2	4.7	4.2	16.3	15.4	15.3	1.4	1.3	1.4	19.8	19.6	17.5
CPALL	Buy	42.00	52.0	26.0	34.3	33.3	26.8	41.1	3.1	24.3	14.0	13.4	11.0	45.1	41.0	45.1	2.1	2.1	2.2	19.8	24.2	14.9
CPF	Buy	27.00	35.0	34.4	50.8	998.1	14.3	-72.9	-94.9	6895.5	1.7	2.0	1.8	4.2	0.2	11.0	4.1	2.8	4.8	18.6	25.5	11.5
PTT	Buy	291.00	400.0	42.6	7.7	7.9	6.9	-3.2	-2.5	15.5	1.1	1.0	0.9	15.7	13.6	14.1	4.5	4.6	5.2	4.9	5.5	5.1
Average					21.6	25.3	20.8	17.2	(17.5)	25.1	3.3	3.1	2.8	15.8	11.7	13.2	3.5	2.2	2.5	11.7	13.6	11.4

Source: SCBS Investment Research

Top Picks

ชื่อ

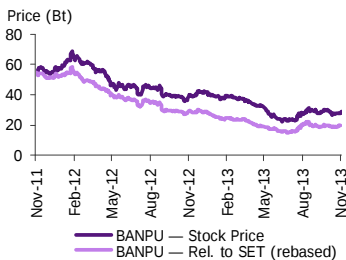
ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	29.00
12-m target price (Bt)	36.00
Upside (Downside) to TP (%)	24.14
Mkt cap (Btbn)	78.81
Mkt cap (US\$mn)	2,459

Bloomberg code	BANPU TB
Reuters code	BANP.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	0.66
Sector % SET	18.62
Shares issued (mn)	2,717
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	428 / 26.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	16.47
Foreign limit / actual (%)	40 / 19
Free float (%)	69.7
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-0.9	4.7	-27.1
Relative to SET	5.8	-0.3	-30.4

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaiapat.thanawattano@scb.co.th

ความพยายามในการลดต้นทุนการดำเนินงานของ BANPU เพื่อรับมือกับราคาก๊าซธรรมชาติที่ลดลงเริ่มเห็นผล ดังเห็นได้จากอัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นจนส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 2 ไตรมาสที่ผ่านมา เราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจะมีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2557 เราคาดว่าตลาดมองลบเกินไปต่อแนวโน้มราคาก๊าซธรรมชาติ เนื่องจากเราเชื่อว่าการลดการผลิตเพิ่มมากขึ้นน่าจะเป็นปัจจัยสนับสนุนราคาก๊าซธรรมชาติในปี 2557 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU เพราะราคาหุ้นมี upside ที่น่าดึงดูดเมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายที่เราคำนวณได้จากวิธี DCF (36 บาท/หุ้น) บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 3.4-3.8% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

ตั้งเป้าปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียปี 2557 ทรงตัวจากปี 2556 เมื่อไม่นานนี้ BANPU ได้ปรับเป้าปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียในปี 2557 ลดลงจากมากกว่า 30-31 ล้านตัน สู่ 29.3 ล้านตัน (ทรงตัว YoY) เพราะคาดว่าราคาก๊าซอินโดนีเซียจะยังอยู่ในระดับต่ำในปีหน้า เราเชื่อว่าการปรับลดเป้าปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียเป็นเรื่องปกติสำหรับผู้ประกอบการเหมืองก๊าซอินโดนีเซียและออสเตรเลีย เนื่องจากเหมืองก๊าซอินโดนีเซียมีต้นทุนต่ำกว่าต้นทุนเงินสด เราคาดว่าจะเห็นการผลิตก๊าซอินโดนีเซียมีวินัยมากขึ้นในกลุ่มผู้ผลิตก๊าซอินโดนีเซียรายใหญ่ๆ เพื่อลดอุปทานส่วนเกินในตลาด ปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียในปี 2557 ของ BANPU ส่วนใหญ่จะได้รับปัจจัยหนุนจากการตั้งเป้าปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียและออสเตรเลีย (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) เพิ่มขึ้นเป็น 14.4 ล้านตันในปี 2557 เพิ่มขึ้นจาก 13.7 ล้านตันในปี 2556

ทำสัญญาขายก๊าซอินโดนีเซียล่วงหน้าแบบกำหนดราคาไปแล้ว 21% ของปริมาณขายที่ตั้งเป้าไว้ในปี 2557 แม้ BANPU ยังคงมีมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มราคาก๊าซอินโดนีเซียอย่างน้อยไปจนถึงกลางปี 2557 แต่กลยุทธ์การลดสัดส่วนปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซียที่กำหนดราคาขายแน่นอนให้มีน้อยที่สุดในปี 2557 ยังคงสะท้อนถึงมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อราคาก๊าซอินโดนีเซียในไตรมาสหลังๆ ของปีหน้า บริษัททำสัญญาขายก๊าซอินโดนีเซียไปแล้วประมาณ 60% ของปริมาณขายก๊าซอินโดนีเซีย (อินโดนีเซีย) ที่ตั้งเป้าไว้ในปี 2557 และกำหนดราคาขายก๊าซอินโดนีเซีย 21% ของที่ตั้งเป้าไว้ทั้งหมดไว้ที่ ~74-75 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน นอกจากนี้บริษัทก็ทำสัญญาขายก๊าซอินโดนีเซียล่วงหน้าในสัดส่วน ~9% ของปริมาณขายที่ตั้งเป้าไว้ทั้งหมดที่ราคาก๊าซอินโดนีเซียอ้างอิงในระดับ 82-85 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เทียบกับราคาก๊าซอินโดนีเซีย Newcastle ในปัจจุบันที่ 83-84 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ราคาขายเฉลี่ยสำหรับก๊าซอินโดนีเซียคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นจากราคาเฉลี่ย 68 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตันในปี 2556 สู่ 76 ดอลลาร์ออสเตรเลีย/ตันในปี 2557 โดยมีสาเหตุมาจากการปรับราคาสัญญาซื้อขายก๊าซอินโดนีเซียในประเทศและการส่งออกในสัดส่วนที่สูงขึ้น

ลดต้นทุนมากขึ้น ในส่วนของต้นทุน BANPU คาดว่าธุรกิจก๊าซอินโดนีเซียจะประหยัดต้นทุนได้ 100 ล้านดอลลาร์ในปี 2556 จากการเปิดเหมืองและต้นทุนค่าแรงที่ลดลงจากการลดจำนวนพนักงานลง ต้นทุนค่าใช้จ่ายที่เข้าซ้อนจำนวน 20 ล้านดอลลาร์สหรัฐจะถูกบันทึกในไตรมาส 4/56 บริษัทจะเดินหน้าโครงการลดต้นทุนเพิ่มมากขึ้นในปี 2557 ธุรกิจก๊าซอินโดนีเซียสามารถลดต้นทุนต่อหน่วยลงได้ตามแผนการลดต้นทุน ซึ่งรวมถึงการย่อยที่หน้าเหมืองและการลำเลียงด้วยสายพานเพื่อลดต้นทุนพลังงาน และเจรจาต่อรองสัญญา bargaining ใหม่ เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 32% ในปี 2556 สู่ 34% ในปี 2557

มองหาโอกาสลงทุนในธุรกิจเกี่ยวกับก๊าซอินโดนีเซีย แนวโน้มราคาก๊าซอินโดนีเซียยังอยู่ในระดับต่ำทำให้ BANPU มองหาโอกาสลงทุนใหม่ในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับก๊าซอินโดนีเซีย ซึ่งรวมถึงโรงไฟฟ้าก๊าซอินโดนีเซียตะวันออกเฉียงใต้ จีน และออสเตรเลีย ที่บริษัทสามารถใช้ความเชี่ยวชาญในการพัฒนาโรงไฟฟ้าก๊าซอินโดนีเซีย โดยจะเน้นไปที่โครงการที่สามารถผนึกพลังทางธุรกิจร่วมกับธุรกิจก๊าซอินโดนีเซียของบริษัท เช่น โรงไฟฟ้าหน้าเหมือง นอกเหนือจากการผลิตไฟฟ้าแล้ว BANPU ก็กำลังมองหาโอกาสลงทุนใหม่ในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับก๊าซอินโดนีเซีย ซึ่งรวมถึงน้ำมันและก๊าซ (โครงการถ่าน coke และ coal tar) และปิโตรเคมี ซึ่งน่าจะส่งผลดีต่อธุรกิจก๊าซอินโดนีเซียของโกเลีย (Hunnu) ของบริษัท

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	112,404	117,337	96,915	99,943	107,104
EBITDA	(Btmn)	29,800	23,890	14,638	19,762	25,443
Core profit	(Btmn)	8,618	5,755	4,099	5,435	7,272
Reported profit	(Btmn)	20,060	9,293	3,404	5,435	7,272
Core EPS	(Bt)	3.17	2.12	1.55	2.11	2.82
DPS	(Bt)	1.80	1.80	1.00	1.00	1.10
P/E, core	(x)	9.1	13.7	18.7	13.8	10.3
EPS growth, core	(%)	(12.6)	(33.2)	(27.0)	36.1	33.8
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	0.97	0.9	0.9
ROE	(%)	12.6	7.3	5.1	6.9	8.8
Dividend yield	(%)	6.2	6.2	3.4	3.4	3.8
EV/EBITDA	(x)	4.8	6.4	10.6	7.9	5.9

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	96,915	99,943	107,104
Cost of goods sold	62,960	72,526	65,923	65,516	65,268
Gross profit	49,444	44,811	30,992	34,428	41,837
SG&A	20,617	22,582	18,402	17,041	17,888
Other income	1,322	1,990	2,378	2,705	1,825
Interest expense	3,047	3,470	3,124	2,984	3,343
Pre-tax profit	20,523	14,009	4,583	7,776	13,099
Corporate tax	8,506	6,121	2,130	3,351	4,692
Equity a/c profits	1,939	2,873	3,603	3,393	2,540
Minority interests	(5,338)	(5,007)	(1,957)	(2,383)	(3,675)
Core profit	8,618	5,755	4,099	5,435	7,272
Extra-ordinary items	11,442	3,538	(695)	0	0
Net Profit	20,060	9,293	3,404	5,435	7,272
EBITDA	29,800	23,890	14,638	19,762	25,443
Core EPS (Bt)	3.17	2.12	1.55	2.11	2.82
Net EPS (Bt)	7.38	3.42	1.28	2.11	2.82
DPS (Bt)	1.80	1.80	1.00	1.00	1.10

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	62,625	58,787	56,158	46,577	46,694
Total fixed assets	162,386	177,514	185,706	190,042	191,629
Total assets	225,010	236,301	241,865	236,620	238,323
Total loans	94,785	97,032	103,305	93,877	88,989
Total current liabilities	37,605	32,638	39,351	45,126	48,882
Total long-term liabilities	98,750	110,348	112,848	97,783	89,331
Total liabilities	136,355	142,986	152,200	142,909	138,214
Paid-up capital	2,717	2,717	2,582	2,582	2,582
Total equity	75,891	81,913	77,285	80,139	84,700
BVPS (Bt)	27.93	30.14	29.93	31.04	32.79

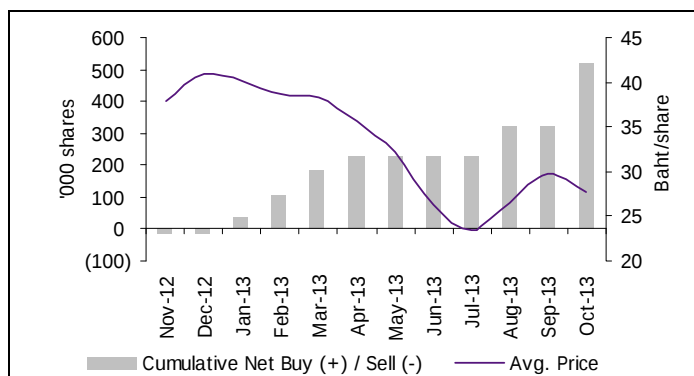
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	8,618	5,755	4,099	5,435	7,272
Depreciation and amortization	6,230	6,410	6,930	9,001	9,001
Operating cash flow	21,929	7,493	13,386	11,460	12,950
Investing cash flow	(1,653)	(8,671)	(12,171)	(10,384)	(7,633)
Financing cash flow	(7,733)	(5,527)	(780)	(10,819)	(5,762)
Net cash flow	12,543	(6,705)	434	(9,742)	(445)

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	44.0	38.2	32.0	34.4	39.1
Operating margin(%)	20.1	13.5	5.8	8.4	14.0
EBITDA margin(%)	26.5	20.4	15.1	19.8	23.8
EBIT margin(%)	21.0	14.9	8.0	10.8	15.4
Net profit margin(%)	17.8	7.9	3.5	5.4	6.8
ROE (%)	12.6	7.3	5.1	6.9	8.8
ROA (%)	4.1	2.5	1.7	2.3	3.1
Net D/E (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
Interest coverage (x)	9.8	6.9	4.7	6.6	7.6
Debt service coverage (x)	3.4	1.8	1.3	1.3	1.2
Payout Ratio (%)	24.4	52.6	77.8	47.5	39.1

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	29,214	30,196	24,905	25,475	25,477
Cost of goods sold	17,998	19,933	17,563	17,360	16,546
Gross profit	11,217	10,263	7,342	8,114	8,930
SG&A	7,628	7,389	6,234	6,162	6,169
Other income	516	886	723	248	416
Interest expense	916	883	809	862	953
Pre-tax profit	3,078	2,832	952	1,262	2,142
Corporate tax	1,182	904	478	557	910
Equity a/c profits	510	740	817	963	899
Minority interests	(1,337)	(986)	(789)	(575)	(689)
Core profit	1,070	1,681	502	1,093	1,443
Extra-ordinary items	836	1,346	423	(463)	(492)
Net Profit	1,906	3,027	925	629	951
EBITDA	5,867	5,004	3,255	3,662	4,938
Core EPS (Bt)	3.94	6.19	1.85	4.02	5.31
Net EPS (Bt)	7.01	11.14	3.40	2.32	3.50

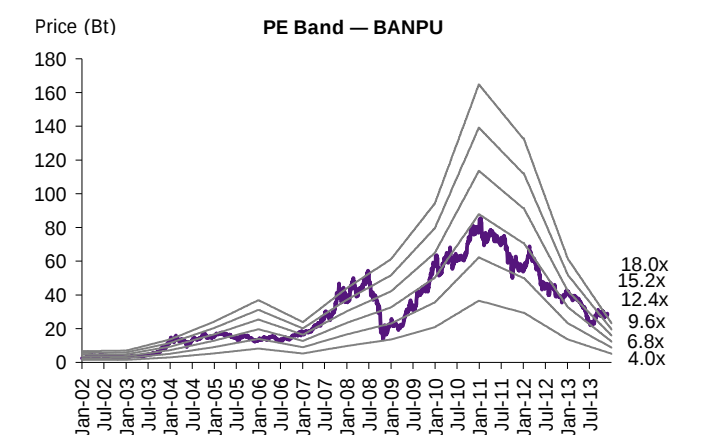
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	64,313	58,787	54,645	52,331	50,712
Total fixed assets	166,142	177,514	172,633	178,886	182,169
Total assets	230,455	236,301	227,278	231,217	232,881
Total loans	104,325	97,032	94,874	103,603	104,171
Total current liabilities	36,752	32,638	34,219	35,894	39,178
Total long-term liabilities	105,772	110,348	103,275	111,600	109,424
Total liabilities	142,523	142,986	137,494	147,494	148,602
Paid-up capital	2,717	2,717	2,717	2,717	2,717
Total equity	77,528	81,913	79,374	72,570	72,339
BVPS (Bt)	28.53	30.14	29.21	26.71	26.62

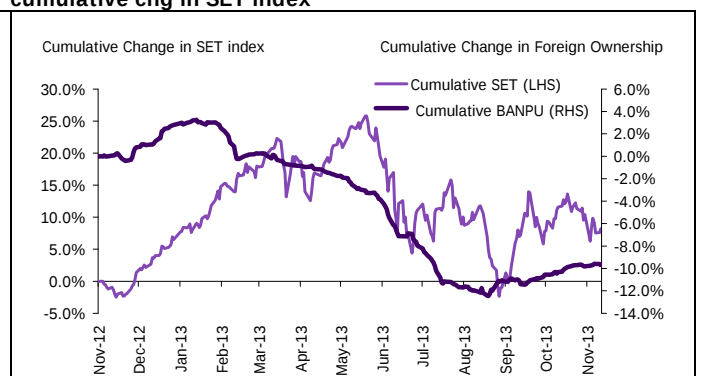
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Sales vol - Indonesia (mt)	24.6	27.2	29.0	29.5	30.5
ASP - Indonesia (US\$/t)	97.1	91.2	75.0	73.0	75.0
Sales vol - Australia (mt)	14.9	14.3	13.7	14.4	15.0
ASP - Australia (A\$/t)	72.3	65.4	58.4	61.5	65.4
Gross margin - Indonesia	50%	50%	36%	38%	45%
Gross margin - Australia	36%	31%	25%	30%	30%

PE Band Chart

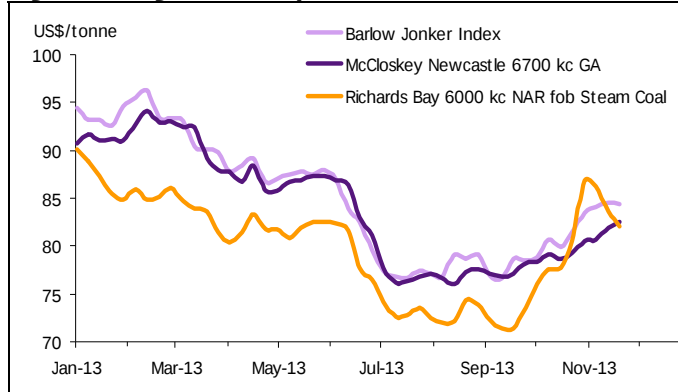


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



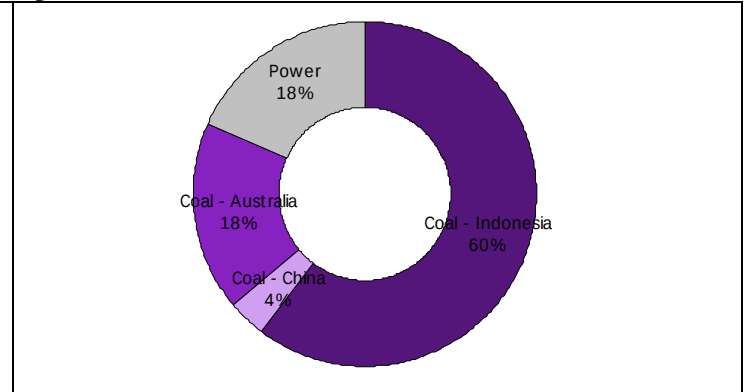
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Regional coal price



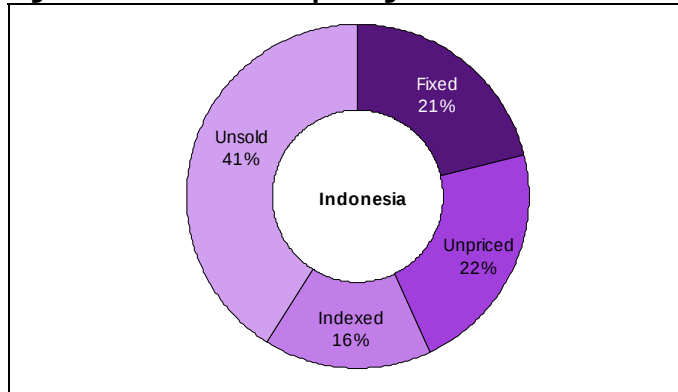
Source: Barlow Jonker, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: BANPU's EBITDA breakdown (9M13)



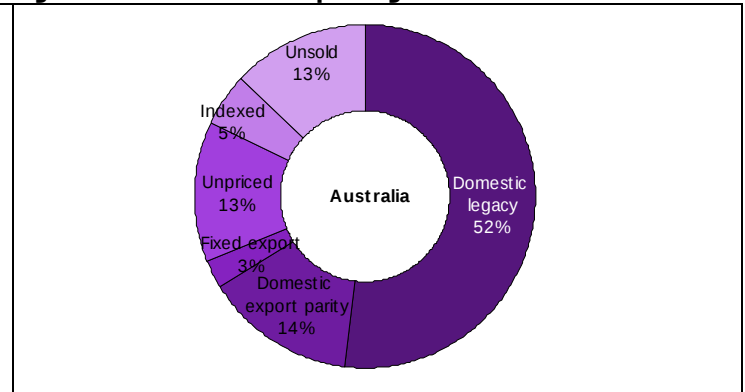
Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 3: 2014 coal sales pricing – Indonesia



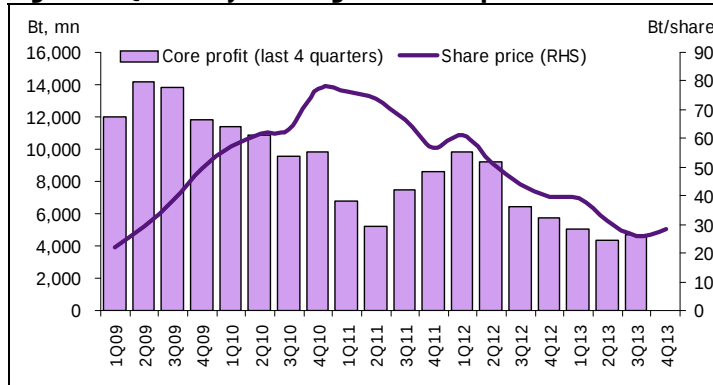
Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 4: 2014 coal sales pricing – Australia



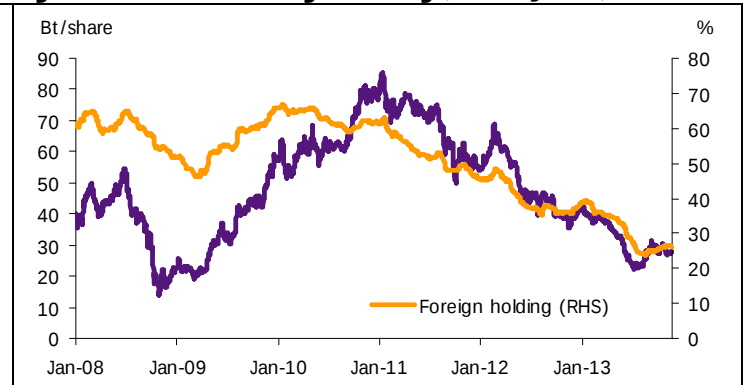
Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly earnings vs. share price



Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 6: BANPU – foreign holding (including NVDR)



Source: BANPU, SCBS Investment Research

Figure 7: 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	10.8	11.4	9.7	(44.2)	(5.3)	17.8	0.6	0.6	0.6	5.9	5.3	5.6	2.8	2.5	2.9	8.7	8.2	7.4
China Shenhua Energy	9.5	9.7	8.8	(10.4)	(2.2)	10.7	1.5	1.3	1.2	16.2	15.2	14.2	4.1	4.1	4.4	4.9	4.8	4.5
Yanzhou Coal Mining	n.m.	15.5	10.5	n.m.	n.m.	46.8	0.8	0.7	0.7	1.1	5.0	6.2	1.2	1.9	2.4	14.3	10.0	8.6
Adaro Energy	12.6	12.6	10.1	(33.6)	0.0	25.0	1.2	1.1	1.0	8.9	9.4	11.3	3.0	2.0	3.0	6.4	6.3	5.6
PTBA	14.5	12.7	10.5	(36.4)	14.2	20.5	3.1	2.7	2.3	21.6	23.1	24.6	4.7	3.8	4.5	10.5	8.7	6.8
Indo Tambora Megah	11.6	11.4	10.4	(43.2)	1.4	10.0	2.9	2.7	2.5	25.4	25.3	27.7	8.8	6.9	7.6	6.1	6.1	5.3
Harum Energy	14.0	11.3	7.9	(56.9)	23.8	42.3	2.4	2.1	1.8	16.6	18.3	21.9	6.8	4.1	5.4	6.6	5.8	4.6
Banpu PCL	16.7	13.1	10.6	(51.0)	27.4	23.2	0.9	0.9	0.9	5.6	6.6	8.7	3.7	4.0	4.9	10.3	9.3	8.3
Average	12.8	12.2	9.8	(39.4)	8.5	24.5	1.7	1.5	1.4	12.6	13.5	15.0	4.4	3.7	4.4	8.5	7.4	6.4

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally

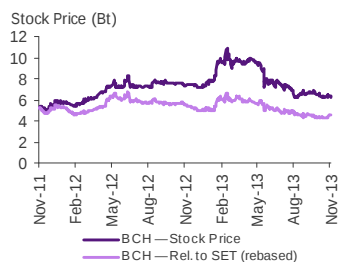
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	6.25
12-m target price (Bt)	9.00
Upside (Downside) to TP (%)	44.00
Mkt cap (Btbn)	15.59
Mkt cap (US\$mn)	486

Bloomberg code	BCH TB
Reuters code	BCH.BK
Risk rating	
Mkt cap (%) SET	0.13
Sector % SET	3.10
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	13.7 / 6
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.75
Foreign limit / actual (%)	49 / 19
Free float (%)	50.0
Dividend policy (%)	≤ 40

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performances

	1M	3M	12M
Absolute	-4.6	0.8	-14.6
Relative to SET	1.8	-4.0	-18.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ระวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

ราคาหุ้นที่ลดลงมากเกินไปเปิดโอกาสให้เข้าซื้อ

ราคาหุ้น BCH ร่วงลงแรงที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มการแพทย์ทุกตัวในการวิเคราะห์ของเรา โดยราคาตกลงมาแล้ว 43% จากจุดสูงสุด และปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 20% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เพราะได้รับแรงกดดันจากการปรับประมาณการกำไรลดลงโดยมีสาเหตุมาจากผลขาดทุนจำนวนมากจากโรงพยาบาลที่เปิดใหม่ คือ World Medical Center (WMC) จากการที่ผลการดำเนินงานของ WMC ส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น ทำให้เราเชื่อว่าราคาหุ้นและกำไรของ BCH กำลังผ่านจุดต่ำสุดแล้ว ราคาหุ้น BCH ที่ปรับตัวตามหลังตลาดชี้ให้เห็นว่าตลาดยังไม่ได้รับรู้ถึงผลการดำเนินงานที่คาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2557 โดยที่เราคาดว่าจะกำไรจะเติบโตแข็งแกร่งถึง 30% YoY เราแนะนำ “ซื้อ” BCH ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 9.0 บาท/หุ้น

การขยายธุรกิจสู่ตลาดระดับบนส่งผลทำให้มีผลขาดทุนจำนวนมาก ผลการดำเนินงานของ BCH ได้รับผลกระทบจากผลขาดทุนที่โรงพยาบาล World Medical Center (WMC) ซึ่งเพิ่งเปิดให้บริการในเดือน มี.ค.ปีนี้ WMC ตั้งอยู่บนถนนแจ้งวัฒนะ และตั้งเป้าไปที่กลุ่มผู้มีรายได้สูงและชาวต่างชาติที่เข้ามาทำงานในไทย โรงพยาบาลแห่งนี้ถือเป็นก้าวแรกของ BCH ในการขยายธุรกิจสู่ตลาดระดับบน จากปัจจุบันที่จับกลุ่มตลาดผู้ป่วยระดับกลางถึงล่าง และผู้ป่วยในโครงการประกันสังคมและโครงการประกันสุขภาพถ้วนหน้า การขาดประสิทธิผลในตลาดระดับบนเป็นสาเหตุทำให้การดำเนินงานของ WMC เติบโตช้า และส่งผลทำให้โรงพยาบาลแห่งนี้สร้างผลขาดทุนจำนวนมากถึง ~200 ล้านบาท หรือคิดเป็น 44% ของกำไรสุทธิช่วง 9 เดือนแรกปี 56 ของ BCH

WMC ส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ WMC สร้างผลขาดทุนในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 แต่เมื่อเทียบเป็นรายไตรมาส เราพบสัญญาณที่ดีขึ้น จำนวนผู้ป่วยโดยเฉลี่ยปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ ~120 คน/วันในไตรมาส 3/56 จาก ~50 คน/วันในไตรมาส 2/56 จากความพยายามในการจัดโปรโมชันเพิ่มมากขึ้น ซึ่งรวมถึงแพ็คเกจการรักษา BCH เริ่มมีความร่วมมือกับด้านประกันกับบริษัทต่างๆ มากขึ้นซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ปริมาณผู้ป่วยปรับตัวเพิ่มขึ้น และคาดว่าจะเห็นผลในปี 2557 บริษัทคาดว่า WMC จะทำกำไรได้ในปี 2558 ซึ่งดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2561

การขยายการลงทุนในระยะสั้นจะเห็นไปที่ตลาดที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญ การขยายการลงทุนในอนาคตของ BCH จะเน้นไปที่กลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-ต่ำ ซึ่งเป็นตลาดที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญมากที่สุด บริษัทจะเปิดโรงพยาบาลแบรนด์ใหม่ “การุณยเวช” โดยตั้งเป้าไปที่ผู้ป่วยโครงการประกันสังคม เงินลงทุนสำหรับโครงการจะอยู่ในระดับต่ำที่ 1.6 ล้านบาท/เตียง เทียบกับ 7.0 ล้านบาทที่ WMC เนื่องจากมีการลงทุนในการตกแต่งและอุปกรณ์การแพทย์ที่ต่ำกว่า BCH วางแผนเปิดโรงพยาบาลการุณยเวช 4 แห่งเริ่มตั้งแต่ปี 2558 นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนสร้างโรงพยาบาล WMC แห่งที่สองในพญาไทเมื่อ WMC แห่งแรกสามารถทำกำไรได้ เรามองเห็นว่าประเด็นกังวลเรื่องการลงทุนอาจเกิดขึ้นได้ เมื่อบริษัทตัดสินใจเริ่มโครงการ WMC แห่งที่สอง

ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว คาดกำไรโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2557 ราคาหุ้น BCH ลดลงจากจุดสูงสุดมากที่สุดที่ 43% และ underperform ตลาดอยู่ 20% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา จากผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังในงวดครึ่งแรกปี 56 ซึ่งตามมาด้วยการปรับลดประมาณการกำไรของนักวิเคราะห์ในตลาด อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่าการปรับลดประมาณการกำไรรอบนี้กำลังจะสิ้นสุดลงแล้ว เนื่องจากผลการดำเนินงานของ BCH ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/56 และ WMC ก็แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น เรามองว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวตามหลังตลาดชี้ให้เห็นว่านักลงทุนในตลาดยังไม่ได้รับรู้ประเด็นบวกของการดำเนินงานมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2557 ของ BCH โดยเราคาดว่าจะกำไรจะเติบโต 30% YoY เราแนะนำ “ซื้อ” BCH ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 9.0 บาท/หุ้น ซึ่งประกอบด้วยมูลค่าโรงพยาบาลเกษมราษฎร์ 6 แห่งที่ 8.0 บาท/หุ้น และมูลค่า WMC ที่ 1.0 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	3,903	4,466	4,650	5,079	5,416
EBITDA	(Btmn)	1,348	1,590	1,380	1,643	1,854
Core profit	(Btmn)	673	910	615	798	943
Reported profit	(Btmn)	673	910	615	798	943
Core EPS	(Bt)	0.27	0.37	0.25	0.32	0.38
DPS	(Bt)	0.20	0.18	0.12	0.16	0.19
P/E, core	(x)	23.2	17.1	25.3	19.5	16.5
EPS growth, core	(%)	5.3	35.3	(32.4)	29.7	18.2
P/BV, core	(x)	4.3	3.8	3.5	3.2	3.0
ROE	(%)	18.5	23.8	14.5	17.4	18.7
Dividend yield	(%)	3.2	2.9	2.0	2.6	3.0
EV/EBITDA	(x)	8.0	8.8	10.5	8.9	7.8

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	3,903	4,466	4,650	5,079	5,416
Cost of goods sold	(2,468)	(2,716)	(3,137)	(3,285)	(3,459)
Gross profit	1,435	1,749	1,513	1,795	1,957
SG&A	(399)	(463)	(589)	(625)	(608)
Other income	89	65	92	97	101
Interest expense	14	6	87	87	81
Pre-tax profit	1,111	1,346	929	1,179	1,369
Corporate tax	(330)	(308)	(177)	(236)	(274)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(109)	(128)	(137)	(145)	(152)
Core profit	673	910	615	798	943
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	673	910	615	798	943
EBITDA	1,348	1,590	1,380	1,643	1,854
Core EPS (Bt)	0.27	0.37	0.25	0.32	0.38
Net EPS (Bt)	0.27	0.37	0.25	0.32	0.38
DPS (Bt)	0.20	0.18	0.12	0.16	0.19

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	1,292	1,861	2,076	2,345	2,316
Total fixed assets	4,000	4,976	6,432	6,425	6,791
Total assets	5,556	7,118	8,771	9,033	9,370
Total loans	1,125	2,039	3,488	3,338	3,188
Total current liabilities	1,846	1,539	1,225	1,237	1,252
Total long-term liabilities	10	1,369	3,000	2,850	2,700
Total liabilities	1,955	3,054	4,371	4,233	4,098
Paid-up capital	1,995	1,995	1,995	1,995	1,995
Total equity	3,601	4,064	4,400	4,800	5,273
BVPS (Bt)	1.44	1.63	1.76	1.92	2.11

Cash Flow Statement (Btmn)

Cash Flow Statement (\$mm)					
For December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	673	910	615	798	943
Depreciation and amortization	223	238	364	377	404
Operating cash flow	1,093	888	930	1,007	1,191
Investing cash flow	(621)	(1,169)	(1,200)	(700)	(600)
Financing cash flow	(136)	489	1,170	(548)	(621)
Net cash flow	253	(92)	400	209	(80)

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2013F
Gross margin (%)	36.8	39.2	32.5	35.3	36.1
Operating margin (%)	26.5	28.8	19.9	23.0	24.9
EBITDA margin (%)	34.5	35.6	29.7	32.4	34.2
EBIT margin (%)	28.2	29.8	21.4	24.5	26.3
Net profit margin (%)	17.2	20.4	13.2	15.7	17.4
ROE (%)	18.5	23.8	14.5	17.4	18.7
ROA (%)	12.2	14.4	7.7	9.0	10.3
Net D/E (x)	0.1	0.4	0.6	0.4	0.4
Interest coverage (x)	99.8	252.7	15.9	18.9	22.9
Debt service coverage (x)	3.8	1.4	1.8	2.9	3.3
Payout Ratio (%)	59.3	39.4	50.0	50.0	50.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	1,142	1,175	1,116	1,117	1,271
Cost of goods sold	(687)	(717)	(743)	(790)	(844)
Gross profit	455	458	373	326	428
SG&A	(113)	(136)	(134)	(154)	(155)
Other income	16	19	32	23	19
Interest expense	3	0	6	27	32
Pre-tax profit	355	341	265	169	259
Corporate tax	(81)	(76)	(53)	(32)	(54)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(36)	(34)	(34)	(31)	(38)
Core profit	238	230	178	106	167
Extra-ordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	238	230	178	106	167
EBITDA	417	405	333	290	385
Core EPS (Bt)	0.10	0.09	0.07	0.04	0.07
Net EPS (Bt)	0.10	0.09	0.07	0.04	0.07

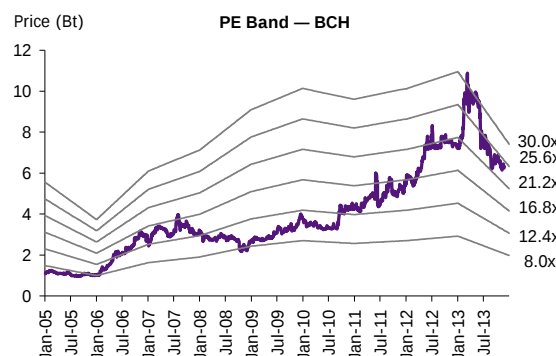
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	1,670	1,861	1,868	1,763	2,489
Total fixed assets	4,716	4,976	6,012	6,154	6,703
Total assets	6,644	7,118	8,163	8,201	9,487
Total loans	1,842	2,039	2,643	2,660	4,030
Total current liabilities	1,636	1,539	1,854	1,791	1,671
Total long-term liabilities	1,081	1,369	1,800	1,800	3,300
Total liabilities	2,844	3,054	3,888	3,910	5,288
Paid-up capital	1,995	1,995	1,995	2,494	2,494
Total equity	3,800	4,064	4,275	4,291	4,199
BVPS (Bt)	1.52	1.63	1.71	1.72	1.68

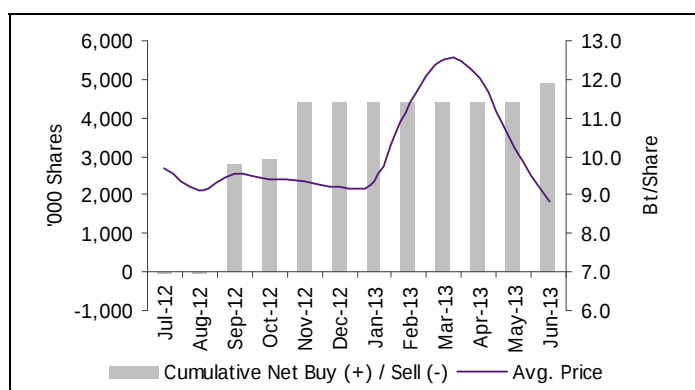
Main Assumptions

	2011	2012F	2013F	2014F	2015F
Revenue breakdown (%)					
Cash service	68	66	66	68	69
Social securities (SC)	29	32	33	31	30
Universal coverage project (UC)	3	1	1	1	1

PE Band Chart

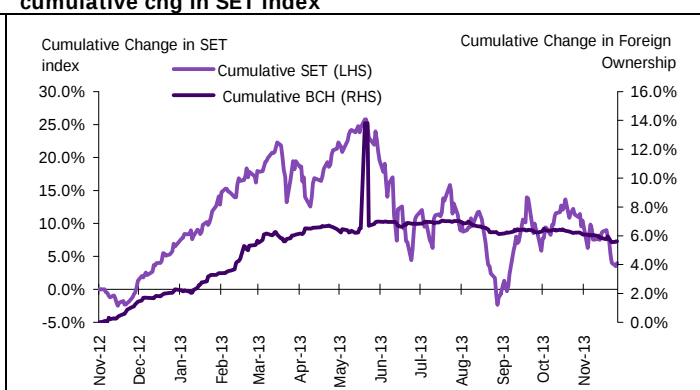


12-Month Cumulative directors trade



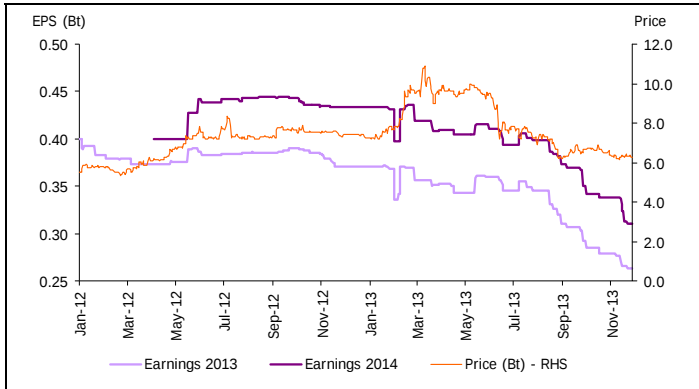
Source: SEC

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



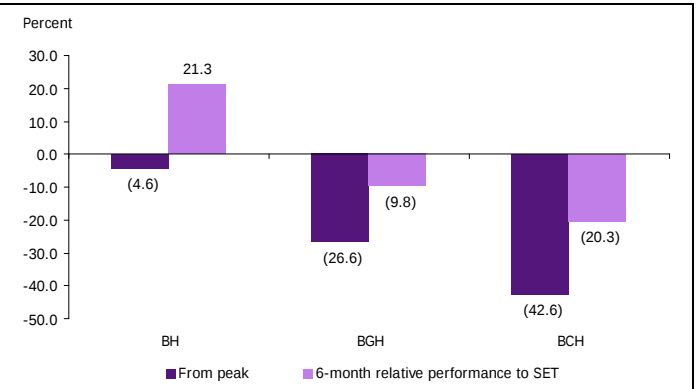
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Expect BCH's earnings downgrades nearly at an end



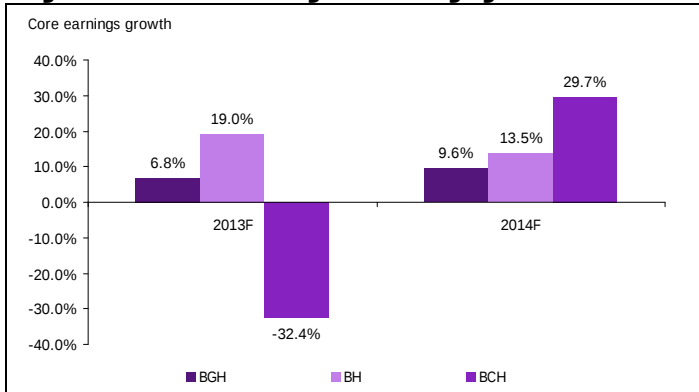
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH's share price has fallen the most



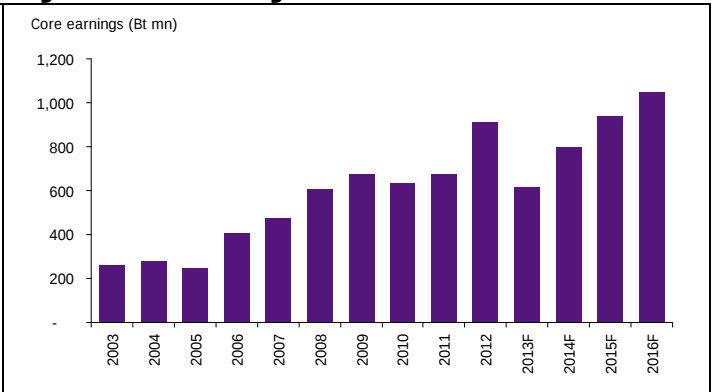
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH has strongest earnings growth in 2014



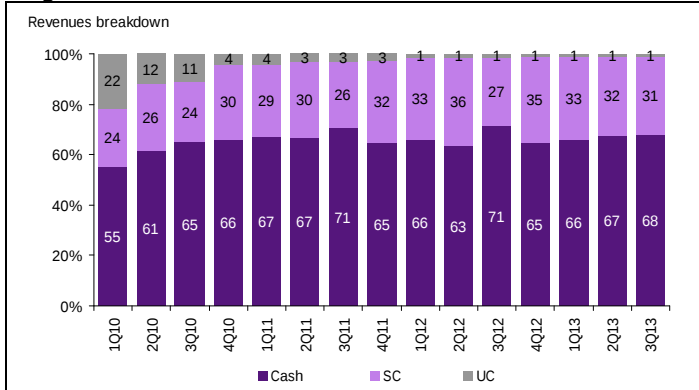
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BCH earnings trend



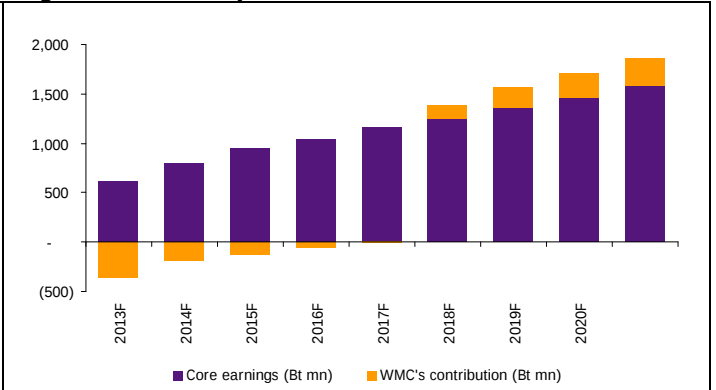
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH revenue breakdown



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: WMC to profit in 2018



Source: Company data and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



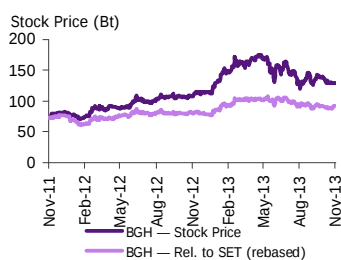
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	128.50
12-m target price (Bt)	175.00
Upside (Downside) to TP (%)	36.19
Mkt cap (Btbn)	199.06
Mkt cap (US\$mn)	6,211

Bloomberg code	BGH TB
Reuters code	BGH.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.67
Sector % SET	3.10
Shares issued (mn)	1,549
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	177 / 107
Avg. daily 6m (US\$mn)	16.26
Foreign limit / actual (%)	20 / 10
Free float (%)	46.6
Dividend policy (%)	≥ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-5.5	3.2	19.0
Relative to SET	0.8	-1.7	13.6

Source: SET, SCBS Investment Research

รวิญญู ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

มุมมองสู่การเติบโตในระยะยาว

ราคาหุ้น BGH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 27% จากจุดสูงสุด และ underperform ตลาดอยู่ 10% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เพราะความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันต่ออัตราค่าใช้จ่ยที่เพิ่มจากการเร่งขยายกิจการของบริษัท อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าเรื่องนี้เป็นประเด็นระยะสั้น เพราะการขยายกิจการจะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้กำไรเติบโตในระยะยาว เครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มสูงขึ้นทั้งในประเทศและจากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BGH ด้วยราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 175 บาท/หุ้น

ความต้องการรักษาพยาบาลมีแนวโน้มเติบโตเพิ่มมากขึ้น ความต้องการรักษาพยาบาลในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากประชากรสูงอายุมีมากขึ้นและโรคที่ซับซ้อนมากขึ้นทำให้จำเป็นต้องมีการรักษาพยาบาลที่มากขึ้น ซึ่งทั้งหมดนี้จะส่งผลดีต่อการเติบโตของ BGH อัตราส่วนค่าใช้จ่ายรักษาพยาบาลต่อ GDP กับสัดส่วนประชากรสูงอายุต่อประชากรทั้งหมดมีค่าความสัมพันธ์เชิงบวก ดังนั้นเนื่องจากประชากรสูงอายุของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ความต้องการรักษาพยาบาลก็จะปรับตัวเพิ่มขึ้นไปพร้อมๆ กับค่าใช้จ่ายรักษาพยาบาลต่อ GDP ที่เพิ่มขึ้นด้วย เปรียบเทียบกับค่าใช้จ่ยรักษาพยาบาลต่อ GDP น่าจะเพิ่มขึ้นสู่ 10% ในปี 2573 เมื่อประชากรสูงอายุคิดเป็น 23% ของประชากรทั้งหมดของประเทศไทย หรือเพิ่มขึ้น 2.5 เท่า จาก 4% ในปี 2553

จะเป็นเครือข่ายโรงพยาบาลใหญ่ที่สุดในอาเซียนตอนบน BGH ประกอบกิจการโรงพยาบาล 31 แห่ง และกำลังพัฒนาโรงพยาบาลใหม่ (greenfield) 9 แห่งที่มีกำหนดเปิดในไตรมาส 1/57 ถึงปี 2558 นอกจากนี้บริษัทก็กำลังมองหาโอกาสเข้าซื้อกิจการโรงพยาบาลเพิ่มอีก 10 แห่งด้วย แผนดังกล่าวจะทำให้ BGH สามารถบรรลุเป้าหมายโรงพยาบาลทั้งหมด 50 แห่ง โดยมีจำนวนเตียงคนไข้ 7,000 เตียง เพิ่มขึ้น 40% จาก ~5,000 เตียงในปัจจุบัน ซึ่งจะส่งผลทำให้ BGH มีเครือข่ายโรงพยาบาลใหญ่ที่สุดในอาเซียนตอนบน เรามองบวกต่อการขยายกิจการของ BGH เนื่องจากเราเชื่อว่ากิจการจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ BGH เติบโตในอนาคต เครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ขึ้นจะทำให้บริษัทสามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มสูงขึ้นของประเทศไทยได้ นอกจากนี้ BGH ยังมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากจำนวนผู้ป่วยจากกลุ่มประเทศ CLMV ที่จะเข้ามาทำการรักษาในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้นเมื่อเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) เนื่องจากบริษัทเข้าไปเปิดโรงพยาบาลในทำเลยุทธศาสตร์ เช่น เชียงใหม่ อุตรดิตถ์ และกัมพูชาเรียบร้อยแล้ว

แรงกดดันด้านต้นทุนเป็นปัจจัยระยะสั้น EBITDA margin ของ BGH ปรับตัวลดลงสู่ 20% ในไตรมาส 2/56 และ 22% ในไตรมาส 3/56 จาก 24% ในปี 2555 โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นเกี่ยวกับการจัดตั้งโรงพยาบาลใหม่รวมถึงการรับพยาบาลใหม่และพนักงานที่ไม่ใช่บุคลากรทางการแพทย์เพิ่มเติม BGH เปิดเผยว่าแรงกดดันด้านต้นทุนมีแนวโน้มผ่อนคลายลง เนื่องจากปัจจุบันพยาบาลและพนักงานที่ไม่ใช่บุคลากรทางการแพทย์มีจำนวนเพียงพอสำหรับโรงพยาบาลใหม่ 9 แห่งของบริษัทแล้ว และต้นทุนที่เกิดจากโรงพยาบาล 10 แห่งที่บริษัทวางแผนเข้าซื้อกิจการในอนาคตจะไม่สูงเหมือนกับโรงพยาบาลที่สร้างใหม่ ในขณะที่เราเชื่อว่าแรงกดดันต่อ EBITDA margin จะเกิดขึ้นต่อเนื่องและผลการดำเนินงานจะยังดีไม่ดิ่งด้นในปี 2557 ซึ่งเป็นผลจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ แต่เรายังคงมุมมองในระยะยาวที่มีต่อ BGH ว่าเป็นหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เราคาดว่าปัจจัยบวก เช่น รายได้ที่สูงขึ้นจากเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ขึ้น และการควบคุมต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น จะมีเข้ามาในปี 2558 โดยเราคาดว่ากำไรของ BGH จะเติบโต 23%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	35,224	44,307	48,969	55,179	63,947
EBITDA	(Btmn)	8,700	10,811	10,826	11,963	14,045
Core profit	(Btmn)	3,907	5,842	6,241	6,839	8,438
Reported profit	(Btmn)	4,386	7,937	6,372	6,839	8,438
Core EPS	(Bt)	2.53	3.78	4.04	4.42	5.46
DPS	(Bt)	1.10	1.80	1.65	1.77	2.18
P/E, core	(x)	50.8	34.0	31.8	29.0	23.5
EPS growth, core	(%)	35.8	49.5	6.8	9.6	23.4
P/BV, core	(x)	5.6	5.2	4.7	4.2	3.8
ROE	(%)	15.7	16.3	15.4	15.3	17.1
Dividend yield	(%)	0.9	1.4	1.3	1.4	1.7
EV/EBITDA	(x)	23.0	19.8	19.6	17.5	14.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	35,224	44,307	48,969	55,179	63,947
Cost of goods sold	(23,675)	(29,239)	(32,623)	(36,979)	(42,946)
Gross profit	11,549	15,069	16,346	18,200	21,001
SG&A	(7,224)	(8,969)	(10,348)	(11,832)	(13,284)
Other income	1,668	1,460	1,796	2,207	2,686
Interest expense	770	849	858	851	818
Pre-tax profit	5,222	6,710	6,936	7,724	9,584
Corporate tax	(1,456)	(1,521)	(1,364)	(1,545)	(1,917)
Equity a/c profits	382	968	1,100	974	1,101
Minority interests	(241)	(315)	(300)	(315)	(331)
Core profit	3,907	5,842	6,241	6,839	8,438
Extra-ordinary items	479	2,095	131	0	0
Net Profit	4,386	7,937	6,372	6,839	8,438
EBITDA	8,700	10,811	10,826	11,963	14,345
Core EPS (Bt)	2.53	3.78	4.04	4.42	5.46
Net EPS (Bt)	2.84	5.14	4.12	4.42	5.46
DPS (Bt)	1.10	1.80	1.65	1.77	2.18

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	8,877	9,086	10,723	9,017	10,173
Total fixed assets	29,430	33,152	34,520	35,633	36,490
Total assets	58,792	68,461	71,466	70,873	72,886
Total loans	16,457	19,737	18,532	13,242	9,422
Total current liabilities	7,578	11,373	11,509	11,988	9,637
Total long-term liabilities	15,412	15,622	14,212	8,922	8,101
Total liabilities	25,375	30,074	28,800	23,989	20,817
Paid-up capital	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545
Total equity	33,417	38,387	42,666	46,884	52,069
BVPS (Bt)	22.86	24.84	27.61	30.34	33.69

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	3,907	5,842	6,241	6,839	8,438
Depreciation and amortization	2,708	2,951	3,032	3,387	3,642
Operating cash flow	9,040	8,918	8,961	10,042	11,768
Investing cash flow	(5,748)	(9,460)	(4,400)	(4,500)	(4,500)
Financing cash flow	18,679	567	(2,747)	(7,911)	(7,073)
Net cash flow	523	25	1,814	(2,369)	195

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	32.8	34.0	33.4	33.0	32.8
Operating margin (%)	12.3	13.8	12.2	11.5	12.1
EBITDA margin (%)	24.7	24.4	22.1	21.7	22.4
EBIT margin (%)	17.0	17.7	15.9	15.5	16.3
Net profit margin (%)	12.5	17.9	13.0	12.4	13.2
ROE (%)	15.7	16.3	15.4	15.3	17.1
ROA (%)	8.6	9.2	8.9	9.6	11.7
Net D/E (x)	0.36	0.41	0.31	0.22	0.12
Interest coverage (x)	11.3	12.7	12.6	14.1	17.5
Debt service coverage (x)	2.1	5.7	2.2	2.3	2.8
Payout Ratio (%)	36.7	35.0	40.0	40.0	40.0

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	11,595	11,653	12,007	11,548	12,961
Cost of goods sold	(7,581)	(7,727)	(7,870)	(7,912)	(8,433)
Gross profit	4,014	3,925	4,138	3,636	4,528
SG&A	(2,303)	(2,417)	(2,252)	(2,619)	(3,077)
Other income	451	438	451	502	543
Interest expense	229	216	212	246	248
Pre-tax profit	1,932	1,731	2,125	1,273	1,747
Corporate tax	(409)	(308)	(410)	(256)	(359)
Equity a/c profits	262	125	312	253	240
Minority interests	(99)	(70)	(79)	(54)	(79)
Core profit	1,685	1,477	1,948	1,216	1,549
Extra-ordinary items	300	0	0	131	0
Net Profit	1,985	1,477	1,948	1,347	1,549
EBITDA	2,909	2,711	3,096	2,305	2,822
Core EPS (Bt)	1.09	0.96	1.26	0.79	1.00
Net EPS (Bt)	1.28	0.96	1.26	0.87	1.00

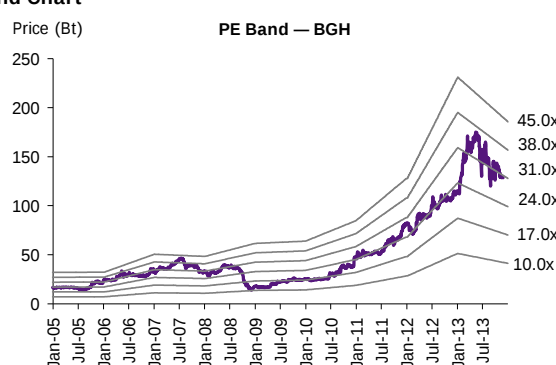
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	8,775	9,086	10,352	10,131	10,642
Total fixed assets	31,576	33,152	33,784	36,128	36,974
Total assets	66,254	68,461	71,267	73,327	74,675
Total loans	19,604	19,737	20,300	23,169	22,856
Total current liabilities	10,985	11,373	9,188	11,538	11,868
Total long-term liabilities	15,845	15,622	18,383	19,221	18,916
Total liabilities	29,294	30,074	30,670	33,997	33,992
Paid-up capital	1,545	1,545	1,545	1,545	1,545
Total equity	36,960	38,387	40,598	39,330	40,683
BVPS (Bt)	23.92	24.84	26.27	25.45	26.32

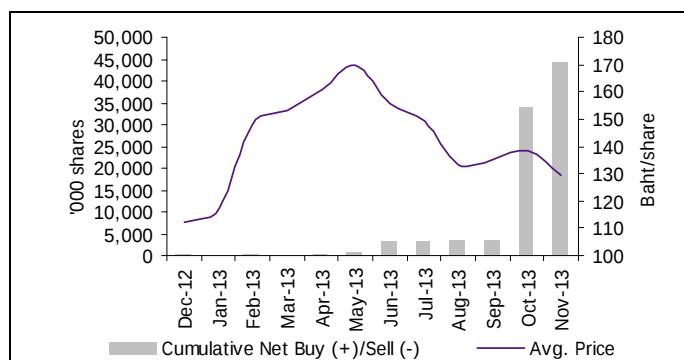
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Volume/day					
OPD	20,322	20,744	21,518	22,518	24,551
IPD	2,665	2,960	3,137	3,424	3,700
Yield (Bt/patient/day)					
OPD	2,600	2,774	2,944	3,081	3,197
IPD	19,869	22,400	23,708	24,769	26,142
Revenue breakdown (%)					
Thai	74	72	71	70	71
International	26	28	29	30	29

PE Band Chart

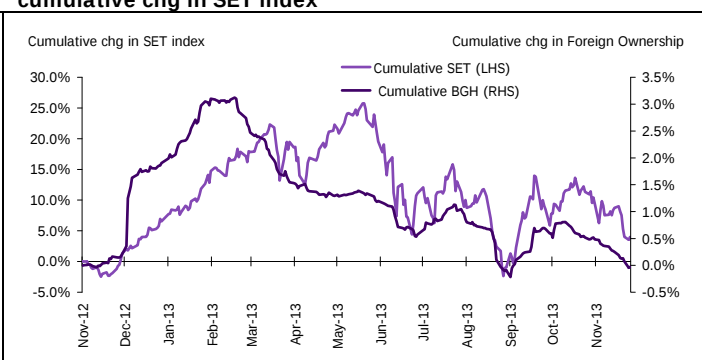


12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

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



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: BGH's hospital network

Service area	No. of beds	Service area	No. of beds
Central Bangkok		Eastern region	
Bangkok Hospital	343	Bangkok Huahin	60
Bangkok Heart Hospital	97	Bangkok Pattaya	400
Wattanosoth Hospital	48	Bangkok Rayong	220
Samitivej Sukhumvit	275	Bangkok Chantaburi	170
BNH Hospital	144	Bangkok Trat	114
Phyathai 1	350	Samitivej Sriracha	150
Phyathai 2	260	Phyathai Sriracha	257
Phyathai 3	230	Northeastern region	
Paolo Paholyothin	237	Bangkok Ratchasima	300
Paolo Chokchai 4	120	Bangkok Pakchong	30
Paolo Nawamin	140	Bangkok Udon	120
Samitivej Thonburi	150	Southern region	
Bangkok suburbs		Bangkok Samui	50
Samitivej Srinakarin	400	Bangkok Phuket	317
Bangkok Prapadaeng	60	Bangkok Hat Yai	165
Paolo Samutprakarn		Overseas	
Northern region		Royal Angkor International	21
Bangkok Phitsanulok	158	Royal Rattanak International	30

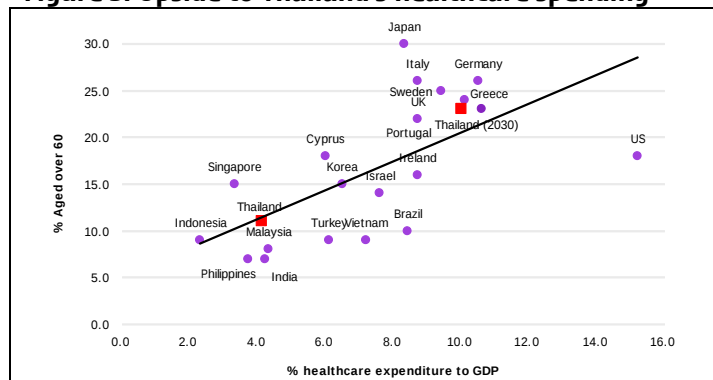
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 2: Developing hospitals in the pipeline

Hospitals	Total beds	1 st phase (beds)	Project details	Commission date
1 Bangkok Hospital Chinatown	58	18	Basic tertiary care hospital aiming to tap into affluent ethnic Thai-Chinese residents	1Q14
2 Deebuk Hospital (Bangkok Hospital Phuket 2)	100	20	Secondary care hospital targeting middle income patients	1Q14
3 Bangkok Hospital Khon Kaen	120	50	Acquired Vachprasit Hospital during 2Q13 and upgrading to become basic tertiary care hospital targeting patients	1Q14
4 Sri-Rayong Hospital (Soonthornphu Hospital at Rayong)	195	25	Secondary care hospital targeting middle income patients	1Q14
5 Royal Phnom Phen Hospital	104	40	Basic tertiary care hospital targeting Cambodian and expatriates	2Q14
6 Bangkok Hospital Chiang Mai	185	21	Hub tertiary care hospital targeting Thai and international patients	2Q14
7 Jomtien Hospital (Bangkok Hospital Pattaya 2)	250	100	Secondary care hospital targeting middle income patients	2015
8 Samitivej Chonburi Hospital	220	110	Basic tertiary care hospital targeting patients living in Chonburi	2015
9 Paolo Rangsit Hospital	150	100	Secondary care hospital targeting middle income patients living in Rangsit and Pathum Thani area	2015

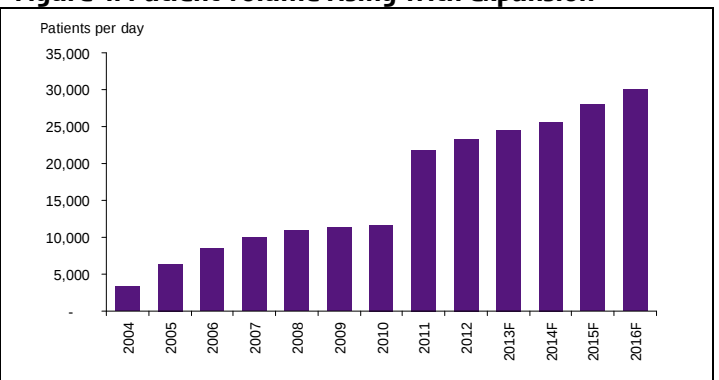
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 3: Upside to Thailand's healthcare spending



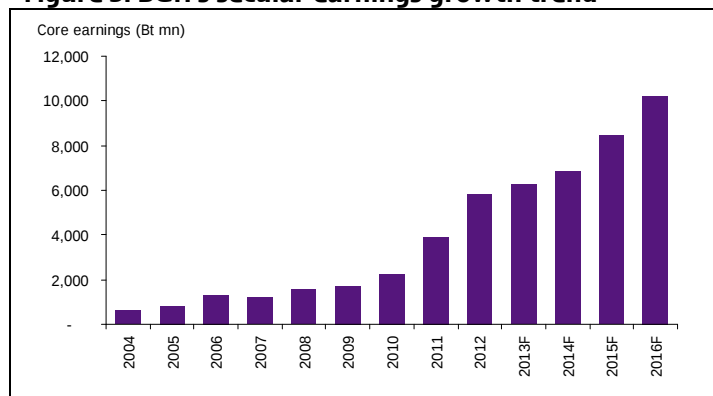
Source: WHO and SCBS Investment Research

Figure 4: Patient volume rising with expansion



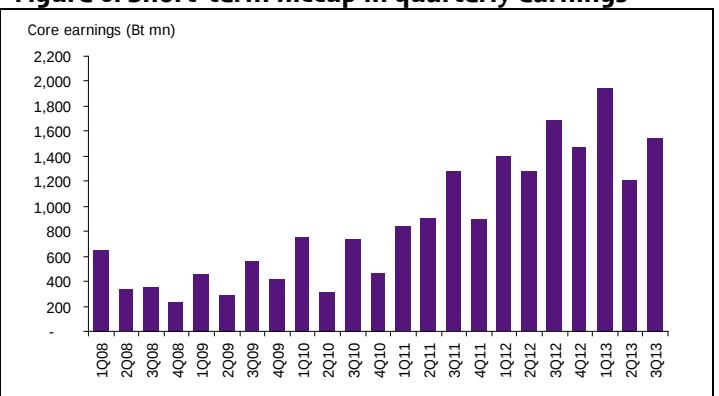
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 5: BGH's secular earnings growth trend



Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6: Short-term hiccup in quarterly earnings



Source: Company data, SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



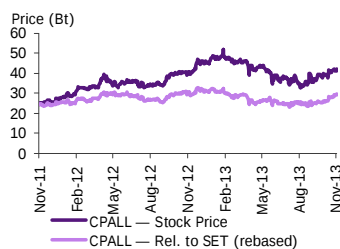
ชื่อ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	42.00
12-m target price (Bt)	52.00
Upside (Downside) to TP (%)	23.81
Mkt cap (Btbn)	377.29
Mkt cap (US\$mn)	11,772

Bloomberg code	CPALL TB
Reuters code	CPAL.BK
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.17
Sector % SET	8.80
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	52 / 32
Avg. daily 6m (US\$mn)	35.27
Foreign limit / actual (%)	49 / 28
Free float (%)	50.0
Dividend policy (%)	50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	8.4	23.5	3.7
Relative to SET	15.6	17.6	-1.0

Source: SET, SCBS Investment Research

ศิริมา ดิสรสรา, CFA

0-2949-1004

sirima.dissara@scb.co.th

ท้าวสุปี่แก้ว

CPALL และ MAKRO จะมียอดขายสาขาเดิมที่เติบโตได้ดีกว่าผู้ประกอบการร้านค้าปลีกรายอื่น ๆ ในสถานการณ์ที่การอุปโภคบริโภคชะลอตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรูปแบบร้านค้าที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัวของทั้งสองบริษัท ผลการดำเนินงานระยะยาวของ CPALL มีแนวโน้มที่แข็งแกร่ง โดยจะเติบโตเฉลี่ย 29% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า เพราะค่าใช้จ่ายจะลดลงและจะได้รับประโยชน์มากขึ้นจากการเข้าซื้อ MAKRO การรีไฟแนนซ์หนี้เพิ่มมากขึ้นในงวดครึ่งแรกปี 57 จะช่วยลดความเสี่ยงที่บริษัทจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนและลดความกังวลของนักลงทุนในตลาด แนวโน้มที่ดีขึ้นและความเสี่ยงด้านการดำเนินงานต่ำทั้ง ๆ ที่การอุปโภคบริโภคชะลอตัวจะทำให้ CPALL ปรับตัว outperform ตลาด และนำ "ชื่อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 52 บาท

รูปแบบร้านค้าที่ช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมเติบโต ยอดขายสาขาเดิมของ CPALL และ MAKRO เติบโตได้ดีกว่าผู้ประกอบการร้านค้าปลีกรายอื่น ๆ ทั้ง ๆ ที่การอุปโภคบริโภคชะลอตัว โดยได้รับปัจจัยหนุนจากรูปแบบร้านค้าที่มีเอกลักษณ์เฉพาะตัวของทั้งสองบริษัทซึ่งก็คือร้านสะดวกซื้อและร้านค้าเงินสดและบริการตนเอง (cash & carry) ทั้งนี้แม้พบสัญญาณการอุปโภคบริโภคชะลอตัวในปี 2556 จนถึงปัจจุบัน แต่ CPALL และ MAKRO สามารถรายงานยอดขายสาขาเดิมที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งเมื่อเทียบกับบริษัทอื่น ๆ ในกลุ่มเดียวกัน โดยในไตรมาส 3/56 CPALL และ MAKRO รายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโต 4.7% และ 7.1% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการร้านค้าปลีกไทยที่ 3.5% และในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 CPALL และ MAKRO รายงานยอดขายสาขาเดิมเติบโต 8% และ 7.6% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของผู้ประกอบการร้านค้าปลีกไทยที่ 5.1%

ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2557-58 เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ CPALL จะปรับตัวถึงจุดต่ำสุดในงวดครึ่งหลังปี 56 โดยหลัก ๆ เกิดจากค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าซื้อ MAKRO แต่หลังจากนั้นถ้าไรจะเติบโต 29% ในปี 2557-58 เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากการเข้าซื้อ MAKRO ประกอบกับการขยายสาขาเร็วขึ้น และค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับการเข้าซื้อ MAKRO จะปรับลดลง เราคาดว่าประโยชน์จากการเพิ่มพลังทางธุรกิจร่วมกันจะช่วยหนุนให้อัตรากำไรของ CPALL ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 0.15-0.20% และอัตรากำไรของ MAKRO จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 0.10-0.15% ในปี 2557-58 โดยเกิดจากการประหยัดจากขนาดเพิ่มมากขึ้นและประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากการคัดค้านผลิตภัณฑ์ร่วมกัน การจัดจำหน่ายร่วมกัน และการบริหารสินค้าคงคลัง นอกจากนี้เราก็คาดว่าการขยายสาขาจะปรับตัวเร่งเร็วขึ้น โดย CPALL จะเปิดสาขาเพิ่ม 600 สาขา/ปี (จากปีละ 500 สาขาในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา) และ MAKRO จะเปิดสาขาเพิ่ม 7 สาขา/ปี (สาขารูปแบบ cash and carry 5 สาขา และสาขารูปแบบ small food service 2 สาขา) ซึ่งเป็นตัวเลขด้านต่ำของเป้าที่ CPALL วางไว้ในกาเปิดสาขาของ MAKRO ที่ 7-11 สาขา/ปี (เทียบกับ 3-4 สาขา/ปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา)

ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยนลดลงในงวดครึ่งแรกปี 57 CPALL กู้เงิน bridging loan สกุลดอลลาร์สหรัฐระยะ 1 ปีจากธนาคารจำนวน 5.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 1.83 แสนล้านบาท (ไม่ได้ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยง 35% ณ สิ้นไตรมาส 3/56) เพื่อนำเงินมาใช้สนับสนุนการเข้าซื้อหุ้น MAKRO บริษัทรีไฟแนนซ์เงินกู้จำนวน 5 หมื่นล้านบาทด้วยการออกหุ้นกู้สกุลบาทในเดือน ต.ค. 2556 เงินกู้ที่เหลือจะรีไฟแนนซ์ด้วยหุ้นกู้สกุลบาทอีกชุดหรือเงินกู้ยืมธนาคารระยะยาว (ส่วนใหญ่เป็นสกุลบาท) ภายในงวดครึ่งแรกปี 57 ความคืบหน้าในการรีไฟแนนซ์หนี้ส่วนที่เหลือจะช่วยลดความเสี่ยงที่บริษัทจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนผ่านทาง bridging loan (สัดส่วนที่ยังไม่ได้ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงเทียบกับหนี้ระยะยาวอยู่ที่ ~10% ในปัจจุบัน)

"ชื่อ" เรายังคงคำแนะนำ "ชื่อ" CPALL โดยมีราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่คำนวณด้วยวิธี DCF อยู่ที่ 52 บาท ราคาหุ้น CPALL ปรับตัว underperform SET อยู่ 3% ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับกลุ่มพาณิชย์ที่ +2% ในช่วงเดียวกัน ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการเข้าซื้อ MAKRO และความเสี่ยงของผลประกอบการที่ต่ำกว่าผู้ประกอบการร้านค้าปลีกอื่น ๆ ในภาวะที่การอุปโภคบริโภคชะลอตัวทำให้ราคาหุ้น CPALL มีแนวโน้มที่จะปรับตัว outperform ในระยะสั้น ความคืบหน้าในการรีไฟแนนซ์หนี้จะช่วยลดความเสี่ยงจากความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่เกิดจากเงินกู้ bridging loan ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในอัตราเติบโตของยอดขายสาขาเดิม การขยายสาขา การเพิ่มพลังทางธุรกิจร่วมกัน และค่าใช้จ่ายที่เกิดจากการเข้าซื้อกิจการ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	155,360	188,702	284,882	405,076	460,339
EBITDA	(Btmn)	14,080	17,318	21,667	34,078	40,004
Core profit	(Btmn)	7,791	10,985	11,329	14,086	18,907
Reported profit	(Btmn)	8,008	11,023	10,978	14,086	18,907
Core EPS	(Bt)	0.87	1.22	1.26	1.57	2.10
DPS	(Bt)	0.63	0.90	0.90	0.94	1.05
P/E, core	(x)	48.47	34.35	33.30	26.79	19.95
EPS growth, core	(%)	15.13	41.12	3.14	24.33	34.23
P/BV, core	(x)	17.40	13.98	13.37	11.03	8.45
ROE	(%)	39.29	45.13	41.05	45.14	47.96
Dividend yield	(%)	1.49	2.14	2.15	2.24	2.51
EV/EBITDA	(x)	25.11	19.76	24.21	14.91	12.17

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	155,360	188,702	284,882	405,076	460,339
Cost of goods sold	(116,863)	(140,091)	(221,364)	(322,545)	(365,374)
Gross profit	38,497	48,611	63,518	82,532	94,965
SG&A	(34,032)	(43,736)	(56,901)	(67,746)	(76,434)
Other income	6,314	9,075	10,963	14,332	16,364
Interest expense	(0)	(0)	(2,275)	(9,088)	(8,855)
Pre-tax profit	10,778	13,950	15,304	20,030	26,040
Corporate tax	(2,981)	(2,931)	(3,885)	(5,806)	(6,962)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(6)	(34)	(91)	(138)	(171)
Core profit	7,791	10,985	11,329	14,086	18,907
Extra-ordinary items	216	39	(351)	0	0
Net Profit	8,008	11,023	10,978	14,086	18,907
EBITDA	14,080	17,318	21,667	34,078	40,004
Core EPS (Bt)	0.87	1.22	1.26	1.57	2.10
Net EPS (Bt)	0.89	1.23	1.22	1.57	2.10
DPS (Bt)	0.63	0.90	0.90	0.94	1.05

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	48,504	51,569	50,439	51,082	82,351
Cost of goods sold	(35,982)	(38,418)	(37,389)	(37,655)	(65,138)
Gross profit	12,522	13,150	13,050	13,427	17,213
SG&A	(11,615)	(12,302)	(11,582)	(12,624)	(16,436)
Other income	2,722	2,585	2,463	2,479	3,805
Interest expense	(0)	(0)	(0)	(127)	(910)
Pre-tax profit	3,628	3,433	3,932	3,155	3,672
Corporate tax	(751)	(679)	(741)	(534)	(586)
Equity a/c profits	0	0	0	0	0
Minority interests	(16)	(10)	(8)	(8)	(36)
Core profit	2,862	2,744	3,183	2,612	3,051
Extra-ordinary items	42	18	3	37	(391)
Net Profit	2,904	2,762	3,186	2,649	2,660
EBITDA	4,429	4,254	4,769	4,160	5,832
Core EPS (Bt)	0.32	0.31	0.35	0.29	0.34
Net EPS (Bt)	0.32	0.31	0.35	0.29	0.30

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	36,404	48,854	61,117	72,241	88,073
Total fixed assets	18,937	22,944	225,466	236,629	245,214
Total assets	55,341	71,798	286,582	308,870	333,287
Total loans	2	0	184,100	172,000	162,000
Total current liabilities	30,479	41,025	201,523	105,735	140,570
Total long-term liabilities	3,163	3,788	56,846	168,937	148,033
Total liabilities	33,642	44,812	258,369	274,672	288,603
Paid-up capital	4,493	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	21,699	26,986	28,213	34,198	44,684
BVPS (Bt)	2.41	3.00	3.14	3.81	4.97

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	43,383	48,854	48,592	60,595	44,849
Total fixed assets	21,400	22,944	24,854	172,358	232,798
Total assets	64,783	71,798	73,445	232,953	277,647
Total loans	21	0	0	143,333	186,157
Total current liabilities	36,884	41,025	39,148	200,245	242,227
Total long-term liabilities	3,660	3,788	3,938	4,495	4,659
Total liabilities	40,544	44,812	43,086	204,741	246,886
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	24,238	26,986	30,359	28,212	30,762
BVPS (Bt)	2.70	3.00	3.38	3.14	3.42

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	7,791	10,985	11,329	14,086	18,907
Depreciation and amortization	3,302	3,368	4,088	4,960	5,109
Operating cash flow	13,269	24,059	34,243	40,530	43,542
Investing cash flow	(10,519)	(9,437)	(194,834)	(16,123)	(13,678)
Financing cash flow	(4,265)	(5,738)	174,349	(20,200)	(18,451)

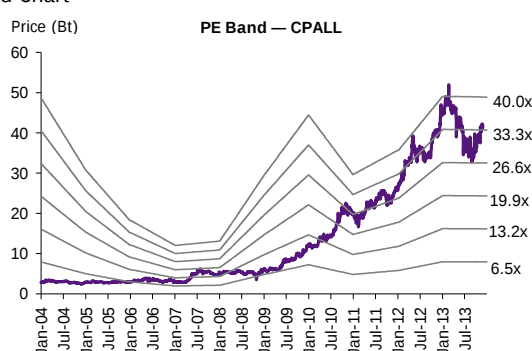
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
SSS growth (%) - CPALL	4.8%	13.0%	7.0%	7.0%	6.0%
No. of new stores - CPALL	486	546	600	600	600
No. of stores (year end) - CPALL	6,276	6,822	7,422	8,022	8,622
SSS growth (%) - MAKRO	8.4%	8.5%	7.0%	7.0%	6.0%
No. of new stores - MAKRO	4	5	7	7	7
No. of stores (year end) - MAKRO	52	57	64	71	78

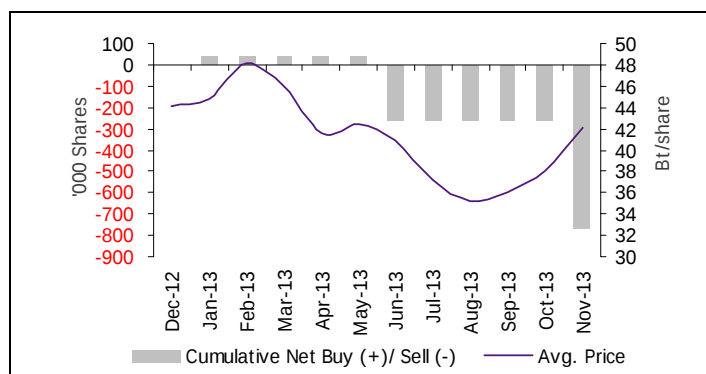
Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	24.8	25.8	22.3	20.4	20.6
Operating margin(%)	2.9	2.6	2.3	3.7	4.0
EBITDA margin(%)	9.1	9.2	7.6	8.4	8.7
EBIT margin(%)	50.7	53.7	46.1	40.6	40.8
Net profit margin(%)	5.2	5.8	3.9	3.5	4.1
ROE (%)	36.9	40.8	38.9	41.2	42.3
ROA (%)	14.5	15.4	3.8	4.6	5.7
Net D/E (x)	0.0	0.0	6.5	5.0	3.6
Interest coverage (x)	n.a.	n.a.	9.5	3.7	4.5
Payout Ratio (%)	70.1	73.2	71.5	60.0	50.0

PE Band Chart

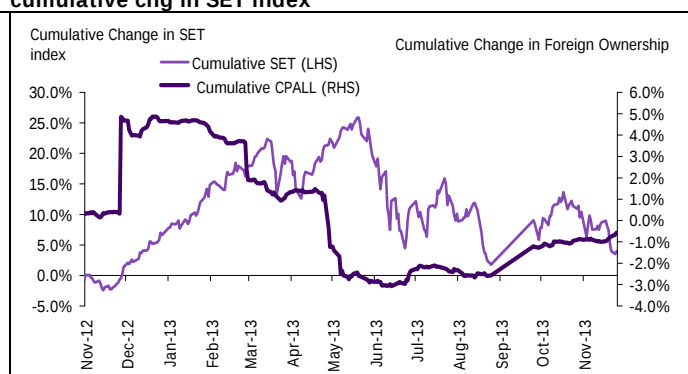


12-Month Cumulative directors trade



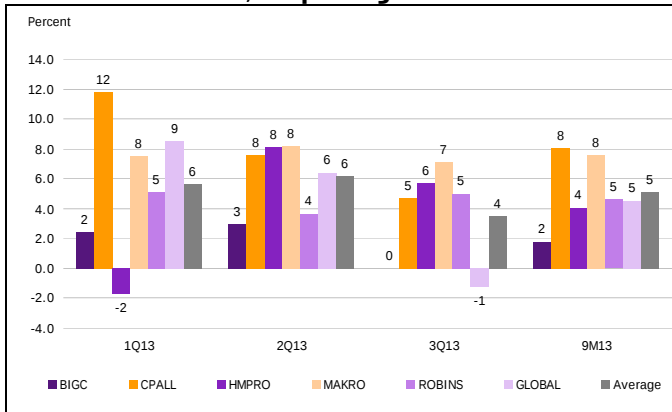
Source: SEC

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



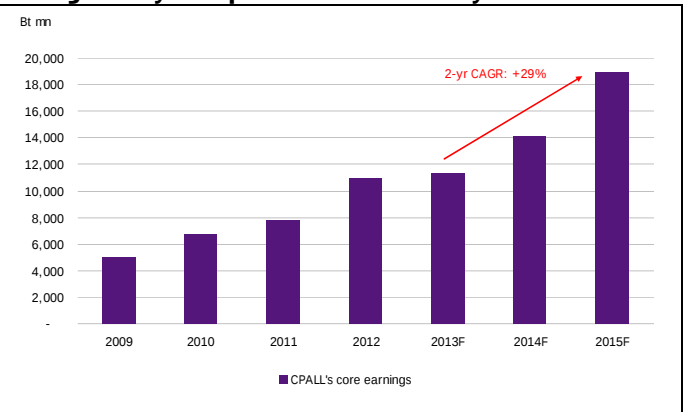
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: CPALL and MAKRO's SSS growth still strong in 3M13 and 9M13, despite signs of market slowdown



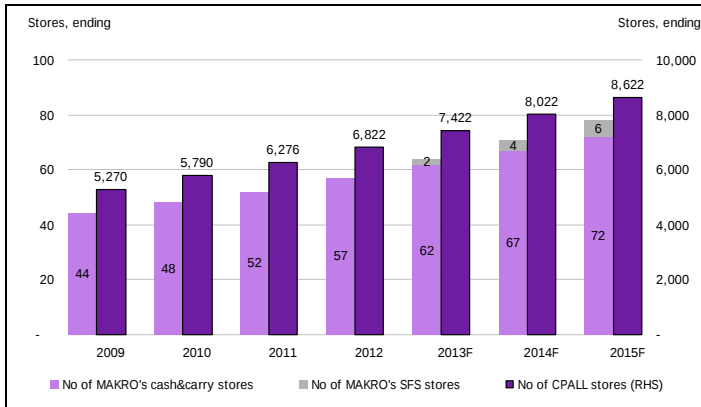
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: CPALL's earnings set to bottom out in 2013 and grow by 29% p.a. over the next 2 years



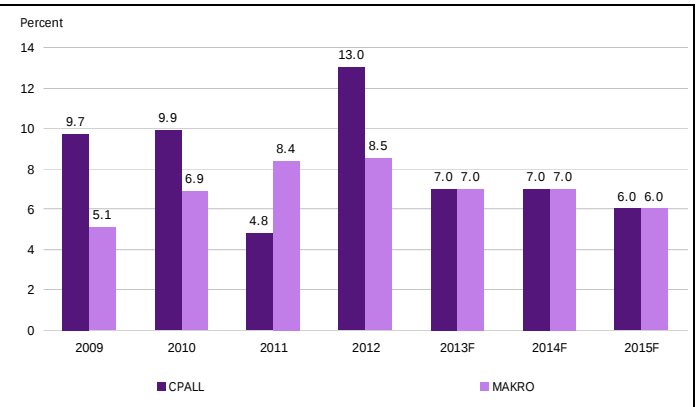
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Store expansion to accelerate for both CPALL and MAKRO



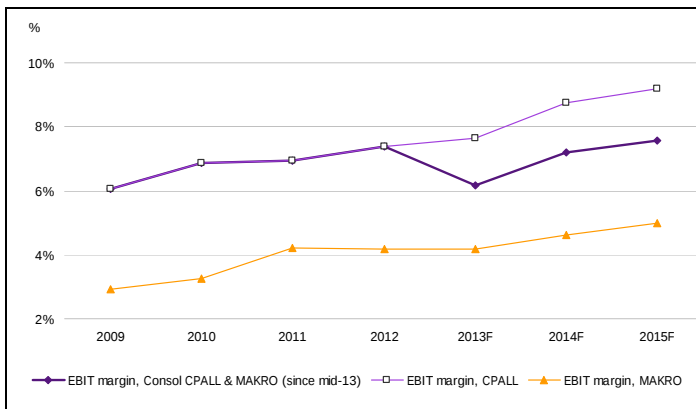
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Our assumptions of SSS growth for both CPALL and MAKRO



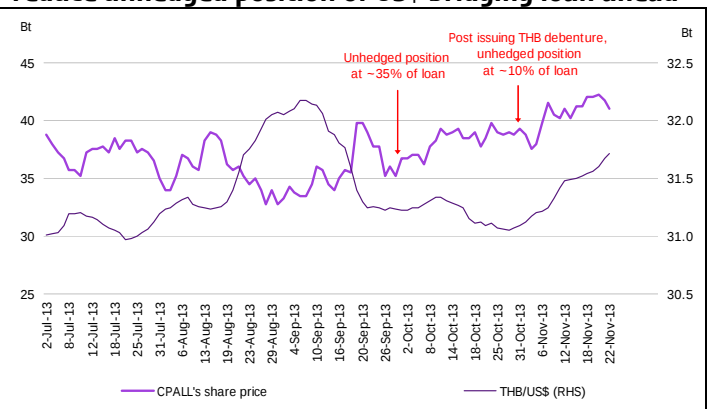
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: Margin improvement ahead, backed by business synergies related to the acquisitions



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Inverse correlation of CPALL's share price and weak THB/US\$ tends to be lower from its plan to reduce unhedged position of US\$ bridging loan ahead



Source: SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



ชื่อ

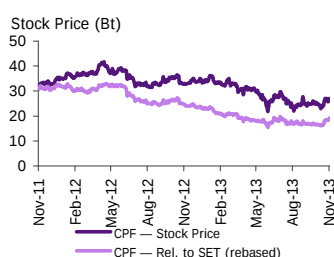
ปี 2557: CPP เป็นตัวขับเคลื่อน

Stock data

Last close (Nov 26) (Bt)	27.00
12-m target price (Bt)	35.00
Upside (Downside) to TP (%)	29.63
Mkt cap (Btbn)	209.06
Mkt cap (US\$mn)	6,523

Bloomberg code	CPF TB
Reuters code	CPF.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.76
Sector % SET	0.52
Shares issued (mn)	7,743
Par value (Bt)	1
12-m high / low (Bt)	36.8 / 21.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	15.59
Foreign limit / actual (%)	40 / 30
Free float (%)	46.6
Dividend policy (%)	~ 50

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	5.4	19.3	-20.5
Relative to SET	11.3	10.9	-24.7

Source: SET, SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

CPF น่าจะใช้ความพยายามทั้งหมดในการฟื้นฟูธุรกิจจากปัญหาโรคภัยตายด่วน (EMS) เพื่อให้ธุรกิจของบริษัทรื้อฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติ และขยายธุรกิจของบริษัท C.P. Pokphand Co., Ltd. (Hong Kong) (CPP) ซึ่งเป็นบริษัทในเครือจดทะเบียนในฮ่องกง ดำเนินธุรกิจในจีนและเวียดนาม CPP เป็นบริษัทที่มีผลการดำเนินงานในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 ดีที่สุดในกลุ่ม CPF โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ดีต่อเนื่องของธุรกิจอาหารสัตว์ในจีนและการฟื้นตัวดีขึ้นมากของธุรกิจในเวียดนาม เราแนะนำ “ซื้อ” CPF ด้วยราคาเป้าหมาย 35 บาท

CPP (Hong Kong) CPP (Hong Kong) ซึ่งเป็นบริษัทที่ CPF ถือหุ้นอยู่ 71% มีผลการดำเนินงานดีมากในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 เมื่อเทียบกับธุรกิจอื่นๆ ในเครือ CPF แม้กำไรของ CPP ถูกฉุดโดยธุรกิจในเวียดนาม แต่แสดงสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้น กำไรสุทธิช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 125 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ลดลง 23% YoY แต่ฟื้นตัวขึ้นอย่างเห็นได้ชัดจากที่ปรับตัวลดลง 44% YoY ในช่วง 6 เดือนแรกปี 56 ธุรกิจเวียดนามปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 3/56 โดยหลักๆ เกิดจากปริมาณขายที่ฟื้นตัวขึ้นของธุรกิจหมู CPP วางแผนขยายธุรกิจสุภาพรรณที่มีมูลค่าเพิ่ม เช่น ดিমซ่า ในจีน โดยเข้าลงทุนในโครงการ 2 โครงการ โครงการแรกใช้งบลงทุน 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดว่าจะก่อสร้างเสร็จปลายปี 2557 ส่วนโครงการที่สองใช้งบลงทุน 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดว่าจะสร้างเสร็จกลางปี 2558

ธุรกิจโรคภัยตายด่วน (EMS) เข้าสู่ประเทศไทยในปี 2554 หลังจากแพร่ระบาดในจีน เวียดนาม และมาเลเซียในปี 2552 การแพร่ระบาดของโรคนี้ส่งผลกระทบทำให้ผลผลิตกุ้งไทยในปี 2556 ปรับลดลง 50% YoY ในขณะที่ผลผลิตกุ้งของ CPF คิดเป็น 10-15% ของผลผลิตกุ้งทั้งหมดในประเทศไทย การศึกษาอย่างระมัดระวังและการนำเอาเทคโนโลยีใหม่มาใช้ช่วยให้ผู้ผลิตกุ้งสามารถลดผลกระทบของโรคดังกล่าวได้ โดยอัตราการรอดตายของกุ้งค่อยๆ เพิ่มขึ้นทุกเดือน นอกจากนี้ยังเป็นประสบการณ์เรียนรู้ที่ดีทั้งบริษัทและฟาร์มอิสระด้วย ราคากุ้งเริ่มปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดที่ 274 บาท/กก. สู่ 255 บาท/กก. ซึ่งถือเป็นข่าวดีสำหรับอุตสาหกรรมกุ้ง เนื่องจากสะท้อนถึงสถานการณ์อุปทานกุ้งที่ดีขึ้น คดีคลายดีขึ้น ผู้บริหาร CPF มองว่าปี 2556 เป็นปีที่ธุรกิจกุ้งและผลการดำเนินงานของบริษัทปรับตัวแย่งชิงชั่วคราว และจะฟื้นตัวขึ้นได้ในระยะยาว

เติบโตตามการฟื้นตัวของธุรกิจไทยในปี 2557 ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 CPF มียอดขายรวม 2.86 แสนล้านบาท +9% YoY โดย 42% มาจากธุรกิจในไทย, 28% มาจากธุรกิจในจีนภายใต้การดูแลของ CPP, 14% มาจากธุรกิจในเวียดนามซึ่งก็อยู่ภายใต้การดูแลของ CPP เช่นกัน, และ 16% มาจากธุรกิจในประเทศอื่นๆ เราคาดว่า CPF จะมีรายได้กว่า 4 แสนล้านบาทในปี 2557 หรือเท่ากับสองเท่าของรายได้ในปี 2554 อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อย่างมากเมื่อธุรกิจกุ้งฟื้นตัวกลับสู่จุดคุ้มทุน อัตรากำไรปกติที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกๆ 1% จะส่งผลทำให้กำไรของบริษัทปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ 4 พันล้านบาท หรือ 0.5 บาท/หุ้น

ปัจจัยกระตุ้นในปี 2557-2558: 1) การฟื้นตัวของธุรกิจกุ้ง 2) การเติบโตอย่างแข็งแกร่งของธุรกิจอาหารสัตว์ในจีน และการขยายธุรกิจอาหารภายในสิ้นปี 2557 และ 3) การฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของธุรกิจในเวียดนาม

ซื้อ ราคาเป้าหมาย 35 บาท/หุ้น เราเชื่อว่า CPF กำลังมองหาโอกาสเข้าซื้อกิจการใหม่ เนื่องจากบริษัทมีแผนซื้อธุรกิจอาหารในต่างประเทศเพิ่มถ้าราคาเหมาะสม ผลซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น CPF ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราประเมินราคาเป้าหมายของ CPF โดยอิงกับ PER ปี 2557 ที่ 14.5 เท่า (เท่ากับ PER ปี 2554 ซึ่งเป็นปีสุดท้ายที่สถานะการณ์เป็นปกติ) เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจที่มีขนาดใหญ่ขึ้นและผลการดำเนินงานที่เริ่มฟื้นตัวดีขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	206,099	357,175	371,463	423,010	455,690
EBITDA	(Btmn)	20,802	18,449	13,778	32,193	40,164
Core profit	(Btmn)	14,476	3,930	200	13,980	21,744
Reported profit	(Btmn)	16,117	18,790	8,094	17,138	21,744
Core EPS	(Bt)	1.96	0.53	0.03	1.89	2.94
DPS	(Bt)	1.20	1.10	0.75	1.30	1.60
P/E, core	(x)	13.8	50.8	998.1	14.3	9.2
EPS growth, core	(%)	27.1	(72.9)	(94.9)	6,895.5	55.5
P/BV, core	(x)	3.2	1.7	2.0	1.8	1.7
ROE	(%)	24.1	4.7	0.2	12.6	18.2
Dividend yield	(%)	4.4	4.1	2.8	4.8	5.9
EV/EBITDA	(x)	2.4	20.0	26.8	11.5	9.2

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	206,099	357,175	371,463	423,010	455,690
Cost of goods sold	172,488	315,838	333,767	362,551	385,288
Gross profit	33,612	41,337	37,696	60,459	70,402
SG&A	18,909	33,260	34,198	39,340	42,151
Other income	1,360	2,995	2,203	2,313	2,523
Interest expense	2,432	6,377	8,507	7,757	7,007
Pre-tax profit	13,631	4,695	(2,806)	15,676	23,768
Corporate tax	2,898	2,675	438	4,121	6,063
Equity a/c profits	3,863	4,138	4,383	4,927	6,549
Minority interests	(120)	(2,229)	(940)	(2,502)	(2,509)
Core profit	14,476	3,930	200	13,980	21,744
Extraordinaries	1,641	14,860	7,894	3,157	0
Net profit	16,117	18,790	8,094	17,138	21,744
EBITDA	20,802	18,449	13,778	32,193	40,164
Core EPS (Bt)	1.96	0.53	0.03	1.89	2.94
Net EPS (Bt)	2.18	2.54	1.10	2.32	2.94
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	102,125	109,577	120,904
Total fixed assets	81,062	201,343	203,116	214,459	226,598
Total assets	157,563	310,544	305,242	324,035	347,501
Total loans	63,762	137,069	130,780	146,973	150,554
Total current liabilities	46,071	95,218	89,416	102,762	114,841
Total long-term liabilities	47,358	94,545	99,958	105,958	105,458
Total liabilities	93,430	189,763	320,153	355,693	370,853
Paid-up capital	7,520	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	67,077	120,781	124,295	129,457	137,002
BVPS (Bt)	8.53	16.35	13.83	14.80	16.08

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Pretax profit	16,237	21,019	1,577	20,603	30,316
Depreciation and amortization	4,739	7,376	8,077	8,761	9,390
Operating cash flow	20,464	5,000	8,636	21,641	45,684
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)	(10,444)	(883)	10,339

Key Financial Ratios

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin (%)	16.3	11.6	10.1	14.3	15.4
Operating margin (%)	7.1	2.3	0.9	5.0	6.2
EBITDA margin (%)	10.1	5.2	3.7	7.6	8.8
EBIT margin (%)	9.7	4.3	2.7	6.7	8.2
Net profit margin (%)	7.0	1.1	0.1	3.3	4.8
ROE (%)	24.1	4.7	0.2	12.6	18.2
ROA (%)	11.2	8.0	2.6	5.3	6.3
Net D/E (x)	0.7	1.3	1.3	1.4	1.2
Payout Ratio (%)	61.2	206.8	2,772.6	68.7	54.4

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	97,220	94,220	87,424	93,194	105,268
Cost of goods sold	85,861	86,821	79,532	85,280	93,883
Gross profit	11,359	7,400	7,892	7,914	11,384
SG&A	8,991	9,127	8,232	8,766	9,705
Other income	832	849	395	568	498
Interest expense	(1,658)	(1,894)	(1,600)	(2,302)	(2,142)
Pre-tax profit	1,542	(2,773)	(1,545)	(2,587)	36
Corporate tax	(705)	110	(281)	154	419
Equity a/c profits	1,066	997	1,398	1,197	1,296
Minority interests	(750)	(506)	(310)	(310)	(864)
Core profit	1,152	(2,171)	(738)	(1,546)	887
Extraordinaries	1,252	2,409	1,765	3,182	1,762
Net profit	2,404	238	1,026	1,636	2,648
EBITDA	5,170	1,013	2,011	1,331	4,186
Core EPS (Bt)	0.16	(0.29)	(0.10)	(0.21)	0.12
Net EPS (Bt)	0.33	0.03	0.14	0.22	0.36

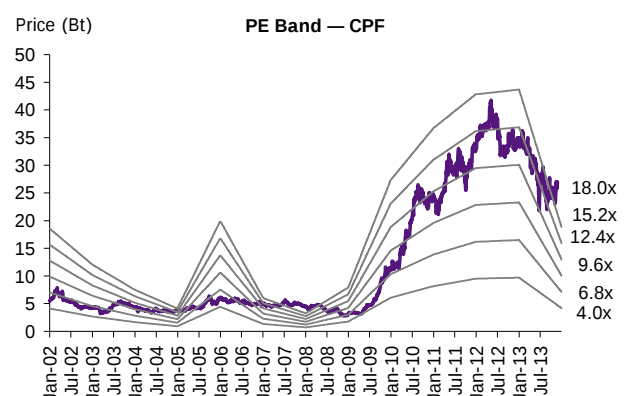
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	111,221	109,201	114,666	124,568	120,138
Total fixed assets	185,035	201,343	210,470	216,887	224,130
Total assets	296,257	310,544	325,136	341,456	344,268
Total loans	126,070	136,656	152,634	165,922	164,689
Total current liabilities	83,653	95,218	109,043	108,599	100,127
Total long-term liabilities	97,309	94,545	97,048	112,116	121,045
Total liabilities	180,962	189,763	206,091	220,716	221,172
Paid-up capital	7,743	7,743	7,743	7,743	7,743
Total equity	115,295	120,781	119,045	120,740	123,095
BVPS (Bt)	15.61	16.35	15.37	16.34	16.66

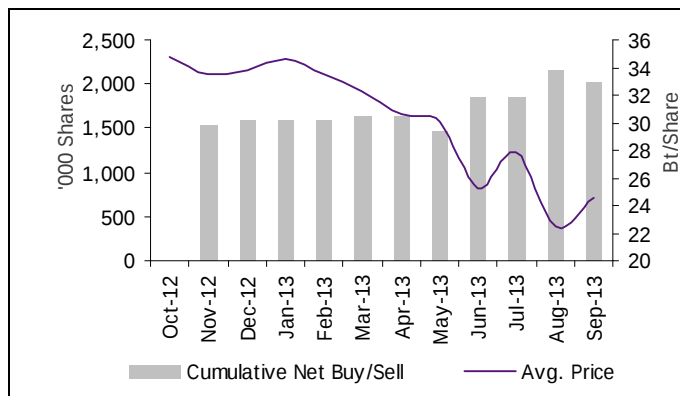
Main Assumptions

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

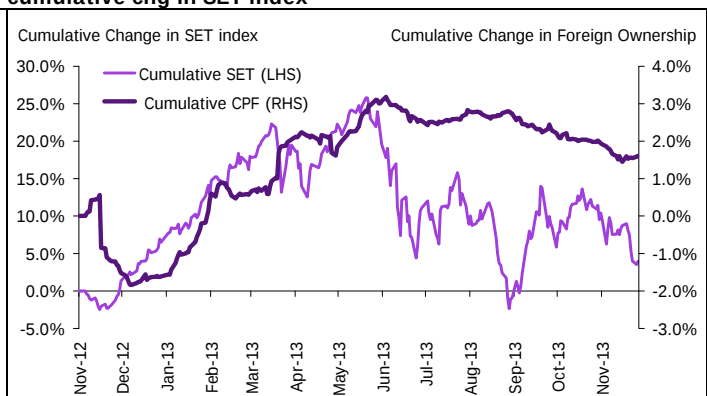


12-Month Cumulative directors trade



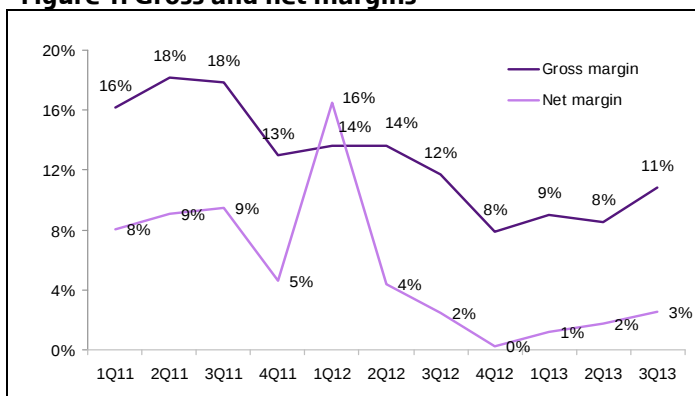
Source: SEC

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



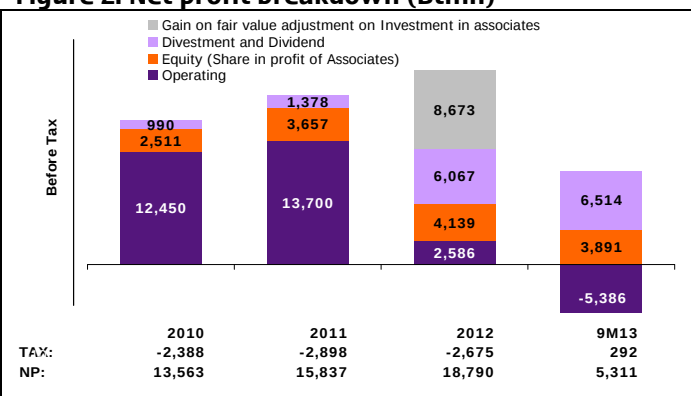
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: Gross and net margins



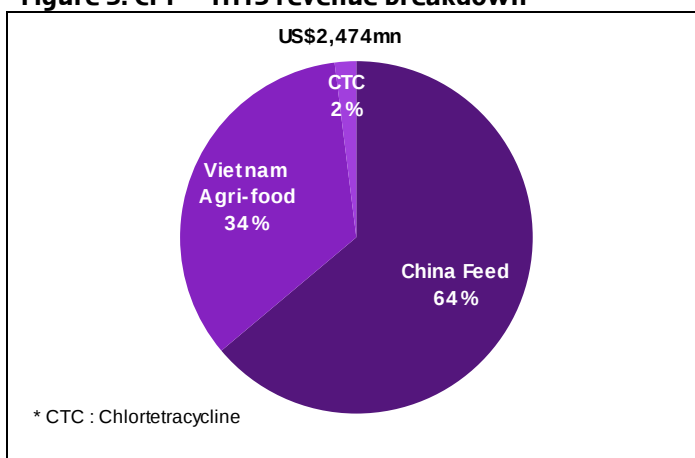
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 2: Net profit breakdown (Btmn)



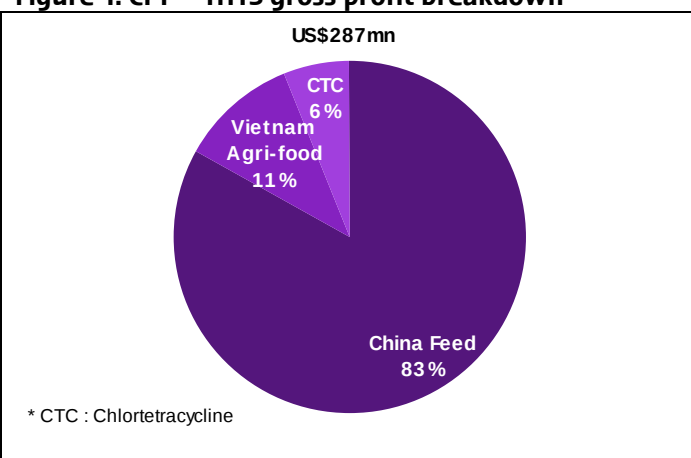
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 3: CPP - 1H13 revenue breakdown



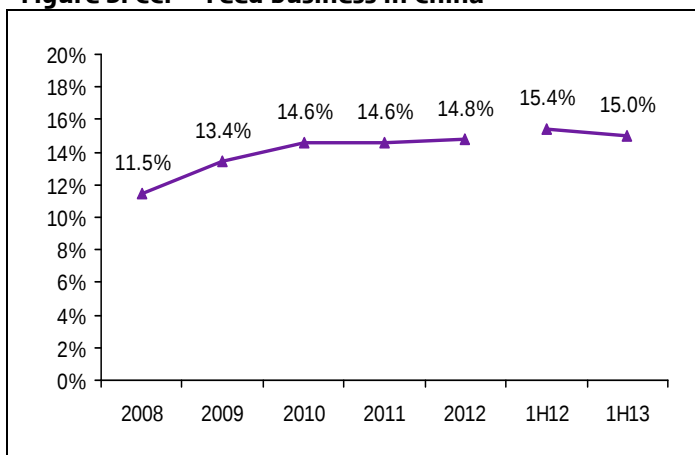
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 4: CPP - 1H13 gross profit breakdown



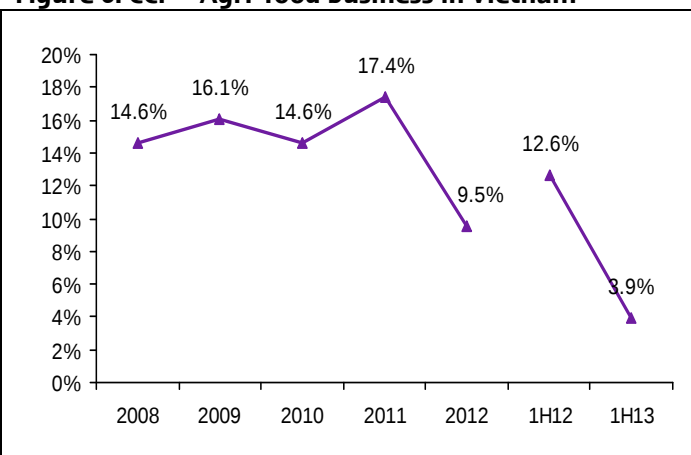
Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 5: CCP - Feed business in China



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 6: CCP - Agri-food business in Vietnam



Source: Company Data, SCBS Investment Research

Figure 7: Food Processing Business in China

Projects	Qinhuangdao China		Qingdao China
Investment amount	~US\$300mn		~US\$250mn
Phase	1	2	1 single phase
Capacity (tons p.a.)	55,200	50,200	72,000
Expected completed date	Late 2014	Late 2015	Mid-2015

Source: Company Data

This page is left blank intentionally



ข้อ

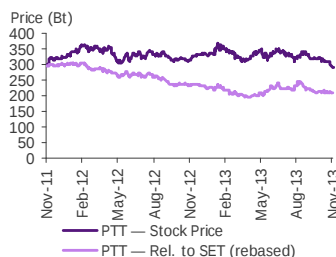
Valuation ยังน่าสนใจ

Stock Data

Last close (Nov 26) (Bt)	291.00
12-m target price (Bt)	400.00
Upside (Downside) to TP (%)	37.46
Mkt cap (Btbn)	831.18
Mkt cap (US\$mn)	25,934

Bloomberg code	PTT TB
Reuters code	PTT.BK
Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	6.98
Sector % SET	18.62
Shares issued (mn)	2,856
Par value (Bt)	10
12-m high / low (Bt)	368 / 290
Avg. daily 6m (US\$mn)	42.85
Foreign limit / actual (%)	30 / 18
Free float (%)	48.8
Dividend policy (%)	≥ 25

Price Performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

	1M	3M	12M
Absolute	-8.2	-9.1	-7.3
Relative to SET	-2.1	-13.4	-11.5

Source: SET, SCBS Investment Research

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaiapat.thanawattano@scb.co.th

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTT เพราะผลการดำเนินงานของบริษัทแข็งแกร่ง ทั้ง ๆ ที่มีเหตุการณ์ที่ทำให้การดำเนินงานสะดุดหลายครั้งจากการหยุดผลิตนอกแผนของโรงงานของบริษัทเองและโรงงานของบริษัทร่วม เรายังคงคาดว่ากำไรปกติของ PTT จะเติบโต 15.5% YoY ในปี 2557 หลังจากคาดว่าจะลดลงเล็กน้อย 2.5% YoY ในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดผลิตนอกแผนของโรงแยกก๊าซหน่วยที่ 5 (GSP#5) และผลกระทบด้านลบจากเหตุการณ์ 3 เหตุการณ์ที่ PTTGC นอกจากนี้ Valuation ของ PTT ก็ยังดูน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E ปี 2557 เพียง 6.9 เท่า เทียบกับ P/E เฉลี่ย >10 เท่าของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคและตลาด เรายืนยันราคาเป้าหมาย PTT ที่ 400 บาท ซึ่งคำนวณได้จากวิธี sum-of-the-parts

GSP#5 จะสามารถกลับมาเดินเครื่องผลิตได้ 100% เร็วกว่าคาด โรงแยกก๊าซหน่วยที่ 5 (GSP#5) กลับมาเดินเครื่องผลิต 50% แล้วในเดือน ต.ค. หลังจากปลดอุปกรณ์แลกเปลี่ยนความร้อนจากไอเสียเครื่องยนต์ (WHR) ที่ได้รับความเสียหายออก และได้ทำการตรวจสอบอุปกรณ์หน่วยที่ 2 เพื่อให้มั่นใจในความความปลอดภัย โรงแยกก๊าซแห่งนี้จะสามารถกลับมาเดินเครื่องผลิต 100% ได้ในงวดครึ่งแรกปี 57 ก่อนติดตั้งอุปกรณ์ WHR ใหม่ตอนกลางปี 2557 อุปกรณ์ WHR ใหม่จะช่วยให้การผลิตราบรื่นขึ้นและดำเนินการผลิตโดยใช้พลังงานได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57

มีแนวโน้ม Upside จากการปรับราคา LPG และ NGV มีความเป็นไปได้ว่าในที่สุดแล้วรัฐบาลจะจ่ายเงินชดเชยผลขาดทุนจาก LPG ให้แก่ PTT หลังจากประสบความสำเร็จในการปรับราคา LPG เพื่อสะท้อนต้นทุนของ PTT ทั้งนี้หลังจากประชาชนคุ้นเคยกับราคา LPG ที่สูงขึ้น ขั้นตอนต่อไปจะเป็นการปรับราคา NGV เพิ่มขึ้นเพื่อให้สะท้อนต้นทุนที่แท้จริงที่ระดับ >15 บาท/กก. เทียบกับราคาปัจจุบันที่ 10.5 บาท/กก. การปรับราคาครั้งนี้ยังอยู่ระหว่างการหารือกับกระทรวงพลังงาน ในเวลาเดียวกันผู้บริหารก็เชื่อว่าภาระขาดทุนจาก NGV จะถูกควบคุมไว้ด้วยการไม่เพิ่มจำนวนสถานี NGV ให้เกินกว่า 500 แห่ง จากปัจจุบันที่ 468 แห่งจนกว่าจะสามารถปรับราคาได้

มีแนวโน้มขายหุ้น IPO ของ GPSC กลางปี 2557 PTT ดำเนินการปรับโครงสร้างการถือหุ้นของธุรกิจผลิตไฟฟ้าของกลุ่ม โดยจัดตั้งบริษัท Global Power Synergy Company (GPSC) เป็นแกนนำธุรกิจนี้ GPSC มีกำลังการผลิตไฟฟ้าติดตั้งอยู่ที่ 1,357 เมกะวัตต์ และจะปรับเพิ่มขึ้นเป็น 2,531 เมกะวัตต์ภายในสิ้นปีนี้เมื่อมีการโอนสินทรัพย์จากบริษัทในกลุ่ม PTT เข้ามาเพิ่มเติม โดยตั้งเป้าหมายกำลังการผลิต 6,000 เมกะวัตต์ภายในปี 2566 นอกจากนี้ผู้บริหารก็ตั้งเป้าหมายบริษัทแห่งนี้เข้าจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหุ้นภายในกลางปี 2557 ด้วย

แนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2557 เราคาดว่ากำไรปกติปี 2557 จะเติบโต 15.5% YoY โดยส่วนใหญ่จะได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก PTTEP (จากการดำเนินงานตลอดทั้งปีของโครงการมอนทาราและโครงการซอติกา) นอกจากนี้เราก็คาดว่าธุรกิจก๊าซของ PTT จะปรับตัวดีขึ้น YoY เมื่อ GSP#5 กลับมาเดินเครื่องผลิต 100% ซึ่งจะส่งผลดีต่อธุรกิจโอเลฟินส์ของ PTTGC ที่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์อุปทานก๊าซขาดตอนในปี 2556 การชดเชยผลขาดทุนจาก LPG และ NGV จะช่วยสนับสนุนให้ประมาณการกำไรของเราปรับเพิ่มขึ้นได้อีก

Valuation และปัจจัยเสี่ยง ราคาหุ้น PTT ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง 13% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา มากกว่า SET ที่ปรับตัวลดลง 2% ทั้ง ๆ ที่ผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความกังวลของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับแรงขายจากกองทุนวายุภักษ์ที่มีกำหนดหมดอายุภายในสิ้นเดือน พ.ย. 2556 เรามองว่าเหตุการณ์นี้น่าจะเกิดแค่ช่วงสั้นๆ และจะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมหุ้น PTT Valuation ของ PTT ยังน่าสนใจ โดยซื้อขายที่ P/E เพียง 6.9 เท่า หรือเกือบครึ่งหนึ่งของ P/E ตลาด และเทียบกับ P/E เฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ระดับมากกว่า 10 เท่า อีกทั้งยังได้รับปัจจัยหนุนจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 4.6-5.5% จากกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งด้วย ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ผันผวน และการหยุดผลิตนอกแผนของโรงงานในกลุ่ม PTT

Forecasts and Valuation

Year to 31 Dec	Unit	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Revenue	(Btmn)	2,406,100	2,767,440	2,856,426	3,005,116	3,036,576
EBITDA	(Btmn)	217,964	232,861	202,509	220,522	234,186
Core profit	(Btmn)	110,933	107,485	104,818	121,055	128,664
Reported profit	(Btmn)	106,260	104,666	108,018	121,055	128,664
Core EPS	(Bt)	38.88	37.63	36.70	42.38	45.05
DPS	(Bt)	13.00	13.00	13.40	15.00	16.00
P/E, core	(x)	7.5	7.7	7.9	6.9	6.5
EPS growth, core	(%)	38.8	(3.2)	(2.5)	15.5	6.3
P/BV, core	(x)	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	(%)	18.5	15.7	13.6	14.1	13.5
Dividend yield	(%)	4.5	4.5	4.6	5.2	5.5
EV/EBITDA	(x)	5.1	4.9	5.5	5.1	4.6

Source: SCBS Investment Research

Financial statement

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total revenue	2,406,100	2,767,440	2,856,426	3,005,116	3,036,576
Cost of goods sold	2,214,979	2,567,947	2,673,253	2,803,636	2,822,973
Gross profit	191,122	199,493	183,173	201,480	213,603
SG&A	45,048	49,049	50,625	53,260	53,816
Other income	16,575	17,179	15,496	15,030	14,838
Interest expense	18,035	19,763	21,994	21,700	20,922
Pre-tax profit	144,614	147,861	126,051	141,550	153,704
Corporate tax	43,226	46,516	43,508	45,624	49,579
Equity a/c profits	29,463	27,091	38,416	43,218	43,765
Minority interests	(19,919)	(20,950)	(16,141)	(18,089)	(19,226)
Core profit	110,933	107,485	104,818	121,055	128,664
Extra-ordinary items	(4,672)	(2,820)	3,200	0	0
Net Profit	106,260	104,666	108,018	121,055	128,664
EBITDA	217,964	232,861	202,509	220,522	234,186
Core EPS (Bt)	38.88	37.63	36.70	42.38	45.05
Net EPS (Bt)	37.24	36.64	37.82	42.38	45.05
DPS (Bt)	13.00	13.00	13.40	15.00	16.00

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Total current assets	381,124	472,146	441,583	443,619	464,778
Total fixed assets	1,020,722	1,157,365	1,241,173	1,331,814	1,396,891
Total assets	1,401,846	1,629,511	1,682,755	1,775,432	1,861,669
Total loans	407,823	455,183	442,515	425,472	411,413
Total current liabilities	335,522	380,891	328,642	340,860	339,599
Total long-term liabilities	422,610	518,724	541,682	527,622	516,023
Total liabilities	758,133	899,615	870,324	868,482	855,622
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Total equity	643,713	729,896	812,431	906,950	1,006,046
BVPS (Bt)	225.37	255.54	284.34	317.42	352.10

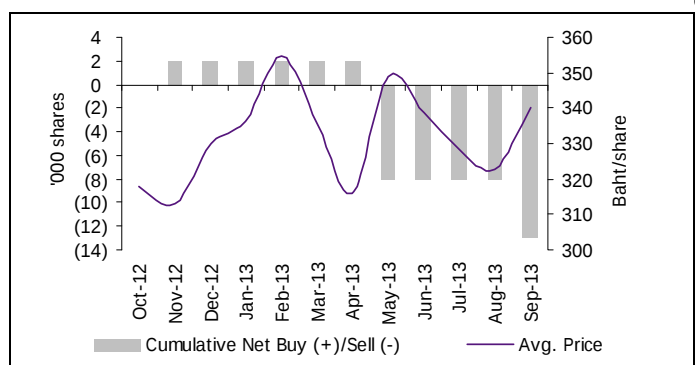
Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Core Profit	110,933	107,485	104,818	121,055	128,664
Depreciation and amortization	55,315	65,237	54,464	57,272	59,560
Operating cash flow	177,286	177,401	206,339	187,773	194,927
Investing cash flow	(160,281)	(180,576)	(159,964)	(156,968)	(132,944)
Financing cash flow	(36,673)	23,960	(38,153)	(43,578)	(43,628)
Net cash flow	(19,669)	20,785	8,222	(12,773)	18,356

Key Financial Ratios

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Gross margin(%)	7.9	7.2	6.4	6.7	7.0
Operating margin(%)	6.1	5.4	4.6	4.9	5.3
EBITDA margin(%)	9.1	8.4	7.1	7.3	7.7
EBIT margin(%)	6.8	6.1	5.2	5.4	5.8
Net profit margin(%)	4.4	3.8	3.8	4.0	4.2
ROE (%)	18.5	15.7	13.6	14.1	13.5
ROA (%)	8.4	7.1	6.3	7.0	7.1
Net D/E (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage (x)	12.1	11.8	9.2	10.2	11.2
Debt service coverage (x)	3.9	2.6	2.5	5.0	5.9
Payout Ratio (%)	34.9	35.5	35.4	35.4	35.5

12-Month Cumulative directors trade



Source: SEC

Profit and Loss Statement (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total revenue	678,957	725,824	693,212	663,117	716,304
Cost of goods sold	629,148	677,579	645,868	615,273	668,842
Gross profit	49,809	48,245	47,344	47,844	47,462
SG&A	12,297	15,393	10,308	11,471	11,948
Other income	2,759	3,908	3,581	2,803	3,694
Interest expense	4,978	5,522	4,938	5,070	5,073
Pre-tax profit	35,293	31,238	35,679	34,106	34,135
Corporate tax	8,935	12,455	9,510	15,500	9,321
Equity a/c profits	13,115	7,981	10,151	1,347	10,492
Minority interests	(6,857)	(4,795)	(6,959)	(4,128)	(6,477)
Core profit	32,616	21,969	29,362	15,825	28,830
Extra-ordinary items	3,212	767	6,744	(3,547)	2,047
Net Profit	35,827	22,736	36,105	12,278	30,877
EBITDA	57,896	53,635	58,278	56,465	58,270
Core EPS (Bt)	11.42	7.69	10.28	5.54	10.09
Net EPS (Bt)	12.54	7.96	12.64	4.30	10.81

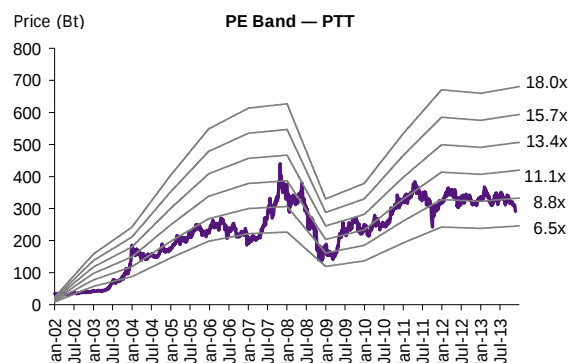
Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13
Total current assets	473,193	472,146	501,239	463,311	480,353
Total fixed assets	1,130,008	1,157,365	1,161,858	1,190,236	1,214,054
Total assets	1,603,200	1,629,511	1,663,097	1,653,547	1,694,408
Total loans	492,429	455,183	457,491	454,549	476,478
Total current liabilities	419,115	380,891	389,194	357,644	363,746
Total long-term liabilities	496,693	518,724	521,458	529,448	542,652
Total liabilities	915,808	899,615	910,651	887,092	906,397
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Total equity	687,393	729,896	752,446	766,455	788,010
BVPS (Bt)	240.66	255.54	263.43	268.34	275.89

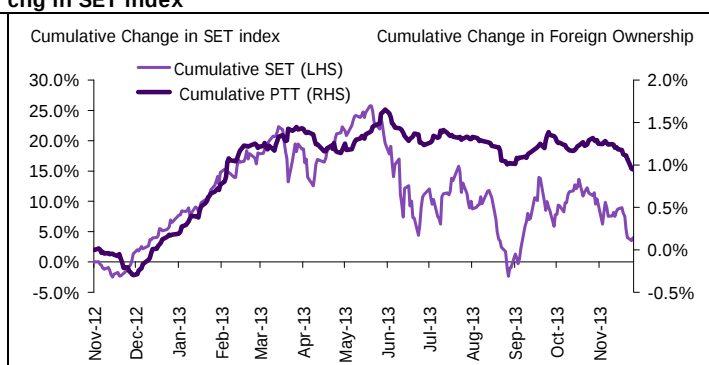
Main Assumptions

	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Crude oil price Dubai (US\$/bbl)	102.0	104.0	102.0	97.0	97.0
Gas sales volume (mmcf/d)	4,161	4,537	4,764	5,002	5,252
Capital expenditure (Btmn)	257,684	146,496	121,548	113,750	89,179
Effective interest rate (%)	4.70	4.80	4.90	4.90	4.90

PE Band Chart

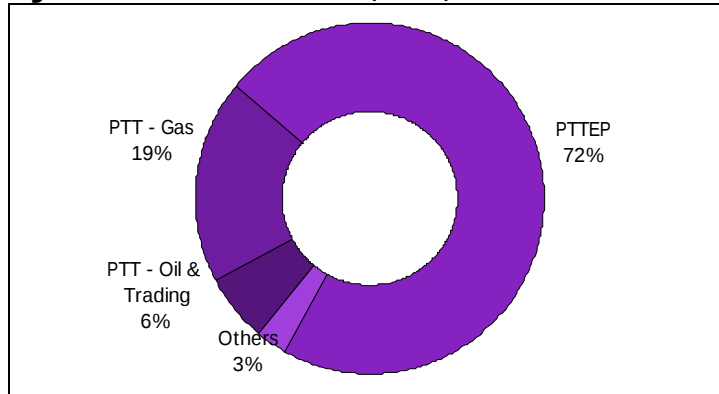


12 Month cumulative chg in foreign ownership versus cumulative chg in SET index



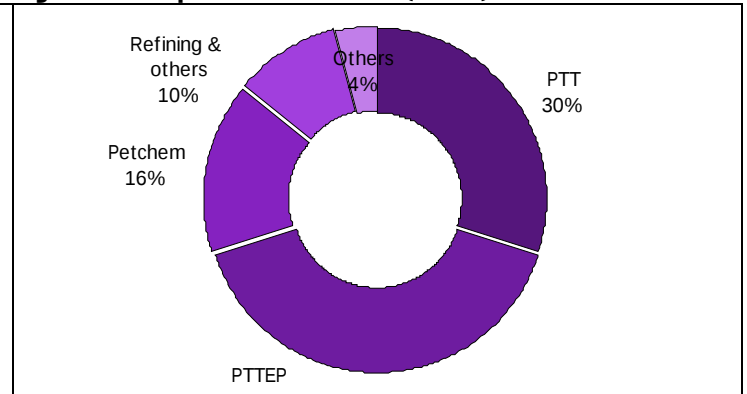
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 1: EBITDA breakdown (9M13)



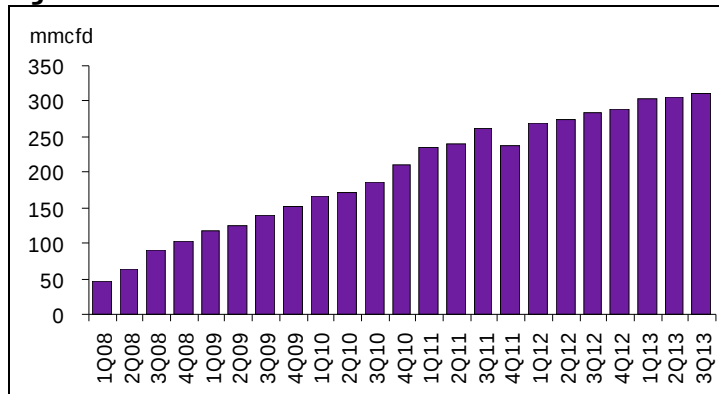
Source: PTT, SCBS Investment Research

Figure 2: Net profit breakdown (9M13)



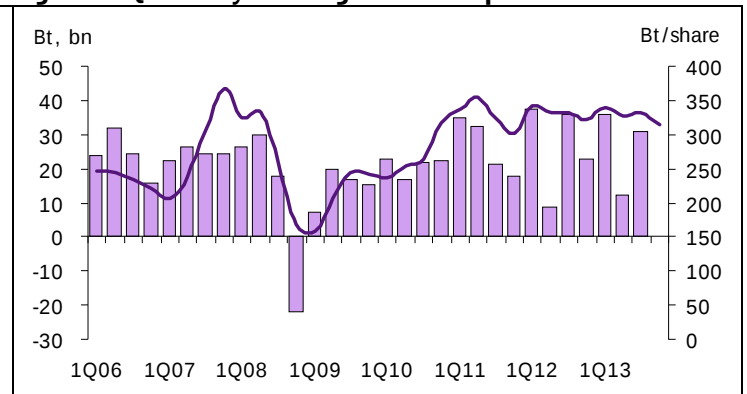
Source: PTT, SCBS Investment Research

Figure 3: NGV sales volume



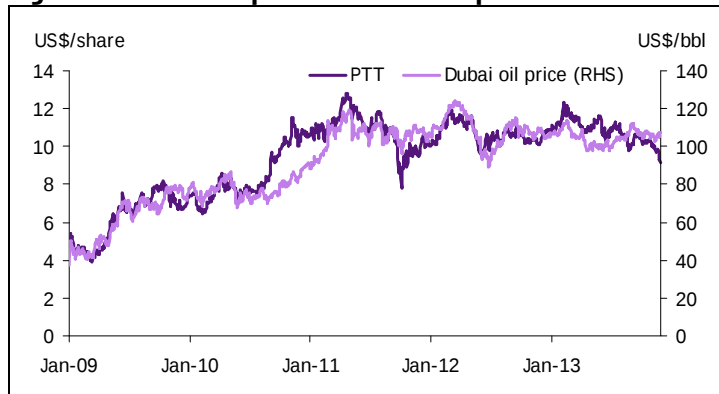
Source: PTT, SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly earnings vs. share price



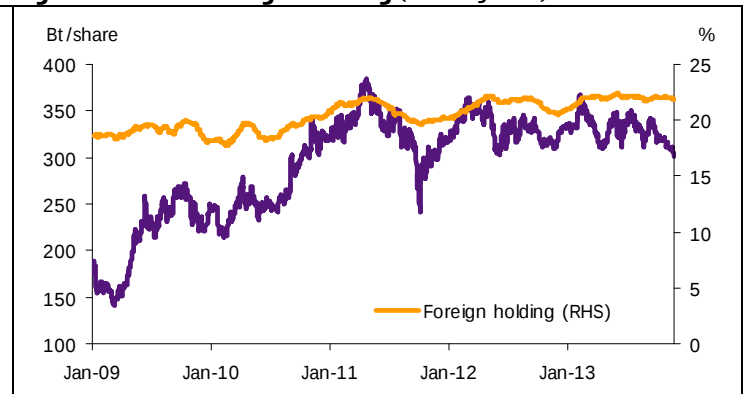
Source: PTT, SCBS Investment Research

Figure 5: PTT share price vs. Dubai oil price



Source: PTT, SCBS Investment Research

Figure 6: PTT – foreign holding (including NVDR)



Source: PTT, SCBS Investment Research

กลุ่มอุตสาหกรรม

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์ชัย

0-2949-1033

vajiralux.sanglerdsillapachai@scb.co.th

คาดการณ์ดำเนินงานปี 2557 และขยายตัวในปี 2557

- ธุรกิจไก่มีผลการดำเนินงานดีมากในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 ขณะที่ธุรกิจยังต้องต่อสู้กับโรค EMS อย่างต่อเนื่อง
- TUF ดีกว่าคู่แข่งที่สามารถจัดการกับราคาวัตถุดิบสำคัญคือ ทุ่น และกุ้ง ได้ถูกทาง
- คาดผลการดำเนินงานปี 2557: CPF เป็น top pick

การส่งออกผลิตภัณฑ์การเกษตรและอาหารชะลอตัวในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 การส่งออกผลิตภัณฑ์การเกษตรและอาหารชะลอตัว แต่บริษัทบางแห่งยังสามารถรายงานกำไรทำสถิติสูงสุดใหม่ทั้งนี้แม้อุตสาหกรรมโดยรวมทั้งสัตว์บกและสัตว์น้ำประสบปัญหา แต่ TUF และ GFPT ก็ยังสามารถรายงานผลการดำเนินงานที่ดีได้ในไตรมาส 3/56 ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากศักยภาพการดำเนินงานของบริษัทเอง เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมเกษตรและอาหารจะฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติและจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานผู้ประกอบการรายอื่นๆ ฟื้นตัวในปี 2557

การส่งออกไก่เนื้อต่ำกว่าเป้า แต่ GFPT มีผลงานที่ดี ช่วงต้นปี 2556 สมาคมผู้ผลิตไก่เพื่อส่งออกไทยคาดการณ์ปริมาณการส่งออกไก่เนื้อในปี 2556 ไว้ที่ 620,000 ตัน เพิ่มขึ้น 12.3% จาก 552,000 ตัน ในปี 2555 แต่หลังจาก 11 เดือนผ่านไป สมาคมฯ ก็ปรับลดคาดการณ์ปริมาณการส่งออกไก่เนื้อลงเหลือ 530,000 ตัน ลดลง 4% YoY หลังจากบริษัทสหฟาร์ม ซึ่งเป็นผู้ผลิตไก่ที่มีส่วนแบ่งตลาดมากเป็นใหญ่อันดับสองลดการผลิตลงอย่างมาก GFPT (ผู้ผลิตไก่เนื้อ) จะได้รับประโยชน์จากสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานไก่เนื้อและราคาส่วนผสมอาหารสัตว์อย่างข้าวโพดและกากถั่วเหลืองที่ปรับตัวลดลง GFPT รายงานกำไรสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1.1 พันล้านบาทในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้นมาก YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาไก่เนื้อทั้งในประเทศและส่งออกที่ปรับตัวสูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าสู่ 12.5% จาก 6.3% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 55 เราเชื่อว่า GFPT จะสามารถทำกำไรได้อย่างต่อเนื่อง และมองว่าราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า

ธุรกิจกุ้งยังย่ำแย่ แต่ TUF ดีกว่าคู่แข่ง โรคกุ้งตายด่วน (EMS) ส่งผลกระทบทำให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนผลผลิตกุ้ง ผลผลิตกุ้งไทยในปี 2556 คาดว่าจะอยู่ที่ 250,000 ตัน หรือครึ่งหนึ่งของผลผลิตกุ้ง 550,000 ตันในปี 2555 ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมกุ้งคาดว่า ผลผลิตกุ้งจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 300,000 ตันในปี 2557, 400,000 ตันในปี 2558, และ 500,000 ตันในปี 2559 ที่ผ่านมา บริษัทในอุตสาหกรรมกุ้งมีผลการดำเนินงานต่ำกว่าจุดคุ้มทุน และมีผลขาดทุนจำนวนมาก ได้แก่ CPF TUF CFRESH SSF และ ASIAN อย่างไรก็ตาม TUF สามารถรายงานกำไรสุทธิไตรมาส 3/56 ที่ดีกว่าค่าด้อยมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากธุรกิจกุ้งที่ฟื้นตัวดีขึ้น ผู้บริหารกล่าวว่าธุรกิจกุ้งในประเทศไทยของ TUF ยังย่ำแย่ แต่บริษัท U.S Seafood Trading ซึ่งบริหารงานโดย Chicken of the Sea ดำเนินธุรกิจนำเข้ากุ้งจากประเทศต่าง ๆ ดังนั้นเมื่อราคากุ้งปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 80% YTD TUF จึงมี Stock Gain มากพอชดเชยผลขาดทุนจากการดำเนินงานของธุรกิจกุ้งในไทย อัตรากำไรขั้นต้นในไตรมาส 3/56 เพิ่มขึ้นจาก 6.5% สู่ 10% TUF เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวที่รายงานผลผลิตกุ้งเพิ่มขึ้น YoY

ธุรกิจทุ่น ธุรกิจทุ่นของ TUF ก็มีผลการดำเนินงานที่ดีในไตรมาส 3/56 โดยธุรกิจทุ่นซึ่งคิดเป็น 49% ของรายได้ทั้งหมด รายงานอัตรากำไรขั้นต้นสูงขึ้น ผู้บริหารกล่าวว่าสาเหตุน่าจะเกิดจากการเข้าซื้อทุ่นได้ในราคาถูกเมื่อซัพพลายปลาทุ่นบางแห่งประสบภาวะล้นตลาด เนื่องจากผู้ซื้อจากยุโรปมีปัญหาการเงิน และผู้ซื้อจากตะวันออกกลางประสบปัญหาค่าเงินผันผวน ส่งผลทำให้ผู้ผลิตจำเป็นต้องขายทุ่นในตลาดเอเชียในราคาที่ถูกลง และ TUF ก็ได้รับประโยชน์จากสถานการณ์นี้ ผลผลิตของบริษัทภายใต้ MW Brand มีอัตรากำไรขั้นต้น 19% ช่วยหนุนให้อัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยในไตรมาส 3/56 ของธุรกิจทุ่นปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 14% จาก 11.5% ในงวดครึ่งแรกปี 56

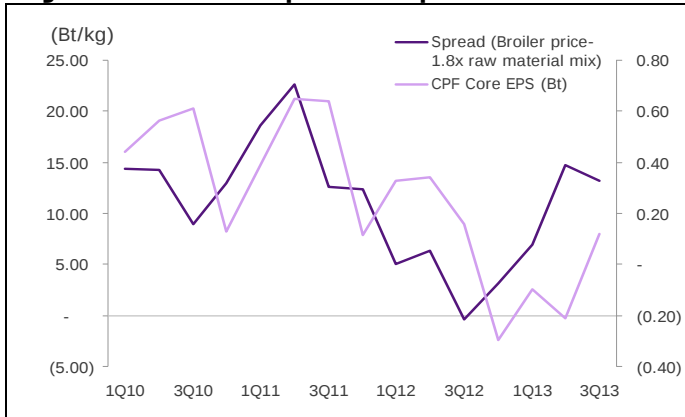
คำแนะนำ เราคาดว่าอุตสาหกรรมกุ้งจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากฟาร์มต่างๆ สามารถเรียนรู้จากประสบการณ์ถึงวิธีหลีกเลี่ยงโรค EMS ดังนั้นเมื่ออุตสาหกรรมฟื้นตัว เราเชื่อว่า CPF จะได้รับประโยชน์มากที่สุดหลังจากได้รับผลกระทบหนักสุด นอกจากนี้ CPF ยังวางแผนขยายรายได้จากธุรกิจต่างประเทศจากธุรกิจอาหารในจีนซึ่งมีกำลังการผลิตจำนวนมากภายใต้ CPP (Hong Kong) เรามองว่า CPF มีแนวโน้มสดใสที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันในปี 2557 และปี 2558 เรายังคงชอบธุรกิจส่งออกอาหารมากกว่าธุรกิจอาหารในประเทศ ดังนั้นเราจึงยังคงเลือก CPF เป็น top pick

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	27.00	35.0	34.4	50.8	998.1	14.3	(72.9)	(94.9)	6,895.5	1.65	1.95	1.82	4.2	0.2	11.0	4.1	2.8	4.8	18.6	25.5	11.5
GFPT	Buy	10.10	12.0	21.8	310.2	11.7	10.0	(1.0)	25.5	16.6	2.25	1.98	1.74	0.7	18.0	17.3	0.0	2.6	3.0	16.0	9.5	8.5
MINT	Neutral	24.40	30.0	24.6	30.9	24.9	21.7	67.3	24.1	14.5	5.20	4.58	4.03	18.9	19.6	19.7	1.2	1.4	1.6	18.5	15.6	13.8
PM	Buy	7.80	13.0	72.7	12.5	10.4	9.0	42.3	20.0	15.5	3.78	2.77	2.12	33.5	30.8	23.3	4.7	5.1	6.0	10.3	8.5	7.1
TUF	Neutral	62.25	60.0	(0.3)	17.0	27.7	15.2	(27.3)	(38.4)	82.3	1.77	1.63	1.49	12.4	6.1	10.2	3.4	1.9	3.3	12.5	16.7	11.9
Average					84.3	214.6	14.0	1.7	(12.8)	1,404.9	2.93	2.58	2.24	14.0	14.9	16.3	2.7	2.8	3.7	15.2	15.2	10.6

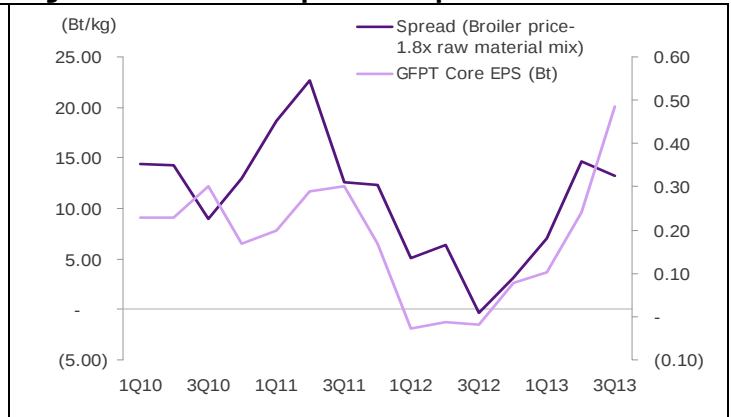
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: CPF's share price and spread



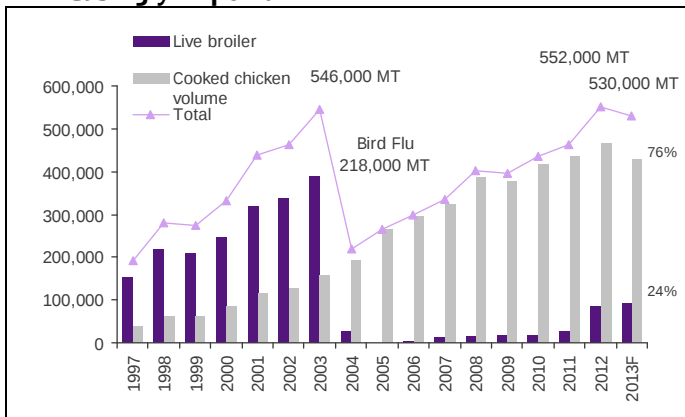
Source: CPF, SCBS Investment Research

Figure 2: GFPT's share price and spread



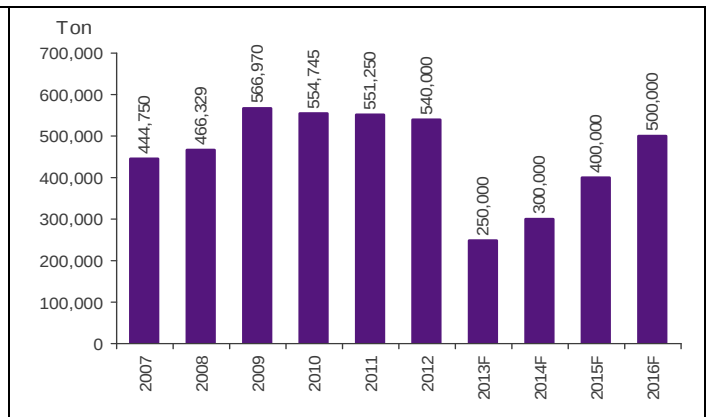
Source: GFPT, SCBS Investment Research

Figure 3: Overseas and value added to become increasingly important



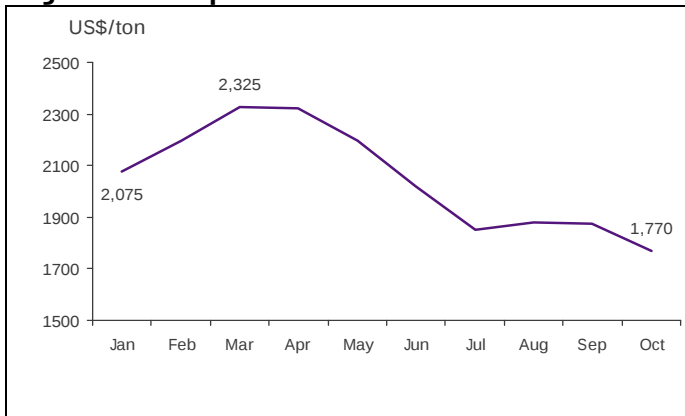
Source: Thai Broiler Association, GFPT, SCBS Investment Research

Figure 4: Shrimp production



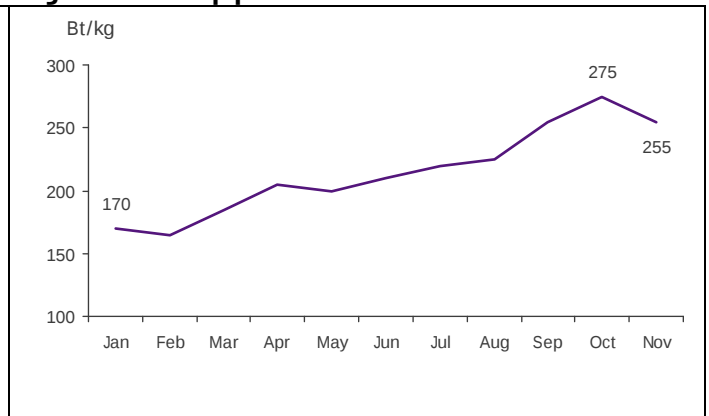
Source: Thai Frozen Foods Association, Department of Fisheries

Figure 5: Tuna price in 2013



Source: TUF, SCBS Investment Research

Figure 6: Shrimp price in 2013



Source: CPF, SCBS Investment Research

Figure 7: Peer Comparison

Company name	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
Thai Union Frozen Products	22.9	14.4	12.1	-38.0	58.7	18.9	1.8	1.7	1.6	2.4	3.5	4.0	8.2	12.6	13.7	15.3	11.1	9.7
Charoen Pokphand Foods	27.1	15.7	11.0	-61.6	72.4	42.8	1.8	1.7	1.6	1.9	2.9	4.2	4.6	10.7	14.4	28.7	14.3	11.4
Oishi Group	22.3	12.3	6.8	15.8	82.1	80.8	4.9	4.0	2.9	2.3	4.2	6.6	21.1	27.9	38.4	12.7	8.8	6.2
GFPT	11.7	10.0	8.9	2776.7	16.7	12.5	1.9	1.7	1.5	3.1	3.4	3.8	18.5	18.8	18.8	7.6	7.0	7.1
Premier Marketing	10.5	8.9	7.7	8.8	18.0	15.7	3.1	2.5	2.0	4.8	6.0	6.9	30.9	29.4	26.0	7.0	6.1	5.6
Nestle SA	19.9	18.5	17.0	3.6	7.7	8.9	3.3	3.0	2.9	3.2	3.4	3.6	17.1	17.2	17.8	13.5	12.7	11.9
Danone	21.5	17.6	15.7	-9.8	22.1	11.7	2.6	2.4	2.3	2.7	2.9	3.2	13.1	13.8	14.6	11.8	11.2	10.4
ConAgra Foods Inc	16.3	14.2	12.7	76.4	14.8	11.5	2.5	2.3	2.1	3.1	3.1	3.1	17.6	17.0	17.5	11.5	9.7	9.2
Hillshire Brands	17.3	21.4	18.4	-72.6	-19.3	16.7	10.1	7.0	5.6	1.4	2.0	2.2	n.m.	n.m.	n.m.	9.3	9.2	8.6
Nippon Suisan Kaisha	n.m.	14.3	15.8	-399.0	172.2	-9.2	1.3	1.1	1.1	n.a	n.a	n.a	-13.3	7.9	7.3	13.6	11.7	11.7
	18.8	14.7	12.6	230.0	44.5	21.0	3.4	2.7	2.4	2.8	3.5	4.2	13.1	17.3	18.7	13.1	10.2	9.2

Source: Bloomberg

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

รอสัญญาณกลับสู่ภาวะปกติ

■ อุตสาหกรรมยานยนต์ไทยจะอ่อนแอต่อเหืองในงวดครึ่งแรกปี 57 โดยมีสาเหตุมาจากการผลิตรถยนต์ลดลงในภาวะตลาดรถยนต์ในประเทศอ่อนแอ

■ คาดแนวโน้มอุตสาหกรรมจะกลับมาสดใสในงวดครึ่งหลังปี 57

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 กำไรปกติไตรมาส 3/56 ของหุ้นผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ทั้งสามตัว (AH SAT และ STANLY) ปรับตัวลดลง 14% YoY และ 13% QoQ โดยเกิดจากยอดขายที่ลดลงเพราะการผลิตรถยนต์ลดลง และอัตรากำไรขั้นต้นแคบลง STANLY รายงานกำไรปกติหดตัวลงน้อยกว่าบริษัทผู้ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์รายอื่นๆ เพราะมีรายได้เงินปันผล

ตลาดในประเทศอ่อนแอจะกดดันให้การผลิตรถยนต์ปรับตัวลดลงไปจนถึงงวดครึ่งแรกปี 57 ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยมีจำนวน 2.45 ล้านคันในปี 2555 เติบโตสูงถึง 68% YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวหลังน้ำท่วมและยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ปรับตัวเพิ่มอย่างมากอันเป็นผลมาจากโครงการรถยนต์คันแรกของรัฐบาล ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 1.93 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 13.6% YoY อย่างไรก็ตาม ยอดผลิตรถยนต์อยู่ในแนวโน้มขาลงเมื่อเทียบกับรายเดือน โดยมีสาเหตุหลักมาจากยอดขายรถยนต์ในประเทศระดับต่ำหลังจากโครงการรถยนต์คันแรกสิ้นสุดลง บริษัทผู้ผลิตรถยนต์ลดการผลิตรถยนต์เพื่อขายในประเทศลงแล้วเพื่อบริหารสต็อกส่วนเกิน ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยในเดือน ก.ย. มีจำนวน 195,000 คัน ลดลง 14.6% YoY และทรงตัว MoM ยอดขายรถยนต์ในประเทศในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 1.04 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 4.4% YoY อย่างไรก็ตาม ยอดขายรถยนต์ในประเทศปรับตัวลดลง YoY ติดต่อกันเป็นเวลา 5 เดือนแล้ว โดยลดลงมาทำจุดต่ำสุดของปีนี้ที่ 95,000 คันในเดือน ก.ย. ลดลง 28.5% YoY และ 5.4% MoM

เราคาดว่ายอดขายรถยนต์จะมีแนวโน้มปรับตัวลดลงต่อเนื่องไปจนถึงงวดครึ่งแรกปี 57 เนื่องจากตลาดรถยนต์ในประเทศยังคงอ่อนแอ หลังจากความต้องการซื้อรถยนต์ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากอันเป็นผลมาจากโครงการรถยนต์คันแรก การฟื้นตัวจะต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่ง เนื่องจากสภาพแวดล้อมยังไม่เอื้อ เช่น เศรษฐกิจชะลอตัว หนี้ครัวเรือนสูง และสถาบันการเงินใช้ความเข้มงวดมากขึ้นในการปล่อยกู้สินเชื่อรถยนต์

คาดการณ์การณ์ดีขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 ยอดผลิตรถยนต์น่าจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดครึ่งหลังปี 57 โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดรถยนต์ในประเทศที่กลับคืนสู่ภาวะปกติและการส่งออกรถยนต์ที่กลับมาเติบโต เราคาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยที่ 2.4 ล้านคันในปี 2557 ก่อนช่วงทรงตัวจากปี 2556 การส่งออกรถยนต์จะเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญในปี 2557 โดยที่คาดการณ์ยอดขายรถยนต์ที่ 1.5 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 25% YoY ขณะที่คาดการณ์ยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ 900,000 คัน ลดลง 25% YoY

ไม่มีหุ้นเด่นในไตรมาส 1/57 ราคาหุ้น AH SAT และ STANLY ปรับตัวลดลงมาแรงมากจากจุดสูงสุด อย่างไรก็ตาม ในระยะสั้น เราไม่คิดว่า Valuation ระดับต่ำจะเพียงพอสนับสนุนให้หุ้นกลุ่มยานยนต์กลับขึ้นไปซื้อขายในระดับราคาที่สูงขึ้น เนื่องจากยังขาดปัจจัยบวกกระตุ้น เช่น แนวโน้มอุตสาหกรรมไม่ดีขึ้น และผลการดำเนินงานมีแนวโน้มอ่อนแอ จากการที่ผลการดำเนินงานมีความสัมพันธ์ค่อนข้างสูงกับยอดขายรถยนต์ ดังนั้นเราเชื่อว่าหุ้นกลุ่มยานยนต์จะกลับมาเป็นที่สนใจอีกครั้งในงวดครึ่งหลังปี 57 เมื่ออุตสาหกรรมยานยนต์กลับมามีแนวโน้มที่สดใสอีกครั้ง ในสถานการณ์ที่ไม่มีมีความแน่นอนเช่นนี้ เราชอบอัตรากำไรระดับสูงและฐานะการเงินที่แข็งแกร่งของ STANLY ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของผลการดำเนินงานได้มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน เราปรับประมาณการกำไรของ AH ลดลง 14% ในปี 2556 และ 37% ในปี 2557 เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่อ่อนแอในไตรมาส 3/56 และปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 17 บาท/หุ้น (จาก 20 บาท/หุ้น)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
AH	Sell	16.10	17.0	10.4	7.0	7.2	7.7	n.m.	(3.1)	(6.6)	1.05	0.96	0.89	16.4	13.8	11.9	4.6	4.8	4.5	7.2	7.2	6.9
SAT	Neutral	13.90	20.0	48.1	7.5	8.0	7.8	82.9	(6.5)	2.9	0.98	1.12	1.02	17.6	14.6	13.7	5.2	4.2	4.5	5.4	5.6	5.1
STANLY	Neutral	222.00	240.0	10.8	10.6	12.0	11.1	66.5	(11.2)	7.9	1.72	1.57	1.44	17.5	13.8	13.6	3.0	2.7	3.2	5.4	5.8	4.9
Average					8.4	9.1	8.9	74.7	(6.9)	1.4	1.25	1.22	1.12	17.1	14.1	13.1	4.3	3.9	4.1	6.0	6.2	5.6

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q13 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
AH	168	319	279	187	144	(14.5)	(23.2)	742	719	672	N.M.	(3.1)	(6.6)
SAT	251	184	239	192	171	(32.1)	(11.3)	794	742	764	82.9	(6.5)	2.9
STANLY*	365	432	471	394	358	(2.1)	(9.2)	1,602	1,423	1,535	66.5	(11.2)	7.9
Automotive sector	785	936	989	773	672	(14.4)	(13.1)	3,138	2,884	2,971	135.0	(8.1)	3.0

Source: SCBS Investment Research

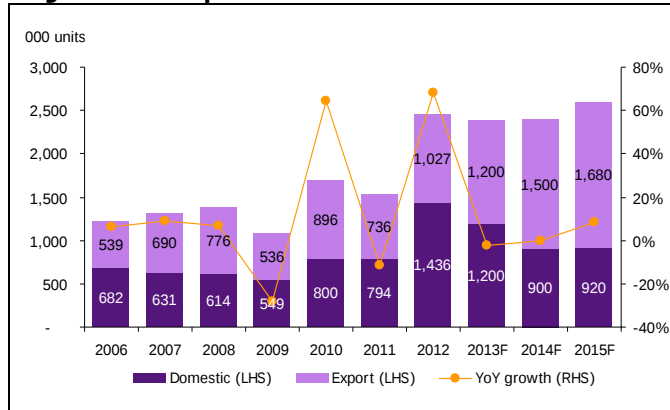
*STANLY's fiscal year is end of March

Figure 2: Auto industry data

000 Units	Sep-13	Sep-12	YoY	Aug-13	MoM	9M13	9M12	YoY
Domestic auto sales	94.9	132.7	-28.5%	100.3	-5.4%	1,043.4	999.6	4.4%
Auto export	118.3	98.3	20.3%	103.1	14.7%	834.0	735.9	13.3%
Auto production	194.7	227.9	-14.6%	193.1	0.9%	1,929.4	1,698.1	13.6%

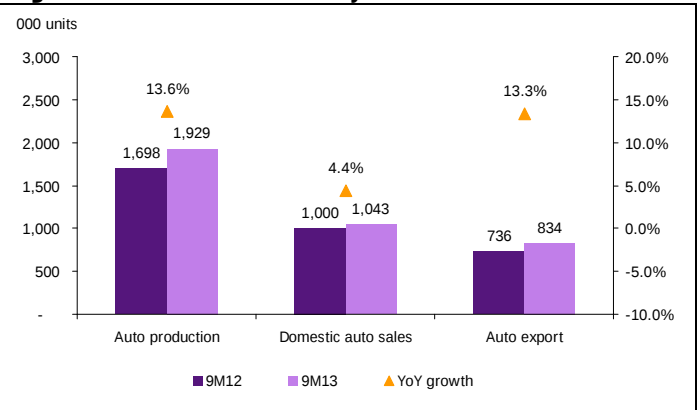
Source: The Federation of Thai Industries, Toyota Motor Thailand

Figure 3: Auto production forecast



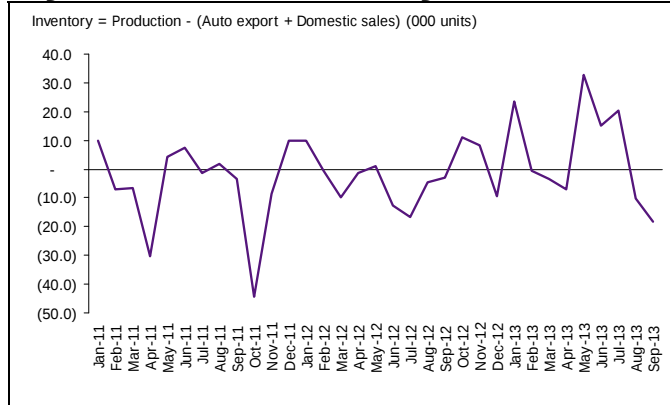
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: 9M13 auto industry statistics



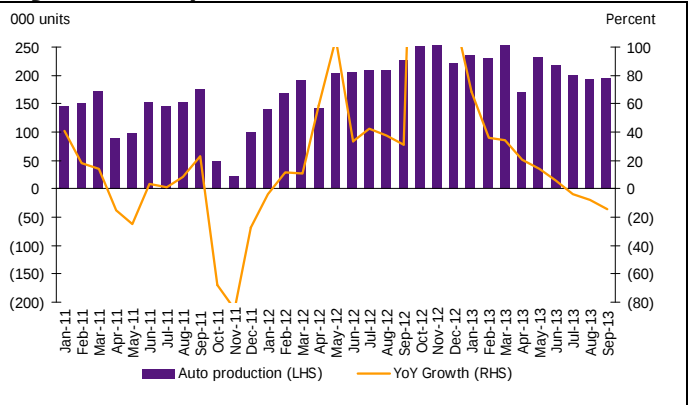
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 4: Automakers are cutting excess inventories



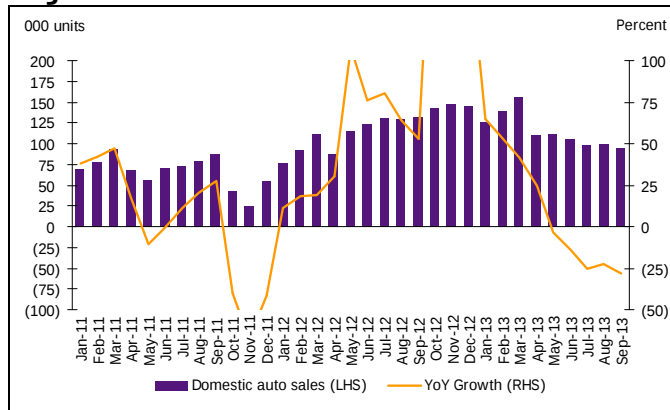
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Auto production



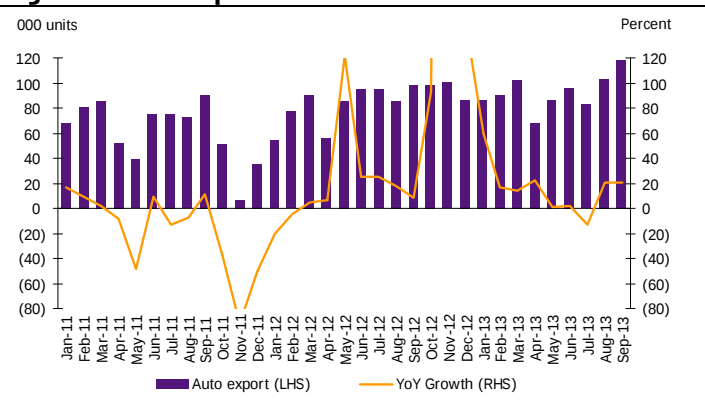
Source: The Federation of Thai Industries, SCBS Investment Research

Figure 5: Domestic auto sales



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 6: Auto export



Source: SCBS Investment Research

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

เน้นที่ผลตอบแทนมากกว่าอัตราดอกเบี้ยของสินเชื่อ

- คาดการณ์ขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงเล็กน้อย แต่ยังเติบโตปานกลาง และธนาคารจะหันมาเน้นปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงอยู่ในระดับสูงเพื่อรักษา NIM เอาไว้
- NPL ที่เกิดจากสินเชื่อรถมือสองจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจนถึงงวดครึ่งแรกปี 57 แต่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงเพราะราคารถมือสองจะฟื้นตัวดีขึ้น
- Top picks ยังคงเป็น KTB และ BBL เพราะมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนและมีความเสี่ยงต่ำที่จะได้รับผลกระทบจากหนี้ครัวเรือนระดับสูง

เลือกปล่อยสินเชื่อมากขึ้น อัตราการขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารชะลอตัวลงในไตรมาส 3/56 หลังจากเติบโตสูงในงวดครึ่งแรกปี 56 สอดคล้องกับกิจกรรมการอุปโภคบริโภคและการลงทุนที่ชะลอตัวลง อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 ของกลุ่มธนาคารอยู่ที่ 7.4% เทียบกับประมาณการปี 2556 ที่ 10% อัตราการขยายตัวของสินเชื่อในไตรมาส 4/56 น่าจะปรับตัวเร่งขึ้นเล็กน้อย QoQ (2.4% ในไตรมาส 4/56 เทียบกับ 1.7% ในไตรมาส 3/56) จากปัจจัยฤดูกาล แต่จะชะลอตัวลง YoY (10% ในไตรมาส 4/56 เทียบกับ 12% ในไตรมาส 4/55) โดยเกิดจากนโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้นอันเป็นผลมาจากเศรษฐกิจชะลอตัว สำหรับปี 2557 เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวในระดับปานกลางแต่จะชะลอตัวลงเล็กน้อยสู่ 9% จาก 10% ในปี 2556 ทั้งๆ ที่คาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวดีขึ้น โดยหลักๆ เป็นเพราะธนาคารส่วนใหญ่จะเลือกปล่อยสินเชื่อมากขึ้นโดยจะเน้นปล่อยสินเชื่อให้กับกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนหลังปรับค่าความเสี่ยงอยู่ในระดับสูง (ส่วนใหญ่เป็น SME ขนาดเล็ก) แทนที่จะเน้นขยายสินเชื่อ นอกจากนี้ความต้องการสินเชื่ออุปโภคบริโภคโดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ก็จะปรับลดลงด้วย เราคาดว่ากองทุนที่ฟื้นตัวดีขึ้น โดยส่วนใหญ่เป็นการลงทุนภาครัฐ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการขยายตัวของสินเชื่อในปี 2557

เน้นเพิ่มผลตอบแทนจากสินเชื่อเพื่อรักษา NIM ธนาคารส่วนใหญ่จะเน้นปล่อยสินเชื่อให้แก่ SME ขนาดเล็กเพื่อเพิ่มผลตอบแทนจากสินเชื่อ และจะให้ความสนใจลดน้อยลงกับการปล่อยสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่ที่ให้ผลตอบแทนต่ำ ธนาคารส่วนใหญ่คาดว่าจะการเพิ่มผลตอบแทนจะช่วยรักษาส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยสุทธิ (NIM) ในปี 2557 เอาไว้ได้ในสถานการณ์ที่การแข่งขันชิงเงินฝากปรับตัวเพิ่มขึ้นและสภาพคล่องส่วนเกินลดลง เราคาดว่า NIM จะหดตัวลงเล็กน้อยในไตรมาส 4/56 และปี 2557

แรงกดดันที่ทำให้เกิด NPL จะผ่อนคลายลง NPL จากสินเชื่อรถยนต์ (ส่วนใหญ่เป็นรถมือสอง) เพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงในไตรมาส 3/56 และเราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดสำหรับสินเชื่อรถมือสองได้ผ่านพ้นไปแล้ว แม้เราคาดว่า NPL จากสินเชื่อรถยนต์จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่ชะลอตัวลงจนถึงไตรมาส 1/57 อย่างไรก็ตาม อัตราขาดทุนจากการขายรถยนต์คาดว่าจะยังอยู่ในระดับสูงในไตรมาส 4/56 เนื่องจากราคารถมือสองลดลงอย่างต่อเนื่องแม้ว่าราคาจะลดลงในอัตราที่น้อยลง ราคารถมือสองที่ร่วงลงแรงเกิดจากภาวะสต็อกรถยนต์ใหม่ล้นตลาดซึ่งมีสาเหตุมาจากโครงการรถคันแรก อย่างไรก็ตาม ปัจจุบันสต็อกรถยนต์ใหม่ปรับลดลงมาบ้างแล้วอันเป็นผลมาจากแคมเปญด้านราคาและการลดอัตราการใช้กำลังการผลิต แต่สต็อกยังคงล้นตลาดอยู่ ธนาคารต่างๆ คาดว่าราคารถมือสองจะฟื้นตัวในงวดครึ่งแรกปี 57

ตั้งสำรองตามหลักมัตระวังอย่างต่อเนื่อง ธนาคารมีแนวโน้มที่จะยังคงใช้ความระมัดระวังในการตั้งสำรองในไตรมาส 4/56 เพื่อรองรับความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้นในช่วงเศรษฐกิจซบเซา ทั้งนี้ธนาคารตั้งสำรองไว้จำนวนมากเพื่อรองรับสถานการณ์ที่ไม่แน่นอนในปัจจุบัน โดยมี LLR coverage อยู่ที่ระดับเฉลี่ย 135% และตั้งสำรองเกินเกณฑ์ที่ 165%

Top picks – KTB และ BBL เรามีมุมมองเชิงบวกต่ออัตราการขยายตัวของสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และ SMEs มากกว่าสินเชื่ออุปโภคบริโภคโดยเฉพาะสินเชื่อรถยนต์ และมีความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพของสินเชื่ออุปโภคบริโภคมากกว่าสินเชื่อภาคธุรกิจ เนื่องจากหนี้ครัวเรือนอยู่ในระดับสูงถึง 80% ของ GDP เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks เนื่องจากคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากวัฏจักรการลงทุนที่เกิดจากโครงการลงทุนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาท และมีความเสี่ยงต่ำที่จะได้รับผลกระทบจากหนี้ครัวเรือนระดับสูง

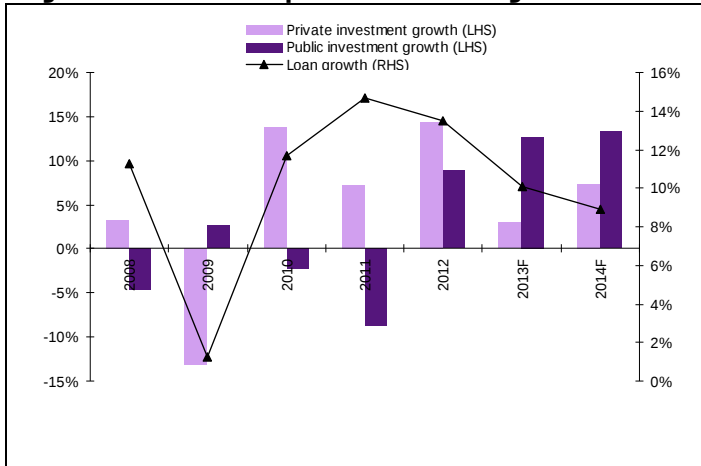
Valuation Summary

	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	38.50	39.00	3.8	16.0	15.8	12.0	57.9	1.0	32.1	2.06	1.89	1.69	13.6	12.5	14.9	2.1	2.1	2.5
BBL	Buy	189.00	250.00	36.0	10.9	10.0	9.3	20.8	9.7	6.7	1.32	1.27	1.15	12.8	13.0	13.0	3.4	3.5	3.7
KBANK	Buy	171.00	217.00	29.1	11.6	10.1	8.9	45.5	15.2	13.0	2.21	1.89	1.61	20.8	20.2	19.5	1.8	2.0	2.2
KKP	Neutral	39.50	47.00	25.2	9.7	7.4	8.0	(9.7)	30.6	(7.0)	1.00	0.95	0.90	12.1	13.1	11.6	6.1	6.7	6.3
KTB	Buy	18.90	26.00	42.9	11.2	8.0	7.5	10.5	39.8	7.0	1.47	1.30	1.17	15.2	17.1	16.4	4.2	5.0	5.3
LHBANK	Sell	1.29	1.20	(4.8)	22.6	17.8	18.1	31.9	27.3	(1.8)	1.09	1.08	1.05	5.0	6.3	5.9	2.6	2.3	2.2
TCAP	Neutral	32.00	36.00	17.5	7.5	4.7	8.4	14.4	57.8	(43.7)	0.96	0.83	0.79	13.5	18.8	9.7	4.4	4.7	5.0
TISCO	Neutral	39.50	46.00	22.5	7.8	7.5	7.6	13.4	3.4	(0.9)	1.58	1.43	1.30	21.5	20.9	18.0	6.1	6.1	6.1
TMB	Sell	2.58	2.60	2.9	70.0	21.8	14.0	(60.0)	220.3	56.1	2.10	1.96	1.76	3.0	9.3	13.3	1.3	1.4	2.1
Average					18.1	11.4	10.3	19.5	21.1	10.2	1.63	1.48	1.33	13.7	15.3	14.3	3.5	3.7	4.0

Source: SCBS Investment Research

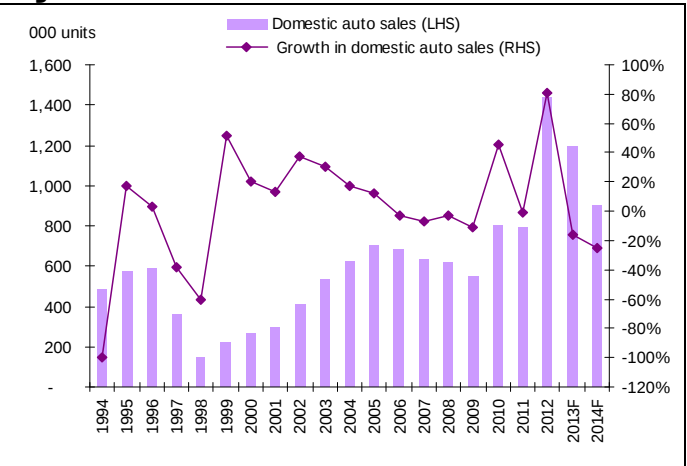
หมายเหตุสำคัญ: บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

Figure 1: Private and public investment growth



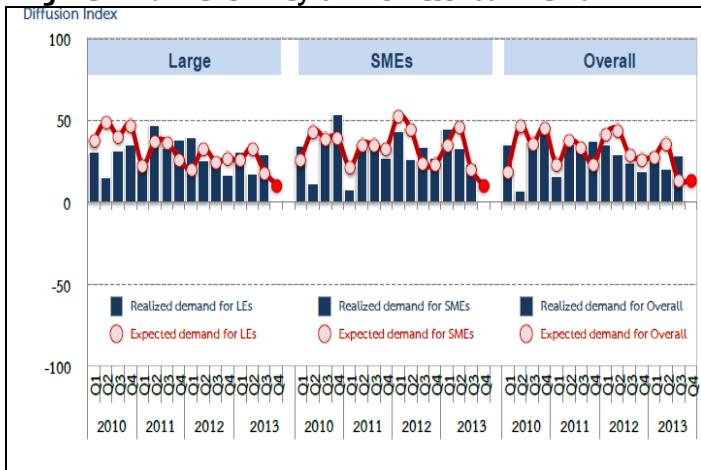
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



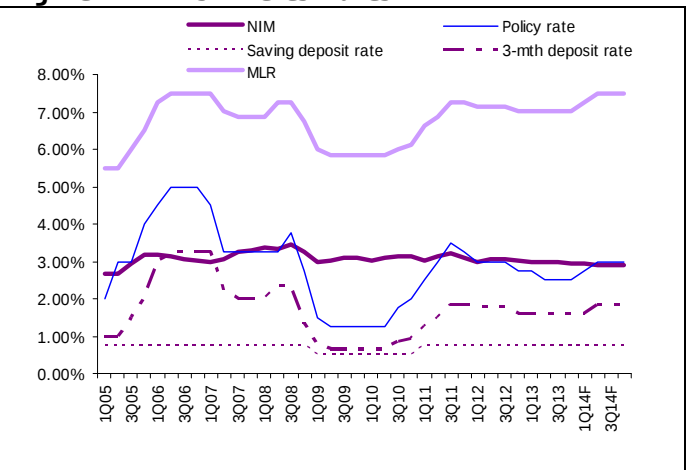
Source: Toyota Motor Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Banker survey of business loan demand



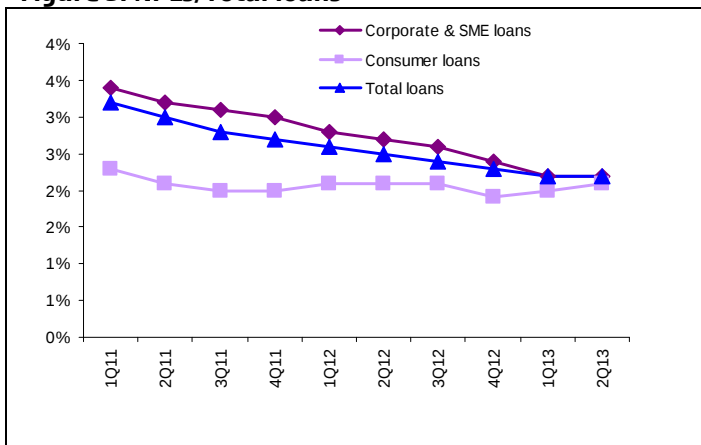
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: NIM vs. interest rates



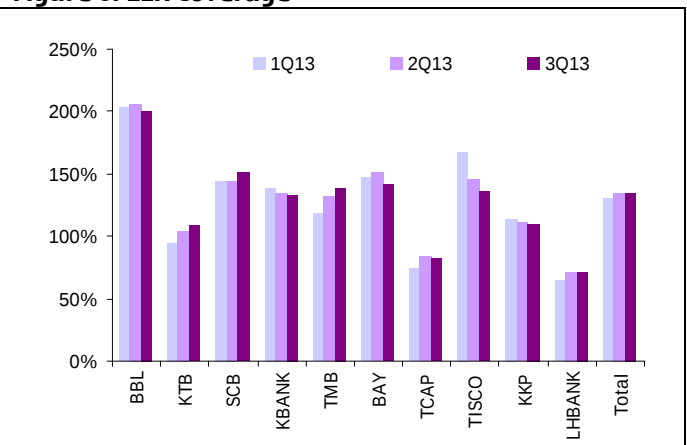
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPLs/Total loans



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

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

เข้าสู่ high season

- ปริมาณขายจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/54 เพราะเป็นช่วง high season ของกิจกรรมก่อสร้างและอุปสงค์พื้นตัวหลังน้ำท่วม
- มองบวกต่ออัตรากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้าง: ราคาขายเพิ่มขึ้น ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง
- SCC กับ SCCC เป็น top picks เพราะกำไรมีแนวโน้มออกมาดีและกำลังจะประกาศจ่ายปันผล

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 บริษัทที่ประกอบธุรกิจปูนซีเมนต์ทุกแห่งรายงานผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ที่ดีขึ้นมาก เช่นเดียวกับไตรมาส 2/56 โดยหลักๆ ได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราค่าไถ่จากปูนซีเมนต์ที่ดีขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากการขึ้นราคาขายผลิตภัณฑ์ และส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้น TPIPL รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุด (+309% YoY) ตามมาด้วย SCCC (+51% YoY) และ SCC (+26% YoY) ขณะที่บริษัทที่ประกอบธุรกิจกระเบื้องเซรามิกมีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ โดยที่ DCC (+5% YoY) เกิดจากปริมาณขายที่นำผิดหวัง และ DRT (-24% YoY) เกิดจากอัตราค่าไถ่ที่แคบลงเพราะต้นทุนปูนซีเมนต์และค่าเสื่อมราคาสูงขึ้น

ปริมาณขายจะเพิ่มขึ้น ปริมาณขายแสดงสัญญาณชะลอตัวในไตรมาส 4/56 เนื่องจากความเชื่อมั่นทางธุรกิจได้รับผลกระทบจากหนี้ครัวเรือนที่สูงขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับความล่าช้าของโครงการภาครัฐ และผลกระทบด้านลบจากน้ำท่วม อย่างไรก็ตาม ปริมาณขายมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season ของกิจกรรมก่อสร้างและการฟื้นตัวของอุปสงค์หลังน้ำท่วม ปริมาณขายในปี 2557 จะได้รับปัจจัยหนุนทั้งจากการลงทุนภาคเอกชนจากการฟื้นตัวของการใช้ยาอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและการเติบโตของการส่งออกตามเศรษฐกิจโลกที่ฟื้นตัวดีขึ้น และการลงทุนภาครัฐที่ส่วนใหญ่เกิดจากการลงทุนของงบประมาณในโครงการบริหารจัดการน้ำและโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานซึ่งจะพร้อมเบิกจ่ายหลังสภฯ ผ่านเป็นกฎหมายและประมวลสัญญาแล้วเสร็จ เราคาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 6% ในปี 2557 (เทียบกับ 5% ในปี 2556) และปริมาณขายกระเบื้องเซรามิกจะเติบโต 8% ในปี 2557 (เทียบกับ 4% ในปี 2556) สมมติฐานของเราถือว่าสูงกว่า SCB EIC ที่คาดว่าปริมาณขายปูนซีเมนต์จะเติบโต 7.4% ในปี 2557 (เทียบกับ 2.9% ในปี 2556) และการลงทุนภาครัฐจะเติบโต 13.3% ในปี 2557 (เทียบกับ 12.7% ในปี 2556)

แนวโน้มอัตราค่าไถ่ ราคาขายปูนซีเมนต์ที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง (+6% YoY ในช่วง 10 เดือนแรกปี 56) ทำให้ในระยะสั้นเรายังคงมองเชิงบวกต่ออัตราค่าไถ่ของปูนซีเมนต์ แต่ในขณะเดียวกันก็เปลี่ยนมาระมัดระวังอัตราค่าไถ่ของกระเบื้องเซรามิก (DRT ใช้ปูนซีเมนต์เป็นต้นทุนการผลิต) สำหรับบริษัทที่ประกอบธุรกิจหลายอย่างรวมกัน ส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นตั้งแต่ต้นไตรมาส 4/56 ถึงปัจจุบันเป็นปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่งเมื่อเทียบกับ 1) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE และ PP-ต้นทุนแนฟทาที่ 581 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+42% YoY) และ 590 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+26% YoY); และ 2) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ LDPE-ต้นทุนเอทิลีนที่ 276 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (+338% YoY) แนวโน้มอุปสงค์และอุปทานที่ดีขึ้นรวมกับช่วง high season ที่กำลังจะมาถึงน่าจะช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาเคมีภัณฑ์ในไตรมาส 1/57 ต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในระยะหลังนี้จะช่วยให้ราคาลายความกังวลเกี่ยวกับอัตราค่าไถ่ของกลุ่มวัสดุก่อสร้าง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากต้นทุนถ่านหิน (ราคาถ่านหิน spot price -12% YoY ในปี 2556TD) และต้นทุนก๊าซธรรมชาติ (ราคาน้ำมัน spot price -3% YoY ในปี 2556TD) ที่ลดลงโดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์จะทำสัญญาซื้อถ่านหินล่วงหน้าไว้ 6-12 เดือน และราคาก๊าซธรรมชาติจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันโดยเฉลี่ย 6 เดือน

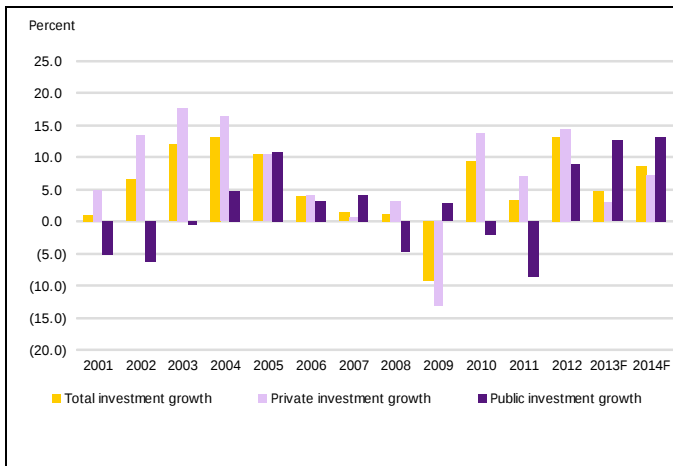
Top picks: SCC และ SCCC ปริมาณขายของกลุ่มวัสดุก่อสร้างมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในไตรมาส 1/57 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากช่วง high season และการฟื้นตัวของอุปสงค์หลังน้ำท่วม ราคาขายที่เพิ่มขึ้นและต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงช่วยสนับสนุนให้เรามีมุมมองเชิงบวกต่ออัตราค่าไถ่ของกลุ่มวัสดุก่อสร้าง ยกเว้น ผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิก เช่น DRT ซึ่งใช้ปูนซีเมนต์เป็นวัตถุดิบ หัน top picks ของเราคือ SCC และ SCCC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการประกาศเงินปันผลที่กำลังใกล้เข้ามาหลังจากประกาศผลประกอบการไตรมาส 4/56 ในเดือน ม.ค.-ก.พ. 2557 (Figure 5) แนวโน้มผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นในไตรมาส 1/57 (Figure 6) และกำไรที่คาดว่าจะเติบโตสูงในปี 2557

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	51.25	62.00	28.3	16.7 15.5 13.6	0.7 7.4 14.0	7.76 7.72 7.49	46.8 49.7 55.8	6.0 6.4 7.3	11.7 11.0 9.8
DRT	Sell	8.60	8.00	(2.3)	17.9 18.6 16.1	5.8 (3.9) 15.2	4.00 4.01 3.72	23.3 21.6 23.9	4.6 4.0 4.6	11.3 11.4 10.0
SCC	Buy	398.00	575.00	48.6	20.3 14.3 12.1	(11.7) 42.0 18.0	2.96 2.65 2.39	14.6 19.6 20.8	2.8 4.1 4.1	14.2 10.4 8.7
SCCC	Buy	398.00	500.00	30.6	23.7 19.1 16.0	8.9 24.4 19.3	5.19 4.76 4.33	22.3 26.0 28.4	3.3 4.2 5.0	16.5 13.2 11.2
TPIPL	Buy	12.30	15.50	26.9	156.0 19.6 16.6	(93.7) 695.4 18.4	0.38 0.39 0.39	0.3 2.0 2.4	0.8 1.0 0.9	11.7 7.6 6.8
Average					46.9 17.4 14.9	(18.0) 153.1 17.0	4.06 3.91 3.66	21.4 23.8 26.2	3.5 3.9 4.4	13.1 10.7 9.3

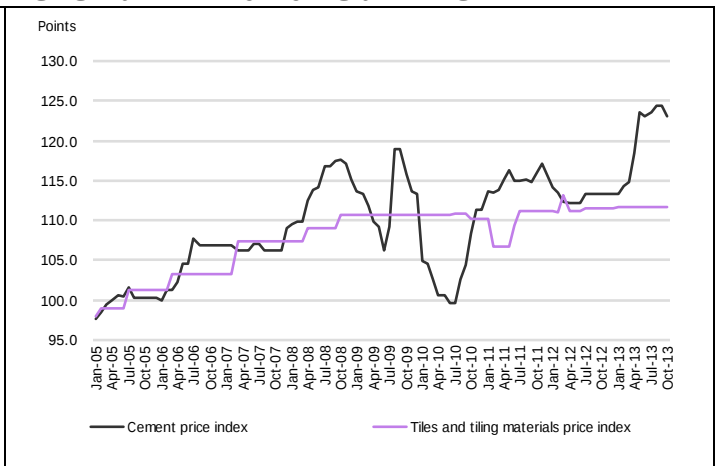
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Private and public investment to rise in 2013-14



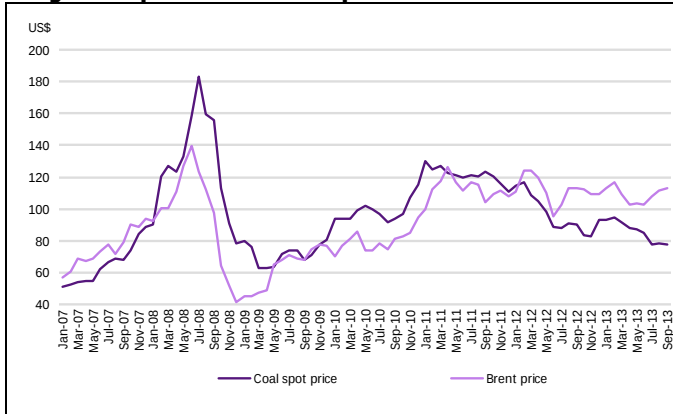
Source: SCB EIC (Nov 2013) and SCBS Investment Research

Figure 2: Wholesale price in 10M13: +6% YoY for cement and +1% YoY for ceramic tile



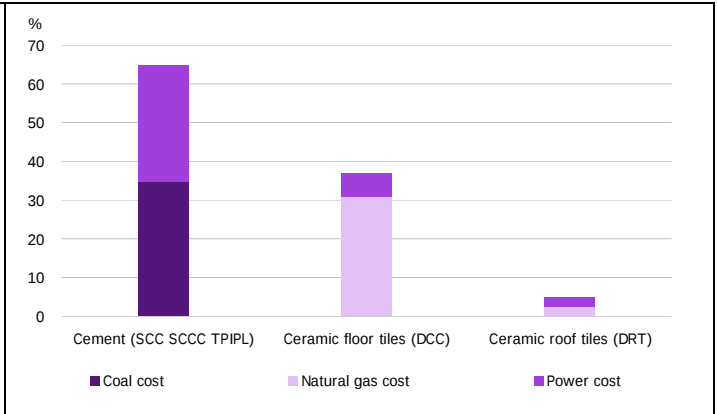
Source: REIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Fuel costs not yet a concern, based on the slight drop in coal and oil price in 2013TD



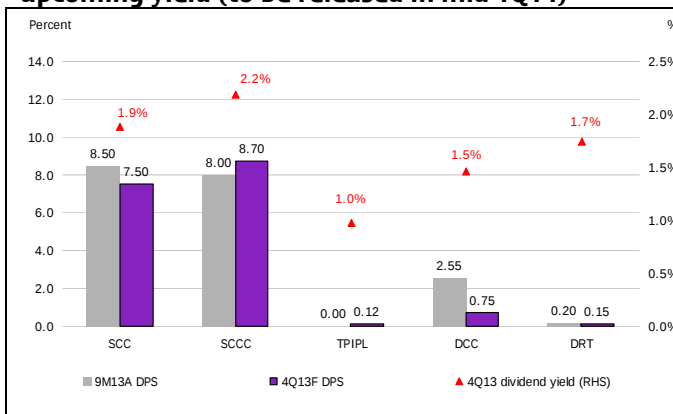
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Portion of fuel cost to total production costs



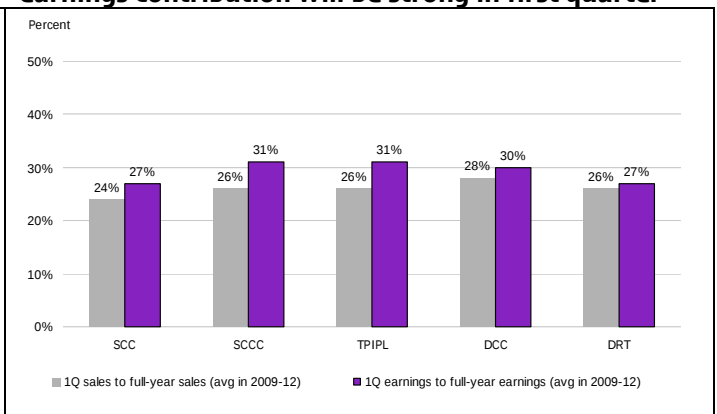
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: SCC and SCCC are set to show strongest upcoming yield (to be released in mid 1Q14)



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Backed by high season, sector's sales and earnings contribution will be strong in first quarter



Source: SCBS Investment Research

วชิราลักษณ์ แสงเลิศศิลป์

0-2949-1033

vajiralux.sanglersillapachai@scb.co.th

กังวลปัจจัยเสี่ยงการเมือง

- การเมืองในประเทศกลายเป็นปัจจัยเสี่ยงสำหรับการลงทุนในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง
- CK กับ STEC มีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุดในช่วง 9 เดือนแรกปี 56
- ลดน้ำหนักการลงทุนจาก “Overweight” สู่ “Neutral”; Top picks ยังคงเป็น CK และ STEC

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 กำไรปกติทั้งหมดของบริษัทรับเหมาก่อสร้าง 4 แห่งในการวิเคราะห์ของเรา เติบโต 92% YoY และ 63% QoQ สู่จำนวน 1.03 พันล้านบาทในไตรมาส 3/56 บริษัทที่กำลังเติบโตมากเป็นอันดับต้นๆ ยังคงเป็น CK และ STEC โดย CK รายงานกำไรปกติ 495 ล้านบาท +834% YoY และ +59% QoQ อิงกับรายได้ก่อสร้างจำนวน 8.4 พันล้านบาท +59% YoY และ +1.8% QoQ รวมถึงรายได้เงินปันผลประมาณ 297 ล้านบาทจาก TTW และ BECL ขณะที่ STEC รายงานกำไรปกติ 387 ล้านบาท +26% YoY และ +40% QoQ อิงกับรายได้ก่อสร้างจำนวน 6.1 พันล้านบาท +7% YoY และ +33% QoQ งานในมือของ STEC ลดลงเหลือ 6.3 หมื่นล้านบาทจากการตัดโครงการรถไฟฟ้าสายสีแดง สัญญาที่ 1 มูลค่า 1.7 หมื่นล้านบาทที่ทำได้กับ รฟท. ออกไป ITD รายงานกำไรปกติ 142 ล้านบาท +107% YoY และ +526% QoQ อิงกับรายได้ก่อสร้างจำนวน 1.08 หมื่นล้านบาท -7% YoY และ +33% QoQ ในขณะที่หากมองในด้านอัตรากำไรสุทธิ STEC มีอัตรากำไรสุทธิดีที่สุดที่ 6.3% ในไตรมาส 3/56 จาก 6.0% ในไตรมาส 2/56 และ 5.3% ในไตรมาส 3/55 ตามด้วย CK ซึ่งมีอัตรากำไรสุทธิอยู่ที่ 5.8% ในไตรมาส 3/56 เพิ่มขึ้นจาก 3.7% ในไตรมาส 2/56 และดีกว่า 1.0% ในไตรมาส 3/55 อย่างมาก ITD เป็นบริษัทที่มีอัตรากำไรสุทธิต่ำสุดที่ 1.3% ในไตรมาส 3/56 แต่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 0.6% ในไตรมาส 2/56 และ 0.2% ในไตรมาส 3/55

การเมืองเป็นปัจจัยเสี่ยง การเมืองในประเทศกลายเป็นปัจจัยเสี่ยงสำหรับการลงทุนในกลุ่มรับเหมาก่อสร้าง โดยทำลายความเชื่อมั่นและอาจจะส่งผลกระทบต่อการใช้จ่ายงบประมาณรัฐบาลในปี 2557 พ.ร.บ.เงินกู้เพื่อลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน 2 ล้านล้านบาทยังต้องรอการพิจารณาตัดสินใจของศาลรัฐธรรมนูญว่าขัดรัฐธรรมนูญหรือไม่ และอาจจะทำให้โครงการขนาดใหญ่บางโครงการเปิดตัวล่าช้า อย่างไรก็ตาม ภาพรวมของกลุ่มรับเหมาก่อสร้างยังคงสดใส เนื่องจาก รฟม.กล่าวว่า จะเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้ามูลค่า 2.26-4.7 แสนล้านบาทไม่ช้า พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาทจะผ่านออกมาหรือไม่ก็ตาม

บริษัทรับเหมาก่อสร้างสามารถรับรู้รายได้จากงานในมือที่มีอยู่เดิมได้ภายใน 2-3 ปี บริษัทรับเหมาก่อสร้างสะสมงานในมือจากงานจำนวนมากภายในภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะอาเซียน ITD มีงานในมือมากที่สุดที่ 1.42 แสนล้านบาท ขณะที่ CK มีงานในมือ 1.2 แสนล้านบาท และ STEC มีงานในมือ 6.3 หมื่นล้านบาท ทุกบริษัทพร้อมประมูลโครงการใหม่ของภาครัฐและภาคเอกชน ทั้งนี้เนื่องจากยังขาดแคลนบริษัทรับเหมาก่อสร้างงานภาคเอกชน ทำให้อำนาจต่อรองอยู่ในมือของบริษัทรับเหมาก่อสร้างรายใหญ่เหล่านี้

รฟม.จะเปิดประมูลโครงการรถไฟฟ้าเส้นใหม่ในปี 2557 แม้ในกรณีที่ไม่มี พ.ร.บ.เงินกู้ 2 ล้านล้านบาท รฟม.ก็จะยังคงเดินหน้าก่อสร้างรถไฟฟ้า 10 สาย รอบกรุงเทพฯ ครอบคลุมระยะทาง 468.8 กม. หรือเท่ากับ 5 เท่าของระยะทางปัจจุบันที่ 42.25 กม. รถไฟฟ้าสายใหม่ที่คาดว่าจะเปิดประมูลในปี 2556-2557 คือ สายสีเขียว (หมอชิต-คูคต) ซึ่งเป็นส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้า BTS ในปัจจุบัน โครงการนี้ได้รับอนุมัติจาก ครม.แล้วในเดือน ต.ค. 2556 และน่าจะเปิดประมูลกลางปี 2557 นอกจากนี้ก็ยังมีรถไฟฟ้าสายอื่นๆ คือ สายสีชมพู สายสีส้ม และสายสีเหลือง ที่คาดว่าจะเปิดประมูลในปี 2557 ด้วย

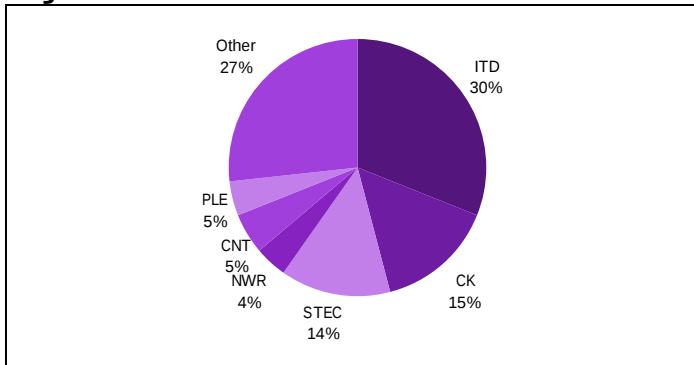
Top picks: CK และ STEC ปัจจัยเสี่ยงการเมืองทำให้เราลดน้ำหนักการลงทุนสำหรับกลุ่มรับเหมาก่อสร้างลงจาก “Overweight” สู่ “Neutral” โดยจะรอจนกว่าจะเห็นความคืบหน้าในการดำเนินงานใหม่เพิ่มจากโครงการขนาดใหญ่ของรัฐบาลจึงจะเพิ่มน้ำหนักการลงทุนอีกครั้ง เราเลือก CK (ราคาเป้าหมาย 30 บาท) และ STEC (ราคาเป้าหมาย 28 บาท) เป็น 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
CK	Buy	18.90	30.00	60.8	538.5	21.2	18.7	n.m.	2,445.0	13.4	3.53	1.97	1.96	0.8	12.0	10.5	1.9	2.1	2.1	18.3	13.7	13.7
ITD	Neutral	5.00	6.40	30.2	24.7	52.7	22.6	n.m.	(53.1)	133.2	2.20	1.90	1.80	9.2	4.1	8.2	0.0	1.0	2.2	10.5	12.6	11.9
NWR	Buy	2.40	3.80	62.2	17.3	18.9	13.1	n.m.	(8.7)	44.7	1.93	1.48	1.34	13.0	10.2	10.7	5.0	2.6	3.8	6.1	5.0	4.3
STEC	Buy	19.00	28.00	49.7	19.3	19.0	17.3	29.0	1.8	9.7	3.55	3.75	3.32	19.1	21.7	20.3	0.2	2.1	2.3	12.0	11.9	11.0
Average					150.0	28.0	17.9	29.0	596.2	50.2	2.80	2.28	2.10	10.5	12.0	12.4	1.8	2.0	2.6	11.7	10.8	10.2

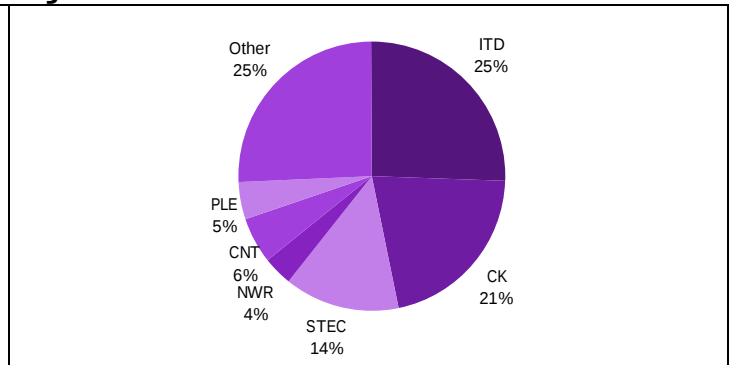
Remark: calculated using core EPS
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Contractor market shares in 2012



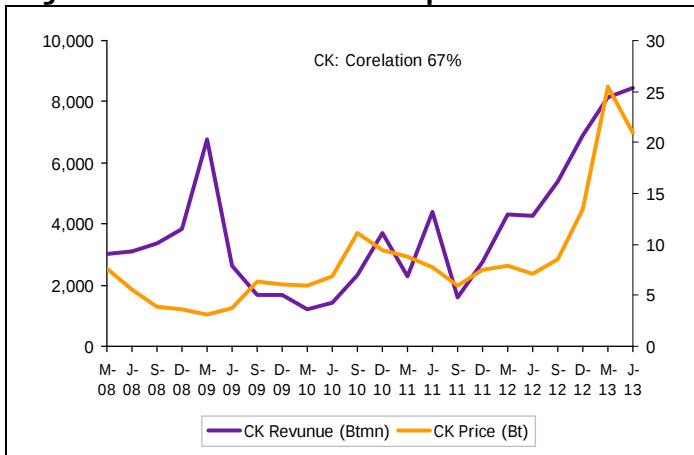
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 2: Contractor market shares in 9M13



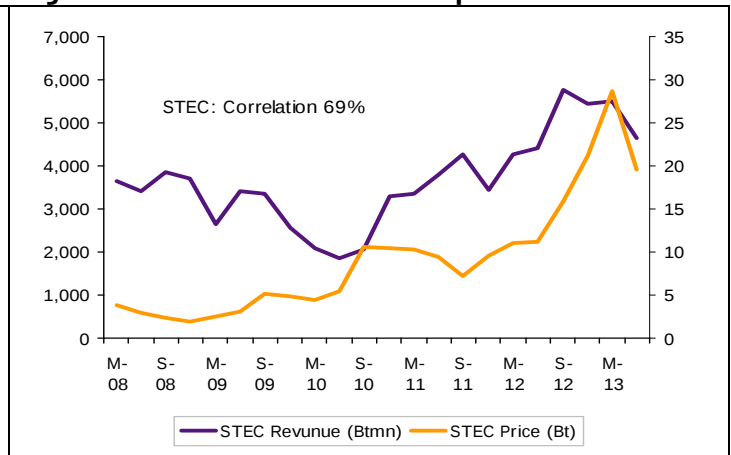
Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 3: CK: revenues and stock price



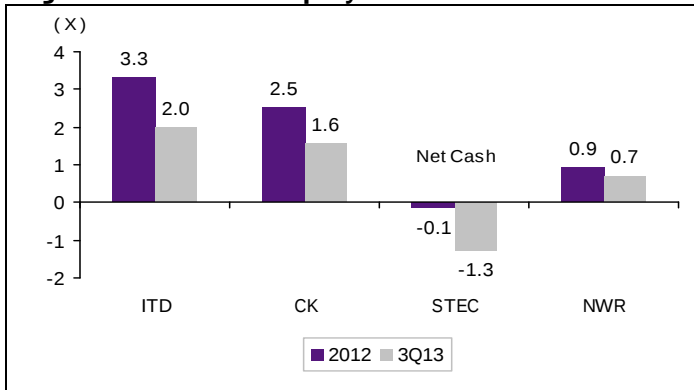
Source: Company data, SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 4: STEC: revenues and stock price



Source: Company data, SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 5: Net debt to equity ratio



Source: Company data, SCBS Investment Research

Figure 6: MRT purple and blue lines

Purple Line		Contract Value (Btmn)	Completion
Contract 1	CKTC	14,292	86%
Contract 2	STEC	13,100	79%
Contract 3	PAR JV	5,025	53%
Contract 4	BMCL/ CK	77,219	0%
Contract 5	Negotiation with BMCL	na.	na.
Contract 6	ITD	3,585	46%
Total		113,221	75%

Blue line		Contract Value (Btmn)	Completion
Contract 1	ITD	10,884	49%
Contract 2	CK	10,163	55%
Contract 3	SH-UN JV (STEC&UNIQ)	10,846	37%
Contract 4	STEC	12,770	29%
Contract 5	CK	4,844	63%
Contract 6	in-process (PPP)	na.	na.
Total		49,507	44%

Source: Company data, SCBS Investment Research, MRTA

Figure 7: Peer Comparison

Company name	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F
CH Karnchang	4.1	28.1	20.3	1248.5	-85.3	38.2	1.94	1.88	1.79	2.3	1.8	2.3	51.7	7.6	8.9	19.7	17.6	15.4
Italian-Thai Development	36.2	25.5	19.1	380.3	42.0	33.7	2.12	2.05	2.00	0.6	1.1	1.9	5.5	7.4	9.0	10.5	9.7	9.9
Nawarat Patanakarn	18.5	14.4	11.4	-60.3	28.5	25.7	1.55	1.40	1.30	1.9	3.3	4.4	10.0	10.3	11.7	7.4	6.2	5.6
Sino-Thai Engineering & Construction	19.4	17.0	14.7	28.6	14.0	15.5	3.87	3.48	3.08	2.9	3.2	3.6	20.6	21.5	22.7	9.9	8.5	7.4
Toyo-Thai Corp	22.7	17.7	12.3	25.7	28.4	43.6	5.15	3.55	2.85	2.2	2.8	3.8	28.2	25.6	25.2	14.1	10.4	8.2
STP & I	11.9	10.3	12.6	96.2	15.6	-18.1	4.28	3.24	2.81	3.1	3.7	3.2	37.7	34.7	22.3	7.9	7.0	7.7
Sriracha Construction	10.0	8.3	7.7	-11.9	19.8	7.8	3.68	3.25	2.85	6.9	8.2	8.5	42.5	44.7	41.8	7.4	6.2	5.7
Toyo Engineering Corp	n.m.	16.8	10.3	-123.0	1034.8	63.7	1.12	1.06	0.98	0.9	1.4	2.0	1.4	7.4	10.2	10.9	5.3	2.5
Chiyoda Corp	20.1	19.0	16.7	4.6	5.5	14.0	1.84	1.75	1.62	1.5	1.5	1.6	9.7	9.5	10.0	7.0	6.8	6.0
JGC Corp	19.4	17.9	16.3	11.0	8.3	9.6	2.67	2.40	2.17	1.3	1.4	1.5	14.3	14.1	13.9	8.3	7.6	7.0
Hitachi Zosen Corp	13.6	11.5	9.9	9.1	18.7	16.3	1.18	1.08	0.97	1.3	1.4	1.6	9.0	10.5	11.4	n.a.	n.a.	n.a.
Foster Wheeler AG	17.1	15.2	12.7	32.3	12.7	19.2	3.53	2.71	2.18	n.a.	n.a.	n.a.	22.9	22.9	22.1	8.5	7.7	6.6
Babcock & Wilcox Co/The	14.9	13.8	12.7	13.1	7.8	9.2	3.31	2.85	2.34	0.7	0.8	1.4	n.m.	n.m.	n.m.	8.0	7.4	6.6
Chicago Bridge & Iron Co NV	19.7	14.9	13.2	24.7	32.3	12.7	3.41	2.61	2.54	0.3	0.3	0.3	21.2	22.1	19.5	10.9	8.8	8.1
Fluor Corp	19.6	17.9	15.2	47.3	9.7	17.4	3.27	2.78	2.39	0.8	0.9	0.9	17.7	15.9	16.1	7.9	7.5	6.7
KBR Inc	14.4	11.9	10.3	139.8	20.6	16.1	1.73	1.49	1.33	0.7	1.0	0.9	12.5	14.5	14.8	6.4	5.6	5.0
Jacobs Engineering Group Inc	17.8	15.6	13.5	10.8	14.2	16.0	1.72	1.54	1.36	n.a.	1.0	n.a.	10.1	10.3	10.8	8.9	7.8	6.9
McDermott International Inc	n.m.	17.4	10.1	-166.5	179.1	72.4	1.06	0.99	0.95	n.a.	n.a.	n.a.	-8.5	4.7	8.3	n.a.	6.1	4.6
URS Corp	12.5	11.9	11.0	-0.3	5.4	8.2	0.93	0.86	0.78	1.6	1.6	1.6	7.3	7.0	6.3	6.8	6.7	6.4
	17.5	16.3	13.3	95.0	78.1	22.9	2.63	2.23	1.97	1.8	2.1	2.5	18.0	16.7	16.4	9.6	8.0	7.0

Source: Bloomberg

ศลยา ณ สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

แนวโน้มฟื้นตัว

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: ส่วนใหญ่แสดงสัญญาณปรับตัวดีขึ้น
- ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์สำหรับกลุ่มยานยนต์มีแนวโน้มที่สดใสมาก
- ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกเพิ่มขึ้น 9% YoY ในเดือน ก.ย.
- Top picks: SVI (ในแง่ผลการดำเนินงานระยะสั้น) และ DELTA (ผลตอบแทนจากเงินปันผล)

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 กำไรปกติของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ 5 แห่งในไตรมาส 3/56 บริษัทที่กำไรเติบโต YoY มากเป็นอันดับต้นๆ เป็นบริษัทที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมเมื่อปลายปี 2554 โดยอันดับ #1 คือ KCE ซึ่งกำไรปกติทำจุดสูงสุดใหม่ที่ 317 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากที่มีกำไรเพียง 13 ล้านบาทในช่วงเดียวกันของปีก่อน #2 คือ SVI ซึ่งกำไรเติบโต 81% YoY สู่จำนวน 154 ล้านบาท และ #3 คือ HANA ซึ่งกำไรปกติเติบโต 46% YoY สู่จำนวน 524 ล้านบาท เพราะโรงงานอยุธยาฟื้นตัวกลับมาทำกำไรได้เป็นครั้งแรกหลังได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมในทางกลับกัน SMT ซึ่งก็ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วมรุนแรงด้วยเช่นกัน ยังคงรายงานขาดทุนจากการดำเนินงาน ในขณะที่กำไรปกติของ DELTA ยังอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 1.5 พันล้านบาท แต่ลดลง 19% YoY เพราะบริษัทบันทึกกลับรายการตั้งสำรองสินค้าคงเหลือ ~190 ล้านบาทในช่วงเดียวกันของปีก่อน

ตลาด PC ยังอ่อนแอ International Data Corp (IDC) รายงานว่า ยอดขาย PC ทั่วโลกปรับตัวลดลง 7.6% YoY สู่ 81.6 ล้านเครื่องในไตรมาส 3/56 แม้ยอดขายของบริษัทจำหน่าย PC บางแห่งปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 3/56 แต่แนวโน้มยอดขาย PC ในปี 2557 ก็ยังไม่น่าจะดูดีนัก

กลุ่มยานยนต์เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยกระตุ้นการเติบโต เมื่ออิงกับข้อมูลที่เราได้มาจากการพูดคุยกับผู้บริหารของบริษัทผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทุกแห่งในการวิเคราะห์ของเรา กลุ่มยานยนต์เป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนการเติบโตของบริษัทที่ผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้แก่กลุ่มนี้ โดยเฉพาะ KCE (ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรอิเล็กทรอนิกส์ หรือ PCB ให้กับกลุ่มยานยนต์ ซึ่งสร้างส่วนแบ่งกำไรให้กับบริษัทมากที่สุด), DELTA (เพิ่งเริ่มผลิตชิ้นส่วนสำหรับรถไฮบริดและรถไฟฟ้า), และ HANA (ผลิตอุปกรณ์เซ็นเซอร์สำหรับยานยนต์) ทั้งนี้ นอกเหนือจากการเพิ่มฟังก์ชันที่ทันสมัยในรถยนต์อย่างต่อเนื่องแล้ว การพัฒนาารถไฮบริดและรถไฟฟ้าก็จำเป็นต้องใช้ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์เพิ่มมากขึ้นด้วย ทำให้เราเล็งเห็นโอกาสเติบโตสูงมากในตลาดส่วนนี้

ยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 9% YoY Semiconductor Industry Association (SIA) รายงานยอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 เพิ่มขึ้น 3.2% YoY สู่จำนวน 2.23 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ ยอดขายในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 9% YoY สู่จำนวน 2.7 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ โดยตลาดสหรัฐรายงานยอดขายเติบโตสูงสุดที่ 24% ส่วนตลาดเอเชียแปซิฟิกรายงานยอดขายเติบโต 10% YoY สู่ 1.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ ตลาดญี่ปุ่นรายงานยอดขายลดลง 13% YoY แต่ตัวเลขยอดขายเทียบ MoM แสดงสัญญาณฟื้นตัวดีขึ้นแล้วที่ 4% สำหรับทั้งปี SIA คาดว่ายอดขายอุปกรณ์เซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น 2.1% สู่จำนวน 2.98 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2556 และจะเพิ่มขึ้นอีก 5.1% สู่จำนวน 3.13 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2557

Top pick #1 SVI เราเลือก SVI เป็น top pick ตัวใหม่ในกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ แม้ผลการดำเนินงานไม่น่าตื่นเต้นในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 แต่กำไรของ SVI น่าจะเติบโตอย่างโดดเด่นในไตรมาส 4/56 เราคาดว่ากำไรปกติจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า YoY สู่จำนวน ~204 ล้านบาทในไตรมาส 4/56 ใกล้เคียงกับกำไรก่อนน้ำท่วมในไตรมาส 3/54 นอกจากนี้บริษัทยังน่าจะได้รับเงินชดเชยจากประกันภัยอีก ~635 ล้านบาทด้วย ซึ่งเมื่อรวมกันแล้วจะส่งผลทำให้กำไรสุทธิไตรมาส 4/56 มีจำนวน 839 ล้านบาท ต่อจากนั้นในปี 2557 บริษัทก็จะบันทึกยอดขายจากลูกค้าใหม่ 5 รายซึ่งจะสนับสนุนให้กำไรปกติปี 2557 ปรับเพิ่มขึ้น 27% สู่จำนวน 806 ล้านบาท และจะมีกำไรสุทธิ 1.2 พันล้านบาทหลังจากรวมเงินชดเชยก่อนสุดท้ายจากประกันภัยเข้ามา นอกจากนี้ยังอาจจะมีกำไรเติบโตผ่านทางการเข้าซื้อกิจการในปี 2557 ที่กำลังการศึกษาอยู่ในปัจจุบันด้วย

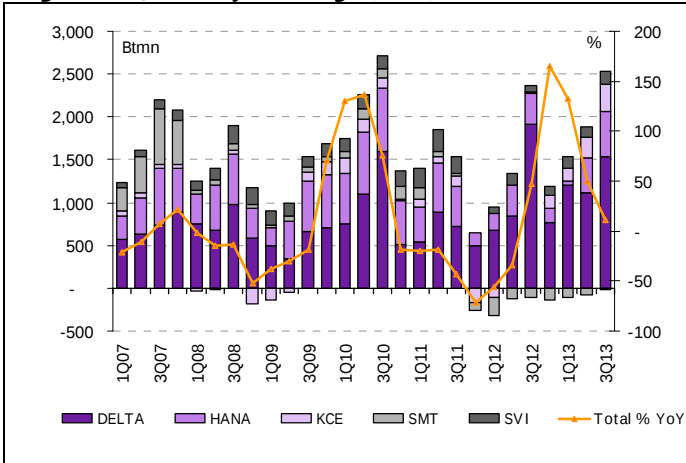
Top pick #2 DELTA กำไรไตรมาส 3/56 ที่ลดลง YoY และกำไรที่มีแนวโน้มอ่อนตัวลงตามฤดูกาลในไตรมาส 4/56 ส่งผลทำให้ราคาหุ้น DELTA ปรับตัวลดลง 8% MTD ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสให้เข้าซื้อ เนื่องจากแนวโน้มผลการดำเนินงานปี 2557-2558 ยังคงสดใส โดยได้รับปัจจัยหนุนจากภาคการถลุงและการเติบโตในกลุ่มยานยนต์ และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในยุโรปและสหรัฐฯ ทั้งนี้เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรปี 2557 ของเราเพิ่มขึ้น นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 5.9% (จะประกาศในเดือน ก.พ. 2557) จากผลการดำเนินงานปี 2556 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
DELTA	Buy	44.00	56.00	33.6	13.1	10.8	9.7	58.8	21.7	11.2	2.44	2.23	2.03	19.8	21.7	22.0	5.5	5.9	6.4	8.4	7.0	6.1
HANA	Buy	20.00	24.00	27.5	15.0	11.8	8.6	(30.5)	26.5	36.9	1.10	0.98	0.89	7.4	8.7	10.8	7.5	7.5	7.5	4.6	3.3	2.4
KCE	Buy	18.30	24.00	35.0	153.1	11.5	9.9	(54.2)	1,236.0	15.3	2.81	2.65	2.06	2.0	26.3	23.3	3.0	3.8	3.8	18.8	9.2	8.2
SMT	Sell	7.10	7.00	2.8	n.m.	n.m.	9.9	n.m.	65.7	n.m.	1.68	1.48	1.41	(41.9)	(10.6)	14.7	0.0	2.1	4.2	(11.7)	54.7	6.7
SVI	Buy	3.80	4.40	21.1	22.2	13.5	10.7	(44.8)	64.1	26.8	2.96	2.01	1.67	20.3	18.6	17.1	0.0	3.9	5.3	14.3	8.2	6.6
Average					50.8	11.9	9.8	(17.7)	282.8	22.6	2.20	1.87	1.61	1.5	12.9	17.6	3.2	4.7	5.4	6.9	16.5	6.0

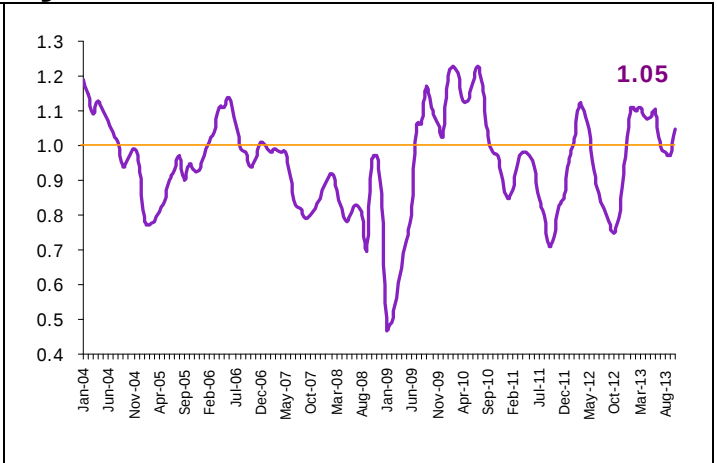
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Quarterly earnings (core)



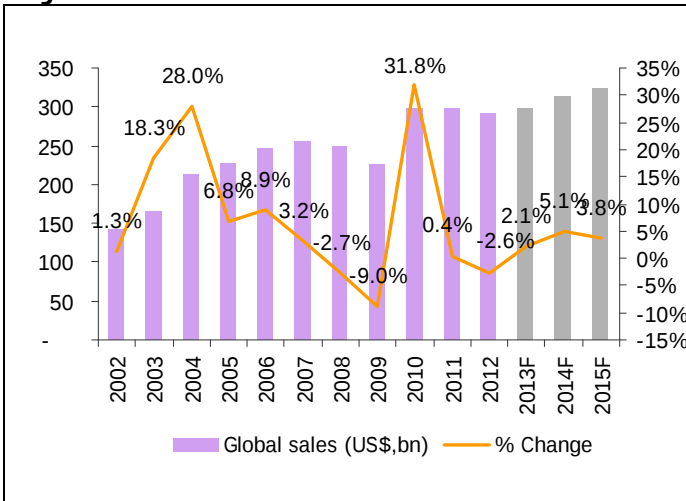
Source: Companies and SCBS Investment Research

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



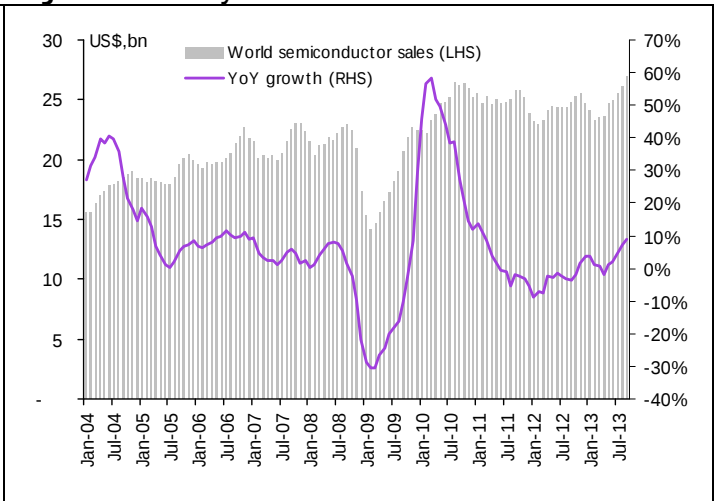
Source: SEMI

Figure 3: Worldwide semiconductor sales



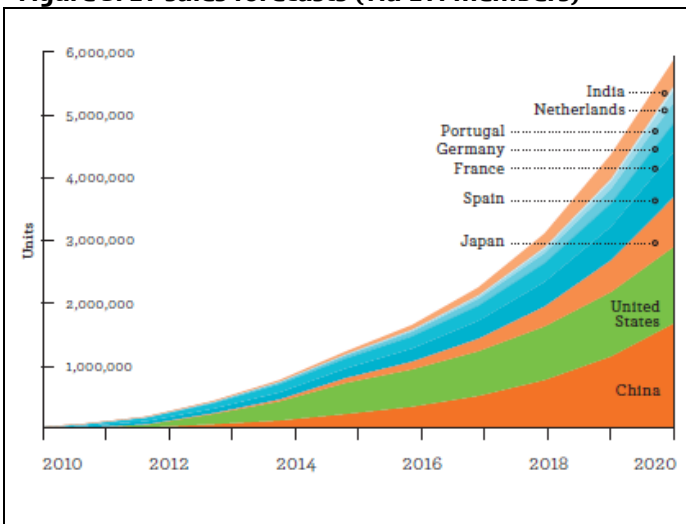
Source: SIA

Figure 4: Monthly worldwide semiconductor sales



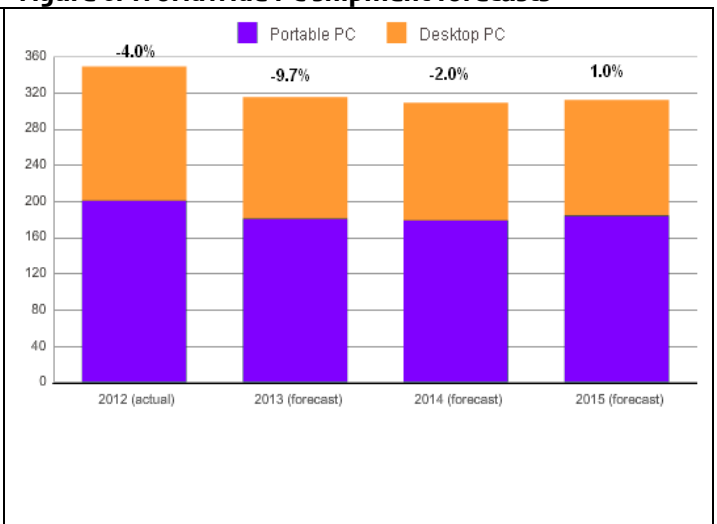
Source: SIA

Figure 5: EV sales forecasts (via EVI members)



Source: EVI

Figure 6: Worldwide PC shipment forecasts



Source: IDC

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

แนวโน้มราคาพลังงานไม่น่าตื่นเต้น

- ราคาน้ำมันจะยังคงตกอยู่ภายใต้แรงกดดันจากด้านอุปทานในปี 2557
- ราคาถ่านหินทำจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่แนวโน้มยังไม่สดใส
- Top picks: PTT และ BANPU

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: ได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันที่ฟื้นตัว บริษัทน้ำมันและก๊าซส่วนใหญ่รายงานกำไรไตรมาส 3/56 ที่เพิ่มขึ้น QoQ ได้ดีกว่าคาด โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรจากสต็อกน้ำมัน เนื่องจากราคาน้ำมันโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 5.3 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลจากไตรมาส 2/56 (+5.3% QoQ) ซึ่งเป็นสาเหตุที่ทำให้ผู้ประกอบการโรงกลั่นมีกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากแม้ได้รับผลกระทบจากการกลั่นที่ลดลงเพราะอุปสงค์น้ำมันเบนซินและน้ำมันเตาปรับลดลง ขณะที่กำไรปกติของบริษัทเหล่านี้ยังคงปรับตัวลดลง 7.9% YoY เพราะราคาน้ำมันและอัตราค่าโรงแปรรูปผลิตภัณฑ์ลดลง

แนวโน้มไตรมาส 4/56: มีความเสี่ยงเล็กน้อยที่จะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลง กำไรจากการดำเนินงานน่าจะอยู่ในระดับทรงตัวจากไตรมาส 3/56 แต่ปัจจัยเสี่ยงสำคัญ คือ ราคาน้ำมันที่ผันผวน ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมันในไตรมาส 4/56 เมื่อเทียบกับราคาน้ำมันปัจจุบัน เราคาดว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวลดลงเล็กน้อย QoQ และจะส่งผลทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมันในระดับ <0.5 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล ปัจจัยเสี่ยงอีกอย่างหนึ่งสำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่น คือ ค่าการกลั่นลดลง โดยค่าการกลั่นลดลงอย่างต่อเนื่องเพราะอุปสงค์น้ำมันเบนซินปรับลดลง ซึ่งน่าจะส่งผลลบต่อ ESSO และ IRPC เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปชนิดเบาในสัดส่วน >30% เทียบกับ PTTGC ที่มีผลิตภัณฑ์ดังกล่าวสัดส่วน <20%

ราคาน้ำมันดิบจะยังคงตกอยู่ภายใต้แรงกดดันจากด้านอุปทาน แม้เมื่อไม่นานนี้ IEA ได้ปรับประมาณการอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2556-57 เพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนอุปสงค์จำนวนมากในไตรมาส 3/56 แต่เรายังคงคาดว่าราคาน้ำมันจะอ่อนตัวลงในปี 2557 เพราะอุปทานน้ำมันจะเพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่จะมาจากผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปค นอกจากนี้ความกังวลที่มีมากขึ้นเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซคาร์บอนก็จะกระตุ้นให้มีการใช้พลังงานสะอาด เช่น เอทานอล และไบโอดีเซล เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจจะมีผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันของกลุ่มโอเปคที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง YoY เมื่อพิจารณาจากบทบาทของโอเปคในการสร้างความสมดุลของอุปสงค์/อุปทานในตลาด อุปทานที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่น่าจะถูกดูดซับไปโดยอุปสงค์จากกลุ่มประเทศ non-OECD ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่อยู่ในเอเชียและตะวันออกกลาง การผลิตที่หยุดชะงักโดยมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนทางภูมิศาสตร์การเมืองในตะวันออกกลางและแอฟริกาเหนือจะยังคงเป็นปัจจัยที่สร้างความผันผวนให้กับตลาดน้ำมัน ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยในปี 2556 น่าจะลดลง 3.6% YoY สู่ระดับ 105 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล แต่ยังคงสูงกว่าระดับที่คาดการณ์ไว้ว่าจะต่ำกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะลดลงเล็กน้อยสู่ระดับ 103-104 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรลในปี 2557

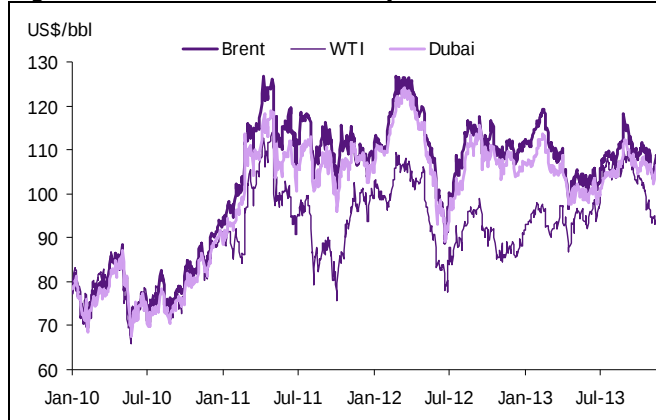
มองราคาถ่านหินจะยังอยู่ในระดับต่ำไปจนถึงกลางปี 2557 แม้เราเชื่อว่าราคาถ่านหินทำจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่แนวโน้มราคาถ่านหินจะยังดูไม่สดใสต่อไปอย่างน้อยจนถึงกลางปี 2557 หรือเมื่ออุปสงค์ใหม่สามารถดูดซับอุปทานส่วนเกินในปัจจุบัน การลดการผลิตในอินโดนีเซียจะมีให้เห็นมากขึ้นในปีหน้าเนื่องจากปัจจุบันผู้ผลิตถ่านหินหลายรายขายถ่านหินในราคาที่ต่ำกว่าต้นทุนเงินสดที่ระดับ ~80 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันสำหรับเหมืองถ่านหินใหม่ ภาษีส่งออกของจีนจะปรับขึ้น แต่จะไม่ส่งผลกระทบมากนักต่อตลาดถ่านหิน seaborne เพราะเสียเปรียบในด้านต้นทุนโลจิสติกส์ การใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิงในการผลิตโอเลฟินส์ในจีนเพิ่มมากขึ้นน่าจะเป็นปัจจัยระยะกลางที่ช่วยกระตุ้นราคาถ่านหิน ราคาถ่านหินนิวคาสเซิลเฉลี่ยในปี 2556 น่าจะอยู่ที่ 84 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (-11% YoY) เราคาดว่าราคาถ่านหินเฉลี่ยจะปรับตัวลดลงเล็กน้อยสู่ระดับ 82-83 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2557

BANPU กับ PTT เป็น top pick หัน top picks ของเราในไตรมาสก่อน (BANPU และ PTTEP) ปรับตัว outperform ตลาดเล็กน้อย โดยเพิ่มขึ้น 2% QTD เทียบกับ SET ที่ +1.6% แต่ยังคงต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ สำหรับไตรมาส 1/57 เรายังเก็บ BANPU เอาไว้เป็น top pick เนื่องจากราคาหุ้นยังคงปรับตัวตามหลังตลาด ในขณะที่กำไรจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราเพิ่ม PTT เข้ามาเป็น top pick เพราะ Valuation น่าสนใจ ในขณะที่ผลกระทบด้านลบจากอุบัติเหตุไฟฟ้าฟาส์ที่โรงแยกก๊าซหน่วยที่ 5 (GSP#5) สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว การกลับมาเดินเครื่อง GSP#5 เต็มกำลังการผลิตเร็วกว่าคาด และการขาดผลขาดทุนจาก LPG และ NGV จะทำให้เรามีแนวโน้มปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น

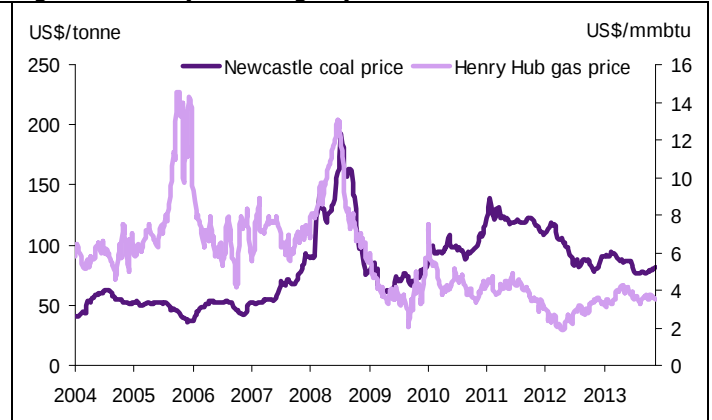
Valuation summary

	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	29.00	36.0	27.6	13.7	18.7	13.8	(33.2)	(27.0)	36.1	0.96	0.97	0.93	7.3	5.1	6.9	6.2	3.4	3.4	6.4	10.7	7.9
BCP	Buy	31.00	44.0	46.5	20.3	7.6	8.9	(74.1)	166.7	(14.2)	1.33	1.19	1.10	6.5	16.5	12.9	4.0	4.5	4.5	8.2	5.3	5.5
ESSO	Sell	6.60	8.5	33.3	n.m.	12.4	7.9	n.m.	n.m.	56.0	1.00	0.93	0.85	(7.2)	7.8	11.2	0.8	3.0	4.5	17.7	7.8	5.6
IRPC	Sell	3.38	3.4	2.1	n.m.	30.9	17.7	n.m.	n.m.	74.0	0.90	0.90	0.86	(4.1)	2.9	5.0	2.4	0.9	1.5	36.2	12.4	9.8
PTT	Buy	291.00	400.0	42.6	7.7	7.9	6.9	(3.2)	(2.5)	15.5	1.14	1.02	0.92	15.7	13.6	14.1	4.5	4.6	5.2	4.9	5.5	5.1
PTTEP	Buy	158.50	210.0	37.1	8.2	9.4	8.7	35.9	(12.4)	8.0	1.92	1.70	1.51	24.5	19.2	18.4	3.7	4.3	4.6	4.5	3.9	3.6
TOP	Buy	61.75	76.0	27.4	13.3	10.1	9.3	(38.2)	31.5	9.5	1.39	1.30	1.20	10.7	13.2	13.5	4.4	4.4	4.4	6.9	4.8	3.8
Average					12.7	13.9	10.4	(22.6)	31.3	26.4	1.23	1.14	1.05	7.6	11.2	11.7	3.7	3.6	4.0	12.1	7.2	5.9

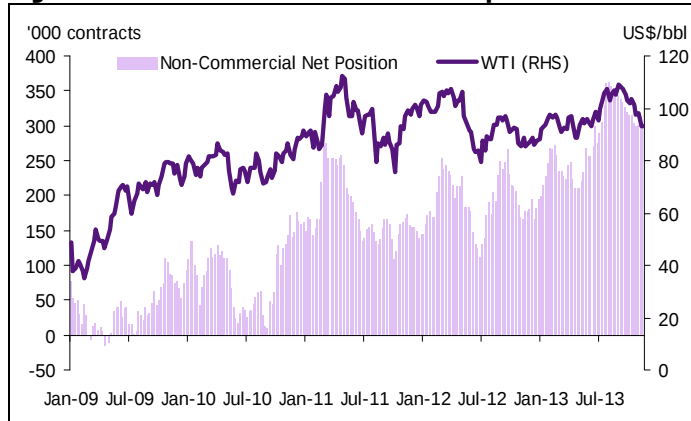
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Benchmark crude oil price

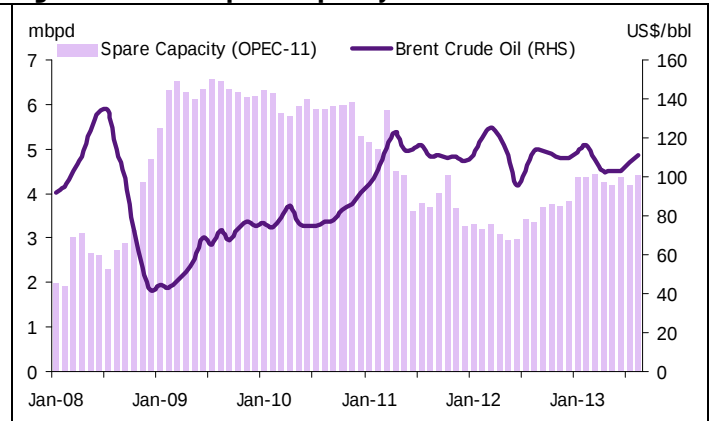
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Coal price vs. gas price

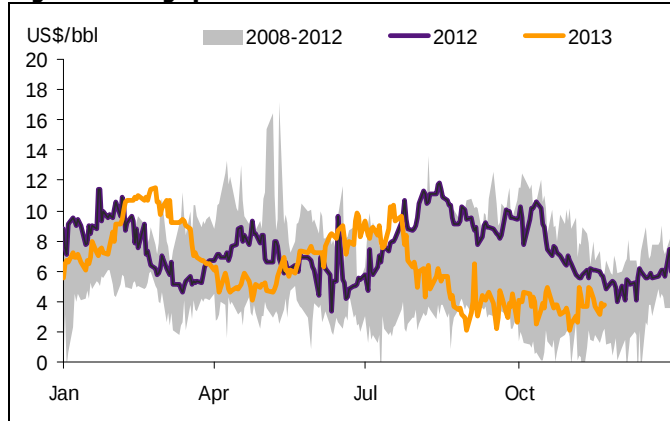
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC non-commercial oil net position

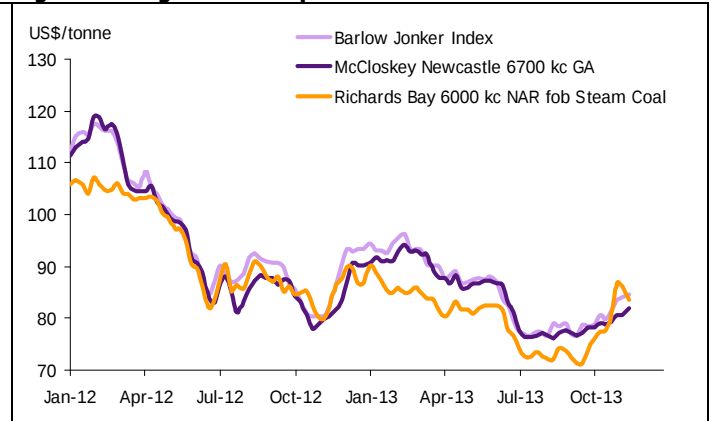
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

ราคาหุ้นต่ำกว่ามูลค่า แต่ยังมีความเสี่ยงด้านกฎหมาย

- คุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งสามารถควบคุมไว้ได้แล้ว ดังเห็นได้จากการตั้งสำรองและ NPL ที่ลดลงของ KTC การลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาที่กำลังจะเกิดขึ้นน่าจะช่วยลดความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ลงได้เล็กน้อย
- ความเสี่ยงหลักที่สำคัญจะมาจาก พ.ร.บ.บัตรเครดิต ซึ่งสภาฯ กำลังพิจารณา
- ราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยงหลักที่มีต่อคุณภาพสินทรัพย์และการขยายตัวของสินเชื่อไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์ที่มีต่อธุรกิจบัตรเครดิต
- ชอบ AEONTS มากกว่า KTC ในทุก ๆ ด้าน

คุณภาพสินทรัพย์ที่แข็งแกร่งสามารถควบคุมไว้ได้แล้ว หนี้ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วสู่ระดับเกือบ 80% ของ GDP ส่งผลให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ของบริษัทประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภค แต่ความกังวลดังกล่าวผ่อนคลายลงมาระดับหนึ่งแล้ว เพราะผลประกอบการไตรมาส 3/56 ของ KTC แสดงให้เห็นว่าคุณภาพสินทรัพย์ดีกว่าคาด เพราะทั้งการตั้งสำรองและ NPL ปรับตัวลดลง QoQ ทั้งนี้ NPL ที่เพิ่มขึ้นในส่วนของคุณภาพสินทรัพย์สินเชื่อเริ่มต้นมาจากมาตรการคืนภาษีให้แก่ผู้ซื้อรถยนต์คันแรก ซึ่งส่งผลทำให้ NPL ในส่วนของคุณภาพสินทรัพย์สินเชื่อมือสองปรับตัวเพิ่มขึ้น และหลังจากนั้นก็กลายมาไปยังสินเชื่ออุปโภคบริโภคอื่นๆ ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลและสินเชื่อบัตรเครดิตดูเหมือนจะรุนแรงน้อยกว่าสินเชื่อรถยนต์มือสอง เราเชื่อว่าความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ดังกล่าวอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ และไม่น่าเป็นห่วง เพราะอัตราการว่างงานของประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำมาก

ได้ประโยชน์เล็กน้อยจากการลดภาษีเงินได้บุคคลธรรมดา ครม. เพิ่งมีมติอนุมัติปรับโครงสร้างภาษีบุคคลธรรมดา เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี 2556 การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวจะส่งผลทำให้ผู้มีรายได้ต่ำมีรายได้หลังหักภาษีเพิ่มมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลบวกเล็กน้อยต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภค โดยส่วนใหญ่จะอยู่ในรูปของคุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวดีขึ้น โครงสร้างภาษีบุคคลธรรมดาที่ปรับใหม่มีขั้นภาษีใหม่ 3 ขั้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ผู้มีเงินได้ 150,001-300,000 บาท/ปี เสียภาษีลดลงจาก 10% เหลือ 5%; ผู้มีเงินได้ 500,001-750,000 บาท/ปี เสียภาษีลดลงจาก 20% เหลือ 15%; และผู้มีเงินได้ 1,000,001-2,000,000 บาท/ปี เสียภาษีลดลงจาก 30% เหลือ 25% นอกจากนี้ยังมีการปรับลดภาษีสำหรับผู้มีเงินได้เกิน 4 ล้านบาท/ปี จาก 37% เป็น 35% ด้วย ทั้งนี้มีผู้เสียภาษีจำนวน 1.4 ล้านคนที่มีเงินได้ 150,001-300,000 บาท/ปี (12,500-25,000 บาท/เดือน) ซึ่งจะได้รับประโยชน์มากที่สุดเพราะภาษีจะลดลงครึ่งหนึ่ง

ความเสี่ยงเกี่ยวกับกฎหมาย ปัจจุบันร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตกำลังอยู่ในการพิจารณาของสภาฯ ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงหลักที่สำคัญต่อ KTC และ AEONTS ตามธรรมเนียมปฏิบัติ การคิดดอกเบี้ยจะคิดจากยอดคงค้างนับจากวันเริ่มรอบบิลถ้าลูกค้าไม่ได้ชำระเงินเต็มจำนวน แต่ในร่าง พ.ร.บ.บัตรเครดิตฉบับล่าสุด การคิดดอกเบี้ยจะเริ่มนับจากวันครบกำหนดชำระเงินแทน ซึ่งหมายความว่าหากไม่มีการคิดดอกเบี้ยในเดือนแรก หลักเกณฑ์นี้ถูกนำมาใส่เพิ่มใน พ.ร.บ.บัตรเครดิตหลังจากผ่านการพิจารณาวาระแรก อย่างไรก็ตาม หลักเกณฑ์นี้ไม่ได้เป็นไปตามมาตรฐานสากลที่ยึดถือปฏิบัติกัน

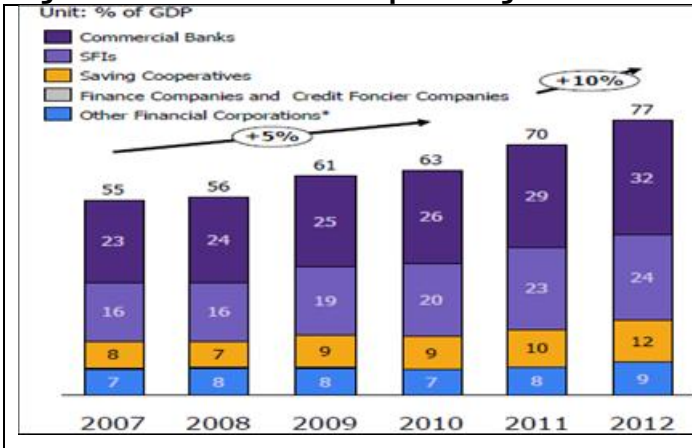
ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนความเสี่ยงหลักที่มีต่อคุณภาพสินทรัพย์และการขยายตัวของสินเชื่อไปค่อนข้างมากแล้ว แต่ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์ที่มีต่อธุรกิจบัตรเครดิต เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) AEONTS มีโอกาสเติบโตสูงกว่า KTC เพราะ AEONTS ขยายตลาดสู่กลุ่มประเทศ CLMV แล้ว และได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าจ้างมากกว่า KTC 2) AEONTS ตั้งสำรองตามหลักกรรมวิธีมากกว่า 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	Buy	90.50	115.00	32.1	13.4	9.1	8.0	948.0	47.2	13.5	3.12	2.53	2.11	25.2	30.7	28.7	3.3	4.4	5.0
KTC	Neutral	32.25	40.00	28.9	32.6	6.3	8.2	n.m.	415.4	(22.8)	1.60	1.35	1.25	5.1	23.2	15.8	1.2	6.3	4.9
Average					23.0	7.7	8.1	948.0	231.3	(4.7)	2.36	1.94	1.68	15.2	26.9	22.3	2.3	5.4	4.9

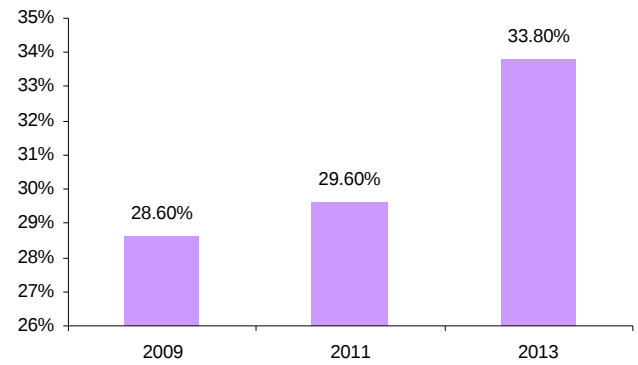
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Household debt as a percentage of GDP



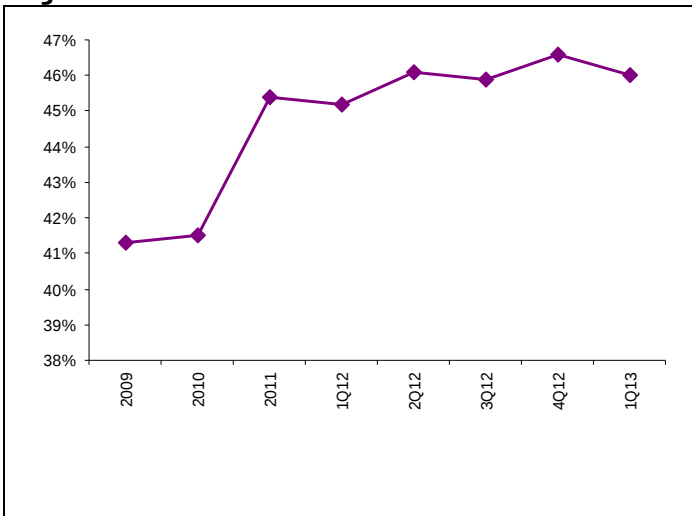
Source: SCB EIC, BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Household debt payments to income



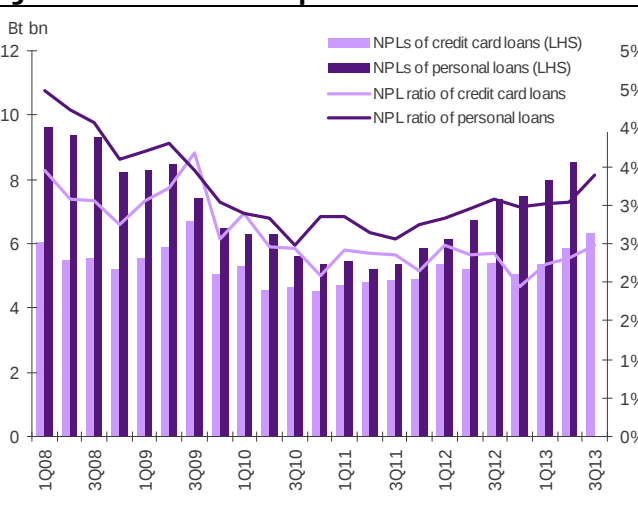
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Household debt to financial assets



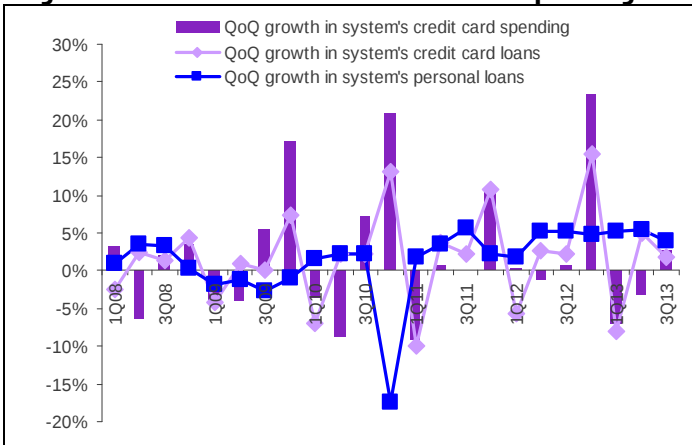
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Credit card and personal loan NPLs



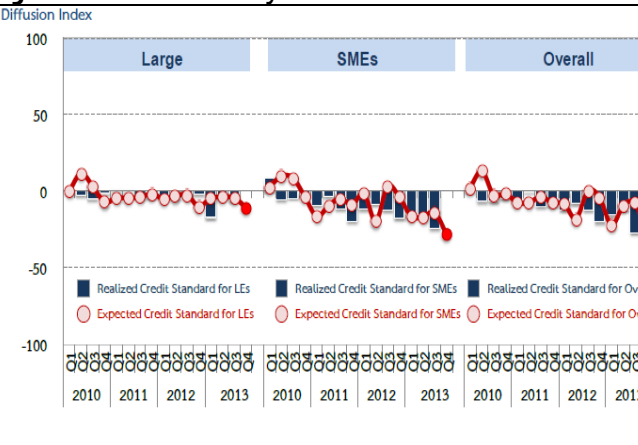
Source: BoT and SCBS Investment Research

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

เตรียมพร้อมเพื่อเติบโตในระยะยาว

- กลุ่มการแพทย์กำลังขยายความสามารถในการให้บริการและครอบคลุมพื้นที่เพิ่มมากขึ้น เพื่อสนับสนุนให้กำไรเติบโตในระยะยาว

■ Top picks: BGH และ BCH

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ในไตรมาส 3/56 BGH เป็นบริษัทเพียงแห่งเดียวในกลุ่มการแพทย์ที่รายงานกำไรเติบโตทั้ง YoY และ QoQ เพราะรายได้สูงขึ้นและ EBITDA margin ดีขึ้น ขณะที่ BGH และ BCH รายงานกำไรลดลง YoY ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการจัดตั้งโรงพยาบาลใหม่ในปี 2557 ของ BGH เป็นปัจจัยสำคัญที่ฉุดให้กำไรปรับตัวลดลง ในขณะที่กำไรของ BCH ถูกฉุดลงโดยผลขาดทุนที่ The World Medical Center (WMC) ซึ่งเป็นโรงพยาบาลระดับบนแห่งใหม่ของบริษัท

เครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่กว่าจะสามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มสูงขึ้นได้ดีกว่า ความต้องการรักษาพยาบาลเพิ่มสูงขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากประชากรสูงวัยมีมากขึ้นและโรคที่ซับซ้อนมากขึ้นทำให้จำเป็นต้องมีการรักษาพยาบาลที่ซับซ้อนมากขึ้น เหตุผลดังกล่าวทำให้โรงพยาบาลไทยขยายการลงทุนเพิ่มมากขึ้น เรามองว่าการลงทุนใหม่จะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นการเติบโตในอนาคต สำหรับหุ้นโรงพยาบาล 3 ตัวในการวิเคราะห์ของเรา BGH เป็นบริษัทที่เร่งขยายความสามารถในการให้บริการและพื้นที่ครอบคลุมการให้บริการเชิงรุกมากที่สุด

- **BGH:** BGH ประกอบกิจการโรงพยาบาล 31 แห่ง และกำลังพัฒนาโรงพยาบาลใหม่ 9 แห่งที่มีกำหนดเปิดในไตรมาส 1/57 ถึงปี 2558 นอกจากนี้บริษัทก็กำลังมองโอกาสเข้าซื้อกิจการโรงพยาบาลเพิ่มอีก 10 แห่งด้วย แผนดังกล่าวจะทำให้ BGH สามารถบรรลุเป้าหมายมีโรงพยาบาลทั้งหมด 50 แห่งและเป็นเครือข่ายโรงพยาบาลใหญ่ที่สุดในอาเซียนตอนบน
- **BH:** BH ปรับเปลี่ยนแผนการลงทุนของบริษัท โดยบริษัทยกเลิกแผนขยายกิจการโรงพยาบาลที่สุขุมวิทซอย 1 ซึ่งเดิมวางแผนไว้ว่าจะใช้เป็นศูนย์บริการผู้ป่วยนอก และขยายพื้นที่อาคารที่โรงพยาบาลแห่งใหม่ขนาด 150-200 เตียงบนถนนเพชรบุรีผ่านการเพิ่มอัตราส่วนพื้นที่อาคารรวมต่อพื้นที่ดิน (FAR) อีก 20% การก่อสร้างจะเริ่มในงวดครึ่งแรกปี 57 และคาดว่าจะใช้เวลาก่อสร้างนาน 3 ปี โรงพยาบาลใหม่แห่งนี้จะเปิดในช่วงครึ่งหลังปี 2560 ถึงปี 2561 การขยายการลงทุนในอนาคตจะเน้นไปที่โรงพยาบาลใหม่แห่งนี้
- **BCH:** BCH กำลังดำเนินการเพิ่มอัตราการให้บริการที่ WMC ด้วยการจัดกิจกรรมการตลาดเชิงรุกมากขึ้น โดยจัดโปรโมชั่นแพ็คเกจการตรวจรักษาและทำสัญญากับบริษัทต่างๆ เพื่อเพิ่มปริมาณผู้ป่วย การขยายการลงทุนในอนาคตของ BCH จะเน้นไปที่ผู้มีรายได้ปานกลางถึงต่ำ ซึ่งเป็นตลาดที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญมากที่สุด และวางแผนเปิดโรงพยาบาลแบรนด์ใหม่ "การุณยเวช" ในปี 2558 โดยตั้งเป้าไปที่ผู้ป่วยโครงการประกันสังคม

#1 top pick – BGH ราคาหุ้น BGH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 27% จากจุดสูงสุด และปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 10% ในช่วงหกเดือนที่ผ่านมา เพราะนักลงทุนในตลาดกังวลเกี่ยวกับต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการเร่งขยายการลงทุนเชิงรุก เรามองว่าการขยายการลงทุนจะสร้างแรงกดดันต่อผลการดำเนินงานแค่ช่วงสั้น แต่จะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานเติบโตในระยะยาว เนื่องจากเครือข่ายโรงพยาบาลที่ใหญ่ขึ้นของบริษัทจะสามารถตอบสนองความต้องการรักษาพยาบาลที่เติบโตอย่างต่อเนื่องได้ นอกจากนี้ BGH ยังมีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายใหญ่จากการเปิดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) ด้วย เนื่องจากบริษัทมีโรงพยาบาลในจังหวัดหลักๆ เช่น เชียงใหม่ อุตรดิตถ์ และต่างประเทศในกัมพูชาแล้ว

#2 top pick – BCH ราคาหุ้น BCH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 43% จากจุดสูงสุด และปรับตัว underperform ตลาดอยู่ 20% ในช่วงหกเดือนที่ผ่านมา แรงกดดันเกิดจากการดำเนินงานที่ย่ำแย่ของ BCH เนื่องจากรายได้จาก WMC (โรงพยาบาลระดับบนแห่งใหม่ของบริษัท) ยังไม่สามารถชดเชยค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นได้ เรามองว่าระดับราคาหุ้นปัจจุบันให้ผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงที่น่าสนใจ เนื่องจากผลการดำเนินงานดูเหมือนจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/56

แนะนำ Neutral สำหรับ BH ในขณะที่เราปรับประมาณการกำไรของ BH เพิ่มขึ้น 5% ในปี 2556 และ 4% ในปี 2557 เพื่อสะท้อนผลประกอบการไตรมาส 3/56 ที่ดีกว่าคาด แต่เรายังคงคำแนะนำ Neutral ราคาหุ้น BH ปรับตัว outperform ตลาดอยู่ 21% ในช่วงหกเดือนที่ผ่านมา ซึ่งชี้ให้เห็นว่าปัจจัยบวกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว

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	Buy	6.25	9.00	46.6	17.1	25.3	19.5	35.3	(32.4)	29.7	3.84	3.54	3.25	23.8	14.5	17.4	2.9	2.0	2.6	8.8	10.5	8.9
BGH	Buy	128.50	175.00	37.6	34.0	31.8	29.0	49.5	6.8	9.6	5.17	4.65	4.24	16.3	15.4	15.3	1.4	1.3	1.4	19.8	19.6	17.5
BH	Neutral	89.00	105.00	20.1	39.9	31.9	28.4	28.0	25.3	12.2	9.07	8.14	7.14	25.0	26.9	26.8	2.0	1.9	2.1	19.2	16.1	14.4
Average					30.3	29.7	25.7	37.6	(0.1)	17.2	6.03	5.45	4.88	21.7	19.0	19.8	2.1	1.7	2.0	15.9	15.4	13.6

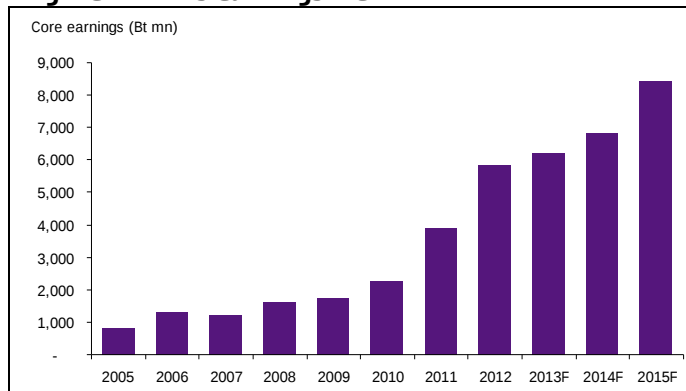
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q13 earnings review

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
BCH	238	230	178	106	167	(29.7)	57.4	910	615	798	35.3	(32.4)	29.7
BGH	1,685	1,477	1,948	1,216	1,549	(8.1)	27.4	5,842	6,241	6,839	49.5	6.8	9.6
BH	495	497	601	568	681	37.4	19.9	1,934	2,422	2,718	28.0	25.3	12.2
Sector	2,419	2,204	2,727	1,890	2,397	(0.9)	26.8	8,686	9,279	10,355	60.3	6.8	11.6

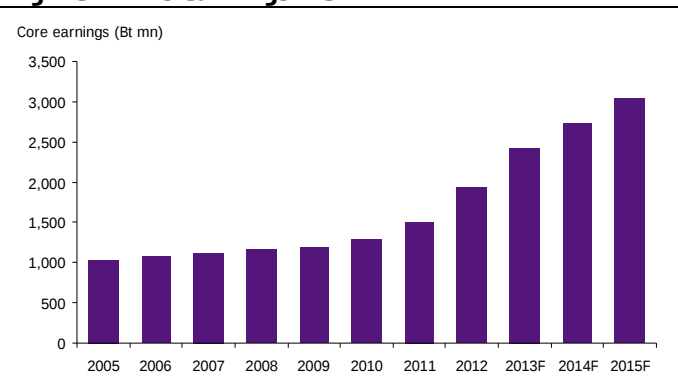
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BGH's earnings trend



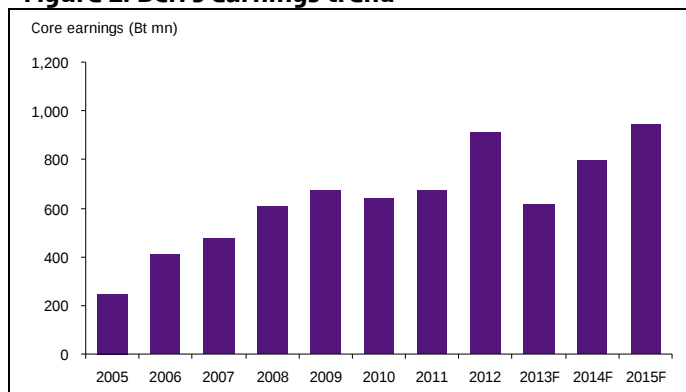
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BH's earnings trend



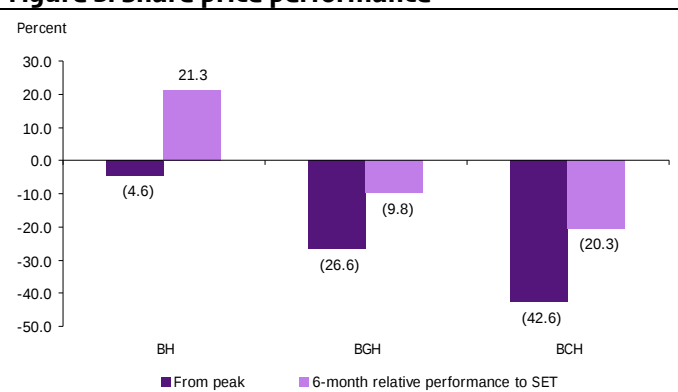
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH's earnings trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Share price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: Future expansion plans

BGH	BH	BCH
2014 Bangkok Hospital Chinatown 1Q14 Deebuk Hospital 1Q14 (Bangkok Hospital Phuket 2) Bangkok Hospital Khon Kaen 1Q14 Sri-Rayong Hospital 1Q14 (Soonthornphu Hospital) Royal Phnom Phen Hospital 2Q14 Bangkok Hospital Chiang Mai 2Q14 2015 Jomtien Hospital 2015 (Bangkok Hospital Pattaya 2) Samitivej Chonburi Hospital 2015 Paolo Rangsit Hospital 2015	2017 Second hospital: 150-200 bed high-end hospital on Petchaburi Road	2015 Expansion of Kasemraj Sriburin Mid to low-end hospital on Ramkhamheang Road Mid to low-end hospital at Nonthaburi province

Source: SCBS Investment Research

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

ความไม่แน่นอนทางการเมืองส่งผลกระทบต่อแนวโน้มธุรกิจ

- ยอดขายที่ดินไตรมาส 3/56 เพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ: HEMRAJ ปรับเป้ายอดขายที่ดินเพิ่มขึ้นเป็น 2,300 ไร่ ซึ่งน่าจะทำได้ตามเป้าหมาย; ยอดขายที่ดินของ AMATA ชะลอตัว และอาจจะต่ำกว่าเป้าที่บริษัทวางไว้ทั้งปี
- TICON และ WHA ปรับเป้า prelease ลดลงเล็กน้อยเพราะอุปสงค์ชะลอตัว
- แนวโน้มปี 2557: ยอดขายที่ดินต่ำ; ยอดปล่อยเช่าพื้นที่โรงงาน/คลังสินค้าเติบโตปกติ ~10%
- Top picks: TICON และ HEMRAJ

สรุปผลงานไตรมาส 3/56 AMATA และ HEMRAJ ขายที่ดินได้รวม 1,105 ไร่ในไตรมาส 3/56 เติบโตเพียง 2% QoQ ยอดขายที่ดินในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 2,645 ไร่ ลดลง 21% YoY โดยส่วนใหญ่เกิดจากยอดขายที่ดินชะลอตัวที่ AMATA แม้ AMATA ยังคงเป้ายอดขายที่ดินของบริษัทเอาไว้ที่ 3,000 ไร่ แต่เรามองว่ามีความเสี่ยงที่จะไม่ได้ตามเป้า ขณะที่ HEMRAJ ปรับเป้ายอดขายที่ดินปี 2556 ของบริษัทเพิ่มขึ้นเป็นครั้งที่สามเป็น 2,300 ไร่ ทรงตัว YoY ยอด prelease (พื้นที่ระหว่างก่อสร้างที่มีลูกค้าจองไว้แล้ว) สำหรับคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าของ TICON และ WHA ปรับตัวลดลง 44% QoQ สู่ 135,300 ตร.ม. ในไตรมาส 3/56 ส่งผลให้ยอด prelease ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 574,200 ตร.ม. หรือคิดเป็นประมาณ 66% ของเป้าทั้งปี TICON ปรับลดเป้าปล่อยเช่าพื้นที่โรงงานของบริษัทลง 17% สู่ 100,000 ตร.ม. แต่ยังคงเป้าปล่อยเช่าพื้นที่คลังสินค้าไว้ที่ 250,000 ตร.ม. นอกจากนี้ WHA ก็ปรับลดยอด prelease ในปีนี้ลงสู่ระดับต่ำกว่า 500,000 ตร.ม.

ผลประกอบการไตรมาส 3/56 ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน กำไรของ HEMRAJ เติบโต 12% QoQ ในไตรมาส 3/56 เพราะผลการดำเนินงานของ GHECO-1 พื้นที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กำไรของ AMATA ลดลง 8% เพราะอัตราค่าเช่าที่ดินลดลงสู่ระดับที่เป็นปกติ และอัตราภาษีที่แท้จริงปรับตัวเพิ่มขึ้น WHA รายงานกำไรจำนวน 30 ล้านบาทในไตรมาส 3/56 เติบโต 36% QoQ เพราะสินทรัพย์ในพอร์ตใหญ่ขึ้น กำไรของ TICON มีจำนวน 86 ล้านบาทในไตรมาส 3/56 ลดลง 48% QoQ โดยมีสาเหตุมาจากกำไรพิเศษที่ลดลงจากการขายหน่วยลงทุนใน TLOGIS และ TFUND

TICON และ WHA จะรายงานผลประกอบการที่แข็งแกร่งในไตรมาส 4/56 TICON และ WHA จะรายงานกำไรที่แข็งแกร่งเทียบ QoQ ในไตรมาส 4/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขายสินทรัพย์ในไตรมาสดังกล่าว นอกจากนี้อัตราส่วน gearing ของสองบริษัทก็จะปรับตัวลดลง ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงเกี่ยวกับการเพิ่มทุน

แนวโน้มปี 2557: ยอดขายที่ดินจะทรงตัวหรือลดลง แต่กำไรจะเติบโต FDI (เงินลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ) จากญี่ปุ่นและจีนจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่การขายที่ดินได้เป็นจำนวนมากในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมาบวกกับสถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในปัจจุบันส่งผลทำให้เราคาดว่ายอดขายที่ดินในปีหน้าจะอยู่ในระดับทรงตัวหรือลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรของ AMATA และ HEMRAJ จะเติบโต YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากยอดขายที่ดินรอโอนที่เพิ่มขึ้นและรายได้ประจำที่เพิ่มมากขึ้น

แนวโน้มปี 2557: ยอด prelease และกำไรจะเติบโตในอัตราปกติ เราคาดว่ายอด prelease พื้นที่คลังสินค้าและโรงงานให้เช่าของ TICON และ WHA จะเติบโตในอัตราปกติที่ ~10% YoY โดยมีสาเหตุมาจากฐานขนาดใหญ่ของทั้งสองบริษัท การเติบโตของกำไรจะได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ค่าเช่าที่สูงขึ้น เพราะพอร์ตสินทรัพย์ใหญ่ขึ้น ขณะที่เงินปันผลและค่าธรรมเนียมการบริหารจากกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์จะเติบโตตามการขยายการลงทุนของกองทุน

ความเสี่ยง/ความกังวล: ความไม่แน่นอนทางการเมือง สถานการณ์ความไม่สงบทางการเมืองในระยะหลังนี้ส่งผลกระทบต่อแนวโน้มธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมในระยะสั้น นักลงทุนอาจจะชะลอการลงทุนและรอดูสถานการณ์การเมือง ซึ่งจะส่งผลทำให้ยอดขายที่ดินชะลอตัว

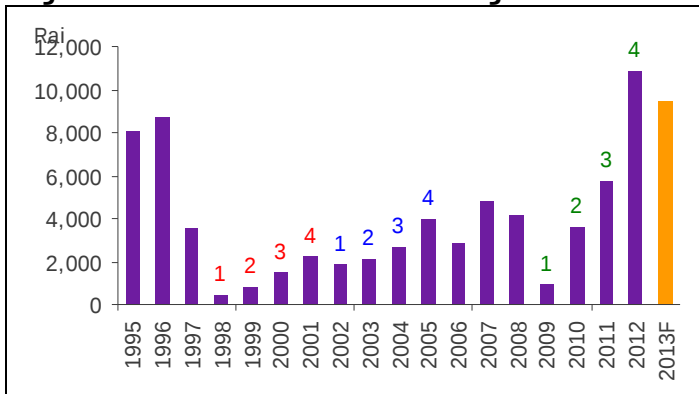
Top pick: TICON และ HEMRAJ เราแนะนำ Neutral สำหรับกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม เนื่องจากมองว่ายอดขายที่ดินมีแนวโน้มชะลอตัวและมีปัจจัยเสี่ยงระยะสั้นจากความไม่แน่นอนทางการเมือง เรายังคงเลือก TICON เป็น top pick เพราะ Valuation ถูกและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี (ผลตอบแทน ~7.5% ในปี 2556) อีกทั้งยังจะมีกำไรจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์ในไตรมาส 4/56 ด้วย นอกจากนี้เราก็อชอบ HEMRAJ เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากรายได้ที่จะเข้ามาอย่างต่อเนื่องจาก GHECO-1 และรายได้ค่าบริการเพิ่มขึ้น

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	15.80	34.00	120.3	18.1	10.9	7.9	3.6	66.2	37.5	1.89	1.71	1.48	11.3	16.5	20.1	3.5	3.7	5.1	10.3	7.8	5.8
HEMRAJ	Buy	3.10	5.00	65.9	13.1	11.5	8.1	314.1	13.9	41.7	2.72	2.16	1.85	22.6	20.9	24.6	3.5	4.7	4.7	11.9	11.7	9.6
ROJNA	Neutral	7.45	7.30	4.3	8.5	17.2	8.7	48.4	(50.3)	97.2	1.10	1.08	0.96	15.0	6.3	11.6	4.0	3.2	6.3	17.8	22.1	10.0
TICON	Buy	16.50	30.00	90.2	10.1	9.0	8.1	182.8	12.1	11.8	1.66	1.68	1.55	19.0	19.5	20.0	6.1	7.5	8.4	10.3	11.8	11.9
WHA	Buy	35.50	45.00	28.9	84.9	23.9	18.9	187.3	255.2	26.6	6.27	7.67	6.17	10.9	38.2	36.2	0.1	2.0	2.1	41.2	17.5	13.5
Average					26.9	14.5	10.3	147.3	59.4	43.0	2.73	2.86	2.40	15.8	20.3	22.5	3.4	4.2	5.3	18.3	14.2	10.2

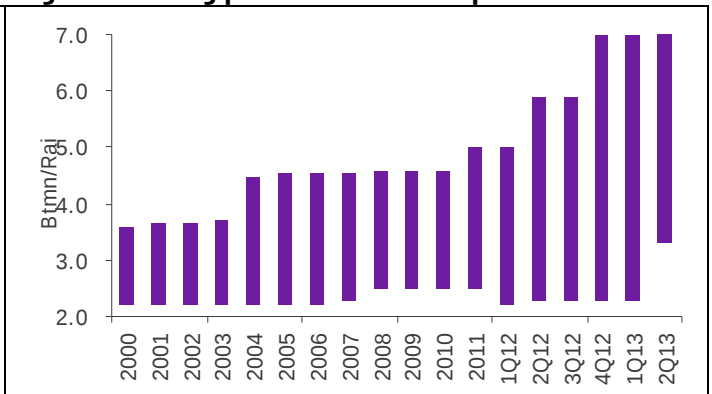
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Land sales reached record high in 2012



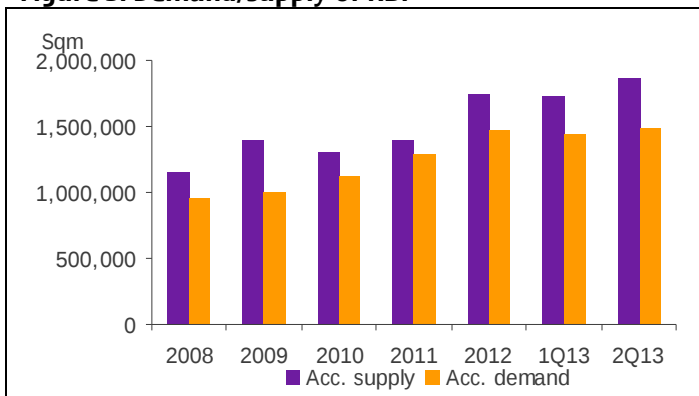
Source: CBRE, SCBS Investment Research

Figure 2: Asking prices in Chonburi up more



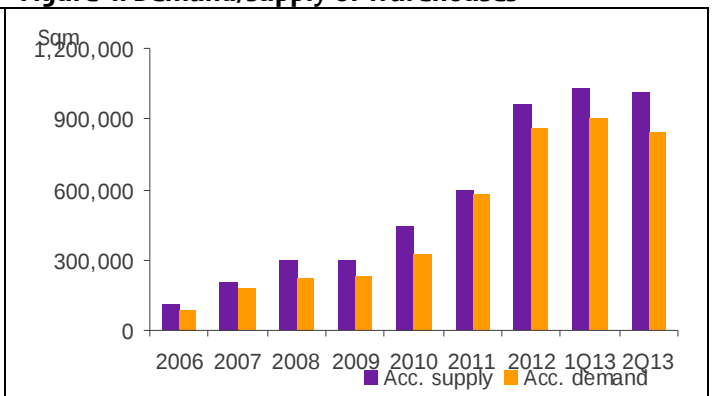
Source: BoT, Reuters

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

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

ชอบ THRE มากกว่า BLA จากประเด็นผลการดำเนินงานพื้นฐาน

- BLA จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการปรับลดวงเงินมาตรการ QE ของสหรัฐฯ
- มีแนวโน้มสูงมากที่เบี้ยประกันรับปี 2556 ของ BLS จะเติบโตต่ำกว่าเป้า แต่บริษัทจะเร่งขยายเบี้ยประกันรับรายใหม่อย่างต่อเนื่องในปี 2557
- ผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวดีขึ้นมากหลังจากล้างงบดุลในไตรมาส 3/56
- ชอบ THRE มากกว่า BLA

ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อ BLA มากกว่า THRE บริษัทประกันจะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มขาขึ้นของผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวเมื่อมีการปรับลดวงเงิน QE ของสหรัฐฯ BLA จะได้ประโยชน์จากแนวโน้มดังกล่าวมากกว่า THRE เนื่องจากพอร์ตลงทุนของ BLA ส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรระยะยาว ในขณะที่พอร์ตลงทุนของ THRE ส่วนใหญ่เป็นพันธบัตรระยะสั้น ผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้นจะส่งผลดีต่อ BLA ในแง่ของ: 1) ผลตอบแทนจากการลงทุนปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากพอร์ตลงทุน 85% ของบริษัทอยู่ในพันธบัตรและหุ้นกู้ และ 2) แรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตผ่อนคลายลง เนื่องจาก duration ของหนี้สินยาวกว่า duration ของสินทรัพย์ นอกจากนี้ BLA ก็จะใช้โอกาสนี้มุ่งเน้นทำ cashflow matching ระหว่างสินทรัพย์และหนี้สินมากขึ้นเพื่อลดแรงกดดันในการตั้งสำรองเงินประกันชีวิตในระยะยาว

BLA: เบี้ยประกันรับปี 2556 จะเติบโตต่ำกว่าเป้า BLA จะไม่สามารถเร่งขยายเบี้ยประกันชีวิตรายใหม่ให้เติบโตได้ถึงเป้าที่วางไว้ที่ 41% ในปี 2556 ทั้งนี้เป็นเพราะกำลังซื้อลดลงและยอดขายประกันผ่านช่องทางธนาคาร (bancassurance) ต่ำกว่าเป้า เบี้ยประกันชีวิตรายใหม่ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 (+34% YoY) คิดเป็น 69% ของประมาณการปี 2556 ของเรา (+41%) ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันชีวิตรายใหม่ในปี 2556 ของ BLA ลดลงจาก 41% สู่ 33% ส่งผลทำให้ประมาณการอัตราเติบโตของเบี้ยประกันรับทั้งหมดในปี 2556 ปรับลดลงจาก 17% สู่ 15% BLA วางแผนเร่งขยายเบี้ยประกันชีวิตรายใหม่อย่างต่อเนื่องโดยตั้งเป้าเติบโตประมาณ 30% ในปี 2557 BLA มองว่ายังมีโอกาสขยายธุรกิจในส่วนของผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตสินเชื่อผ่านช่องทางธนาคาร (bancassurance) ซึ่ง BLA ยังคงตามหลังคู่แข่งอยู่

THRE: ผลการดำเนินงานพื้นฐานหลังล้างงบดุล 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

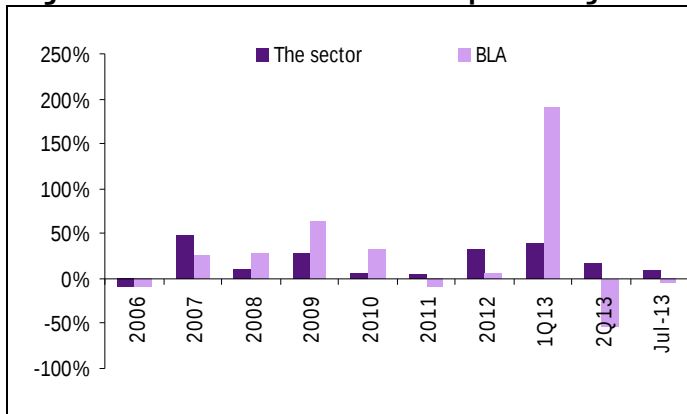
จับตาการล้างงบดุลของ THRE หลัง THREL ขายหุ้น IPO THRE ล้างงบดุลในไตรมาส 3/56 โดยรับรู้เงินสำรองค่าสินไหมทดแทน (loss reserve) จำนวน 4.4 พันล้านบาทสำหรับเหตุการณ์น้ำท่วมครั้งใหญ่ในปี 2554 ซึ่งจะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานพื้นฐานดีขึ้นมากในไตรมาส 4/56 และปี 2557 และจะเปิดโอกาสให้บริษัทกลับมาจ่ายเงินปันผลในปี 2557 และได้รับปรับอันดับความน่าเชื่อถือเพิ่มขึ้นจาก S&P

ชอบ THRE มากกว่า BLA จากประเด็นผลการดำเนินงานพื้นฐาน

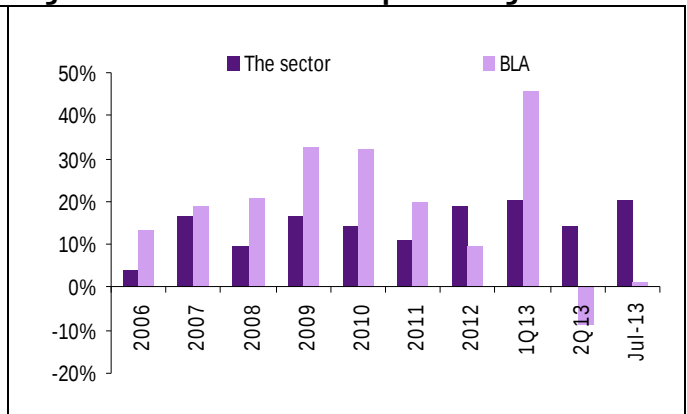
Valuation Summary

	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	60.50	74.00	24.2	22.2	15.8	13.1	(4.3)	40.3	20.5	3.65	3.04	2.54	19.7	21.0	21.1	1.2	1.6	1.9
THRE	Buy	3.78	5.00	40.3	n.m.	n.m.	10.0	11.5	38.3	n.m.	3.81	4.44	2.98	(205.6)	(82.9)	35.6	0.0	0.0	8.0
Average					22.2	15.8	11.6	3.6	39.3	20.5	3.73	3.74	2.76	(93.0)	(31.0)	28.4	0.6	0.8	4.9

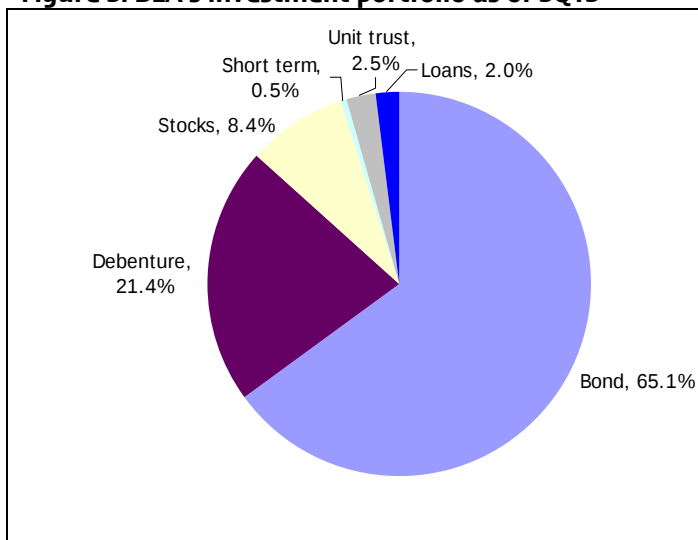
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: New business life insurance premium growth

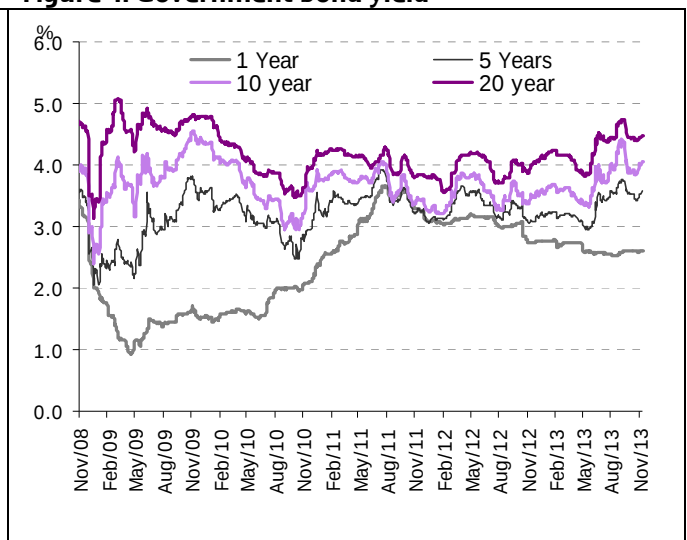
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Total life insurance premium growth

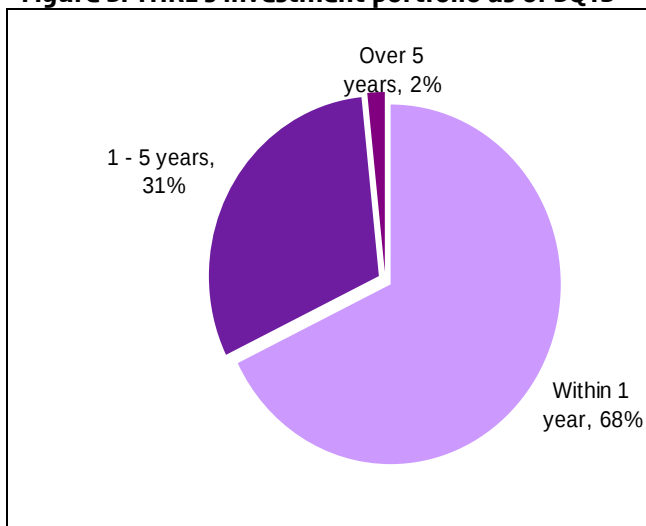
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

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

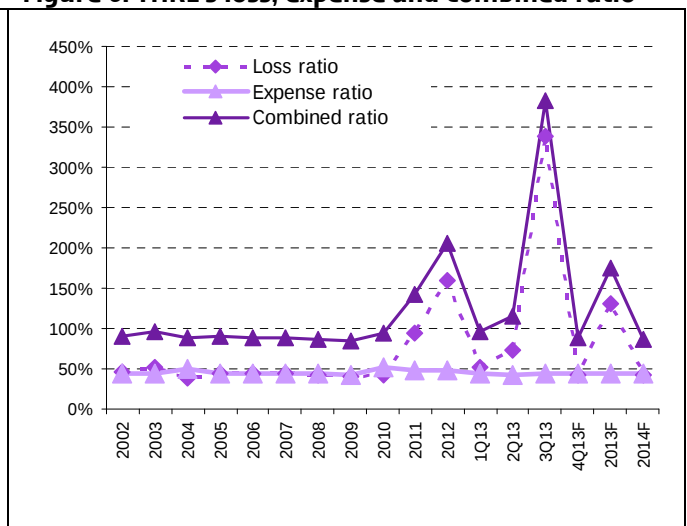
Source: BLA and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield

Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: THRE's investment portfolio as of 3Q13

Source: THRE and SCBS Investment Research

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

รวีบุษ ปิยะกรียงไกร
0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

สัญญาณภาพไม่ชัด

- **ปัจจัยลบ:** การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคชะลอตัว และความไม่แน่นอนเกี่ยวกับความสำเร็จของทีวีดิจิทัล

- **แนะนำ Neutral สำหรับ MAJOR และมีมุมมองเชิงลบต่อผู้ประกอบการโทรทัศน์**

ADEX อยู่ในระดับต่ำ รายจ่ายโฆษณา (ADEX) มีความสัมพันธ์เชิงบวกกับการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค ADEX ในช่วง 10 เดือนแรกอยู่ในระดับทรงตัว YoY สะท้อนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลง SCB EIC คาดการณ์ว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะหดตัวลงต่อเนื่องอีก 1.9% ในไตรมาส 4/56 และจะฟื้นตัวอย่างเปราะบางในปี 2557 ที่ +2.3% เทียบกับ +1.0% ในปี 2556 ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าเม็ดเงินโฆษณาจะกลับคืนมาในไตรมาส 4/56 และไม่คิดว่าเม็ดเงินโฆษณาส่งผลให้ยอดขายสินค้าในปี 2557 ทั้งนี้ นอกเหนือจากบริษัทโฆษณาจะปรับลดงบโฆษณาลงแล้ว แนวโน้มอุตสาหกรรมที่ไม่ดีนักก็จะเป็นอุปสรรคต่อการปรับขึ้นอัตราค่าโฆษณาซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรของผู้ประกอบการกลุ่มสื่อเติบโต

ประมวลใบอนุญาตทีวีดิจิทัลกลางเดือน ธ.ค. 2556 – ม.ค. 2557 มีบริษัทเข้ายื่นขอประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิทัล (DTTV) ต่อคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) รวมทั้งหมด 26 บริษัท 41 ช่อง ประเภทช่องที่มีผู้สนใจยื่นขอประมูลมากที่สุด คือ ใบอนุญาตช่องวาไรตี้ SD กสทช.จะประกาศรายชื่อผู้ผ่านคุณสมบัติเข้าประมูลในเดือน ธ.ค. และหลังจากนั้นก็จะมีจัดประมูลราวกลางเดือน ธ.ค. 2556 ถึงต้นเดือน ม.ค. 2557 การประมูลใบอนุญาต DTTV จะเริ่มต้นด้วยช่องวาไรตี้ HD ตามด้วยช่องวาไรตี้ SD ช่องข่าว และช่องเด็ก ตามลำดับ โดยคาดว่าจะออกอากาศ DTTV ครั้งแรกได้ในไตรมาส 1/57

- **ผู้ประกอบการฟรีทีวี:** เราเล็งเห็นผลกระทบสองอย่าง อย่างแรก แม้การแข่งขันจะไม่รุนแรง เนื่องจากช่อง DTTV จะเพิ่งเริ่มออกอากาศในระยะแรก แต่ในระยะยาวเป็นที่แน่นอนว่าประโยชน์ที่มีแค่ผู้ประกอบการฟรีทีวี 6 รายได้รับจะสิ้นสุดลง และงบโฆษณามีแนวโน้มที่จะถูกจัดสรรให้แก่ผู้ประกอบการที่มีจำนวนเพิ่มขึ้นในวงกว้างมากขึ้น อย่างที่สอง การเปลี่ยนระบบออกอากาศของประเทศไทยเป็นระบบดิจิทัลจะกดดันให้ผู้ประกอบการฟรีทีวีเดิม คือ BEC และ MCOT เข้ามาทำ DTTV ซึ่งหมายความว่าบริษัทเหล่านี้จะประสบกับการมีต้นทุนเพิ่มสูงขึ้นก่อนที่รายได้โฆษณาจะสามารถเข้ามาช่วยชดเชย โดยคาดว่าจะการดำเนินธุรกิจ DTTV จะสร้างผลขาดทุนเป็นเวลา 2-5 ปี BEC และ MCOT วางแผนประมูลใบอนุญาต DTTV 3 ช่อง คือ ช่องวาไรตี้ HD ช่องวาไรตี้ SD และช่องเด็ก
- **ผู้ประกอบการรายเล็ก (ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียม และผู้ประกอบการรายใหม่):** ก่อนการประมูลผู้ประกอบการรายเล็ก ๆ เช่น ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียมและผู้ประกอบการรายใหม่ที่จะเข้าร่วมการประมูลมีแนวโน้มที่จะได้รับ sentiment เชิงบวก เนื่องจากช่องทีวีดิจิทัลจะทำให้ฐานผู้ชมขยายใหญ่ขึ้น ซึ่งจะทำให้สามารถขึ้นค่าโฆษณาได้ในอนาคต อย่างไรก็ตาม เราแนะนำให้ใช้ความระมัดระวังเนื่องจากในระยะแรกที่จัดตั้งทีวีดิจิทัลจะมีต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น ผู้ประกอบการทีวีดาวเทียมและผู้ประกอบการรายใหม่มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งน้อยกว่าและมีประสบการณ์น้อยกว่าผู้ประกอบการฟรีทีวี ทำให้มีความเสี่ยงมากกว่า

แนะนำ Neutral สำหรับ MAJOR ไม่ชอบผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ ราคาหุ้น BEC และ MCOT ปรับตัว underperform ตลาดในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อผู้ประกอบการสถานีโทรทัศน์ และยังคงไม่เห็นปัจจัยบวกที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาปรับขึ้น เพราะการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคชะลอตัวและยังไม่มีแนวโน้มว่าช่อง DTTV จะประสบความสำเร็จหรือไม่ เราคงคำแนะนำ Neutral สำหรับ MAJOR แม้ธุรกิจของบริษัทอาจจะได้รับผลกระทบจากการอุปโภคบริโภคชะลอตัว แต่เราเชื่อว่าภาพยนตร์ที่ได้รับความนิยมจะช่วยลดความเสี่ยงดังกล่าว ผลตอบแทนจากเงินปันผลของ MAJOR อยู่ระดับดึงดูดโดยอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 5% ต่อปีในปี 2556-58

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	52.50	66.00	31.1	22.0	19.1	17.5	35.2	14.9	9.5	12.64	11.30	10.36	60.7	62.3	61.9	4.3	4.9	5.4	11.7	10.8	9.9
MAJOR	Neutral	18.50	22.00	24.3	21.9	17.1	16.7	(3.6)	28.3	2.3	2.75	2.43	2.50	12.5	15.1	14.8	4.7	5.5	5.4	9.3	7.9	8.0
MCOT	Sell	29.75	33.00	18.1	11.6	13.0	12.6	29.7	(10.5)	3.3	2.54	2.50	2.45	22.4	19.4	19.7	7.7	6.9	7.2	6.9	7.7	7.5
Average					18.5	16.4	15.6	20.4	10.9	5.1	5.98	5.41	5.10	31.9	32.3	32.1	5.6	5.8	6.0	9.3	8.8	8.5

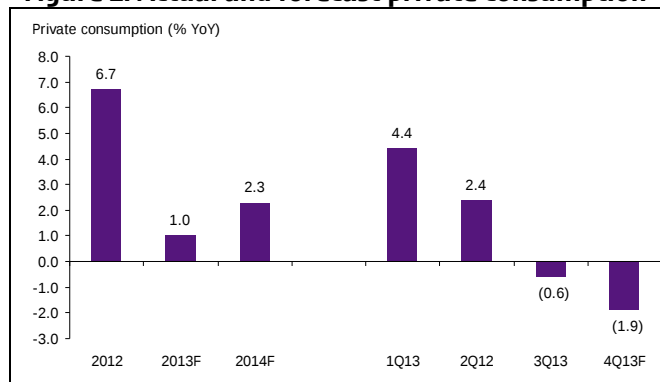
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 3Q13 results

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
BEC	1,269	1,160	1,381	1,422	1,393	9.8	(2.0)	4,777	5,487	6,008	35.2	14.9	9.5
MAJOR	192	209	180	390	201	4.8	(48.5)	757	971	994	(2.0)	28.3	2.3
MCOT	480	481	375	445	377	(21.5)	(15.3)	1,759	1,574	1,627	29.7	(10.5)	3.3
The sector	1,940	1,850	1,936	2,256	1,971	1.6	(12.6)	7,293	8,033	8,629	28.8	10.1	7.4

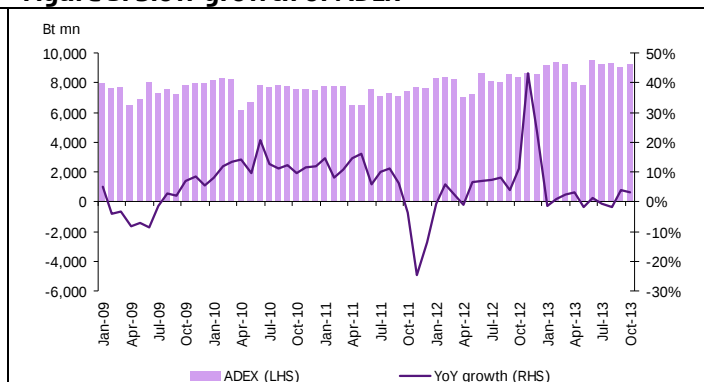
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Actual and forecast private consumption



Source:

Figure 3: Slow growth of ADEX



Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 4: ADEX in October

	Oct-13	Oct-12	YoY	Sep-13	MoM	10M13	10M12	YoY	% contribution
TV	6,021	5,953	1.1%	5,915	1.8%	58,091	56,692	2.5%	60.6
Radio	571	563	1.4%	541	5.5%	5,202	5,238	-0.7%	5.4
Newspaper	1,334	1,219	9.4%	1,267	5.3%	12,399	12,369	0.2%	12.9
Magazine	474	515	-8.0%	487	-2.7%	4,584	4,562	0.5%	4.8
Cinema	773	652	18.6%	653	18.4%	6,192	6,387	-3.1%	6.5
Outdoor	347	367	-5.4%	347	0.0%	3,449	3,814	-9.6%	3.6
TRANSIT	281	260	8.1%	315	-10.8%	2,893	2,413	19.9%	3.0
IN STORE	198	210	-5.7%	235	-15.7%	2,239	2,358	-5.0%	2.3
Internet	82	46	78.3%	68	20.6%	732	474	54.4%	0.8
Total	10,081	9,785	3.0%	9,828	2.6%	95,781	94,307	1.6%	100.0

Source: Nielsen Company and SCBS Investment Research

Figure 5: Commercial DTTV channel details

Commercial DTTV channel category	No. of DTTV channels	No. of application submitted	Reserve price/starting price (Bt mn/license)
Children	3	6	140
News	7	10	220
Standard-definition (SD) variety	7	16	380
High-definition (HD) variety	7	9	1,500
Total	24	41	

Source: NBTC and SCBS Investment Research

Figure 6: 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 to January 2014	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

แนวโน้มธุรกิจโอเลฟินส์ดูดีขึ้น

- ขอบผู้ผลิตผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์มากกว่าสายอะโรเมติกส์
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE อาจจะอ่อนตัวลงเล็กน้อย แต่ยังคงดีไสมากกว่า PX
- PTTGC เป็นหุ้น top BUY ในกลุ่มปิโตรเคมี เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานดีขึ้น

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นมาก QoQ เพราะกำไรจากสต็อกน้ำมัน กำไรสุทธิไตรมาส 3/56 ของบริษัทปิโตรเคมีในการวิเคราะห์ของ SCBS ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 144% QoQ แต่ลดลง 25.3% YoY ปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น คือ กำไรจากสต็อกน้ำมัน จำนวนมากของ PTTGC และการฟื้นตัวกลับมาทำกำไรปกติของ IVL จากที่มีขาดทุนในไตรมาส 2/56 ผลการดำเนินงานของ IVL ที่พลิกฟื้นจากขาดทุนในไตรมาส 2/56 เมื่อโรงงาน MEG ในสหรัฐฯ กลับมาเปิดดำเนินการหลังจากปิดซ่อมบำรุงในไตรมาส 2/56 เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต เป็นสัญญาณที่ดี

แนวโน้มไตรมาส 4/56: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวต่อเนื่อง แม้เป็นช่วง low season แม้จะเข้าสู่ช่วง low season แต่เราคาดว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มปิโตรเคมีจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/56 นำโดย PTTGC โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นเพราะอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานปิโตรเคมีสูงขึ้น และค่า crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate จะปรับตัวเพิ่มขึ้นก่อนเข้าสู่ฤดูหนาว นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของ IVL ก็จะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 4/56 ด้วย โดยเกิดจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นจากผลผลิตตลอดทั้งไตรมาสของโรงงาน MEG ในสหรัฐฯ และการเริ่มเดินเครื่องโรงงานโพลีเอสเตอร์แห่งใหม่ในอินโดนีเซีย (CP-4) สำหรับปี 2557 ทั้งสองบริษัทน่าจะรายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง YoY เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และปริมาณขายปรับตัวเพิ่มขึ้น

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE จะลดลงเล็กน้อยในปี 2557 แต่ยังแข็งแกร่ง เราคาดว่าแนวโน้มผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์จะดีกว่าผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์ในปี 2557 เมื่อพิจารณาจากภาวะอุปสงค์/อุปทานของผลิตภัณฑ์ แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PE ในปี 2557 แม้มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงเล็กน้อย YoY จากระดับสูงผิดปกติในปี 2556 โดยเฉพาะ LDPE ตามรายงานของ CMAI ระบุว่า อุปสงค์ PE ส่วนเพิ่มจะมีมากกว่าอุปทาน PE ส่วนเพิ่มอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยกดดันจากการกำลังการผลิตใหม่ในสหรัฐฯ ที่มีสาเหตุมาจากต้นทุนวัตถุดิบที่สามารถแข่งขันได้จาก shale gas จะไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงปี 2559 เมื่อกำลังการผลิตใหม่จำนวนมากเริ่มเดินเครื่องผลิต

ราคา PX จะได้รับผลกระทบจากอุปทานใหม่ ราคาพาราไซลีน (PX) ปรับตัวลดลงมาแล้ว 18% จากจุดสูงสุดของปีที่ 1,721 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในไตรมาส 1/56 ราคาค่อยๆ ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ เนื่องจากความกังวลของนักลงทุนในตลาดเกี่ยวกับอุปทาน PX ใหม่ถูกดักจับไป และกำลังการผลิตใหม่เลื่อนเข้าสู่ตลาดออกไปจากกลางปี 2556 เป็นปลายปี 2556 ถึงต้นปี 2557 ประเมินการภาวะอุปสงค์/อุปทานในปี 2557-61 ที่จัดทำโดย CMAI ยังคงแสดงถึงแนวโน้มราคา PX ที่น่าเป็นห่วง โดยเฉพาะในปี 2557 เมื่อกำลังการผลิต PX ใหม่จำนวน 5 ล้านตันต่อปีจะเข้าสู่ตลาด ซึ่งคิดเป็นมากกว่าสองเท่าของอุปสงค์ส่วนเพิ่มที่มีจำนวนไม่ถึง 2 ล้านตันต่อปี แนวโน้มเช่นนี้จะกดดันต่อส่วนต่างราคา PX-เนฟทาให้ปรับตัวลดลงจาก 570 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2556 สู่ 500 ดอลลาร์สหรัฐ/ตันในปี 2557

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ราคา PX ที่ลดลงน่าจะส่งผลดีต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PET/PTA ซึ่งปรับตัวแย่งในปี 2556 โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคา PTA ที่ลดลง (-5.3% YoY) อย่างไรก็ตาม วัฏจักรของประโยชน์ที่จะได้รับจากราคา PX ที่ลดลงยังเป็นที่ยสงสัยเนื่องจากผู้ซื้อ PET จะสามารถเจรจาขอลดราคา PET ลงในภาวะที่ต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวลดลงเมื่อมีอุปทาน PET และ PTA จำนวนมากในตลาด

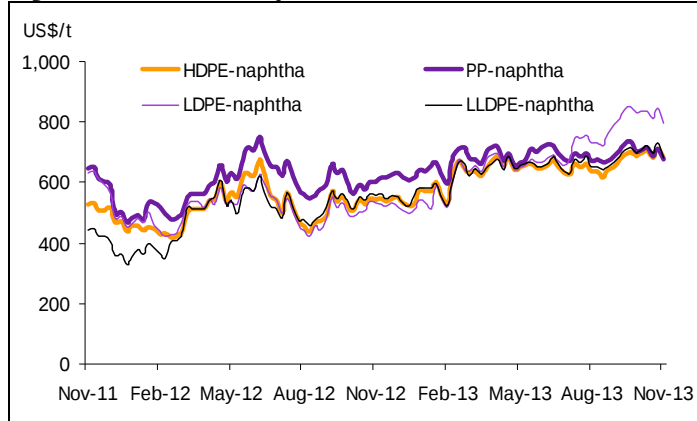
หุ้นกลุ่มปิโตรเคมีน่าจะให้ผลตอบแทนที่ดีตอนต้นไตรมาส 1/57 เราเชื่อว่าผลกระทบทางฤดูกาลจะยังคงมีบทบาทสำคัญต่อกลุ่มปิโตรเคมีก่อนถึงเทศกาลตรุษจีนในช่วงปลายเดือน ม.ค. 2557 โดยมีแนวโน้มที่จะสนับสนุนให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์และราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นในช่วงดังกล่าว เรายังคงชอบ PTTGC มากที่สุดในกลุ่มปิโตรเคมี เนื่องจากคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นมากในปี 2557 ทั้งๆ ที่เผชิญกับเหตุการณ์ไม่คาดคิด 3 เหตุการณ์ในปี 2556 ผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจะได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการ "excellence" ที่คาดว่าจะช่วยหนุนให้ EBITDA ปรับเพิ่มขึ้น 289 ล้านดอลลาร์สหรัฐปี 2557 จากที่คาดการณ์ไว้ที่ 177 ล้านดอลลาร์สหรัฐในปี 2556 เรายืนยันราคาเป้าหมายกลางปี 2557 ที่ 92 บาท/หุ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
IVL	Neutral	21.6	27.0	26.4	71.1	53.9	22.9	(85.8)	32.0	135.0	1.85	1.80	1.70	2.5	3.4	7.6	1.7	0.9	1.4	11.9	8.4	6.4
PTTGC	Buy	75.3	92.0	27.6	10.8	10.5	8.5	(1.4)	2.7	23.2	1.53	1.42	1.29	14.1	13.1	14.8	4.5	4.4	5.3	7.4	7.1	5.4
Average					40.9	32.2	15.7	(43.6)	17.3	79.1	1.69	1.61	1.50	8.3	8.2	11.2	3.1	2.7	3.4	9.6	7.8	5.9

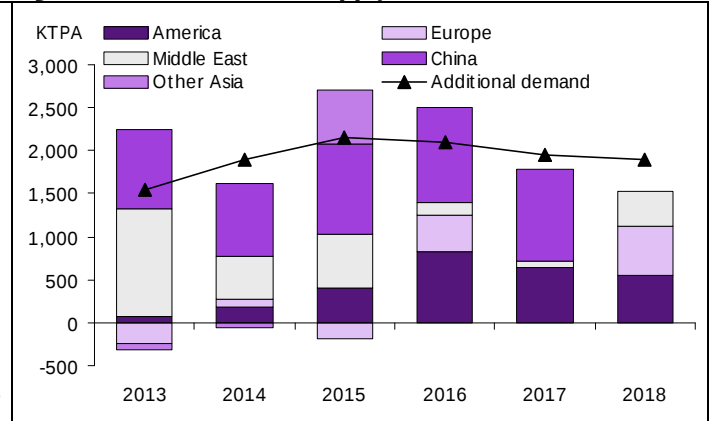
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



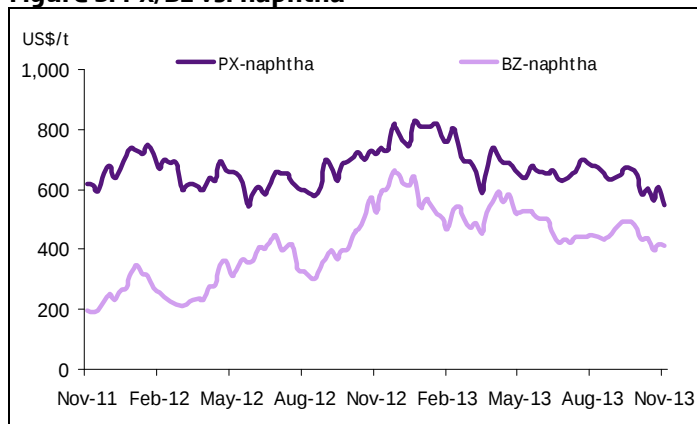
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



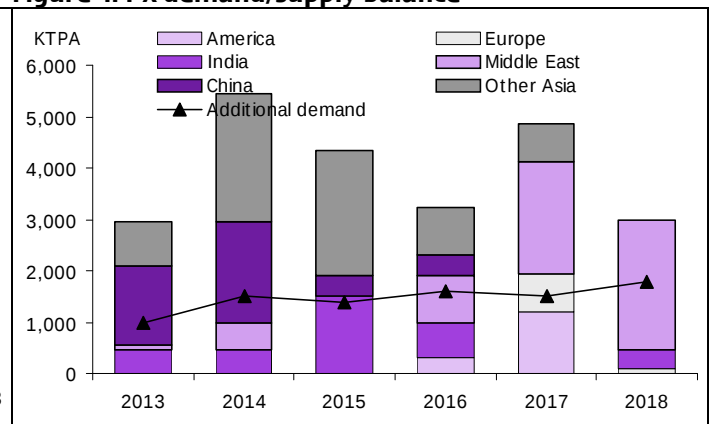
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



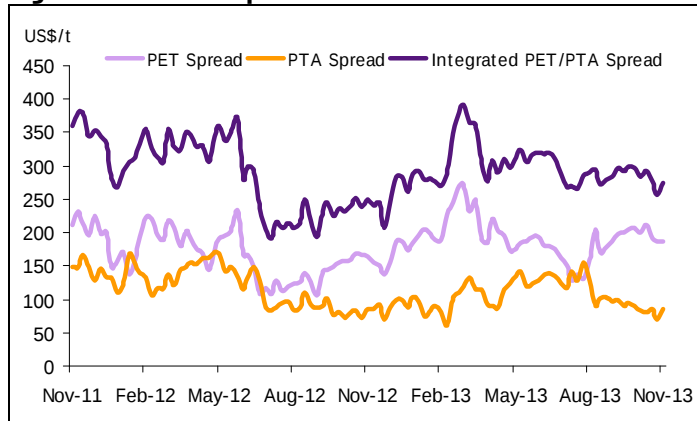
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX demand/supply balance



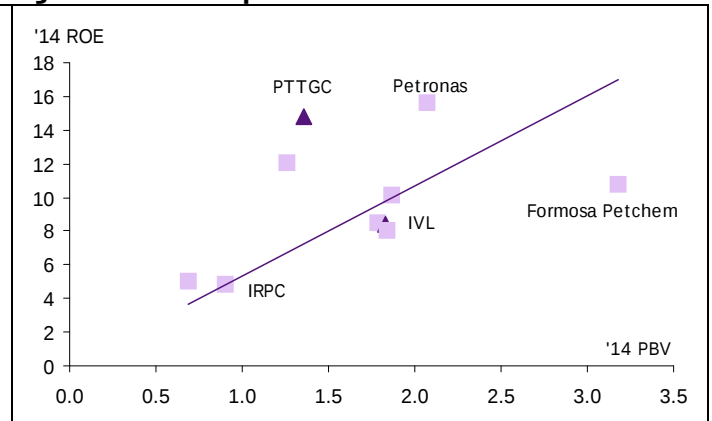
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: Peer comparison



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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

ยอดขายมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

- ไตรมาส 3/56: ยอดขายและกำไรอ่อนแอ แต่คาดว่าจะดีขึ้นในไตรมาส 4/56
- ปี 2557: ยอดขายจะลดลง YoY แต่กำไรจะเพิ่มขึ้นเพราะมียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมาก
- แนะนำ Neutral กลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย; Top pick - SPALI และ QH

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: ยอดขายและกำไรอ่อนแอ ยอดขายของบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย 7 แห่งในการวิเคราะห์ของเราปรับตัวลดลง 5% QoQ สู่จำนวน 4.53 หมื่นล้านบาท ในไตรมาส 3/56 ต่ำกว่าคาด เพราะอุปสงค์ทั้งคอนโดและโครงการแนวราบลดลง เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและหนี้ครัวเรือนสูง ยอดขายในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 มีจำนวน 1.55 แสนล้านบาท เทียบโต 25% YoY และคิดเป็น 77% ของประมาณการยอดขายปี 2556 ของเรา AP SIRI และ SPALI ปรับลดเป้าหมายยอดขายปี 2556 ของบริษัทลง และกำไรปกติของบริษัทเหล่านี้หดตัวลง 7.8% QoQ ในไตรมาส 3/56 โดยมีสาเหตุมาจากยอดโอนกรรมสิทธิ์ชะลอตัว แม้ยอดขายรอรับรู้รายได้ยังสูง กำไรช่วง 9 เดือนแรกปี 56 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 58% ของประมาณการกำไรปี 2556 ของเรา และ 59% ของประมาณการกำไรปี 2556 ของตลาด AP LPN และ SIRI ปรับลดลงเป้าหมายกำไรปีนี้

ภาวะเศรษฐกิจไม่เอื้ออำนวย สภาพัฒน์ฯ รายงาน GDP ไตรมาส 3/56 ของประเทศไทยขยายตัวเพียง 2.7% YoY ชะลอตัวจาก 2.9% YoY ในไตรมาส 2/56 โดย GDP ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 ขยายตัว 3.7% เศรษฐกิจที่ขยายตัวน้อยลงส่งผลทำให้ รัฐบาลตัดสินใจปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% สู่ 2.25% และปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2556 ลดลงจาก 3.7% สู่ 3% หลังจากเพิ่งปรับลดประมาณการลงในเดือน ต.ค. นอกจากนี้ รัฐบาลก็ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2557 ลดลงจาก 4.8% สู่ระดับสูงกว่า 4% เล็กน้อย เรามองเรื่องนี้เป็นลบ หนี้ครัวเรือนและ NPL ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง และธนาคารก็ใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัย

ยอดขายและรายได้ในไตรมาส 4/56 จะเพิ่มขึ้น QoQ เราคาดว่ายอดขายจะเพิ่มขึ้นในไตรมาส 4/56 แต่จะเพิ่มขึ้นเพียง 5% QoQ สู่ 4.73 หมื่นล้านบาท บริษัทที่คาดว่าจะมียอดขายเพิ่มขึ้นมาก คือ SPALI AP และ LPN เราคาดว่า SPALI SIRI และ AP จะรายงานกำไรเติบโตสูง QoQ ในไตรมาส 4/56 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการก่อสร้างคอนโดเสร็จและโอน ปัจจัยเสี่ยง คือ อัตราการโอน และการปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัย

แนวโน้มปี 2557: ยอดขายจะลดลง แต่รายได้จะเติบโต เราคาดว่ายอดขายจะลดลงในปีหน้า ท่ามกลางแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน หนี้ครัวเรือนสูง และการใช้นโยบายปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดของธนาคาร เราคาดว่ายอดขายโครงการแนวราบในกรุงเทพฯ และปริมณฑลจะเติบโตเพียง 5-10% ซึ่งไม่น่าจะสามารถชดเชยยอดขายคอนโดที่ลดลงได้ ราคาอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวขึ้นอย่างมาก เมื่อรวมกับ sentiment ตลาดที่ย่ำแย่ จะกดดันให้อุปสงค์เพื่อการลงทุน (คิดเป็น 30-40% ของอุปสงค์ทั้งหมด) ปรับตัวลดลง นอกจากนี้เราคาดว่ายอดขายจากต่างจังหวัดจะชะลอตัว เนื่องจากอุปสงค์สะสมได้รับการเติมเต็มแล้วและอุปทานใหม่จะเติบโตอย่างช้าๆ อย่างไรก็ตามการก่อสร้างคอนโดเสร็จมากขึ้น และยอดขายรอรับรู้รายได้ที่เพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เติบโต 20% YoY

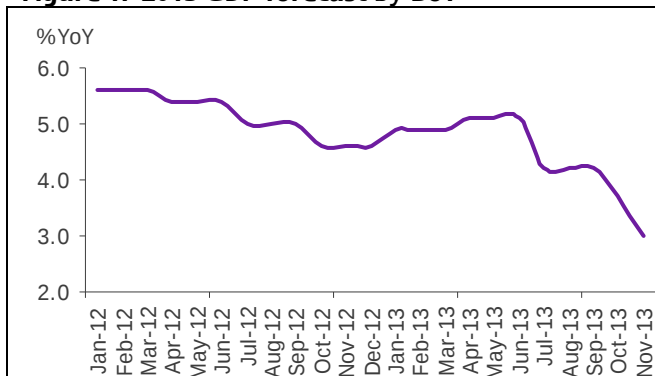
ยังคงคำแนะนำ Neutral - Top pick: SPALI และ QH ภาวะเศรษฐกิจและแนวโน้มยอดขายชะลอตัว ทำให้เราแนะนำ Neutral สำหรับกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ปัจจัยเสี่ยงเกี่ยวกับอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัย ประกอบด้วย ความล่าช้าในการได้รับอนุมัติการประเมินผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม (EIA) และอัตราการโอนช้า ซึ่งจะส่งผลทำให้ประมาณการกำไรไม่เกินไปตามคาด เราชอบ SPALI เพราะบริษัทมียอดขายรอรับรู้รายได้จำนวนมากซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เติบโตและมีความแน่นอนในปีหน้า และชอบ QH เพราะ Valuation ถูกและมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้นจากกำไรพิเศษจากการจัดตั้งกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ของ HMPRO

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	4.92	7.9	66.0	6.3	6.5	5.7	33.5	(3.4)	14.2	1.12	1.00	0.89	19.3	16.3	16.6	5.1	4.7	5.4	8.5	8.5	7.7
LH	Neutral	9.65	12.8	40.7	19.6	15.0	12.3	29.3	30.5	21.3	3.14	2.98	2.86	16.4	20.4	23.6	4.7	6.7	8.1	15.7	14.5	12.3
LPN	Neutral	18.20	25.0	42.8	12.4	10.1	9.2	13.4	23.1	9.0	3.17	2.68	2.32	27.6	28.8	26.9	4.2	5.0	5.5	9.8	7.3	6.7
PS	Buy	20.50	36.0	79.4	11.6	8.0	7.8	37.3	44.8	2.4	2.26	1.84	1.58	21.0	25.3	21.7	2.4	3.7	3.8	10.8	8.1	7.5
QH	Buy	2.70	5.0	91.0	14.7	8.4	8.0	103.2	74.0	5.6	1.57	1.40	1.27	11.6	17.5	16.7	4.4	5.7	5.9	14.4	11.6	10.8
SIRI	Buy	1.98	2.9	53.5	4.8	7.4	5.7	35.7	(34.7)	31.1	1.03	1.02	0.91	22.0	14.8	17.0	8.6	5.4	7.1	7.8	11.2	9.2
SPALI	Buy	15.00	25.0	74.4	9.4	9.0	5.3	6.8	4.0	70.6	2.07	1.82	1.51	23.6	21.4	31.2	4.3	4.5	7.7	7.5	8.0	4.6
Average					11.3	9.2	7.7	37.0	19.7	22.0	2.05	1.82	1.62	20.2	20.7	22.0	4.8	5.1	6.2	10.6	9.9	8.4

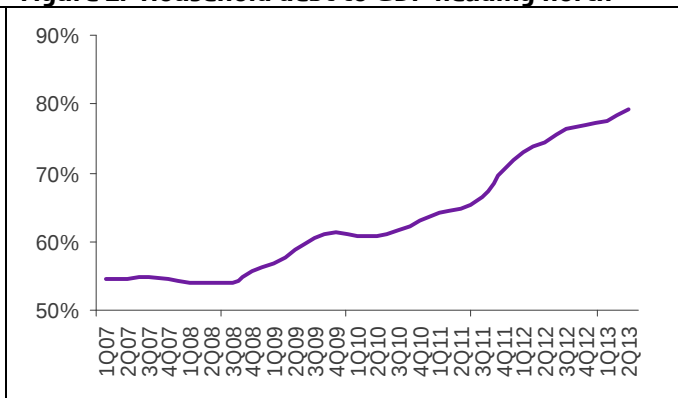
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: 2013 GDP forecast by BoT



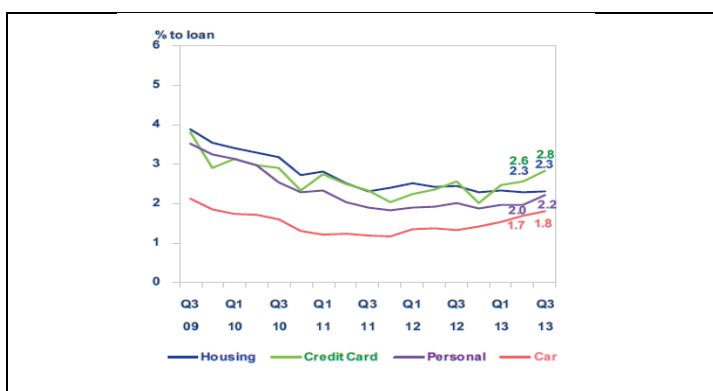
Source: BoT

Figure 2: Household debt to GDP heading north



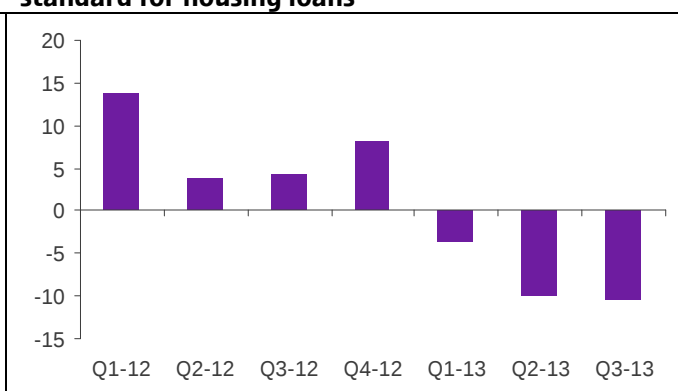
Source: BoT, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 3: Rising NPL (NPL/Total loan)



Source: BoT

Figure 4: Credit conditions survey: Expected credit standard for housing loans



Source: BoT

Index = 0 indicates that amount of credit and credit standards remains unchanged
 Index > 0 indicates that amount of credit increases or credit standards are eased
 Index < 0 indicates that amount of credit decreases or credit standards are tightened

Figure 5: Presales forecast

	Presales				SCBS presales forecast (Btmn)		
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	Previous	Current	% ch.
AP	3,829	4,606	3,611	6,600	18,646	18,000	(3.5)
LH	7,798	7,215	9,975	8,105	33,093	33,093	-
LPN	6,730	8,770	3,035	5,465	25,035	24,000	(4.1)
PS	12,328	10,341	11,097	7,000	40,766	40,766	-
QH	7,300	5,200	4,400	4,000	20,900	20,900	-
SIRI	20,903	7,699	8,574	7,825	46,176	45,000	(2.5)
SPALI	3,379	3,887	4,400	8,334	21,666	20,000	(7.7)
Total	62,267	47,718	45,092	47,329	206,282	201,759	(2.2)

Source: Company, SCBS Investment Research

Figure 6: Revenue forecast

	Revenue (Btmn)				2013 SCBS (Btmn)	2013F com. (Btmn)	Diff. (%)
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F			
AP	2,813	4,251	4,408	7,301	18,773	20,000	(6.1)
LH	5,316	5,557	6,273	9,293	26,439	25,000	5.8
LPN	2,365	4,182	3,340	4,638	14,525	14,500	0.2
PS	6,312	9,058	9,773	11,236	36,379	34,000	7.0
QH	3,035	5,780	5,000	5,000	18,575	18,000	3.2
SIRI	4,873	7,374	6,826	10,927	30,000	34,000	(11.8)
SPALI	2,026	1,803	1,857	7,237	12,923	12,500	3.4
Total	26,740	38,005	37,476	55,634	157,614	158,000	(0.2)

Source: Company, SCBS Investment Research

ปันผลนำดึงดูด

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

- คาดผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 นำดึงดูด โดยอยู่ที่ 8.5% สำหรับ MBKET และ 7.1% สำหรับ ASP
- ในระยะสั้น เราชอบ MBKET มากกว่า ASP เพราะคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 สูงกว่า
- ในระยะยาว เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะรายได้ค่าธรรมเนียม IB ที่สูงกว่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ลดลง

ผลตอบแทนจากเงินปันผลนำดึงดูด ทั้ง MBKET และ ASP ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่นำดึงดูด โดยเฉพาะในงวดครึ่งหลังปี 56 MBKET จะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 ที่นำดึงดูดมากกว่า ASP ทั้งนี้แม้กำไรงวดครึ่งแรกปี 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 1.89 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 8.5% ขณะที่เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 85% ในปี 2556 เราคาดการณ์เงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 ของ ASP ที่ 0.39 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.1%

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันปรับตัวลดลง QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ปรับตัวลดลงจากจำนวน 3.7 หมื่นล้านบาทในไตรมาส 3/56 สู่จำนวน 3.3 หมื่นล้านบาทในเดือน ต.ค. และประมาณ 3.1 หมื่นล้านบาทในเดือน พ.ย. (ณ วันที่ 22 พ.ย.) มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.57 หมื่นล้านบาท เทียบกับประมาณการมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันสำหรับปี 2556 ของเราที่ 4.5 หมื่นล้านบาท

ดีล IB ของ ASP ลดลงในไตรมาส 4/56 ASP จะมีรายได้จากธุรกิจจาวาณิชธนกิจ (IB) ลดลง QoQ ในไตรมาส 4/56 เพราะดีล IB ลดลง ASP มีดีล IPO 3 ดีลในไตรมาส 3/56 ได้แก่ ซีเค พาวเวอร์ (IPO 2.8 พันล้านบาท; ASP ได้รับแต่งตั้งเป็นบริษัทที่ปรึกษาทางการเงินร่วมกับบริษัทอื่นอีก 2 บริษัท) เพช ดีเวลลอปเมนต์ คอร์ปอเรชั่น (IPO 2.1 พันล้านบาท) และ เอ็มเค เรสโตรองต์ กรุ๊ป (IPO 9 พันล้านบาท) ดีล IPO ในอนาคตของ ASP ได้แก่ อิชิตัน กรุ๊ป, เจ้าพระยามหานคร, และศรีสวัสดิ์ พาวเวอร์ 1979 อย่างไรก็ตาม ASP มีรายได้ค่าธรรมเนียม IB ที่สามารถป้องกันผลกระทบจากแนวโน้มที่มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันจะปรับตัวลดลงได้มากกว่า MBKET

ชอบ ASP มากกว่า MBKET ในระยะยาว แต่ในทางกลับกันในระยะสั้น เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ASP และ MBKET โดยได้รับปัจจัยหนุนจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดี ในระยะสั้น เราชอบ MBKET มากกว่า ASP เพราะคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดครึ่งหลังปี 56 สูงกว่า แต่ในระยะยาว เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะรายได้ค่าธรรมเนียม IB ที่สูงกว่าจะช่วยป้องกันผลกระทบจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันที่ลดลง

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	3.64	4.90	43.6	12.7	6.7	9.5	19.4	88.7	(29.2)	1.83	1.59	1.65	14.8	25.3	17.0	6.6	12.6	8.9
MBKET	Buy	22.30	30.00	40.6	17.2	9.3	16.5	12.9	84.6	(43.5)	2.82	2.47	2.79	16.5	28.2	15.9	5.6	10.7	6.1
Average					15.0	8.0	13.0	16.1	86.7	(36.3)	2.33	2.03	2.22	15.7	26.8	16.5	6.1	11.7	7.5

Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	MBKET	ASP
Target price at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	18	3.8
Bt40bn	23	4.3
Bt45bn — base case	28	4.9
Bt50bn	33	5.4
Bt55bn	38	6.0
2013F EPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.42	0.44
Bt40bn	1.83	0.49
Bt45bn — base case	2.24	0.54
Bt50bn	2.65	0.59
Bt55bn	3.06	0.65
2013F DPS (Bt) at 2013F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.42	0.37
Bt40bn	1.83	0.42
Bt45bn — base case	2.24	0.46
Bt50bn	2.65	0.50
Bt55bn	3.06	0.55
1H13A DPS (Bt)	0.35	0.20
2H13F DPS (Bt) at 2011F various daily mkt. turnover		
Bt35bn	1.07	0.17
Bt40bn	1.48	0.22
Bt45bn — base case	1.89	0.26
Bt50bn	2.30	0.30
Bt55bn	2.71	0.35
1H14F DPS (Bt)	0.35	0.13
2H13F + 1H14F DPS (Bt)		
Bt35bn	1.42	0.30
Bt40bn	1.83	0.35
Bt45bn — base case	2.24	0.39
Bt50bn	2.65	0.43
Bt55bn	3.06	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	
	2013F	2014F	Change	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
Bt mn													
MBKET	1,277	726	-43%	11.50%	11.50%	0.13%	0.13%	3,575	2,870	130	100	25	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

ศุภณัฐ น. สงขลา

0-2949-1007

solaya.na_songkhla@scb.co.th

เหตุการณ์สำคัญช่วยสนับสนุน THCOM และ SAMART

- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/55: หุ่นนอกกลุ่มมือถือรายงานกำไรเติบโตอย่างน่าประทับใจ
- กำไรของหุ่นกลุ่มมือถือถูกกดดันจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G ไม่ใช้การแข่งขันทางราคา
- การยิงดาวเทียมดวงใหม่และการประมูล DTTV เป็นเหตุการณ์สำคัญในเดือน ธ.ค.-ม.ค.
- Top picks: #1 THCOM, #2 SAMART เพราะกำไรจะเติบโตโดดเด่น และมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากเหตุการณ์สำคัญที่กำลังจะมาถึง

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: อัตราขยายเลขโทรศัพท์เคลื่อนที่ต่อจำนวนประชากรทั้งหมดของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับ ~130% ณ ไตรมาส 3/56 โดยยอดผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้น 3 ล้านเลขหมาย สู่จำนวน 89 ล้านเลขหมาย กำไรปกติทั้งหมดของบริษัท 9 แห่งในการวิเคราะห์ของเรา (ไม่รวม INTUCH ซึ่งหลักๆ เราใช้ตัวเลขงบการเงินเฉพาะกิจการ) เติบโต 2% YoY แต่ลดลง 7% QoQ สู่จำนวน 1.26 หมื่นล้านบาท ในไตรมาส 3/56 บริษัทที่กำไรเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก YoY มากเป็นอันดับต้นๆ คือ บริษัทนอกกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่ โดยอันดับ #1 คือ SIM (+532% YoY), #2 คือ THCOM (+315% YoY), #3 คือ SAMART (+57% YoY), และ #4 คือ JMART (+28% YoY) การเปิดให้บริการ 3G-2.1 GHz ในไตรมาส 2-3/56 ทำให้กำไรของบริษัทในกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ถูกกดดันจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G

กำไรของหุ่นกลุ่มมือถือถูกกดดันจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G ไม่ใช้การแข่งขันทางราคา การแข่งขันทางราคาในตลาดโทรคมนาคมโทรศัพท์เคลื่อนที่ดูเหมือนจะค่อนข้างรุนแรง โดยผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายหนึ่งออกโปรโมชั่น 1 บาทโทรในเครือข่ายได้ 24 ชม. (ระยะเวลาประมาณ 2 เดือน) ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นความพยายามที่จะย้ายผู้ใช้บริการจากระบบสัมปทานไปยังใบอนุญาตใหม่ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากการแข่งขันทางราคาไม่ได้ดูแย่มากเหมือนกับสงครามราคาในปี 2549 การลดราคาไม่ได้ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมโดยรวม เพราะปัจจุบันมีบริการที่หลากหลายมากขึ้น (เช่น โทรในเครือข่าย โทรนอกเครือข่าย โทรช่วง off-peak บริการด้านเสียง บริการด้านข้อมูล) ต่างจากในอดีต แพคเกจที่หลากหลาย (โดยมีส่วนผสมบริการที่แตกต่างกัน) ถูกนำเสนอให้แก่กลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกัน อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานของบริษัทในกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่ยังคงถูกกดดันจากต้นทุนในการเริ่มให้บริการ 3G-2.1 GHz (โครงข่าย ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน ค่าเสื่อมราคา และค่าใช้จ่ายการตลาด) และเรามองว่าแรงกดดันดังกล่าวน่าจะยังคงมีอยู่ต่อไปจนถึงไตรมาส 1/57 ทำให้เรามีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรของหุ่นกลุ่มโทรศัพท์เคลื่อนที่ลดลง

เหตุการณ์สำคัญเดือน ธ.ค.-ม.ค.จะส่งผลดีต่อ THCOM SAMART และ INTUCH เราคาดว่าจะมีเหตุการณ์สำคัญ 2 เหตุการณ์ในเดือน ธ.ค.-ม.ค. ได้แก่ 1) การยิงดาวเทียมไทยคม 6 และ 2) การประมูลทีวีดิจิตอล (DTTV) การยิงดาวเทียมไทยคม 6 (คาดในเดือน ธ.ค. 2556) ดูเหมือนจะเป็นเหตุการณ์ใหญ่สุดในไตรมาส 4/56 โดยมียอดจองช่องสัญญาณดาวเทียมดวงนี้เข้ามาแล้วถึง 66% และเราคาดว่าจะมียอดจองช่องสัญญาณเพิ่มมากขึ้นหลังจากยิงดาวเทียมไทยคม 6 ขึ้นสู่วงโคจรโดยเฉพาะลูกค้าใหม่จากแอฟริกาหลังจาก THCOM เข้าสู่ตลาดนี้ได้สำเร็จเพราะได้ลูกค้ารายแรกของดาวเทียมไทยคม 6 การประมูลใบอนุญาต DTTV จะส่งผลดีต่อ INTUCH ซึ่งวางแผนประมูลช่องทีวีดิจิตอล 1 ช่อง และ SAMART ซึ่งเป็นผู้ผลิตกล่องรับสัญญาณและ project solutions

Top pick #1: THCOM THCOM เป็น top pick ของเราในกลุ่มสื่อสาร โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรปี 2557 ที่มีแนวโน้มเติบโตสูงถึง 51% และการยิงดาวเทียมใหม่ 2 ดวง คือ ไทยคม 6 ในเดือน ธ.ค. 2556 และไทยคม 7 ซึ่งจะเป็นดาวเทียมภายใต้ใบอนุญาตดวงแรกของบริษัท โดยบริษัทจะจ่ายค่าธรรมเนียม 5.75% เทียบกับการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ 20.5% ในปัจจุบัน

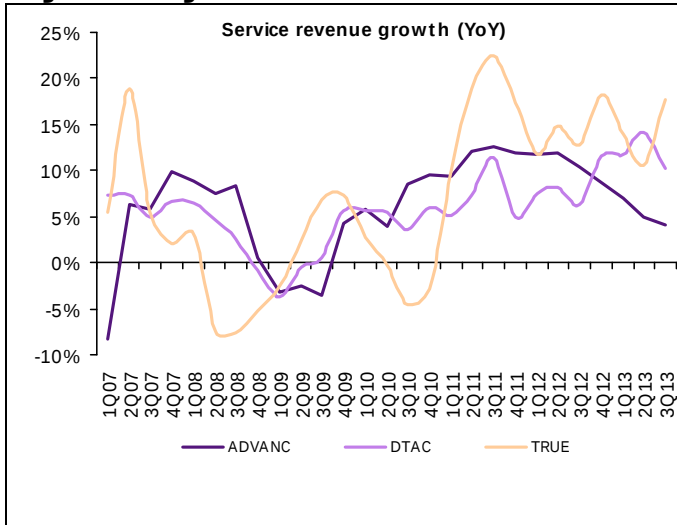
Top pick #2: SAMART นอกจาก SAMART จะซื้อขายที่ PE ปี 2557 ถูกเป็นอันดับสองที่ 9.9 เท่าแล้ว เรายังคาดว่าจะมีข่าวดีหลายอย่างเข้ามาด้วย ประการแรก การประมูล DTTV ที่กำลังจะเกิดขึ้นจะทำให้บริษัทมีรายได้จากการผลิตกล่องรับสัญญาณให้แก่ครัวเรือนประมาณ 20 ล้านครัวเรือน และการให้บริการออฟเพร็ดแก่ผู้ให้บริการโครงข่าย 4 ราย ประการที่สอง สมาร์ทโฟนราคาถูกแบรนด์ i-Mobile ของบริษัทยังมีโอกาสเติบโตได้อีกมาก โดยได้รับปัจจัยหนุนจากความพยายามของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ในการกระตุ้นให้ลูกค้าภายใต้สัมปทาน 2G (จ่ายส่วนแบ่งรายได้ 20-30%) ย้ายมาใช้บริการในระบบ 3G (จ่ายค่าธรรมเนียมใบอนุญาต 5.25%) นอกจากนี้ก็ยังมีโครงการไอซีทีอีกหลายโครงการที่ถูกเลื่อนในปี 2556 แต่จะเกิดขึ้นในปี 2557 ด้วย

Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
ADVANC	Sell	225.00	280.00	30.9	19.2	18.3	15.4	31.0	5.1	18.8	15.36	14.07	13.00	83.8	80.3	87.8	4.8	5.5	6.5	10.9	10.5	9.0
CSL	Buy	10.20	15.00	54.5	15.2	12.9	11.8	0.6	17.8	9.6	5.33	4.97	4.66	35.0	39.8	40.8	5.9	6.9	7.5	8.4	8.1	7.2
DTAC	Neutral	104.50	125.00	25.5	22.2	21.1	17.0	(7.0)	5.0	24.3	7.10	7.11	6.92	32.0	33.7	41.4	4.8	4.7	5.9	10.0	9.6	8.2
INTUCH	Buy	76.50	100.00	36.8	20.4	17.9	16.4	19.6	14.0	9.4	17.22	17.22	17.22	84.0	96.1	105.1	4.9	5.6	6.1	20.2	17.7	16.2
JMART	Buy	20.10	28.00	42.8	24.5	17.7	14.4	43.7	38.1	23.4	5.28	4.60	3.96	27.1	27.8	29.7	2.8	2.8	3.5	17.8	13.0	11.4
SAMART	Buy	16.30	24.00	52.1	16.9	11.1	9.7	18.4	52.7	13.8	2.34	1.93	1.60	14.8	19.1	18.0	3.7	4.6	4.9	7.8	6.6	5.8
SAMTEL	Buy	15.80	21.00	37.7	12.1	10.6	7.6	5.3	14.3	38.4	3.55	3.01	2.39	32.2	30.9	34.9	4.4	4.4	4.7	8.3	7.3	6.4
SIM	Buy	3.30	4.80	49.2	88.7	16.0	13.7	59.8	454.5	17.1	5.58	4.64	3.96	6.5	31.9	31.3	0.8	3.2	3.7	32.6	12.1	10.1
THCOM	Buy	38.00	44.00	17.9	49.7	28.5	19.0	n.m.	74.1	50.6	2.92	2.75	2.51	5.9	9.9	13.9	1.1	1.4	2.1	12.0	10.7	8.4
Average*					29.9	17.1	13.9	21.4	75.1	22.8	7.2	6.7	6.2	35.7	41.1	44.7	3.7	4.3	5.0	14.2	10.6	9.2

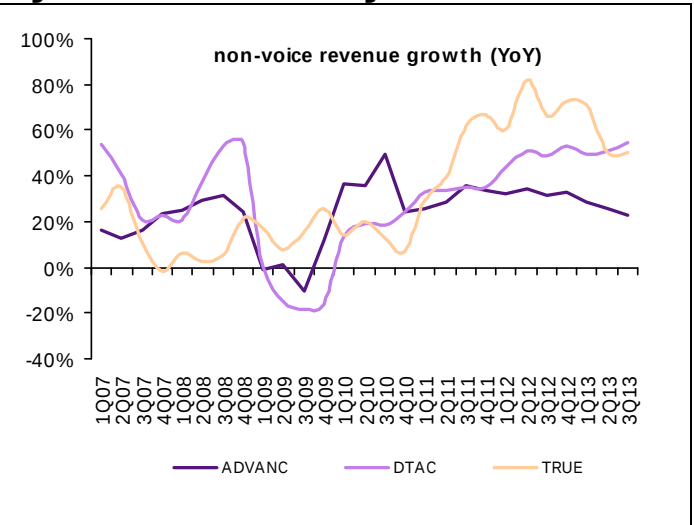
Note * Excluding INTUCH, for which we use the company-only financial statements. Source: SCBS Investment Research

Figure 1: YoY growth of service revenue excl. IC



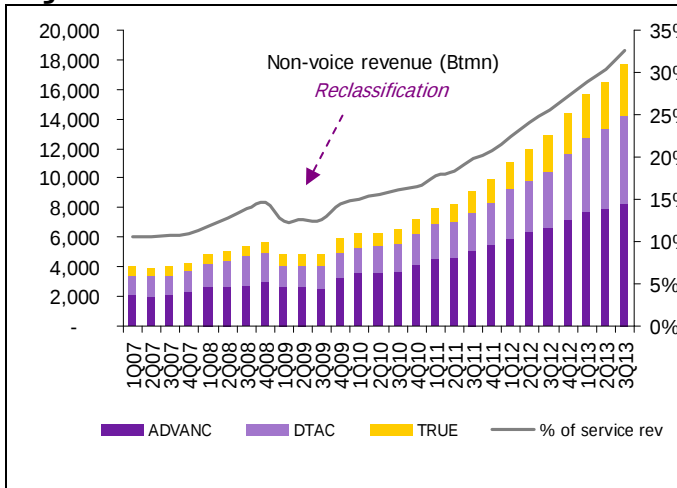
Source: Operators

Figure 2: Non-voice revenue growth



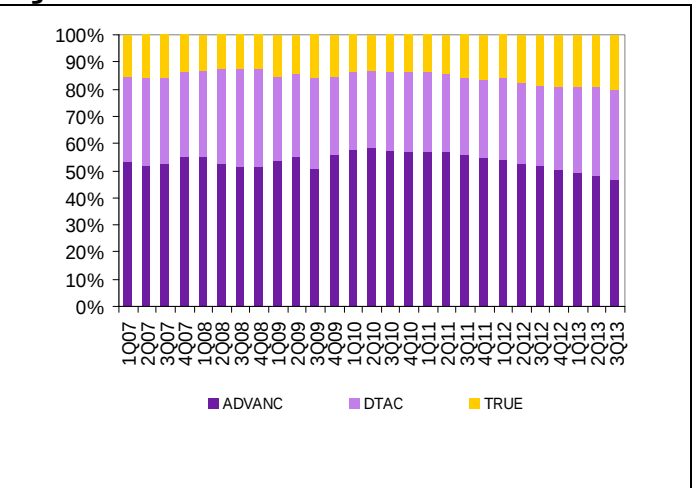
Source: Operators

Figure 3: Non-voice revenue



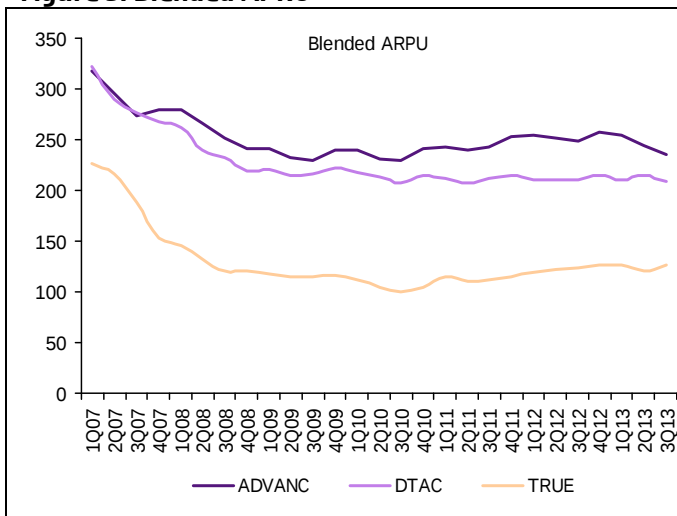
Source: Operators

Figure 4: Non-voice revenue market share



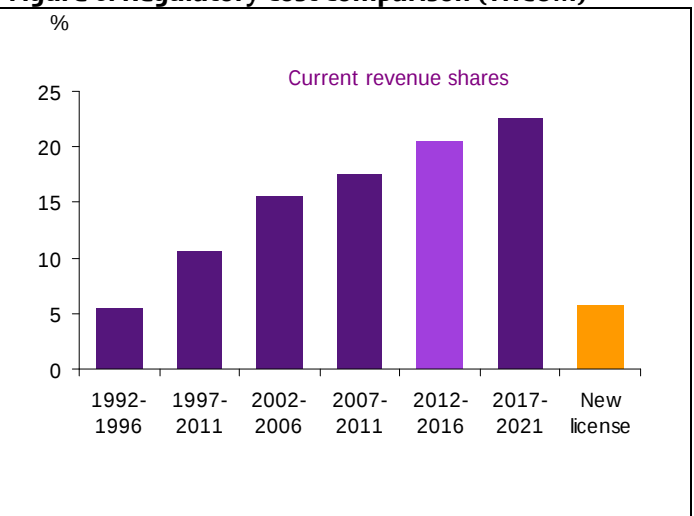
Source: Operators

Figure 5: Blended APRU



Source: Operators

Figure 6: Regulatory cost comparison (THCOM)



Source: THCOM and SCBS Research Investment

รวิบุษ ปิยะกรียงไกร

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

เข้าสู่ช่วง high season ในไตรมาส 1/57

- กลยุทธ์ปี 2557: จำนวนนักท่องเที่ยวสูงเปิดโอกาสให้ใช้กลยุทธ์ราคา
- แนะนำ ชื่อ CENTEL และ ERW

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 หันโรงแรมทั้งสามตัวในการวิเคราะห์ของเรา (CENTEL ERW และ MINT) รายงานกำไรไตรมาส 3/56 ที่สูงกว่าคาด สะท้อนถึงช่วง low season ที่ดีกว่าปกติ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติระดับสูงโดยส่วนใหญ่มาจากจีน ประเด็นเด่นสำหรับผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 คือ รายได้ที่แข็งแกร่ง และ EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้น

ข้อมูลเชิงสถิติเกี่ยวกับอุตสาหกรรมท่องเที่ยวแข็งแกร่ง จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในช่วง 10 เดือนแรกปี 56 อยู่ที่ 21.6 ล้านคน เพิ่มขึ้น 21% YoY แต่ชะลอตัวลงจาก 22% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 เพราะได้รับผลกระทบจากอัตราเติบโตที่ลดลงในเดือน ต.ค. ที่ 15% YoY โดยมีสาเหตุมาจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนซึ่งเป็นตลาดสำคัญปรับตัวลดลง นักท่องเที่ยวจีนมีจำนวน 309,000 รายในเดือน ต.ค. เพิ่มขึ้น 18% YoY แต่ลดลง 34% MoM เพราะเป็นเดือนแรกที่รัฐบาลจีนประกาศใช้กฎหมายคุมทัวริสซึมให้รัดกุมขึ้นเป็นกรณีพิเศษคุณภาพต่ำ ทั้งนี้หลังจากการพูดคุยกับผู้ประกอบการที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น ผู้ประกอบการโรงแรม สายการบิน และท่าอากาศยาน พบว่าผลกระทบจะมีแค่ช่วงสั้นๆ และในที่สุดแล้วเชื่อว่ากฎหมายดังกล่าวจะช่วยทำให้คุณภาพนักท่องเที่ยวปรับตัวดีขึ้น นักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยคาดว่าจะมีจำนวน 26 ล้านคนในปี 2556 (+17% YoY) และ 28 ล้านคนในปี 2557 (+8% YoY)

ธุรกิจโรงแรมปรับตัวดีขึ้น: อัตราการเข้าพักระดับสูงเปิดโอกาสให้ขึ้น ARR นักท่องเที่ยวจำนวนมากในปี 2556 ช่วยสนับสนุนให้อัตราการเข้าพักปรับตัวสูงขึ้น และเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ RevPar (รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก) เติบโต ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56 อัตราการเข้าพักโรงแรมของ CENTEL อยู่ที่ 80% (เทียบกับ 68% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 55), ERW อยู่ที่ 80% (เทียบกับ 74% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 55), และ MINT อยู่ที่ 68% (เทียบกับ 64% ในช่วง 9 เดือนแรกปี 56) สำหรับปี 2557 เราเชื่อว่าผู้ประกอบการโรงแรมจะเปลี่ยนมาใช้กลยุทธ์ราคาแทนกลยุทธ์ปริมาณเพื่อสนับสนุนให้ RevPar เติบโต เนื่องจากอัตราการเข้าพักระดับสูงจะเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการขึ้น ARR (อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย) ได้ ทั้งนี้เมื่ออิงกับเป้าหมายของแต่ละบริษัทพบว่า ARR ในปี 2557 ของ ERW จะเติบโต 10%, CENTEL โต 6-10%, และ MINT โต 6-7% เราคาดว่าบริษัทเหล่านี้จะสามารถทำตามเป้าที่วางไว้สำเร็จเมื่อพิจารณาจากรายได้จากธุรกิจโรงแรมที่เพิ่มขึ้นและ EBITDA margin ที่เพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้น

การเมืองเป็นประเด็นกังวล นับตั้งแต่วันที่ 1 พ.ย. ที่สถานการณ์การเมืองของประเทศไทยเริ่มเกิดขึ้นอีกครั้ง และขณะนี้ 19 ประเทศออกประกาศเตือนประชาชนเกี่ยวกับการเดินทางมายังประเทศไทย ราคาหุ้นกลุ่มโรงแรมปรับตัวลดลง โดยราคาหุ้น CENTEL ปรับลดลง 8%, ERW ลง 12%, และ MINT ลง 10% เราได้ทำการประเมินระยะเวลาที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยใช้ในการฟื้นตัวหลังเกิดเหตุการณ์ความไม่สงบทางการเมือง เพื่อนำมาใช้เป็นเครื่องชี้ว่าการกลับมาเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติหลังจากสถานการณ์กลับสู่ความสงบโดยเปรียบเทียบกับช่วงก่อนเกิดเหตุการณ์ความไม่สงบ (ที่ t=0) สถานการณ์ความตึงเครียดทางการเมืองที่เกิดขึ้นหลายครั้งในปี 2551-53 ส่งผลกระทบทำให้ความสนใจเดินทางมายังประเทศไทยปรับตัวลดลง และไม่เติบโตเป็นเวลา 3 ถึง 10 เดือน (Figure 4-6) อย่างไรก็ตาม อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยสามารถฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วในแต่ละครั้งสู่ระดับที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง หลังเหตุการณ์คลี่คลาย

CENTEL กับ ERW เป็นหุ้นเด่น เมื่อใช้สมมติฐานว่าไม่มีสถานการณ์ความตึงเครียดทางการเมืองที่รุนแรงเกิดขึ้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวของประเทศไทย CENTEL กับ ERW เป็นหุ้นเด่นของเรา เราคาดว่า CENTEL จะรายงานกำไรปกติที่เติบโตสูงในระดับ 26% ในปี 2556-58 ธุรกิจโรงแรมที่มั่นคงซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากความแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยน่าจะช่วยลดผลกระทบของธุรกิจอาหารที่อ่อนแอได้ เราชอบ ERW เพราะบริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแนวโน้มที่ดีของการท่องเที่ยวไทย เนื่องจากบริษัทประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว

Valuation summary

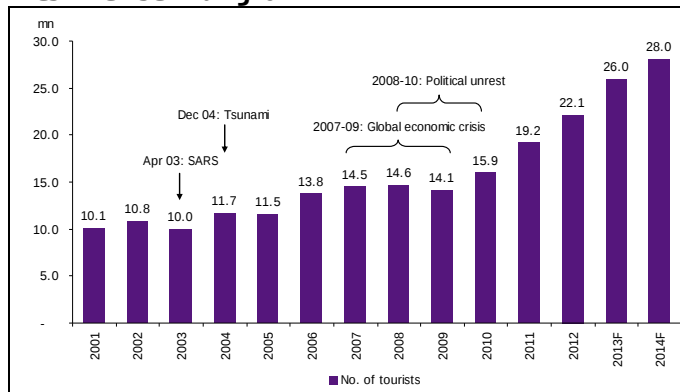
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
CENTEL	Buy	36.25	44.00	23.0	41.8	30.7	25.0	93.2	36.1	22.9	5.02	4.57	4.12	14.8	15.6	17.3	0.8	1.3	1.6	19.2	14.8	12.8
ERW	Buy	4.10	6.75	65.5	142.6	73.3	42.8	n.m.	94.5	71.5	2.78	2.39	2.31	1.9	3.5	5.5	0.5	3.2	0.8	14.4	13.3	11.5
MINT	Neutral	24.40	30.00	24.6	30.9	24.9	21.7	67.3	24.1	14.5	5.20	4.58	4.03	18.9	19.6	19.7	1.2	1.4	1.6	18.5	15.6	13.8
Average					71.8	43.0	29.8	80.2	51.6	36.3	4.33	3.85	3.48	11.9	12.9	14.2	0.8	2.0	1.3	17.4	14.5	12.7

Source: SCBS Investment Research

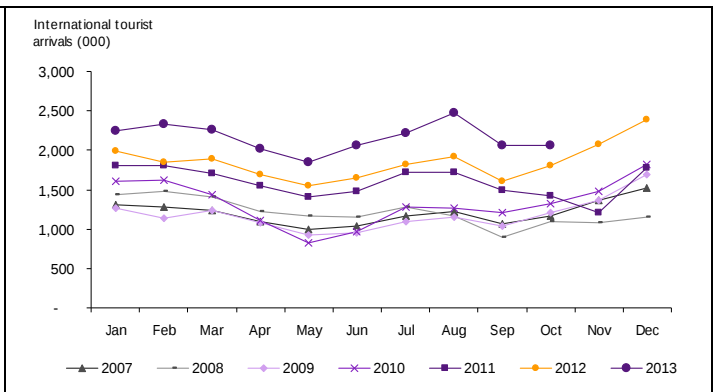
Figure 1 : Earnings of hoteliers

	Core earnings (Bt mn)					Growth		Core earnings (Bt mn)			% YoY Growth		
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	% YoY	% QoQ	2012	2013F	2014F	2012	2013F	2014F
CENTEL	12	617	649	201	194	1,518.4	(3.3)	1,170	1,593	1,958	93.2	36.1	22.9
ERW	-55	54	148	-74	-6	N.M.	N.M.	72	140	240	N.M.	94.5	71.5
MINT	484	1,258	1,409	429	707	46.1	64.7	3,211	3,986	4,565	67.3	24.1	14.5
Sector	441	1,928	2,206	556	895	102.9	61.0	4,453	5,718	6,763	89.6	28.4	18.3

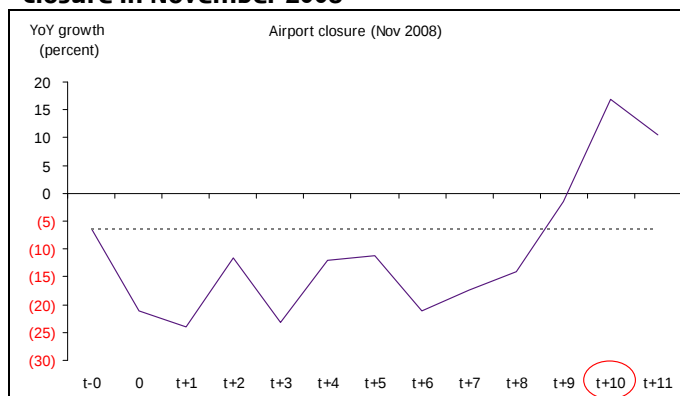
Source: SCBS Investment Research

Figure 2 : Despite negatives, Thailand's tourism has resumed secular growth

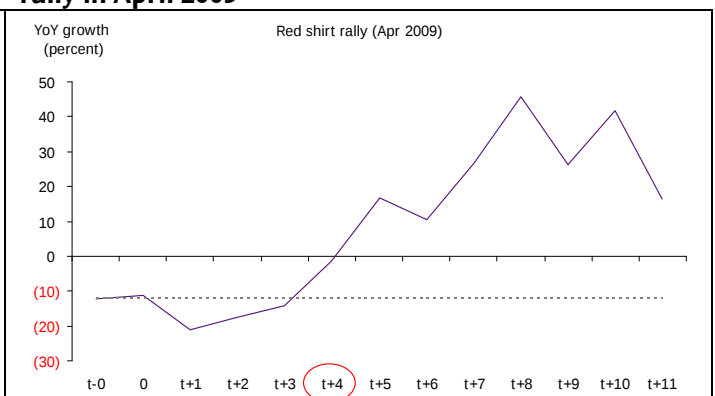
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3 : October's international tourist arrivals

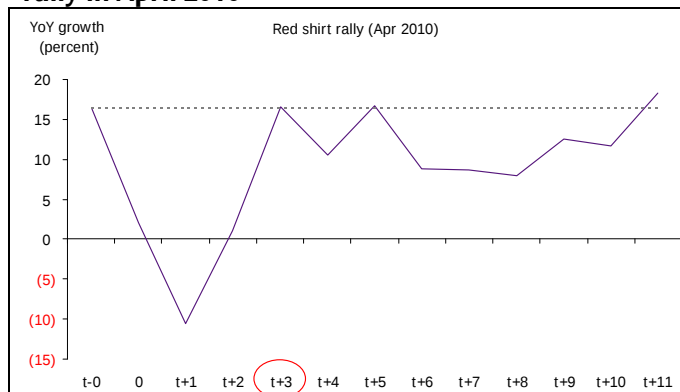
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 4 : Assessment: Political tension – airport closure in November 2008

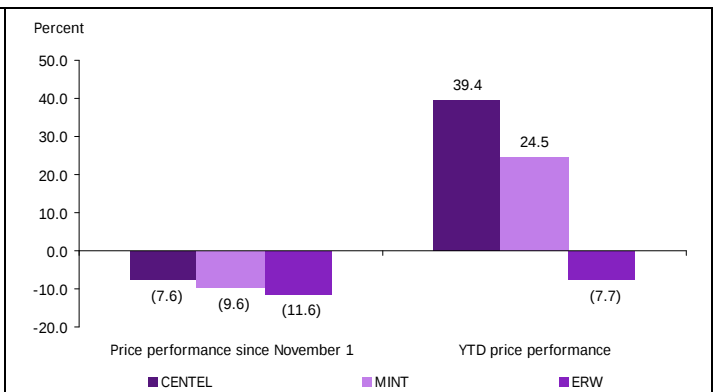
Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 5 : Assessment: Political tension – Red shirt rally in April 2009

Source: SCBS Investment Research

Figure 6 : Assessment: Political tension – Red shirt rally in April 2010

Source: Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 7 : Share price performance

Source: SCBS Investment Research

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

โมเมนตัมเป็นบวกเพราะเป็นช่วง high season

- ความต้องการเดินทางสูง, ขยายฝูงบิน/เส้นทางบิน (ท่าอากาศยาน/สายการบิน), เส้นทางส่วนต่อขยายใหม่ (ระบบขนส่งมวลชน), และขึ้นค่าผ่านทางตลอดทั้งปี (ทางด่วน)
- ช่วง high season กำลังจะมาถึง: Top picks คือ BTS และ AOT

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56 ผลประกอบการไตรมาส 3/56 ของบริษัทในกลุ่มขนส่ง (ยกเว้น AOT ที่จะประกาศผลประกอบการไตรมาส 4 ปีบัญชี 56 ตอนปลายเดือน พ.ย.) ไม่ได้มีทิศทางที่ชัดเจน BTS รายงานกำไรปกติเติบโตสูงที่สุดที่ +208% YoY โดยหลักๆ เกิดจากรายได้ดอกเบี้ยที่สูงขึ้นจากเงินที่ได้มาจากการจัดตั้ง BTSGIF ตามมาด้วย AAV (+43% YoY) กับ NOK (+16%YoY) ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายฝูงบิน และ BECL (+30% YoY) โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการจราจรและส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (CKP และ TTW) ที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่ BMCL รายงานขาดทุนปกติเนื่องจากต้นทุนดำเนินงานระดับสูงไปหักล้างประโยชน์จากการมีจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้น และ THAI รายงานขาดทุนปกติ (พลิกกลับจากที่มีกำไรปกติ) เพราะ cabin factor และ passenger yield ลดลงหลังจากปริมาณที่นั่งเพิ่มขึ้น

ท่าอากาศยาน ปริมาณการจราจรในไตรมาส 1/57 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ เพราะเป็นช่วง high season และผลกระทบต่อต้นทุนจากการควบคุมค่าธรรมเนียมจะน้อยลง ปริมาณการจราจรมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในปี 2557 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก 1) ความต้องการเดินทางสูงในตลาดภูมิภาคและตลาดภายในประเทศ; 2) การเร่งขยายฝูงบินและเส้นทางบินของสายการบินในประเทศไทยที่ประกอบด้วยสายการบินที่มีอยู่ในปัจจุบัน (THAI: +5% สู่ 103 ลำ, AAV: +23% สู่ 43 ลำ; NOK: +28% สู่ 27 ลำ ณ สิ้นปี 2557) และสายการบินใหม่ (Thai Lion Air: +600% สู่ 12 ลำ ณ สิ้นปี 2557); และ 3) การขยายท่าอากาศยานที่มีผู้โดยสารหนาแน่นจากการเปิดอาคารผู้โดยสารใหม่ที่ท่าอากาศยานภูเก็ตซึ่งจะเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้โดยสารปรับเพิ่มขึ้น 4-5 ล้านคน/ปี (+75%) และการกลับมาเปิดอาคารผู้โดยสาร 2 ที่ท่าอากาศยานดอนเมืองในไตรมาส 2/57 ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการรองรับผู้โดยสารปรับเพิ่มขึ้น 9 ล้านคน/ปี (+50%)

สายการบิน ช่วง high season ในไตรมาส 1/57 จะสนับสนุนให้ cabin factor และ passenger yield ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ในขณะที่ปริมาณผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและการขยายฝูงบินจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานปี 2557 ปรับตัวดีขึ้น ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญจะมาจากการแข่งขันที่มีแนวโน้มสูงขึ้นจากการขยายฝูงบินของสายการบินเดิมและสายการบินใหม่ (สายการบิน Thai Lion Air จะเริ่มเปิดให้บริการตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2556) ความผันผวนของค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับสกุลเงินต่างประเทศและราคาน้ำมัน การวิเคราะห์ความไวต่อการเปลี่ยนแปลงพบว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงทุกๆ 1% จะส่งผลกระทบต่อ THAI มากที่สุด (มากกว่า -10%) ตามด้วย NOK (-4%) และ AAV (-3%) ในขณะที่ราคาน้ำมันเครื่องบินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นทุกๆ 1 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล จะส่งผลกระทบต่อ THAI มากที่สุด (-7%) ตามด้วย AAV (-4%) และ NOK (-2%)

ระบบขนส่งมวลชน ในไตรมาส 1/57 จำนวนผู้โดยสารระบบขนส่งมวลชนมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล จำนวนผู้โดยสารและรายได้ค่าบริการจากการบริหารการเดินรถไฟฟ้าในปี 2557 จะได้รับปัจจัยหนุนจากการเปิดให้บริการส่วนต่อขยายใหม่ตลอดทั้งปีของโครงการรถไฟฟ้าสายสีเขียวเส้นทางวงเวียนใหญ่-คูมากร ตั้งแต่เดือน ม.ค.-ก.พ. 2556 และคูมากร-บางหว้า ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2556 และการรับมอบตู้โดยสารใหม่จำนวน 20 ตู้ (+11%) ตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2556 การประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่จะเกิดขึ้นในปี 2557 ได้แก่ โครงการส่วนต่อขยายของรถไฟฟ้าสายสีเขียวในไตรมาส 1/57 สายสีชมพูตอนกลางปี 2557 นอกจากนี้ก็จะมีคามชัดเจนว่า BTS จะเข้าร่วมประมูลโครงการในต่างประเทศหรือไม่ตอนกลางปี 2557 ด้วย โครงการเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนแนวโน้มระยะยาวทั้งทางตรงจากการมอบสัมปทานใหม่ให้แก่ผู้ให้บริการรถไฟฟ้า และทางอ้อมจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

ทางด่วน ปริมาณการจราจรบนทางด่วนในไตรมาส 1/57 จะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ อย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากปัจจัยฤดูกาล ปริมาณการจราจรในปี 2557 จะเติบโตในระดับปานกลางอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้แล้วการขึ้นค่าผ่านทางอีก 5 บาท/คัน ตั้งแต่วันที่ 1 ก.ย. 2556 ก็จะมีผลตลอดทั้งปีด้วย

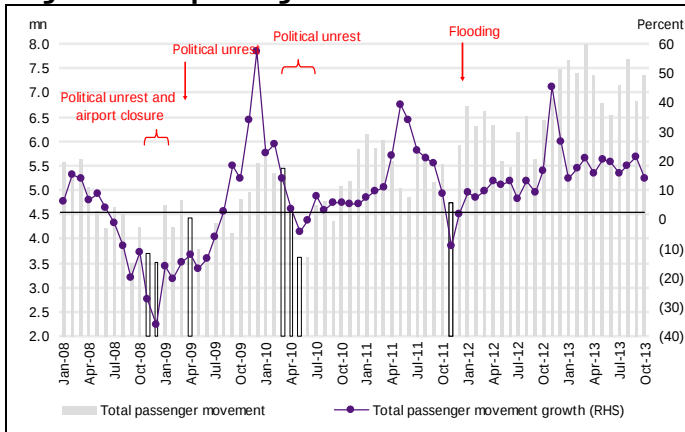
Top picks: BTS และ AOT เราชอบกลุ่มขนส่งเพราะไตรมาส 1/57 เป็นช่วง high season เราชอบ BTS มากที่สุด เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลที่บริษัทตกลงจะจ่ายอยู่ระดับสูงที่ระดับ 6-8% ต่อปีในปีบัญชี 2557-59 และมีแนวโน้ม Upside จากโครงการใหม่ๆ (จะเปิดประมูลในไตรมาส 1/57 เป็นอย่างเร็ว) เราชอบ AOT เพราะปริมาณการจราจรของบริษัทมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งโดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายฝูงบินอย่างรวดเร็วของสายการบินต้นทุนต่ำในปัจจุบันและการเปิดให้บริการของสายการบินใหม่ รวมถึงแนวโน้ม upside จากการได้รับรายได้ค่าสัมปทานเพิ่มจากอาคารผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

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	4.56	6.50	42.5	22.5	18.0	13.5	(11.1)	24.9	32.8	1.13	1.12	1.04	10.1	6.5	8.0	0.0	0.0	0.0	9.5	6.1	4.7
AOT	Buy	187.00	235.00	27.1	38.5	26.8	21.4	69.2	43.5	25.3	3.43	2.94	2.66	9.2	11.8	13.1	1.0	1.1	1.4	17.0	14.8	13.2
BECL	Buy	35.00	50.00	47.9	18.8	13.1	10.0	11.8	43.4	31.6	1.25	1.06	1.00	7.1	8.7	10.3	4.3	4.6	5.0	8.0	6.7	5.4
BMCL	Neutral	1.05	1.00	47.8	n.m.	n.m.	n.m.	15.0	41.2	12.7	13.12	n.m.	n.m.	(67.8)	(24.2)	(12.3)	0.0	0.0	0.0	52.1	45.2	75.8
BTS	Buy	8.80	10.30	23.0	80.5	57.9	43.3	n.m.	39.1	33.8	2.17	1.73	1.71	3.5	4.3	5.2	3.4	4.4	5.9	37.1	24.3	17.1
NOK	Buy	21.80	35.00	66.6	14.5	9.7	8.3	276.4	49.0	17.8	12.27	3.13	2.57	89.2	53.5	34.2	5.0	5.1	6.1	11.3	5.4	4.7
THAI	Sell	16.60	17.00	3.1	22.0	n.m.	37.6	n.m.	n.m.	n.m.	0.52	0.57	0.56	2.5	(2.4)	1.5	3.0	0.0	0.7	6.1	8.1	7.2
Average					32.8	25.1	22.3	72.3	40.2	25.7	4.84	1.76	1.59	7.7	8.3	8.6	2.4	2.2	2.7	20.1	15.8	18.3

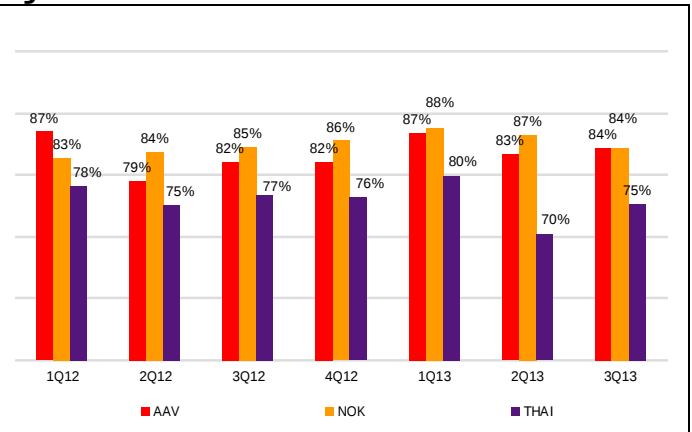
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: AOT passenger movement



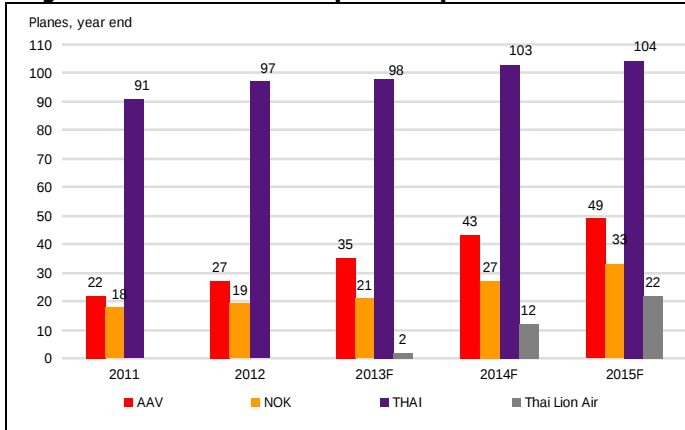
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Airlines' cabin factor



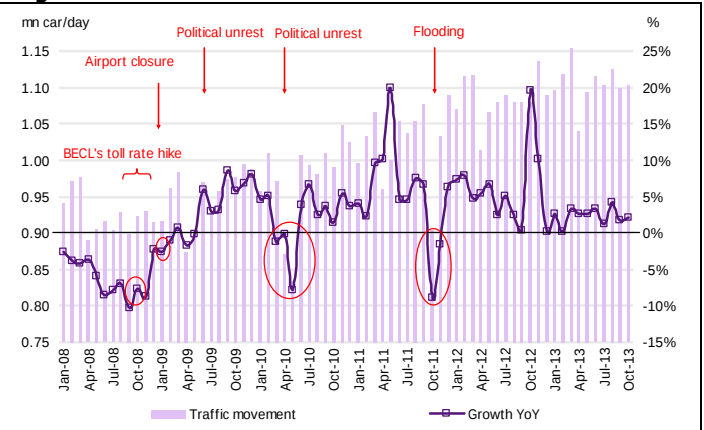
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Airlines' fleet expansion plan



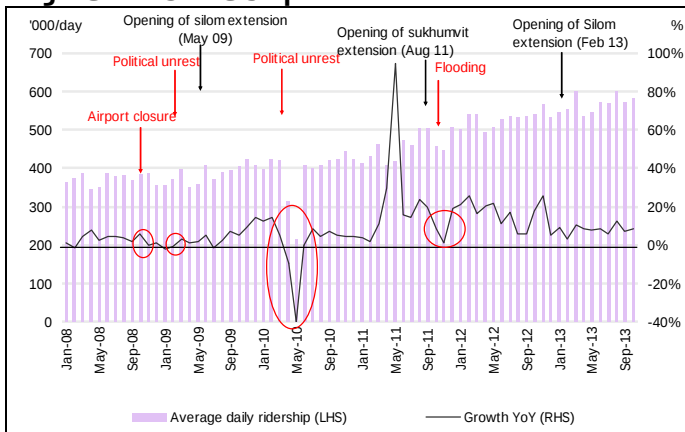
Source: Company data and SCBS Investment Research (Including Boeing, turbo propeller, and SAAB for NOK's fleet, and freighters for THAI's fleet)

Figure 4: BECL traffic movement



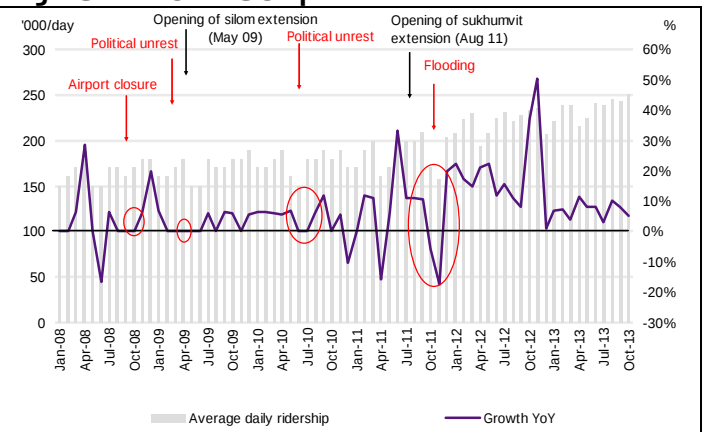
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BTS ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BMCL ridership



Source: Company data and SCBS Investment Research

สิริกรรย์ ฤกษ์วิวัฒน์

0-2949-1020

yupharet.likitsansuk@scb.co.th

ชัยพัชร ธนวัฒน์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

เน้นที่เงินปันผล

- กลุ่มสาธารณูปโภคยังขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น
- น่าจะประกาศแผน PDP ฉบับใหม่ในไม่ช้า และน่าจะมีโรงไฟฟ้า IPP ถ่านหินรวมอยู่ด้วย
- TTW เป็นหุ้นที่น่าสนใจมากที่สุดในการผลตอบแทนจากเงินปันผล

สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 3/56: ได้รับปัจจัยหนุนจากขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลง ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ลดลงช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิไตรมาส 3/56 ของบริษัทในกลุ่ม สาธารณูปโภคปรับตัวเพิ่มขึ้น 39% QoQ ในขณะที่ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากการเริ่มเดินเครื่อง โรงไฟฟ้าใหม่และสินทรัพย์ที่เข้าซื้อใหม่เป็นปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรปกติ (โดยเฉพาะ GLOW และ EGCO) ปรับตัวเพิ่มขึ้น 36% YoY ในกลุ่มบริษัทเหล่านี้ EGCO มีผลการดำเนินงานที่โดดเด่นกว่า บริษัทอื่นๆ โดยกำไรปกติเติบโต 79% YoY หลังจากบริษัทเข้าซื้อหุ้นโรงไฟฟ้า Quezon เพิ่มในเดือน มิ.ย. 2555 รวมถึงโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนอื่นๆ

แนวโน้มผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56: ช่วง low season ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า ผลการดำเนินงานไตรมาส 4/56 ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้ามีแนวโน้มอ่อนตัวลง QoQ เนื่องจากโดยปกติแล้วโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่จะมีชั่วโมงการเดินเครื่องครบกำหนดตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ ทำไว้กับ กฟผ. ภายในเดือน พ.ย. หรือต้นเดือน ธ.ค. ซึ่งหมายความว่าโรงไฟฟ้าจะถูกปล่อยว่างเว้นจากการผลิตในช่วงที่เหลือของปี โดยจะใช้เวลาที่เหลือในการซ่อมบำรุงแทนเนื่องจากความต้องการใช้ ไฟฟ้าลดลง อย่างไรก็ดี เนื่องจากมีกำลังการผลิตไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน (ส่วนใหญ่เป็น โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และโรงไฟฟ้าพลังลม) เพิ่มเข้ามาในพอร์ตของบริษัทเหล่านี้มากขึ้น เราจึง เชื่อว่ากำไรจะลดลง QoQ ในอัตราที่ลดน้อยลง ทั้งนี้โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และโรงไฟฟ้าพลังลม มักจะผลิตไฟฟ้าได้มากช่วงที่มีอากาศแห้งและมีฝนตกน้อยอย่างในไตรมาสที่ 4

น่าจะประกาศแผน PDP ฉบับใหม่ในงวดครึ่งแรกปี 57 นับตั้งแต่มีการปรับปรุงแผนพัฒนากำลังผลิต ไฟฟ้า (PDP) ของประเทศไทยครั้งล่าสุดในเดือน มิ.ย. 2555 ตลาดก็คาดการณ์ว่ากระทรวงการคลังจะ ประกาศแผน PDP ฉบับใหม่ในอนาคตอันใกล้หลังจากเลื่อนมานาน เราเชื่อว่าความต้องการใช้ไฟฟ้า ลดลงซึ่งมีสาเหตุมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจจะลดตัวและการเมืองในประเทศเป็นปัจจัยที่อยู่เบื้องหลัง ความล่าช้าดังกล่าว แหล่งข่าวในอุตสาหกรรมไฟฟ้ารายหนึ่งเปิดเผยว่า แผน PDP ฉบับใหม่น่าจะมีการ ประกาศออกมาในงวดครึ่งแรกปี 57 ซึ่งมีแนวโน้มที่จะมีโรงไฟฟ้า IPP แห่งใหม่ที่ใช้ถ่านหินเป็นเชื้อเพลิง รวมอยู่ด้วย อย่างไรก็ตาม ความต้องการใช้ไฟฟ้าเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลง และรัฐบาลอาจจะต้องหา เหตุผลอื่นมาชักจูงให้ประชาชนเห็นถึงความจำเป็นที่ต้องมีโรงไฟฟ้าถ่านหินเพื่อกระจายแหล่งเชื้อเพลิง นอกจากนี้การทำให้โรงไฟฟ้าถ่านหินเป็นที่ยอมรับของประชาชนสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับ ผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม ยังคงเป็นงานท้าทายที่สำคัญสำหรับรัฐบาลด้วย

TTW: กำไรไตรมาส 3/56 สูงกว่าคาด เพราะได้สิทธิพิเศษทางภาษีจากบีโอไอ TTW รายงานกำไร สุทธิ 825 ล้านบาทในไตรมาส 3/56 +32% YoY และ +58% QoQ กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ เกิดจากผลการ ดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นของ CKP เพราะการผลิตเพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยลดลง และขาดทุนจากอัตรา แลกเปลี่ยนน้อยลง ค่าใช้จ่ายภาษีติดลบ 10 ล้านบาท เนื่องจากบริษัทใช้สิทธิพิเศษทางภาษีภายใต้ โครงการฟื้นฟูโรงงานหลังน้ำท่วมของบีโอไอสำหรับงวดวันที่ 27 พ.ค.-30 ก.ย. นอกจากนี้บริษัทก็บันทึก กำไร 113 ล้านบาทจาก CKP ซึ่งประกอบด้วยกำไร 3 ล้านบาทจากการขายหุ้น CKP จำนวน 1 ล้านหุ้น และกำไร 110 ล้านบาทจากส่วนผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากหุ้นที่ยังถืออยู่ 25% ใน CKP

TTW: กำไรมีแนวโน้มลดลงในไตรมาส 4/56 กำไรไตรมาส 4/56 จะลดลง QoQ เพราะไม่มีกำไรพิเศษ เหมือนกับไตรมาสก่อนหน้าและค่าใช้จ่ายภาษีสูงขึ้นจากการได้รับยกเว้นภาษีจากบีโอไอเป็นเวลา 3 เดือน เทียบกับ 4 เดือนในไตรมาส 3/56

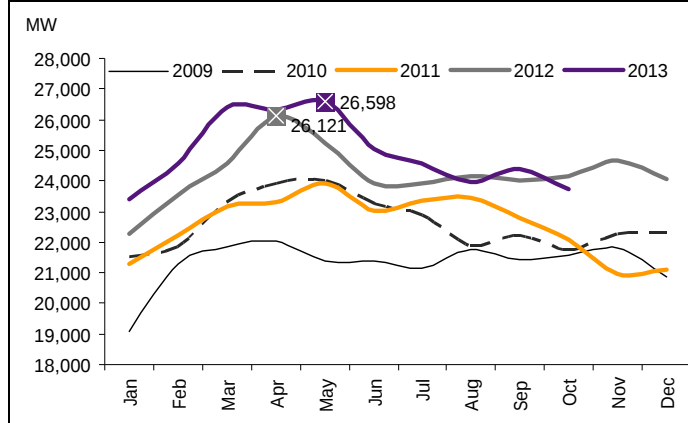
TTW ยังคงเป็น top pick เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าดึงดูด เราไม่พบปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น กลุ่มสาธารณูปโภคในระยะสั้น ดังนั้นหุ้น top pick ของเราจึงเน้นไปที่ผลตอบแทนจากเงินปันผล ด้วย เหตุนี้เราจึงยังคงชอบ TTW มากที่สุด เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับประมาณ 6% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า เทียบกับผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 3-4% ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจ โรงไฟฟ้า นอกจากนี้ TTW ก็จะมีรายงานกำไรที่เติบโตอย่างโดดเด่นในปี 2557 อีกด้วย

Valuation summary

Valuation Summary																						
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
EGCO	Buy	129.0	145.0	17.1	11.2	9.3	10.2	18.1	20.3	(8.8)	1.06	0.99	0.95	9.9	11.0	9.5	4.7	4.7	4.7	18.8	14.8	14.8
GLOW	Buy	67.0	87.0	34.2	17.7	12.2	11.6	27.2	44.7	5.3	2.69	2.40	2.17	15.7	20.7	19.6	3.1	4.0	4.3	11.3	9.1	8.6
GUNKUL	Buy	13.9	24.0	76.2	26.2	26.0	11.5	127.8	0.9	126.5	4.61	2.97	2.45	21.6	13.9	23.4	0.4	1.6	3.5	15.3	20.1	18.8
RATCH	Neutral	50.3	56.0	16.0	14.4	12.9	12.3	3.9	11.0	5.3	1.38	1.29	1.24	10.1	10.3	10.3	4.5	4.6	4.6	7.5	7.1	7.2
TTW	Buy	10.0	12.0	26.2	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					17.4	15.7	12.3	36.9	14.7	28.3	2.69	2.27	2.10	15.8	15.3	17.2	3.6	4.2	4.7	12.6	12.2	11.7

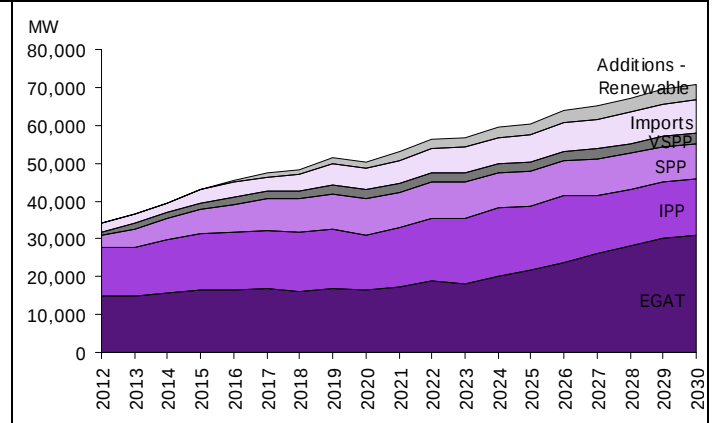
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: Thailand's peak electricity demand



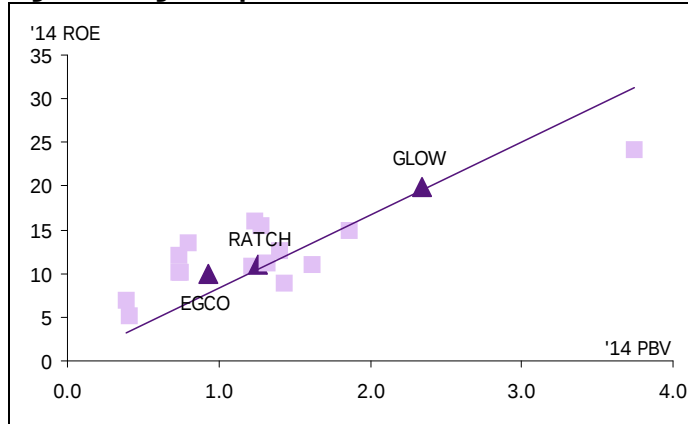
Source: EGAT, EPPO, SCBS Investment Research

Figure 2: Power generation breakdown (2012-2030)



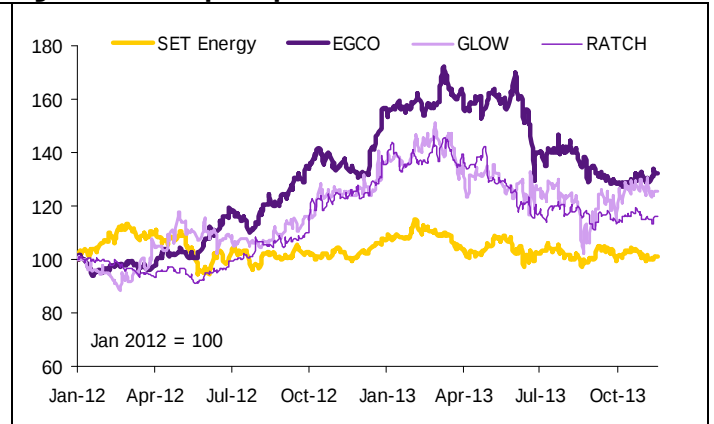
Source: EPPO (PDP 2010 revision 3), SCBS Investment Research

Figure 3: Regional peer P/B-ROE



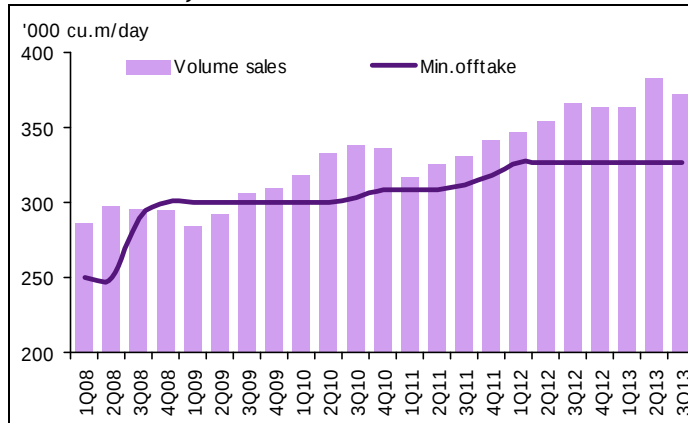
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Share price performance



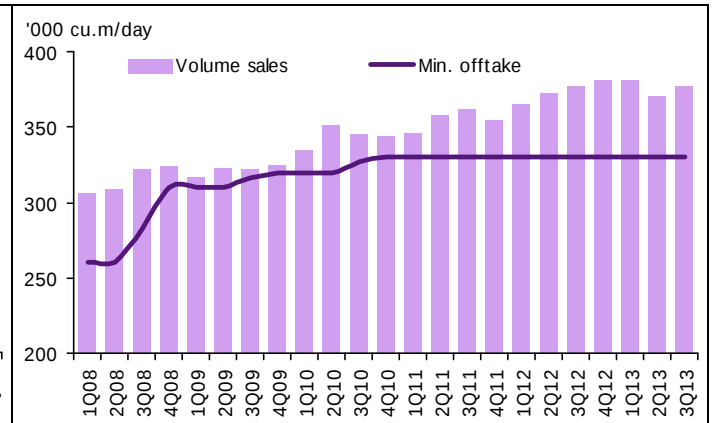
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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 (%)			Core 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	1,080	1,260							313.2	11.8	10.1				2.28	2.03	1.78	1%	16%	39%
GFPT	Buy	10.20	12.00	17.6	11.9	41	1,080	1,260	0.03	0.86	1.01	-97%	2546%	17%	313.2	11.8	10.1	4.5	5.0	5.7	2.28	2.03	1.78	1%	16%	39%
Automotive						3,138	3,136	3,746							8.4	8.3	7.0				1.25	1.21	1.09	17%	15%	17%
AH	Sell	16.00	17.00	6.3	29.0	742	834	945	2.30	2.58	2.93	n.m.	12%	13%	7.0	6.2	5.5	15.3	16.9	18.8	1.05	0.95	0.85	16%	16%	16%
SAT	Neutral	14.10	20.00	41.8	23.4	794	803	1,000	1.86	1.88	2.34	83%	1%	25%	7.6	7.5	6.0	14.2	12.5	14.1	0.99	1.12	1.00	18%	16%	18%
STANLY	Neutral	221.00	240.00	8.6	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							18.2	11.5	10.4				1.64	1.48	1.32	14%	15%	15%
Large Banks																										
BBL	Buy	189.00	250.00	32.3	239.4	33,021	36,121	40,992	17.30	18.97	20.24	21%	10%	7%	10.9	10.0	9.3	143.3	151.0	167.9	1.32	1.25	1.13	13%	13%	13%
KBANK	Buy	171.00	217.00	26.9	227.9	35,260	41,726	49,478	14.73	16.97	19.18	46%	15%	13%	11.6	10.1	8.9	77.3	91.6	108.7	2.21	1.87	1.57	21%	21%	21%
KTB	Buy	19.20	26.00	35.4	25.1	23,527	29,814	34,311	1.68	2.35	2.52	11%	40%	7%	11.4	8.2	7.6	12.9	14.4	16.0	1.49	1.34	1.20	15%	16%	16%
SCB	No rec	159.50			197.6	40,220	48,695	57,708	11.83	14.58	16.55	11%	23%	13%	13.5	10.9	9.6	64.0	73.8	85.1	2.49	2.16	1.87	20%	21%	21%
Mid/small banks																										
BAY	Neutral	38.50	39.00	1.3	38.2	14,626	15,973	21,513	2.41	2.43	3.21	58%	1%	32%	16.0	15.8	12.0	18.7	20.6	23.3	2.06	1.87	1.65	14%	13%	16%
KKP	Neutral	40.50	47.00	16.0	61.8	3,391	4,578	4,656	4.07	5.32	4.95	-10%	31%	-7%	9.9	7.6	8.2	39.5	42.2	44.6	1.03	0.96	0.91	12%	13%	13%
LHBANK	Sell	1.29	1.20	(7.0)	1.4	683	984	1,124	0.06	0.07	0.07	32%	27%	-2%	22.6	17.8	18.1	1.2	1.2	1.3	1.09	1.05	1.00	5%	7%	7%
TCAP	Neutral	32.75	36.00	9.9	42.5	5,482	8,963	5,777	4.29	6.77	3.81	14%	58%	-44%	7.6	4.8	8.6	33.5	38.6	41.6	0.98	0.85	0.79	14%	19%	11%
TISCO	Neutral	39.75	46.00	15.7	47.6	3,705	4,070	4,401	5.09	5.26	5.21	13%	3%	-1%	7.8	7.6	7.6	25.0	27.6	30.7	1.59	1.44	1.30	22%	20%	19%
TMB	Sell	2.60	2.60	0.0	2.4	1,605	4,751	8,540	0.04	0.12	0.18	-60%	220%	56%	70.5	22.0	14.1	1.2	1.3	1.5	2.11	1.99	1.77	3%	9%	14%
Commerce						25,357	28,800	39,327							32.1	26.6	20.1				6.65	5.91	4.85	31%	31%	36%
BIGC	Neutral	186.50	205.00	9.9	209.6	6,074	7,448	9,819	7.44	9.03	11.90	13%	21%	32%	25.1	20.7	15.7	38.7	40.2	47.5	4.83	4.64	3.92	22%	23%	27%
CPALL	Buy	41.50	52.00	25.3	46.9	10,985	10,739	15,085	1.22	1.26	1.57	41%	3%	24%	33.9	32.9	26.5	3.0	3.1	3.9	13.81	13.31	10.64	45%	39%	48%
HMPRO	Neutral	11.00	10.00	(9.1)	15.0	2,679	3,430	4,777	0.38	0.49	0.68	33%	28%	39%	28.9	22.6	16.2	1.4	1.9	2.2	7.86	5.86	4.97	30%	30%	33%
MAKRO	Buy	32.00	35.00	9.4	593.5	3,556	4,386	5,641	0.74	0.91	1.18	25%	23%	29%	43.2	35.0	27.2	44.4	50.2	57.3	0.72	0.64	0.56	35%	39%	44%
ROBINS	Buy	54.75	75.00	37.0	64.1	2,063	2,797	4,006	1.86	2.53	3.63	41%	36%	43%	29.5	21.6	15.1	9.1	10.7	13.2	6.04	5.10	4.16	22%	26%	30%
Construction Materials						29,353	41,232	48,798							47.0	17.5	14.9				4.08	3.95	3.70	21%	24%	27%
Cement																										
SCC	Buy	398.00	575.00	44.5	525.0	23,580	33,636	39,718	19.65	27.90	32.93	-12%	42%	18%	20.3	14.3	12.1	134.3	150.7	168.2	2.96	2.64	2.37	15%	20%	21%
SCCC	Buy	396.00	500.00	26.3	453.4	3,863	4,704	5,695	16.80	20.89	24.92	9%	24%	19%	23.6	19.0	15.9	76.7	83.2	91.6	5.16	4.76	4.32	22%	26%	28%
TPICPL	Buy	12.30	15.50	26.0	16.0	159	1,016	1,239	0.08	0.63	0.74	-94%	695%	18%	156.0	19.6	16.6	32.3	31.1	31.6	0.38	0.40	0.39	0%	2%	2%
Ceramics																										
DCC	Neutral	51.75	62.00	19.8	65.7	1,255	1,345	1,534	3.07	3.30	3.76	1%	7%	14%	16.9	15.7	13.8	6.6	6.5	6.7	7.83	7.98	7.75	47%	50%	57%
DRT	Sell	8.75	8.00	(8.6)	9.8	496	531	612	0.48	0.46	0.53	6%	-4%	15%	18.2	18.9	16.4	2.1	2.2	2.4	4.07	3.98	3.67	23%	24%	26%
Electronic Components						5,715	9,231	11,148							45.3	11.3	9.5				1.97	1.57	1.44	2%	12%	16%
CCET	Neutral	2.72	3.90	43.4	4.6	572	1,451	1,573	0.14	0.36	0.39	65%	154%	8%	19.4	7.6	7.1	3.7	3.9	4.2	0.73	0.69	0.65	4%	9%	10%
DELTA	Buy	43.75	56.00	28.0	48.6	4,195	5,106	5,680	3.36	4.09	4.55	59%	22%	11%	13.0	10.7	9.6	18.0	19.7	21.7	2.43	2.22	2.02	20%	22%	22%
HANA	Buy	21.90	24.00	9.6	23.3	1,092	1,360	1,862	1.34	1.69	2.31	-31%	27%	37%	16.4	13.0	9.5	18.3	21.6	22.5	1.20	1.01	0.98	7%	8%	10%
KCE	Buy	18.60	24.00	29.0	20.2	56	841	924	0.12	1.60	1.84	-54%	1236%	15%	155.6	11.6	10.1	6.5	8.8	10.0	2.86	2.12	1.86	2%	23%	20%
SMT	Sell	7.25	7.00	(3.4)	8.9	-583	-200	301	-1.40	-0.48	0.72	n.m.	66%	n.m.	n.m.	n.m.	10.1	4.2	4.7	4.9	1.72	1.54	1.47	-42%	-11%	15%
SVI	Buy	3.74	4.40	17.6	6.0	382	673	808	0.17	0.28	0.36	-45%	64%	27%	21.9	13.3	10.5	1.3	2.0	2.2	2.91	1.86	1.69	20%	19%	17%
Energy & Utilities						203,973	226,325	256,159							15.2	14.9	11.4				1.79	1.55	1.42	11%	14%	15%
Oil & Gas and Coal																										
BANPU	Buy	29.75	36.00	21.0	304.5	5,755	7,078	9,214	2.12	1.55	2.11	-33%	-27%	36%	14.0	19.2										

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)		
						12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F	12A	13F	14F
Food & Beverage						22.3									26.7	215.6	18.3				3.56	3.07	2.58	18%	17%	21%
CPF	Buy	26.25	35.00	33.3	32.1	3,930	200	13,980	0.53	0.03	1.89	-73%	-95%	6896%	49.3	970.4	13.9	16.3	14.3	15.4	1.61	1.84	1.71	4%	4%	14%
MINT	Neutral	24.30	30.00	23.5	28.0	3,211	3,986	4,565	0.79	0.98	1.12	67%	24%	15%	30.8	24.8	21.6	4.8	5.4	6.1	5.11	4.50	3.97	19%	19%	20%
OISHI	Sell	90.50	88.00	(2.8)	176.5	696	887	1,589	3.71	2.02	2.83	-11%	-45%	40%	24.4	44.7	32.0	16.6	20.0	25.5	5.44	4.53	3.55	23%	26%	37%
PM	Buy	7.85	13.00	65.6	12.8	407	488	564	0.68	0.82	0.94	42%	20%	16%	11.5	9.6	8.3	2.1	2.8	3.7	3.81	2.79	2.13	34%	31%	23%
TUF	Neutral	64.25	60.00	(6.6)	62.4	4,197	2,583	4,709	3.66	2.25	4.10	-27%	-38%	82%	17.6	28.5	15.7	35.2	38.3	41.9	1.83	1.68	1.53	12%	6%	10%
Health Care Services						31.5									30.7	30.0	25.9				6.14	5.56	4.95	22%	19%	21%
BGH	Buy	129.00	175.00	35.7	182.6	5,842	6,957	8,409	3.78	4.04	4.42	50%	7%	10%	34.1	31.9	29.2	24.8	27.8	31.2	5.19	4.63	4.14	16%	17%	18%
BH	Neutral	90.50	105.00	16.0	90.8	1,934	2,302	2,613	2.23	2.79	3.13	28%	25%	12%	40.6	32.4	28.9	9.7	10.7	12.1	9.36	8.48	7.45	26%	26%	26%
BCH	Buy	6.30	9.00	42.9	7.7	910	615	798	0.37	0.25	0.32	35%	-32%	30%	17.3	25.5	19.7	1.6	1.8	1.9	3.87	3.57	3.27	24%	15%	17%
Information & Communication Technology						18.5									30.2	17.3	14.0				7.51	7.79	8.66	28%	31%	35%
Mobile																										
ADVANC	Sell	230.00	280.00	21.7	298.1	34,781	36,562	43,452	11.70	12.30	14.61	31%	5%	19%	19.7	18.7	15.7	14.6	16.0	17.3	15.70	14.38	13.29	84%	80%	88%
DTAC	Neutral	103.50	125.00	20.8	125.3	11,165	11,728	14,583	4.72	4.95	6.16	-7%	5%	24%	21.9	20.9	16.8	14.7	14.7	15.1	7.03	7.04	6.86	32%	34%	41%
TRUE	Neutral	9.10	6.50	(28.6)	5.8	-6,633	-6,129	-3,428	-0.46	-0.42	-0.24	-23%	8%	44%	n.m.	n.m.	n.m.	1.0	0.5	0.3	9.42	16.73	29.56	-37%	-56%	-55%
Internet																										
CSL	Buy	10.30	15.00	45.6	15.0	398	469	514	0.67	0.79	0.86	1%	18%	10%	15.4	13.1	11.9	1.9	2.1	2.2	5.38	5.02	4.71	35%	40%	41%
THCOM	Buy	38.00	44.00	15.8	39.4	838	1,459	2,197	0.76	1.33	2.00	n.m.	74%	51%	49.7	28.5	19.0	13.0	13.8	15.1	2.92	2.75	2.51	6%	10%	14%
Other																										
INTUCH	Buy	78.25	100.00	27.8	107.6	12,010	13,689	14,971	3.75	4.27	4.67	20%	14%	9%	20.9	18.3	16.8	4.4	4.4	4.4	17.61	17.61	17.61	84%	96%	105%
JMART	Buy	20.50	28.00	36.6	28.0	305	472	582	0.82	1.13	1.40	44%	38%	23%	25.0	18.1	14.6	3.8	4.4	5.1	5.39	4.69	4.04	27%	28%	30%
SAMART	Buy	17.10	24.00	40.4	26.5	951	1,464	1,676	0.96	1.47	1.67	18%	53%	14%	17.8	11.6	10.2	7.0	8.5	10.2	2.46	2.02	1.68	15%	19%	18%
SAMTEL	Buy	15.70	21.00	33.8	23.0	796	912	1,263	1.31	1.50	2.07	5%	14%	38%	12.0	10.5	7.6	4.4	5.3	6.6	3.53	2.99	2.37	32%	31%	35%
SIM	Buy	3.32	4.80	44.6	4.8	160	901	1,055	0.04	0.21	0.24	60%	454%	17%	89.2	16.1	13.7	0.6	0.7	0.8	5.61	4.67	3.99	6%	32%	31%
Insurance						16.4									22.7	11.3	11.7				3.78	2.75	2.25	-93%	33%	21%
BLA	Buy	62.00	74.00	19.4	69.4	3,284	4,638	5,506	2.73	3.85	4.57	-4%	41%	19%	22.7	16.1	13.6	16.6	19.9	23.8	3.74	3.11	2.61	20%	21%	21%
THRE	Buy	3.80	5.00	31.6	6.7	-4,349	2,043	1,368	-1.24	0.58	0.39	11%	n.m.	-33%	n.m.	6.5	9.8	1.0	1.6	2.0	3.83	2.39	1.89	-206%	45%	22%
Media & Publishing						20.5									18.6	16.5	15.6				6.03	5.50	5.18	32%	33%	33%
TV broadcasting																										
BEC	Sell	54.00	66.00	22.2	67.9	4,777	5,487	6,008	2.39	2.74	3.00	35%	15%	10%	22.6	19.7	18.0	4.2	4.6	5.1	13.00	11.62	10.66	61%	62%	62%
MCOT	Sell	29.75	33.00	10.9	45.9	1,759	1,750	1,881	2.56	2.29	2.37	30%	-10%	3%	11.6	13.0	12.6	11.7	11.9	12.2	2.54	2.49	2.43	22%	22%	23%
Cinema																										
MAJOR	Neutral	18.20	22.00	20.9	26.3	757	971	994	0.84	1.08	1.11	-4%	28%	2%	21.5	16.8	16.4	7.1	7.6	7.4	2.55	2.39	2.46	12%	15%	15%
Petrochemicals & Chemicals						21.1									43.2	14.7	10.4				1.75	1.61	1.46	8%	12%	14%
IVL	Neutral	23.00	27.00	17.4	23.2	1,463	5,863	9,035	0.30	1.22	1.88	-86%	301%	54%	75.7	18.9	12.3	11.7	12.7	14.1	1.97	1.81	1.63	3%	10%	14%
PTTGC	Buy	75.25	92.00	22.3	85.8	31,488	32,328	39,822	6.98	7.17	8.83	-1%	3%	23%	10.8	10.5	8.5	49.3	53.1	58.3	1.53	1.42	1.29	14%	13%	15%
Property Development						47.0									51.7	15.7	11.3				2.50	2.30	2.01	16%	19%	20%
Contractors																										
CK	Buy	19.10	30.00	57.1	27.2	58	1,590	1,656	0.04	0.96	1.00	n.m.	2641%	4%	544.2	19.9	19.1	5.4	9.4	10.2	3.56	2.04	1.87	1%	13%	10%
ITD	Neutral	5.15	6.40	24.3	6.3	848	461	1,074	0.20	0.09	0.22	n.m.	-53%	133%	25.5	54.3	23.3	2.3	2.6	2.8	2.27	1.95	1.83	9%	6%	10%
NWR	Buy	2.54	3.80	49.6	3.3	215	350	527	0.14	0.16	0.24	n.m.	14%	51%	18.3	16.1	10.7	1.2	1.6	1.8	2.04	1.55	1.38	13%	13%	14%
STEC	Buy	20.10	28.00	39.3	27.7	1,165	1,526	1,738	0.98	1.00	1.10	29%	2%	10%	20.5	20.1	18.3	5.4	5.1	5.8	3.75	3.97	3.49	19%	22%	21%
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	15.90	34.00	113.8	26.5	933	1,551	2,133	0.87	1.45	2.00	4%	66%	38%	18.2	10.9	8.0	10.5	11.4	12.8	1.52	1.40	1.24	9%	13%	17%
HEMRAJ	Buy	3.18	5.00	57.2	4.5	2,294	2,6																			

Company	Rec.	Price (Bt)	12-mth Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			EPS growth (%)			Core 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
Office																										
QHPF	Buy	9.30	10.50	12.9	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	0.86	0.86	0.86	n.a.	n.a.	n.a.
POPF	Buy	12.50	12.00	(4.0)	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	1.21	1.21	1.21	n.a.	n.a.	n.a.
Tourism & Leisure																										
				25.5		1,242	1,733	2,198							94.8	53.4	34.8				3.99	3.56	3.29	8%	10%	11%
CENTEL	Buy	37.00	44.00	18.9	41.3	1,170	1,593	1,958	0.87	1.18	1.45	93%	36%	23%	42.7	31.4	25.5	7.2	7.9	8.8	5.12	4.66	4.20	15%	16%	17%
ERW	Buy	4.22	6.75	60.0	6.1	72	140	240	0.03	0.06	0.10	n.m.	95%	72%	146.8	75.5	44.0	1.5	1.7	1.8	2.87	2.46	2.38	2%	4%	5%
Transportation & Logistics																										
				19.5		8,821	17,262	23,893							33.5	156.6	26.6				3.64	30.00	0.06	3%	-10%	30%
Aviation																										
AAV	Buy	4.54	6.50	43.2	6.4	923	1,324	1,616	0.20	0.27	0.33	-11%	34%	22%	22.4	16.6	13.6	4.0	4.1	4.4	1.13	1.12	1.03	10%	7%	8%
AOT	Buy	190.00	235.00	23.7	189.6	6,941	10,055	12,594	4.86	6.97	8.74	69%	43%	25%	39.1	27.3	21.7	54.5	61.6	67.6	3.49	3.09	2.81	9%	12%	14%
NOK	Buy	22.10	35.00	58.4	32.0	752	1,401	1,651	1.50	2.24	2.64	276%	49%	18%	14.7	9.9	8.4	1.8	7.0	8.5	12.44	3.18	2.61	89%	54%	34%
THAI	Sell	16.50	17.00	3.0	26.2	1,648	2,275	2,852	0.75	-0.72	0.44	n.m.	n.m.	n.m.	21.9	n.m.	37.4	32.0	32.1	33.4	0.52	0.51	0.49	2%	3%	4%
Mass Transit																										
BMCL	Neutral	1.04	1.00	(3.8)	0.8	-981	-913	-1,141	-0.08	-0.05	-0.04	15%	41%	13%	n.m.	n.m.	n.m.	0.1	0.0	-0.1	12.99	286.98	-11.32	-68%	-183%	216%
BTS	Buy	9.10	10.30	13.2	9.9	996	1,516	2,272	0.11	0.15	0.20	n.m.	39%	34%	83.2	59.8	44.7	4.1	5.1	5.2	2.25	1.79	1.76	3%	4%	5%
Shipping																										
PSL	Neutral	19.40	15.50	(20.1)	16.6	-174	23	605	-0.17	0.02	0.58	n.m.	n.m.	2581%	n.m.	893.9	33.3	13.9	14.8	15.1	1.39	1.31	1.28	-1%	0%	4%
RCL	Neutral	6.40	7.60	18.7	6.9	-2,224	-647	102	-2.68	-0.78	0.12	-8%	71%	n.m.	n.m.	n.m.	51.8	12.9	13.7	13.8	0.50	0.47	0.46	-19%	-6%	1%
TTA	Neutral	16.60	16.00	(3.6)	21.6	-491	156	641	-0.69	0.22	0.91	-16%	n.m.	311%	n.m.	75.3	18.3	36.2	36.5	37.3	0.46	0.45	0.44	-2%	1%	2%
Tollroads																										
BECL	Buy	36.25	50.00	37.9	45.6	1,431	2,073	2,700	1.86	2.67	3.51	12%	43%	32%	19.5	13.6	10.3	28.1	32.9	34.8	1.29	1.10	1.04	7%	9%	10%
mai																										
						181	551	2,119							131.3	55.2	16.6				8.42	3.15	2.42	9%	13%	24%
AGE	Neutral	2.32	3.00	29.3	2.7	-44	137	189	-0.03	0.10	0.14	n.m.	n.m.	33%	n.m.	22.6	16.9	3.5	3.7	4.0	0.67	0.63	0.57	-4%	12%	15%
EA	Buy	7.85	9.00	14.6	10.1	107	254	1,632	0.03	0.07	0.44	64%	102%	541%	232.4	115.1	17.9	0.4	1.2	1.6	21.84	6.68	4.87	10%	9%	31%
UAC	Buy	8.10	11.00	35.8	10.6	117	160	298	0.27	0.29	0.54	-42%	8%	86%	30.2	28.0	15.0	2.9	3.8	4.5	2.75	2.13	1.80	22%	19%	26%
SCBS Coverage																										
		1358.69		26.2		586,372	701,474	845,912	78.70	94.24	113.86	8.6%	19.7%	20.8%	17.3	14.4	11.9				2.2	2.0	1.8	15%	15%	17%

ราคา ณ วันที่: 26 พ.ย. 56

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				17.6					0.00	2.30	2.88	16.09	9.61	8.60	-50.84	73.62	8.13	5,924	6,612	5,992		12,789	0.11
GFPT	Buy	10.20	12.00	17.6	11.9	0.00	0.23	0.29	0.00	2.30	2.88	16.09	9.61	8.60	-50.84	73.62	8.13	5,924	6,612	5,992	1,254	12,789	0.11
Automotive				15.3					4.26	4.33	5.32	6.01	5.74	4.81	78.94	1.93	11.26	5,843	5,144	2,696		28,087	0.24
AH	Sell	16.00	17.00	6.3	29.0	0.74	0.90	1.02	4.61	5.65	6.41	7.19	6.38	5.61	151.47	3.00	4.90	5,202	4,319	3,586	323	5,161	0.04
SAT	Neutral	14.10	20.00	41.8	23.4	0.72	0.63	0.82	5.11	4.49	5.82	5.46	5.42	4.41	30.65	5.11	14.11	2,457	2,829	2,206	425	5,992	0.05
STANLY	Neutral	221.00	240.00	8.6	275.3	6.75	6.26	8.23	3.05	2.83	3.72	5.37	5.43	4.39	54.69	-2.32	14.76	(1,817)	(2,004)	(3,097)	77	16,934	0.14
Banking				26.0					3.43	3.69	4.17											2,051,678	17.24
Large Banks																							
BBL	Buy	189.00	250.00	32.3	239.4	6.50	6.62	7.52	3.44	3.50	3.98							-	-	-	1,909	360,771	3.03
KBANK	Buy	171.00	217.00	26.9	227.9	3.00	3.49	4.13	1.75	2.04	2.42							-	-	-	2,393	409,247	3.44
KTB	Buy	19.20	26.00	35.4	25.1	0.80	0.85	0.98	4.17	4.44	5.11							-	-	-	13,976	268,340	2.25
SCB	No rec	159.50			197.6	4.50	5.73	6.79	2.82	3.59	4.26							-	-	-	3,399	542,171	4.56
Mid/small banks																							
BAY	Neutral	38.50	39.00	1.3	38.2	0.80	0.80	1.06	2.08	2.08	2.76							-	-	-	6,074	233,855	1.96
KKP	Neutral	40.50	47.00	16.0	61.8	2.40	2.74	2.79	5.93	6.77	6.89							-	-	-	836	33,851	0.28
LHBANK	Sell	1.29	1.20	(7.0)	1.4	0.03	0.03	0.04	2.58	2.50	2.85										12,707	16,392	0.14
TCAP	Neutral	32.75	36.00	9.9	42.5	1.40	1.50	1.60	4.27	4.58	4.89							-	-	-	1,278	41,848	0.35
TISCO	Neutral	39.75	46.00	15.7	47.6	2.40	2.45	2.50	6.04	6.16	6.29							-	-	-	801	31,826	0.27
TMB	Sell	2.60	2.60	0.0	2.4	0.03	0.03	0.06	1.27	1.26	2.26							-	-	-	43,606	113,376	0.95
Commerce				18.2					8.89	12.26	15.76	18.13	15.94	11.96	19.72	25.35	32.52	-16,711	160,770	130,172		685,566	5.7

ราคา ณ วันที่: 26 พ.ย. 56

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									3.17	2.77	4.09	14.88	17.43	11.96	5.82	8.79	51.11	204,735	214,002	224,770		396,248	3.33
CPF	Buy	26.25	35.00	33.3	32.1	1.10	0.75	1.30	4.19	2.86	4.95	18.33	25.14	11.32	-11.31	-25.32	133.66	144,164	152,473	170,550	7,743	203,252	1.71
MINT	Neutral	24.30	30.00	23.5	28.0	0.30	0.34	0.39	1.23	1.41	1.62	18.48	15.50	13.73	28.40	16.85	11.04	20,361	17,999	16,108	4,000	97,191	0.82
OISHI	Sell	90.50	88.00	(2.8)	176.5	2.20	2.37	4.24	2.43	2.61	4.68	15.25	21.63	16.03	-7.53	57.44	57.81	1,740	2,149	(1,909)	188	16,969	0.14
PM	Buy	7.85	13.00	65.6	12.8	0.37	0.40	0.47	4.71	5.10	5.99	9.54	7.85	6.52	23.67	17.93	14.44	34	(108)	(335)	650	5,102	0.04
TUF	Neutral	64.25	60.00	(6.6)	62.4	2.10	1.20	2.05	3.27	1.87	3.19	12.79	17.05	12.18	-4.15	-22.95	38.62	38,437	41,488	40,357	1,148	73,733	0.62
Health Care Services									2.08	1.70	2.07	16.09	15.31	13.21	20.61	3.70	15.70	16,801	16,210	12,194		281,010	2.36
BGH	Buy	129.00	175.00	35.7	182.6	1.80	1.80	2.18	1.40	1.40	1.69	19.91	17.86	15.08	24.26	10.04	16.33	15,880	13,120	9,314	1,545	199,364	1.68
BH	Neutral	90.50	105.00	16.0	90.8	1.80	1.58	1.79	1.99	1.75	1.98	19.54	17.53	15.61	19.66	14.28	11.70	(524)	1,114	763	729	65,935	0.55
BCH	Buy	6.30	9.00	42.9	7.7	0.18	0.12	0.16	2.86	1.96	2.54	8.81	10.54	8.94	17.90	-13.21	19.09	1,445	1,976	2,117	2,494	15,711	0.13
Information & Communication Technology									3.28	3.86	4.43	14.30	10.95	9.44	15.28	36.61	16.35	137,933	179,712	183,284		1,409,654	11.84
Mobile																							
ADVANC	Sell	230.00	280.00	21.7	298.1	10.90	12.30	14.61	4.74	5.35	6.35	11.17	10.71	9.25	7.87	5.73	16.07	-824	8,008	9,673	2,973	683,812	5.75
DTAC	Neutral	103.50	125.00	20.8	125.3	5.06	4.95	6.16	4.89	4.79	5.95	9.96	9.49	8.10	-2.41	9.02	17.28	25,564	35,919	36,495	2,368	245,068	2.06
TRUE	Neutral	9.10	6.50	(28.6)	5.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	13.50	12.79	10.83	-2.14	12.99	19.94	93,980	109,896	113,618	14,530	132,225	1.11
Internet																							
CSL	Buy	10.30	15.00	45.6	15.0	0.60	0.70	0.76	5.83	6.80	7.38	8.53	8.21	7.25	-6.78	9.92	10.82	-390	-58	-185	595	6,124	0.05
THCOM	Buy	38.00	44.00	15.8	39.4	0.40	0.53	0.80	1.05	1.													

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			
Office																							
QHPF	Buy	9.30	10.50	12.9	10.5	0.77	0.80	0.00	8.27	8.62	0.00	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	797	7,412	0.06
POPF	Buy	12.50	12.00	(4.0)	12.0	0.99	1.01	1.03	7.94	8.06	8.22	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	342	4,275	0.04
Tourism & Leisure																							
CENTEL	Buy	37.00	44.00	18.9	41.3	0.30	0.47	0.58	0.81	1.28	1.57	19.48	15.02	13.05	36.29	27.90	12.61	11,543	10,687	9,377	1,350	49,950	0.42
ERW	Buy	4.22	6.75	60.0	6.1	0.02	0.13	0.03	0.45	3.13	0.80	14.66	13.51	11.75	26.93	7.08	13.16	7,464	7,228	6,938	2,251	9,500	0.08
Transportation & Logistics																							
Aviation																							
AAV	Buy	4.54	6.50	43.2	6.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.46	5.85	4.72	62.85	104.05	27.95	-4,246	-1,322	-665	4,850	22,019	0.19
AOT	Buy	190.00	235.00	23.7	189.6	1.80	2.74	2.64	0.95	1.44	1.39	17.23	15.16	13.57	11.42	14.58	14.03	24,487	24,178	30,511	1,429	271,428	2.28
NOK	Buy	22.10	35.00	58.4	32.0	1.10	1.12	1.32	4.98	5.07	5.98	11.49	5.57	4.79	143.36	84.51	21.75	-1,656	-5,412	-5,012	625	13,813	0.12
THAI	Sell	16.50	17.00	3.0	26.2	0.50	0.17	0.33	3.03	1.01	1.98	6.06	3.62	8.75	40.71	-0.19	3.24	136,927	155,086	150,743	2,183	36,016	0.30
Mass Transit																							
BMCL	Neutral	1.04	1.00	(3.8)	0.8	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	51.87	56.12	122.77	113.17	17.06	-42.83	16,289	16,700	17,352	11,950	12,428	0.10
BTS	Buy	9.10	10.30	13.2	9.9	0.30	0.39	0.52	3.30	4.26	5.72	37.98	25.12	21.07	78.22	27.82	-11.04	31,664	6,172	-29,353	11,526	104,888	0.88
Shipping																							
PSL	Neutral	19.40	15.50	(20.1)	16.6	0.40	0.24	0.39	2.06	1.26	2.00	20.28	16.93	10.51	-22.42	36.76	39.71	2,792	6,046	2,573	1,040	20,167	0.17
RCL	Neutral	6.40	7.60	18.7	6.9	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.48	31.03	15.44	9.11	n.m.	117.67	69.54	5,975	6,909	6,915	829	5,304	0.04
TTA	Neutral	16.60	16.00	(3.6)	21.6	0.25	0.06	0.23	1.51	0.33	1.36	10.21	7.89	6.97	-13.58	52.56	14.95	9,682	13,530	13,889	992	16,465	0.14
Tollroads																							
BECL	Buy	36.25	50.00	37.9	45.6	1.50	1.62	1.75	4.14	4.46	4.84	8.15	6.98	5.57	3.74	1.19	11.37	15,803	9,722	5,792	770	27,913	0.23
mai																							
AGE	Neutral	2.32	3.00	29.3	2.7	0.00	0.04	0.05	0.00	1.77	2.36	91.06	19.90	16.63	-86.68	366.71	24.82	1,785	1,854	1,952	1,329	3,084	0.03
EA	Buy	7.85	9.00	14.6	10.1	0.00	0.00	0.14	0.00	0.00	1.78	131.09	77.32	16.35	53.08	118.45	440.95	1,125	4,231	9,054	3,730	29,280	0.25
UAC	Buy	8.10	11.00	35.8	10.6	0.21	0.12	0.22	2.61	1.43	2.66	31.63	27.14	14.14	33.31	52.49	104.68	206	406	732	553	4,481	0.04
SCBS Coverage																							
		1358.69		26.2					3.3%	3.7%	4.3%	9.42	8.87	7.77	6.83	8.06	15.10	1,717,559	1,814,049	1,648,675	9,426,597		79.20

สำนักงานใหญ่

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

สาขาเชียงใหม่

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
แขวงน้อมปราบ เขตน้อมปราบศัตรูพ่าย กรุงเทพฯ 10100
โทร: (662) 688-9200
โทรสาร: (662) 688-9020

สาขาชิดลม

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

สาขาสี่แยกสนามบินเชียงใหม่

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

สาขากมลาไสย (หาดใหญ่)

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

