

หุ้นพื้นฐานเด่น

2H/60

ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์
บล.ไอร่า จำกัด (มหาชน)

ปัจจัยต่างประเทศ

- (+) การชะลอขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด ถ้าสุดคาดมีโอกาส 50 : 50 ที่เฟดจะพิจารณาขึ้นในเดือนธค.'60 และคาดอีก 2 ครั้งในปี'61 (ลดลงจากความคาดหมายก่อนหน้านี้ที่ 4 ครั้งในปี'61)
- (-) ความไม่แน่นอนในการดำเนินนโยบายของ ปธน.ทรัมป์ ตามที่เคยหาเสียงไว้ จากความล่าช้าในการออกกฎหมายประกันสุขภาพฉบับใหม่ ที่อาจส่งผลกระทบต่อ การออกกฎหมายฉบับอื่นๆ เช่น การปฏิรูปภาษี เป็นต้น รวมถึงมาตรการอื่นๆ ที่จะใช้กระตุ้นเศรษฐกิจของสหรัฐฯ
- (-) การส่งสัญญาณของธนาคารกลางหลายๆ แห่ง เช่น FED, ECB และ BOE เป็นต้น โดยเฉพาะการปรับนโยบายการเงินจากเดิมแบบผ่อนคลายเป็นเข้มงวดขึ้น รวมถึงการส่งสัญญาณปรับลดงบดุลของเฟด ซึ่งมีการคาดหมายว่าเฟดจะประกาศในก.ย. นี้ รวมถึง ECB ที่คาดประกาศลดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในเดือนดังกล่าวเช่นกัน

ปัจจัยในประเทศ

- (+) แนวโน้มเศรษฐกิจที่ดีขึ้นตามลำดับ สศค. คาด 2H/60 ขยายตัวดีกว่า 1H/60 จากการส่งออก การใช้จ่ายภาครัฐ และการท่องเที่ยว คาดมีโอกาสรบเพิ่มเป้าหมาย GDP ทั้งปี'60 ที่ 3.60%
- (+) **Fund Flow** คาดมีสัญญาณที่ดีภายใต้การชะลอขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟด / เงินสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มอ่อนค่า
- (+) แผนการลงทุนภาครัฐ เช่น โครงการก่อสร้างระบบราง ทั้งรถไฟความเร็วสูง รถไฟทางคู่ และรถไฟฟ้า ซึ่งมีความชัดเจนมากขึ้นตามลำดับ
- (-) เงินบาทแข็งค่า กระทบหุ้นกลุ่มส่งออก

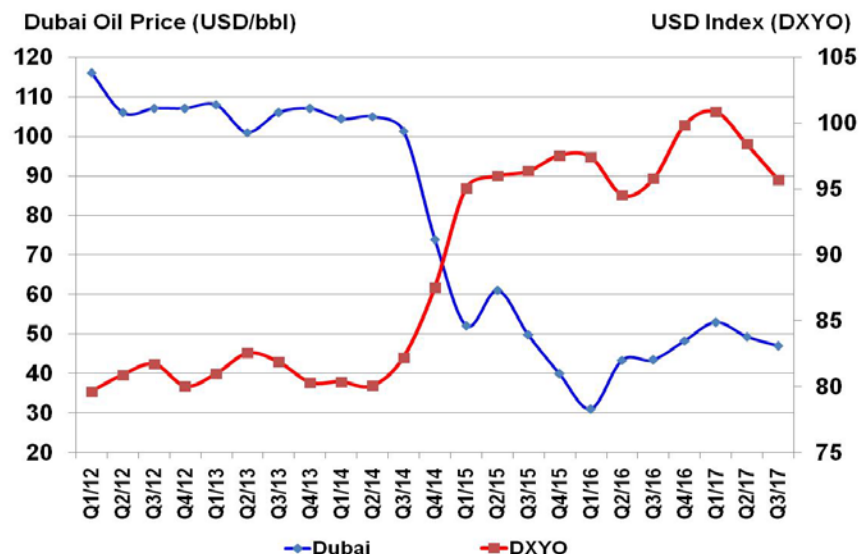
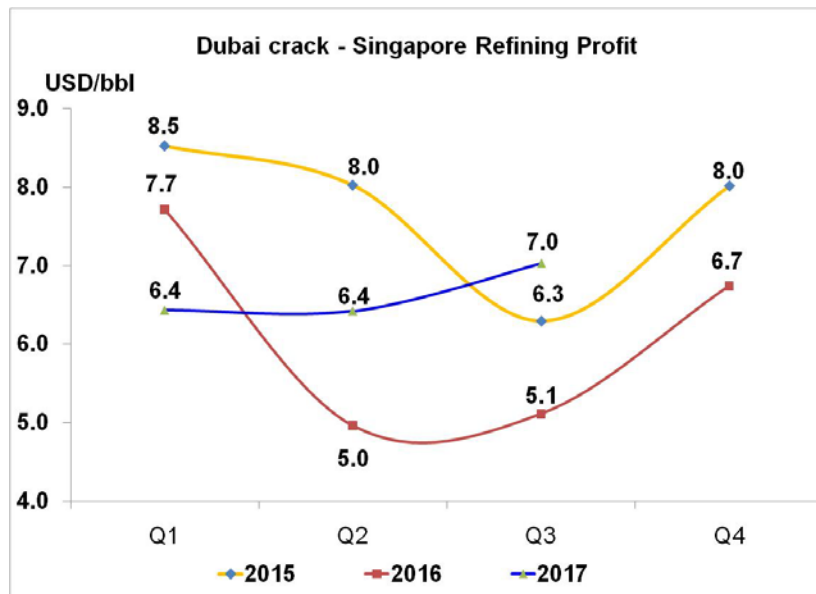
ภาพรวมตลาด 2H/60 : คาด Sideway Up เป้าหมายดัชนี 1,620 – 1,650 จุด (PE 16X)

กลยุทธ์การลงทุนเน้นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์จากประเด็นในประเทศ – Domestic Play และหุ้นที่มีปัจจัยโดดเด่นเฉพาะตัว

TOP



แนวโน้มผลประกอบการ 3Q/60 ดีต่อเนื่อง จากค่าการกลั่นในระดับสูง

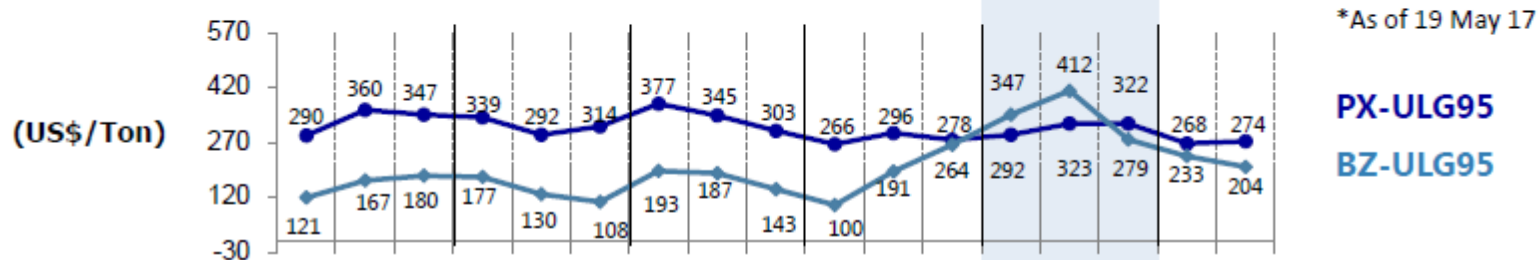


ที่มา : BISNEWS

- ❑ ค่าการกลั่นในช่วง 3Q/60TD อยู่ที่ 7.0 เหรียญสหรัฐฯต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 37% yoy และอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะค่าการกลั่นของน้ำมันเบนซินอยู่ในระดับสูงที่ 13.6 USD/bbl ส่วนค่าการกลั่นของน้ำมันดีเซลและอากาศยานเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 11.8-13.2 เหรียญสหรัฐฯต่อบาร์เรล ซึ่งจะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานในช่วง 3Q/60
- ❑ คาดแนวโน้มราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มแกว่งตัวอยู่บริเวณ 45-50 เหรียญสหรัฐฯ ต่อบาร์เรลในช่วง 3Q/60 จะส่งผลกระทบจากกำไรหรือขาดทุนจากสต็อกน้ำมันมีเพียงเล็กน้อย อย่างไรก็ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบมีปัจจัยบวกจากนโยบายลดกำลังของกลุ่มโอเปก แต่มีปัจจัยลบจากกำลังผลิตของสหรัฐฯ ที่มีแนวโน้มเพิ่มสูงขึ้นต่อเนื่อง
- ❑ สัดส่วนขายในประเทศ 87%, CLMV 8% เหลือส่งออกเพียงแค่ 5% การที่ TOP มียอดขาย CLMV สูงสุดเมื่อเทียบกับโรงกลั่นอื่น เนื่องจากมีกำลังการผลิตสูงสุด และการขายในประเทศและ CLMV มีกำไรดีกว่าการส่งออกไปประเทศอื่น

คาดการณ์ปิโตรเคมีอ่อนตัวลงในช่วง 3Q/60

	2016				2017		2016
\$/ton	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2TD*	FY16
PX**-ULG95	332	315	341	280	↑ 312	270	317
BZ**-ULG95	156	138	174	185	↑ 346	221	163



ที่มา : TOP

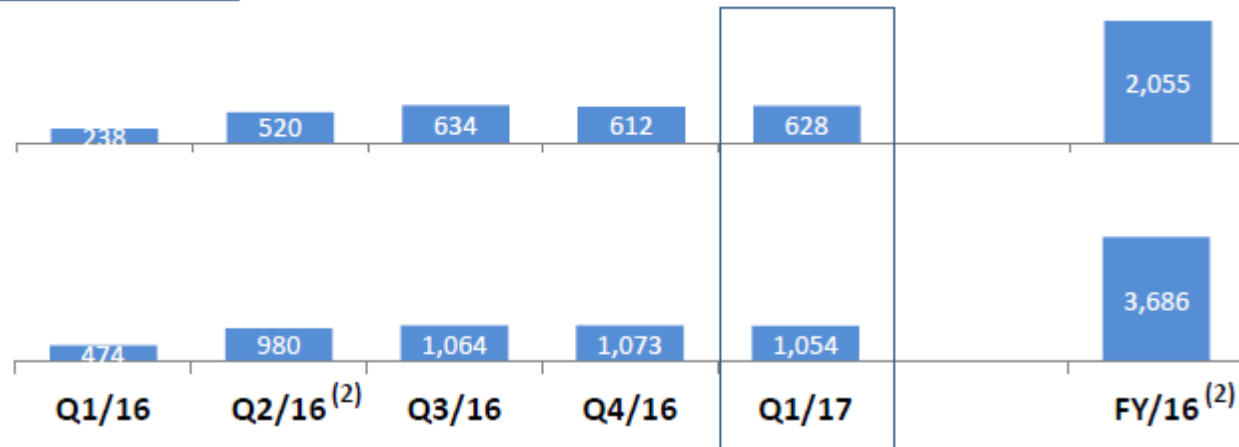
- ส่วนต่างปิโตรเคมีในช่วง 3Q/60 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 2Q/60 โดยค่าส่วนต่าง Paraxylene-ULG95 อยู่ที่ 275 USD/ton เพิ่มขึ้น 0.7% qoq ในขณะที่ส่วนต่าง Benzene-ULG95 ลดลง 5.8% qoq อยู่ที่ 212 USD/ton หลังจากภาวะอุปทานขาดแคลนในช่วง 1Q/60 จากการปิดซ่อมโรงงานปิโตรเคมีในต่างประเทศฟ่อนคลายลง อย่างไรก็ตามการเปิดดำเนินงานโรงกลั่นใหม่ที่ช้ากว่าคาด ยังส่งผลดีต่อราคาปิโตรเคมีในสายอะโรเมติกส์
- แม้ส่วนต่างปิโตรเคมีจะอ่อนตัวลง แต่ยังอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะส่วนต่างของเบนซีน ที่ดีขึ้นกว่าช่วงปี 2559 จึงคาดว่าธุรกิจปิโตรเคมีจะยังคงทำกำไรได้ต่อเนื่องในช่วง 3Q/60

ธุรกิจโรงไฟฟ้า มีกำไรเข้ามาอย่างสม่ำเสมอ

Power & Steam Sales

Electricity⁽¹⁾
(GWh)

Steam⁽¹⁾
(kton)



ที่มา : TOP

- ❑ TOP ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้าผ่านบริษัท Thai oil power (ถือหุ้น 74%) , TOP SPP (ถือ 100%) และการถือหุ้นใน GPSC จำนวน 24.29%
- ❑ ในช่วง 1Q/60 ที่ผ่านมามีส่วนแบ่งกำไรเข้ามาที่ TOP คิดเป็นกำไรสุทธิจำนวน 586 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 46% yoy จากการรับรู้การผลิตของ TOP SPP เต็มไตรมาสในช่วง 1Q/60
- ❑ กำไรจากโรงไฟฟ้าเข้ามาที่ TOP อย่างสม่ำเสมอ และยังมีโอกาสเติบโตจากการขยายงานของ GPSC ที่มีการขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง

โอกาสเติบโตในระยะยาวจากโครงการ CFP

- ❑ TOP อยู่ระหว่างศึกษาโครงการ CFP ซึ่งเป็นการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงกลั่น พร้อมกับการขยายกำลังการผลิต เพื่อรองรับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป ที่มีแนวโน้มเติบโต โดยเฉพาะในแถบ CLMV ปัจจุบันอยู่ระหว่างขั้นตอนการพิจารณาลงทุน หากสามารถสรุปโครงการได้ คาดว่าจะเริ่มการผลิตได้ในปี 2565
- ❑ เราคาดผลการดำเนินงานปี '60 จะมีกำไรสุทธิ 18,978 ล้านบาท ลดลงจากปี 2559 ซึ่งมีกำไรจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก เราคาดค่าการกลั่นของ TOP ในปี 2560 อยู่ที่ 6.0 USD/bbl ประกอบกับผลการดำเนินงานของ TOP ยังมีโอกาสขยายตัว ตามการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป ทั้งในประเทศและต่างประเทศ ประเมินราคาเป้าหมายปี '60 อยู่ที่ 96.00 บาท แนะนำ “ซื้อ”

Financial Summary

	FY15	FY16	FY17F	FY18F	FY19F
Revenue (MB.)	293,569	274,739	350,384	367,903	386,299
Growth (%)	-24.7%	-6.4%	27.5%	5.0%	5.0%
Net Profit (MB.)	12,181	21,222	18,978	19,021	22,269
Growth (%)	n.a.	74.2%	-10.6%	0.2%	17.1%
EPS (Bt.)	5.97	10.40	9.30	9.32	10.92
BV (Bt.)	45.28	53.46	58.57	63.70	69.70
Dividend (Bt.)	2.70	4.50	4.19	4.20	4.91
P/E (x)	12.90	7.40	8.28	8.26	7.05
P/BV (x)	1.70	1.44	1.31	1.21	1.10
Dividend Yield (%)	3.51%	5.84%	5.44%	5.45%	6.38%

ที่มา : TOP และประมาณการโดย AIRA

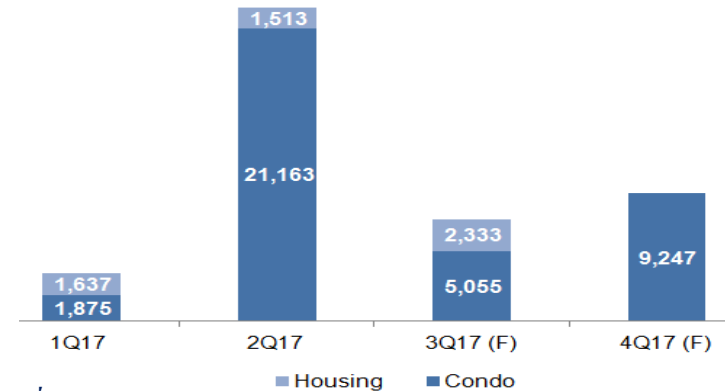
ANAN : 2016 - 17 “Years of Harvest”



ANAN..... 2016-17 “Years of Harvest”

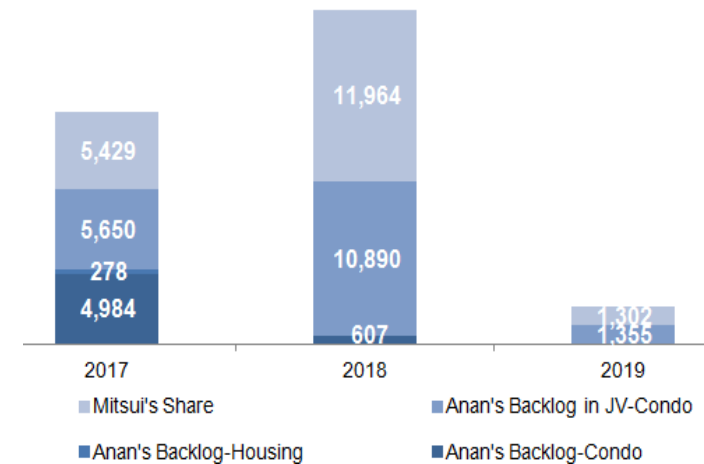
- ANAN ผู้พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ตามเส้นทาง
แนวรถไฟฟ้าในเขตพื้นที่กรุงเทพฯ.....ซึ่งคาดเป็น
ทำเลที่มีศักยภาพ และมีความต้องการดีต่อเนื่อง
- มองปี'60 - 61 เป็นปีที่โดดเด่นของ ANAN จาก :
 - ✓ กำไรสุทธิมีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่ง 30%CAGR
หลัง ANAN มี Backlog รอรับรู้รายได้สูงสุดในกลุ่ม
จำนวน 42,500 ล้านบาท ซึ่งรองรับประมาณการ
รายได้ปี'60 - 61 เราแล้วกว่า 90% และ 86%
ตามลำดับ
 - ✓ คาดยอดขายปี'60 เติบโต 23% ทั้งจากการเปิดตัว
คอนโดใหม่ ที่ยังเน้นทำเลทองใกล้แนวรถไฟฟ้า
และโครงการแนวราบที่คาดยอดขายยังเพิ่มขึ้น หลัง
ANAN มีแผนกระจายพอร์ตเปิดตัวแนวราบมากขึ้น

2017 : Business Plan – Launches (ล้านบาท)



ที่มา : ANAN

ANAN's Existing Backlog (ล้านบาท)



ที่มา : ANAN

ANAN's Projects Transfer 2017

Project	Total Project Value (MB)	Begins Transfer	% Net Sold
 Ashton Residence 41	1,900	2Q17	47.1%
 Ideo Sukhumvit 115	2,744	3Q17	67.3%
 Ideo Q Siam- Ratchathewi (JV)	3,819	3Q17	82.9%
 Ideo Mobi Bangsue Interchange (JV)	2,533	3Q17	42.5%
 Unio Sukhumvit 72	1,460	4Q17	49.2%
 Unio Rama 2 - Thakham	985	4Q17	52.3%
 Venio Sukhumvit 10	861	4Q17	88.8%
 Ashton Asoke	6,705	4Q17	97.9%
 Q Chidlom-Phetchaburi	3,003	4Q17	55.9%
 Ideo Tha Phra Interchange	2,977	4Q17	37.4%

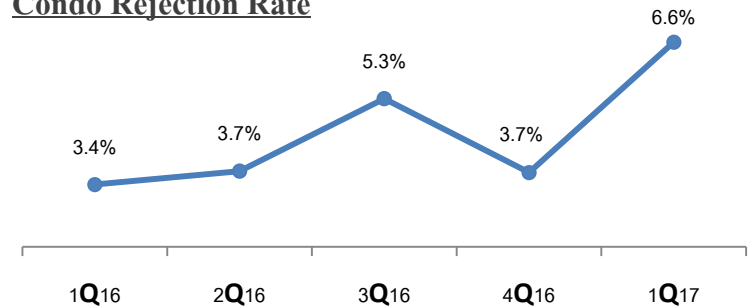
ANAN..... 2016-17 “Years of Harvest”

- หลังเข้าร่วมทุนกับ Mitsui Fudosan ช่วยเพิ่มศักยภาพให้กับ ANAN ทั้งต้นทุนต่อโครงการที่ลดลง และความสามารถในการเปิดโครงการใหม่ที่มีจำนวนสูงขึ้น
- ปี'60 มีแผนเปิดตัวโครงการสูงถึง 17 โครงการ (แบ่งเป็นแนวสูง : แนวราบ 12 : 5 โครงการ) มูลค่ารวม 42,000 - 43,000 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 105% และภายใต้จุดเด่นจากทำเลที่มีศักยภาพ รวมถึงการออกแบบที่ทันสมัยตอบโจทย์ความต้องการกลุ่มลูกค้าในเมือง ทำให้คาดยอดขายปี'60 ยังเติบโตต่อเนื่อง คาดสูงถึง 31,000 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 23% ซึ่งคาดช่วยรองรับผลประกอบการให้เติบโตได้ดีในระยะ 2 - 3 ปีข้างหน้า
- คาดยอดขาย 2Q/60 เพิ่มขึ้นโดดเด่น จากการจัดงาน Ananda Urban Pulse (22-25 มิ.ย.60) ซึ่งการตอบรับดีกว่าคาด สามารถสร้างยอด Presale ได้กว่า 9,000 ล้านบาท จากการเปิดตัว 5 โครงการใหม่ มูลค่า 21,700 ล้านบาท โดยโครงการ Ideo Q Victory (มูลค่า 3,100 ล้านบาท) สามารถปิดการขายได้ 100% ขณะที่โมเมนตัมยอดขาย 2H/60 ยังมีแนวโน้มดี เมื่อพิจารณาจากแผนเปิดตัวโครงการใหม่ต่อเนื่อง

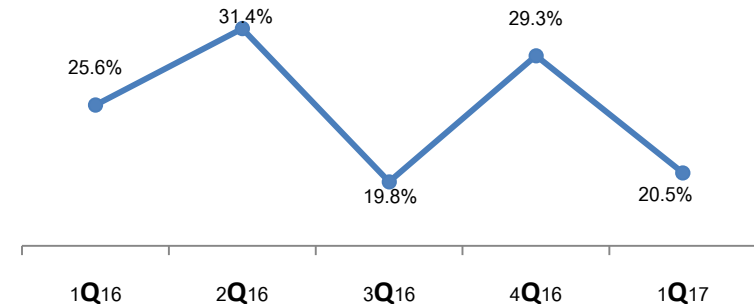
ANAN..... 2016-17 “Years of Harvest”

- แม้ความเข้มงวดในการอนุมัติสินเชื่อของสถาบันการเงินจะเพิ่มมากขึ้น แต่เรามอง ANAN ยังเป็นหนึ่งบริษัทที่มีความเสี่ยงต่ำ เมื่อพิจารณาจากยอด Rejection Rate ที่ยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับคู่แข่ง
- ANAN เป็นหนึ่งในผู้นำตลาดคอนโดฯ ที่เน้นกลุ่มลูกค้าระดับกลาง-บน ซึ่งมองยังมีกำลังซื้อที่แข็งแกร่ง เมื่อเทียบกับระดับล่างที่มีหนี้ครัวเรือนที่สูง

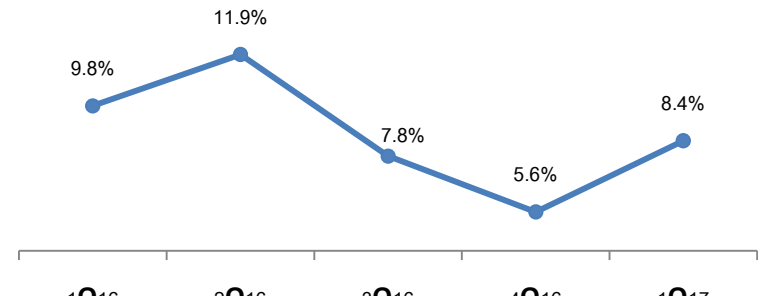
Condo Rejection Rate



Housing Rejection Rate

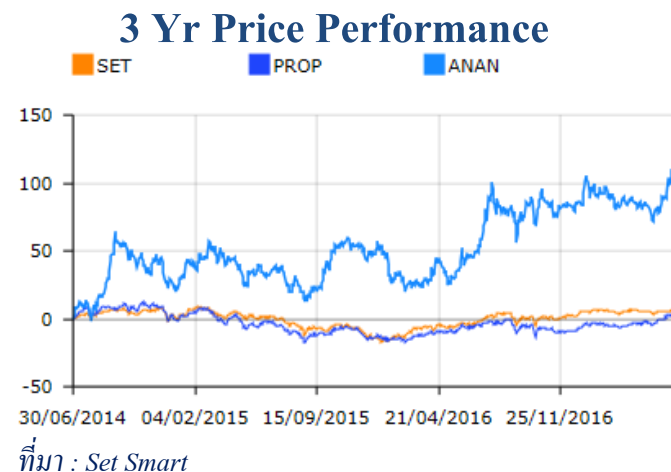


Total Rejection Rate



ANAN..... 2016-17 “Years of Harvest”

- คาดผลการดำเนินงานไตรมาสที่เหลือของปี'60 ดีขึ้นตามลำดับ และคาดต่อเนื่องถึงปี'62 ภายใต้อ Backlog ที่มีอยู่ปัจจุบัน คาดกำไรสุทธิเติบโต 30% CAGR
- ประเมินราคาเป้าหมายปี'60 ที่ 5.70 บาท/หุ้น แนะนำ “ซื้อ”



Unit : MB	FY14	FY15	FY16	FY17F	FY18F
Revenue	10,328	10,740	11,730	10,514	10,502
Growth (%)	13%	4%	9%	-10%	0%
Net Profit	1,301	1,207	1,501	1,746	2,605
Growth (%)	60%	-7%	24%	16%	49%
EPS (Bt.)	0.39	0.36	0.45	0.52	0.78
Fully diluted EPS	0.39	0.36	0.45	0.52	0.78
BV (Bt.)	2.07	2.62	3.23	3.31	4.32
Dividend (Bt.)	0.08	0.10	0.13	0.16	0.23
PE (x)	8.40	11.55	11.54	9.93	6.65
PBV (x)	1.58	1.60	1.61	1.57	1.20
Dividend Yield (%)	2.44%	2.39%	2.40%	3.02%	4.51%

ที่มา : ANAN และประมาณการโดย AIRA

UNIQ



แผนประมูลงานต่อเนื่อง...หนุณภาพรวมกลุ่มรับเหมาฯ

- โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ คาคทยอยเปิดประมูลต่อเนื่อง 2H/60 – 1Q/61 มูลค่ารวมเกือบ 100,000 ล้านบาท

โครงการรถไฟฟ้าทางคู่ที่คาคทยอยเปิดประมูล

Projects	Project Value (MB)	Project Owner	Q2/17	Q3/17	Q4/17	Q1/18
Hua Hin – Prachuap Keeree Kan	8,409	SRT	TOR Selling	Bidding	Signing	Construction
Nakhon Pathom – Hua Hin : Contract 1	8,465			TOR Selling		Bidding
Nakhon Pathom – Hua Hin : Contract 2	7,384			TOR Selling		Bidding
Prachuap Khiri Khan – Chumphon : Contract 1	6,816			TOR Selling		Bidding
Prachuap Khiri Khan – Chumphon : Contract 2	6,816			TOR Selling		Bidding
Mab Krabao – Chira Junction : Contract 1	8,280			TOR Selling		Bidding
Mab Krabao – Chira Junction : Contract 2	8,280			TOR Selling		Bidding
Mab Krabao – Chira Junction : Tunneling	9,578			TOR Selling		Bidding
Mab Krabao – Chira Junction : Signaling	2,366			TOR Selling		Bidding
Lop Buri – Pak Nam Po : Contract 1	10,526			TOR Selling		Bidding
Lop Buri – Pak Nam Po : Contract 2	10,526			TOR Selling		Bidding
Lop Buri – Pak Nam Po : Signaling	2,869			TOR Selling		Bidding
Nakhon Pathom – Chumphon : Signaling	6,986			TOR Selling		Bidding
Total	97,301					

แผนก่อสร้างรถไฟฟ้าทางคู่ทั่วประเทศ ระยะทางรวม 2,995 กม.



แผนประมูลงานต่อเนื่อง... หนุ่ภาพรวมกลุ่มรับเหมาฯ

➡ มีโครงการของหลายๆ หน่วยงาน อยู่ในแผนเปิดประมูลต่อเนื่องในช่วง 1H/61 ส่วนใหญ่เป็นงานระบบราง ทั้งรถไฟฟ้า และรถไฟทางคู่ รวมถึงส่วนต่อขยาย สนามบินสุวรรณภูมิ และ Motorway เป็นต้น

โครงการที่อยู่ในแผนการประมูลช่วง 2H/60 – 1H/61

Projects	Project Value (MB)	Project Owner	Q3/17	Q4/17	Q1/18	Q2/18
Airport Rail Link (Extension) Don Muang - Bang Sue - Phaya Thai	31,149	SRT	Bidding			
Red Line : Rangsit - Thammasat University (Rangsit Campus)	7,597		Bidding			
Red Line (Missing Link)	44,157		Bidding			
3 rd Runway, Suvarnabhumi Airport	10,000	AOT	Bidding			
Motorway : Pattaya - Map Ta Phut	2,500	DOH	Toll Collection Bidding			
Motorway : Bang Pa-In - Nakhon Ratchasima	10,000		Toll Collection Bidding			
Motorway : Bang Yai - Kanchanaburi	10,000		Toll Collection Bidding			
Rama III - Dao Kanong Expressway	31,244	EXAT	Bidding			
Third Stage Expressway (North)	14,382	EXAT	Bidding			

Projects	Project Value (MB)	Project Owner	Q3/17	Q4/17	Q1/18	Q2/18
MRT Purple Line : Tao Poon - Ratburana	131,004	MRTA	Bidding			
MRT Orange Line : Taling Chan - Thailand Cultural Centre	111,186		Bidding			
MRT Blue Line (Extension) : Bang Khae - Phuttamonthon 4	21,197		Bidding			
MRT Green Line : Samut Prakan - Bangpu	12,146		Bidding			
MRT Green Line : Khu Khot - Lam Luk Ka	9,803		Bidding			
Double Track : Paknam Po - Den Chai	56,066	SRT	Bidding			
Double Track : Chira Junction - Ubon Ratchathani	35,840		Bidding			
Double Track : Khon Kaen - Nong Khai	26,066		Bidding			
Double Track : Chumphon - Surat Thani	23,385		Bidding			
Double Track : Surat Thani - Hat Yai - Songkhla	51,823		Bidding			
Double Track : Hat Yai - Padang Besar	7,941		Bidding			
Double Track : Den Chai - Chiang Mai	59,924		Bidding			

ประเด็นความเสี่ยง

➡ ความไม่แน่นอน ทั้งชะลอ / เลื่อน / ล่าช้า ในการเปิดประมูลโครงการต่างๆ ทำให้ปริมาณงานก่อสร้างไม่เป็นไปตามคาด และอาจทำให้เกิดความไม่ต่อเนื่องของ Backlog และส่งผลต่อการรับรู้รายได้ซึ่งจะบันทึกตามความคืบหน้าของงานก่อสร้าง

➡ ปัญหาการล่าช้าที่ก่อสร้าง ทำให้งานก่อสร้างเกิดความล่าช้าไม่เป็นไปตามสัญญา คาดอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนงานก่อสร้างเพิ่มขึ้น (Cost Overrun) และทำให้ความสามารถทำกำไรไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้

➡ ความผันผวนของราคาน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ปรับเพิ่มขึ้น คาดส่งผลกระทบต่อทั้งทางตรงและทางอ้อมต่อต้นทุนวัสดุก่อสร้าง (เช่น ปูน และ เหล็ก เป็นต้น) ขณะที่มูลค่างานก่อสร้างกำหนดไว้ล่วงหน้าแล้ว ไม่สามารถผลักภาระดังกล่าวได้

➡ ปัญหาแรงงาน ภายใต้อุปสงค์ปริมาณงานก่อสร้างที่ออกมาพร้อมๆ กัน คาดอาจส่งผลให้เกิดปัญหาขาดแคลนแรงงาน และอาจส่งผลกระทบต่องานก่อสร้างไม่เป็นไปตามแผน

แนะนำ “UNIQ”

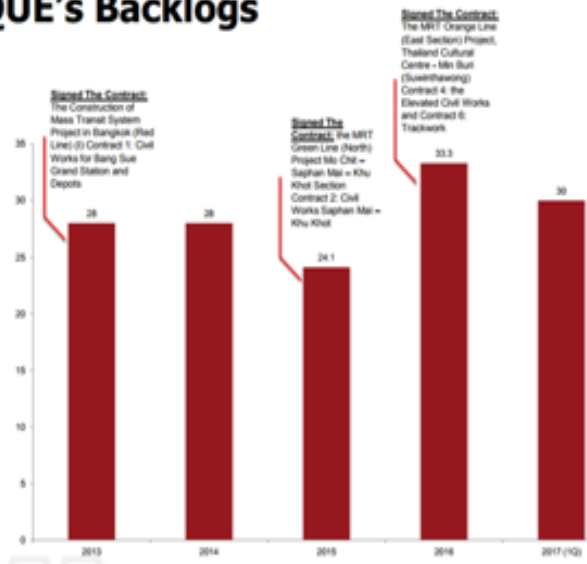
➡ 1Q/60 มี Backlog ประมาณ 30,000 ล้านบาท คาดเพียงพอและสามารถรองรับการเติบโตรายได้เฉลี่ย ประมาณ 15%ต่อปี ในช่วงระยะเวลา 2 ปีข้างหน้า

➡ คาดกำไรสุทธิเติบโตต่อเนื่อง จากความสามารถทำกำไรที่คาดยังโดดเด่น

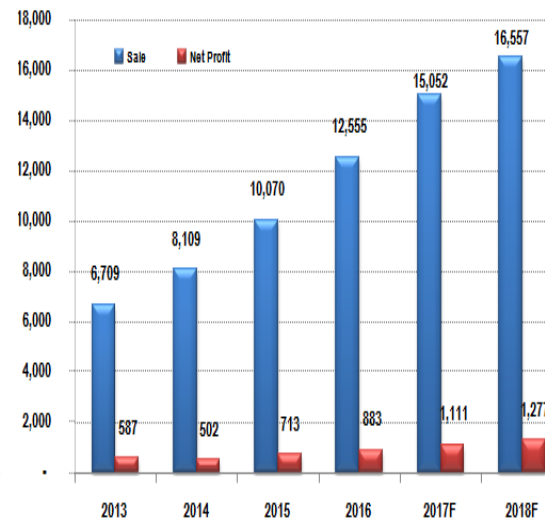
คาด Gross Profit Margin เฉลี่ยสูงถึง 17 - 18% และมี Net Profit Margin

เฉลี่ย 7.0 – 8.0% โดดเด่นสุดในกลุ่มผู้ประกอบการรายใหญ่ เช่น ITD, CK และ STEC

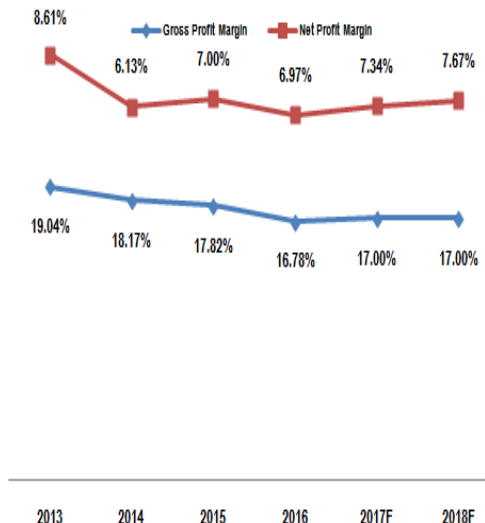
UNIQUE'S Backlogs



รายได้และกำไรสุทธิ (ล้านบาท)



GPM และ NPM (%)



UNIQ....ราคาเป้าหมาย 25.70 บาท

➡ 1Q/60 เริ่มกลับเข้าสู่ระดับปกติ มี Gross Profit Margin เฉลี่ย 18.49% เพิ่มขึ้นจาก 14.72% เมื่อ 4Q/59 หลังไตรมาสที่ผ่านมาได้รับผลกระทบจากต้นทุนงานก่อสร้างที่สูงขึ้น แต่เป็น One Time และเมื่อเทียบกับ 1Q/59 พบว่ากำไรสุทธิ เพิ่มขึ้น 27% อยู่ที่ 212 ล้านบาท ตามรายได้งานก่อสร้าง จำนวน 3,007 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 25%yoy

➡ คาดผลการดำเนินงานปี'60 ยังเติบโตต่อเนื่อง คาดรายได้งานก่อสร้าง 15,052 ล้านบาท +20% และความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับที่ดี คาด Gross Profit Margin เฉลี่ย 17% และคาดกำไรสุทธิ 1,111 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 26%จากปี'59

➡ ประเมินราคาเป้าหมายปี'60 ที่ 25.70 บาท อิง PE เดิม 25X ภายได้ปัจจัยหนุนในระยะกลาง – ยาว และความสามารถในการทำกำไรที่โดดเด่นเมื่อเทียบกับคู่แข่ง แนะนำ “ซื้อ”

Financial Summary

Unit : MB	FY14A	FY15A	FY16A	FY17F	FY18F
Sale	8,109	10,070	12,555	15,052	16,557
Growth (%)	20.86%	24.18%	24.68%	19.88%	10.00%
Net Profit	502	713	883	1,111	1,277
Growth (%)	-14.38%	41.91%	23.94%	25.73%	14.96%
EPS (Bt.)	0.46	0.66	0.82	1.03	1.18
BV (Bt.)	5.23	5.70	6.24	7.60	8.30
Dividend (Bt.)	0.19	0.27	0.33	0.41	0.48
PE (x)	41.54	29.27	23.62	18.78	16.34
PBV (x)	3.69	3.39	3.09	2.54	2.33
Dividend Yield (%)	0.98%	1.40%	1.71%	2.15%	2.47%

ที่มา : UNIQ และประมาณการโดย AIRA

MTLS

เมืองไทย ลิสซิ่ง

เปิดสาขา ครอบคลุมทุกพื้นที่ สู่ทุกภูมิภาค..

เมืองไทย ลิสซิ่ง 1874 ลบา

เมืองไทย ลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน)

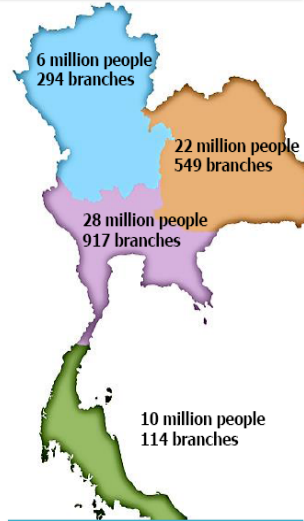
MTLS

MTLS.....ประเด็นความน่าสนใจ

- **เดินทางทำกำไรสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง:** คาดกำไรสุทธิใน 2Q/60 จะสถิติสูงสุดใหม่เป็นไตรมาสที่ 11 ติดต่อกันภายใต้ไตรมาส 2 ของทุกปี เป็นช่วง High Season ของสินเชื่อ เนื่องจากเป็นช่วงที่เด็กนักเรียนเปิดเทอม และเป็นช่วงชาวนาเริ่มปลูกข้าวนาปี ส่งผลให้ความต้องการสินเชื่อจะเพิ่มสูงสุดในช่วง Q2 ของทุกปี

- **นโยบายปราบปรามหนี้นอกระบบ ช่วยกระตุ้นความต้องการสินเชื่อ :** ภายใต้นโยบายการปราบปรามหนี้นอกระบบของรัฐบาล คาดส่งผลดีต่อ MTLS เนื่องจากเป็นแหล่งเงินกู้ที่เข้าถึงคนระดับรากหญ้าได้ง่ายที่สุด รองจากหนี้นอกระบบ ปัจจุบัน MTLS มีสาขาทั้งหมด 1,870 สาขากระจายครอบคลุมถึงระดับชุมชน นอกจากนี้ยังสามารถอนุมัติสินเชื่อได้ภายใน 30 นาที ซึ่งตอบโจทย์ลูกค้ากลุ่มนี้ซึ่งต้องการเงินด่วนเพื่อเสริมสภาพคล่อง กอปรกับ MTLS ยังชูจุดขายที่คิดดอกเบี้ยถูกกว่าคู่แข่ง ทำให้คาดว่า MTLS จะได้ประโยชน์จากนโยบายดังกล่าว

Thailand's Geography
77 cities/877 towns/7,255 villages

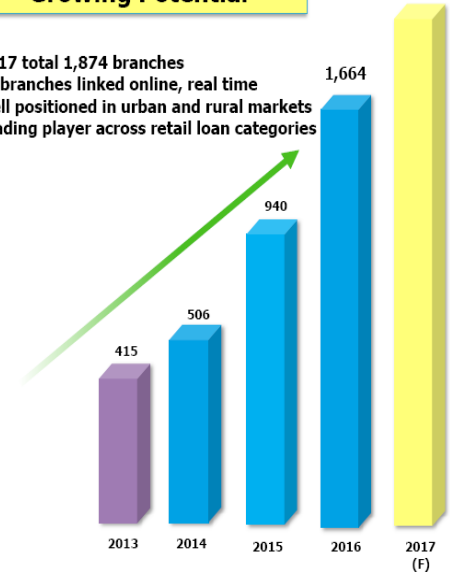


Total 1,874 Branches

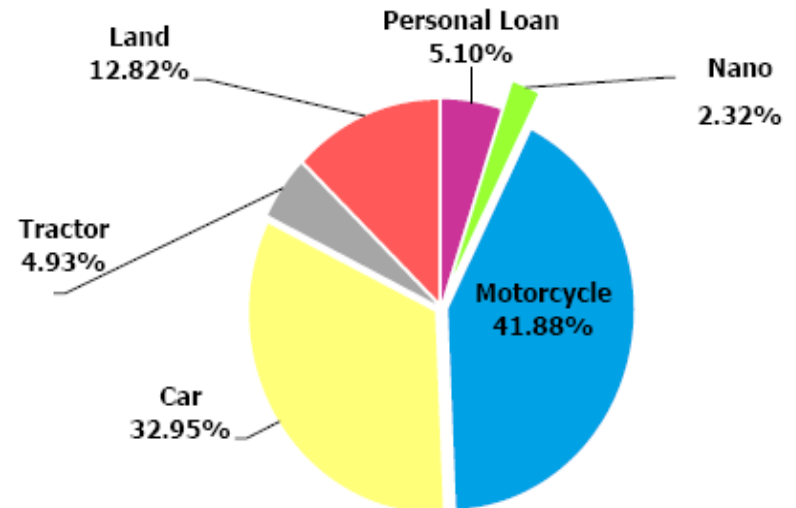
Growing Potential

- 1Q17 total 1,874 branches
- All branches linked online, real time
- Well positioned in urban and rural markets
- Leading player across retail loan categories

Target 2,200



Proportion of Loan Receivables as of March, 31 2017



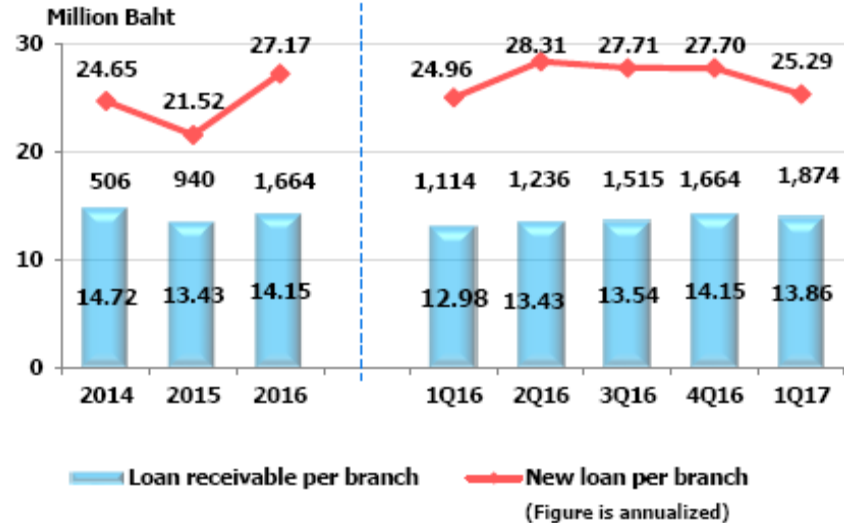
ที่มา : MTLS และ AIRA

MTLS.....ประเด็นความน่าสนใจ (ต่อ)

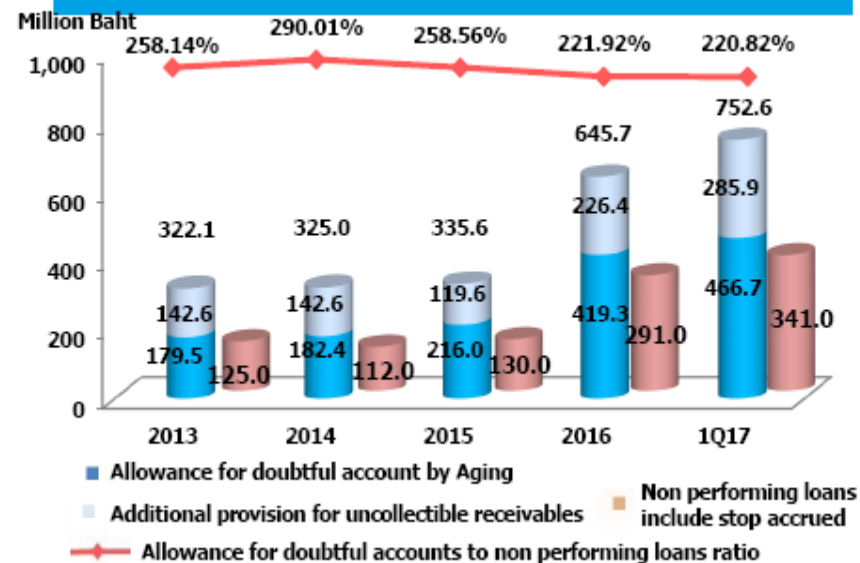
• **คาด New Loans เติบโตสูงถึง 50%** : ภายใต้แผนการขยายสาขาใหม่ เพิ่มขึ้นอีก 536 สาขา ทำให้คาดสิ้นปี'60 มีสาขา จำนวน 2,200 สาขา ขณะที่คาด MTLS สามารถรับรู้รายได้เต็มปีจากสาขาที่เปิดเมื่อปี'59 จำนวน 724 สาขา นอกจากนี้คาดประสิทธิภาพสาขาดีขึ้น เนื่องจากสามารถหารายได้จากการปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มขึ้น แต่คาดค่าใช้จ่ายปรับเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่น้อยกว่า ทำให้คาด Cost to Income อยู่ที่ 43% ลดลงจาก 44.53% เมื่อปี'59

• **ประสิทธิภาพจัดการ NPL ดีเยี่ยม** : ปัจจุบัน MTLS มี NPL Ratio เพียง 1.09% ต่ำกว่าอุตสาหกรรม ซึ่งเฉลี่ย 3 - 5% หลัง MTLS มีนโยบายให้พนักงานดูแลลูกค้าอย่างใกล้ชิด และปรับโครงสร้างหนี้ก่อนลูกค้าจะมีปัญหา ส่งผลให้ NPL ปรับเพิ่มขึ้นในสัดส่วนที่น้อยเมื่อเทียบกับการขยายตัวของสินเชื่อ และภายใต้เศรษฐกิจที่เริ่มฟื้นตัวเป็นลำดับ คาด NPL อยู่ที่ ประมาณ 1.2%

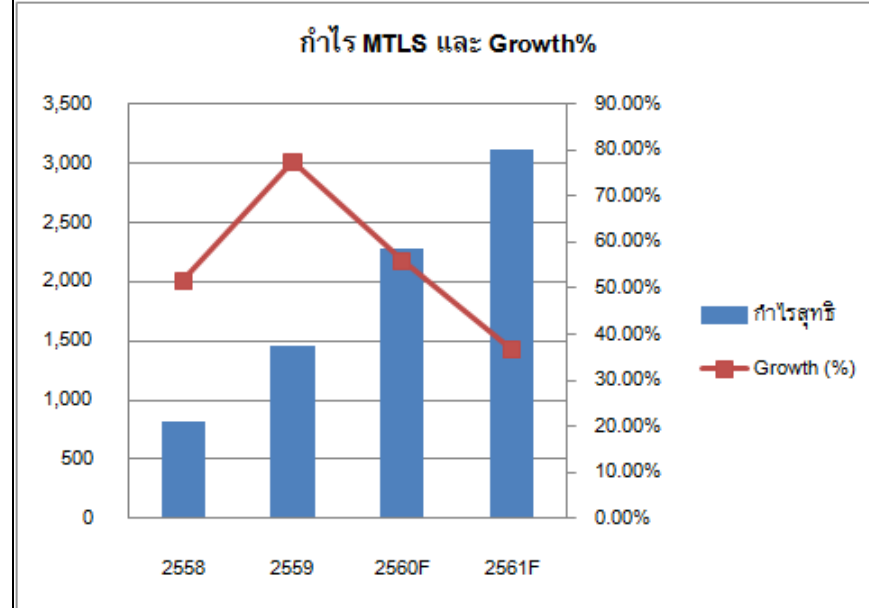
Average New Loan and Loan Receivables per Branch



Allowance for Doubtful Account



-
- | Period | Interest Income Ratio | Interest Expense Ratio | Interest Spread |
|--------|-----------------------|------------------------|-----------------|
| 2014 | 25.21% | 5.98% | 19.23% |
| 2015 | 23.97% | 4.96% | 19.01% |
| 2016 | 23.48% | 2.83% | 20.65% |
| 1Q16 | 23.35% | 3.32% | 20.03% |
| 2Q16 | 23.28% | 2.76% | 20.52% |
| 3Q16 | 23.56% | 2.66% | 20.90% |
| 4Q16 | 23.72% | 2.59% | 21.13% |
| 1Q17 | 23.53% | 2.74% | 20.79% |
- * Calculated by averaging the fourth quarter.



ที่มา : *MTLS* และ *AIRA*

MTLS.....ราคาเป้าหมาย 37.50 บาท

• แนะนำ “ซื้อถึงกำไร” : จากความน่าสนใจดังนี้ (1) เข้าสู่ช่วง High Season ของการปล่อยสินเชื่อ และนโยบายปราบปรามหนี้นอกระบบของภาครัฐ (2) คาดกำไรสุทธิเติบโตไม่ต่ำกว่า 35% ในช่วง 2 - 3 ปีข้างหน้า ประเมินราคาเป้าหมายปี’60 ที่ 37.50 บาท อิง PE ที่ 35 เท่า

Financial Summary	2558	2559	2560F	2561F
Net Profit (Btmn)	825	1,464	2,282	3,120
EPS (Bt)	0.39	0.69	1.08	1.47
Growth (%)	51.62%	77.47%	55.87%	36.69%
BV (Bt)	2.67	3.16	4.07	4.95
Dividend (Bt)	0.20	0.10	0.16	0.59
PE (x)	54.62	35.80	32.74	23.96
PBV (x)	7.99	7.82	8.66	7.11
Dividend Yield (%)	0.94	0.40	0.46	1.67
ROAA(%)	7.55%	7.81%	7.72%	7.82%
ROAE(%)	15.34%	23.72%	29.78%	32.60%

ที่มา : MTLSและประมาณการ โดย AIRA

TWPC

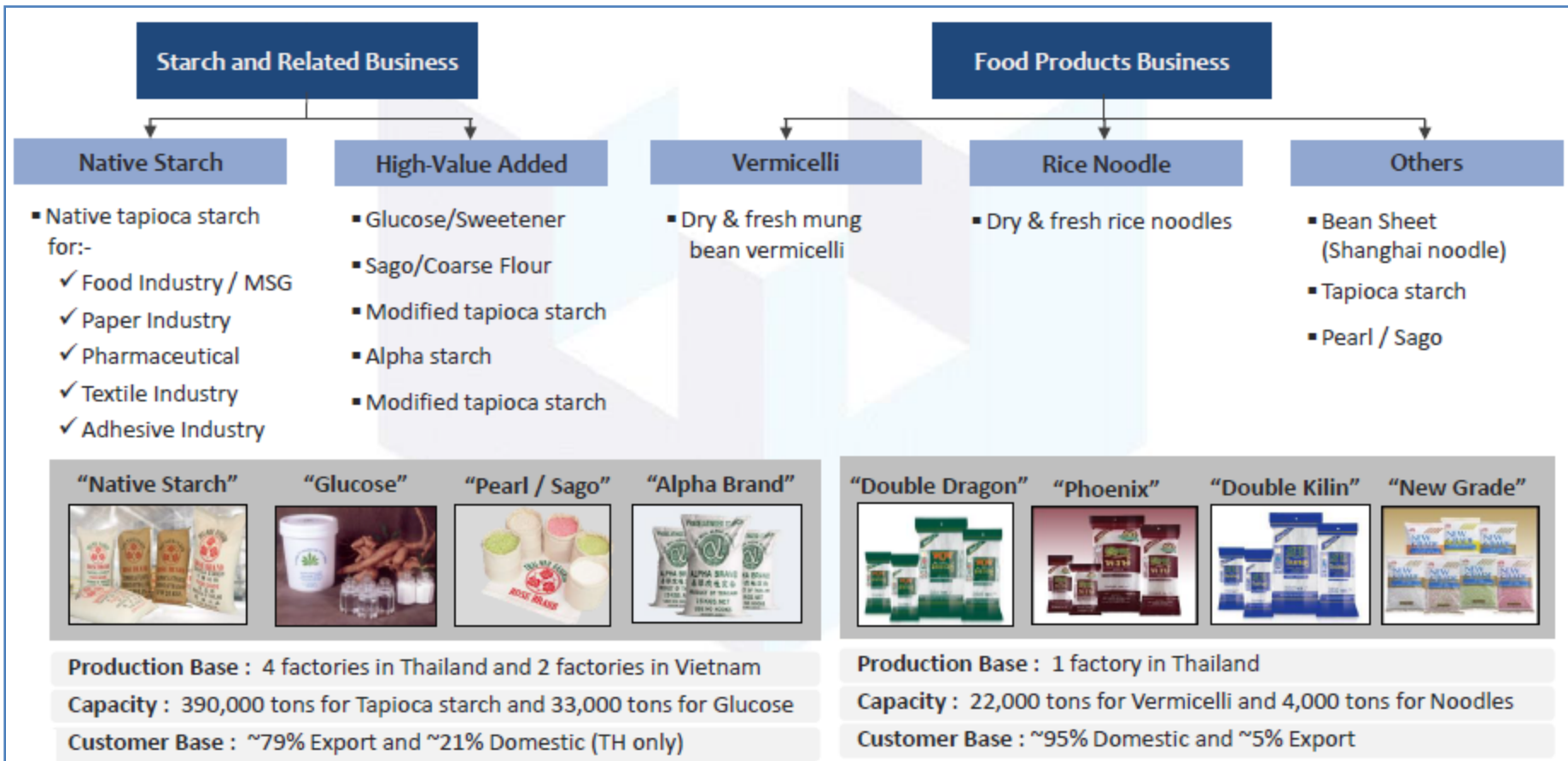


“เติบโตจากการขยายกำลังการผลิต และผลิตภัณฑ์ใหม่”

ผู้นำในธุรกิจแป้งมันฯ และวุ้นเส้น

TWPC เกิดจากการควบรวมกัน (ตค. 2558) ของผู้นำในธุรกิจแป้งมันฯ และธุรกิจวุ้นเส้น ปัจจุบัน :

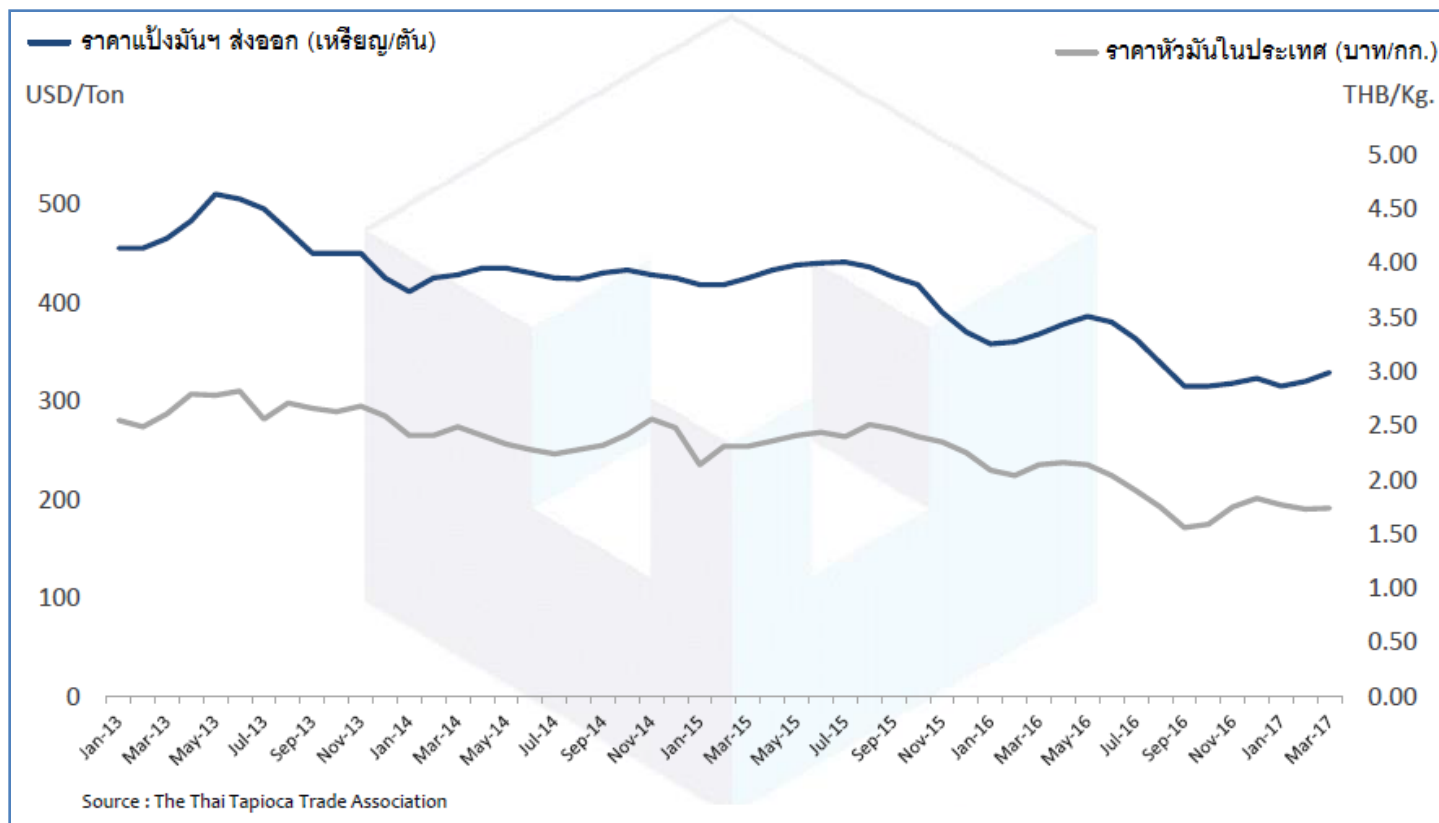
- ธุรกิจวุ้นเส้น คิดเป็น 22% ของรายได้รวม ครอง Market Share อันดับ 1 ในประเทศไทยราว 43%
- ธุรกิจแป้งมันฯ คิดเป็น 78% ของรายได้รวม มีส่วนแบ่งตลาดส่งออกไปไต้หวันราว 20% และตลาดจีน 9%



ธุรกิจแป้งมันฯ มีเสถียรภาพในการทำกำไร

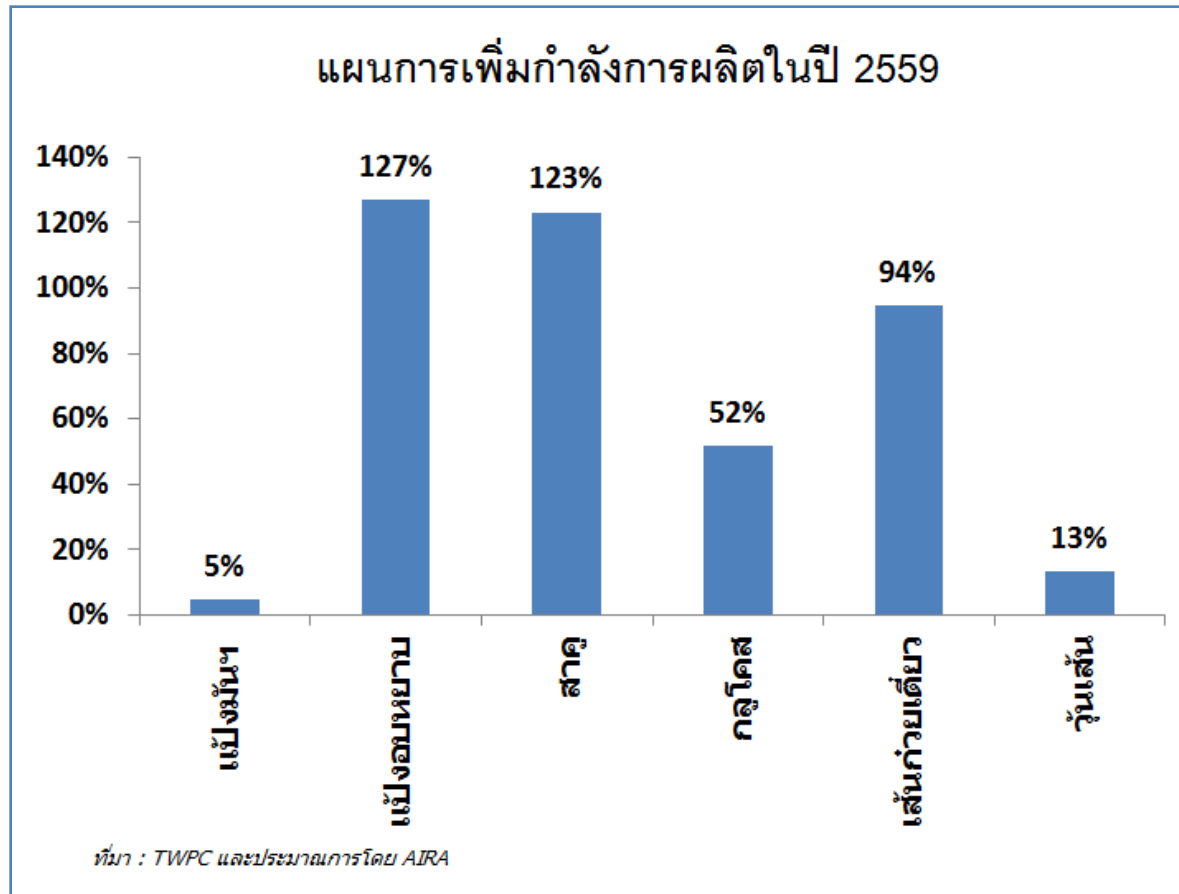
และอยู่ระหว่างขยายฐานการผลิตเข้าสู่กัมพูชา

ภาวะราคาหัวมันฯ ในประเทศที่ตกต่ำ ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร เนื่องจากการขายที่เป็น Cost Plus แต่อาจส่งผลกระทบต่อปริมาณหัวมันที่ลดลงบ้าง และเป็นเหตุผลส่วนหนึ่งที่ TWPC อยู่ระหว่างทดลองตั้งโรงงานเข้าไปในกัมพูชา ซึ่งเป็นแหล่งปลูกหัวมันฯ ที่มีคุณภาพสูง แต่มีราคาถูก



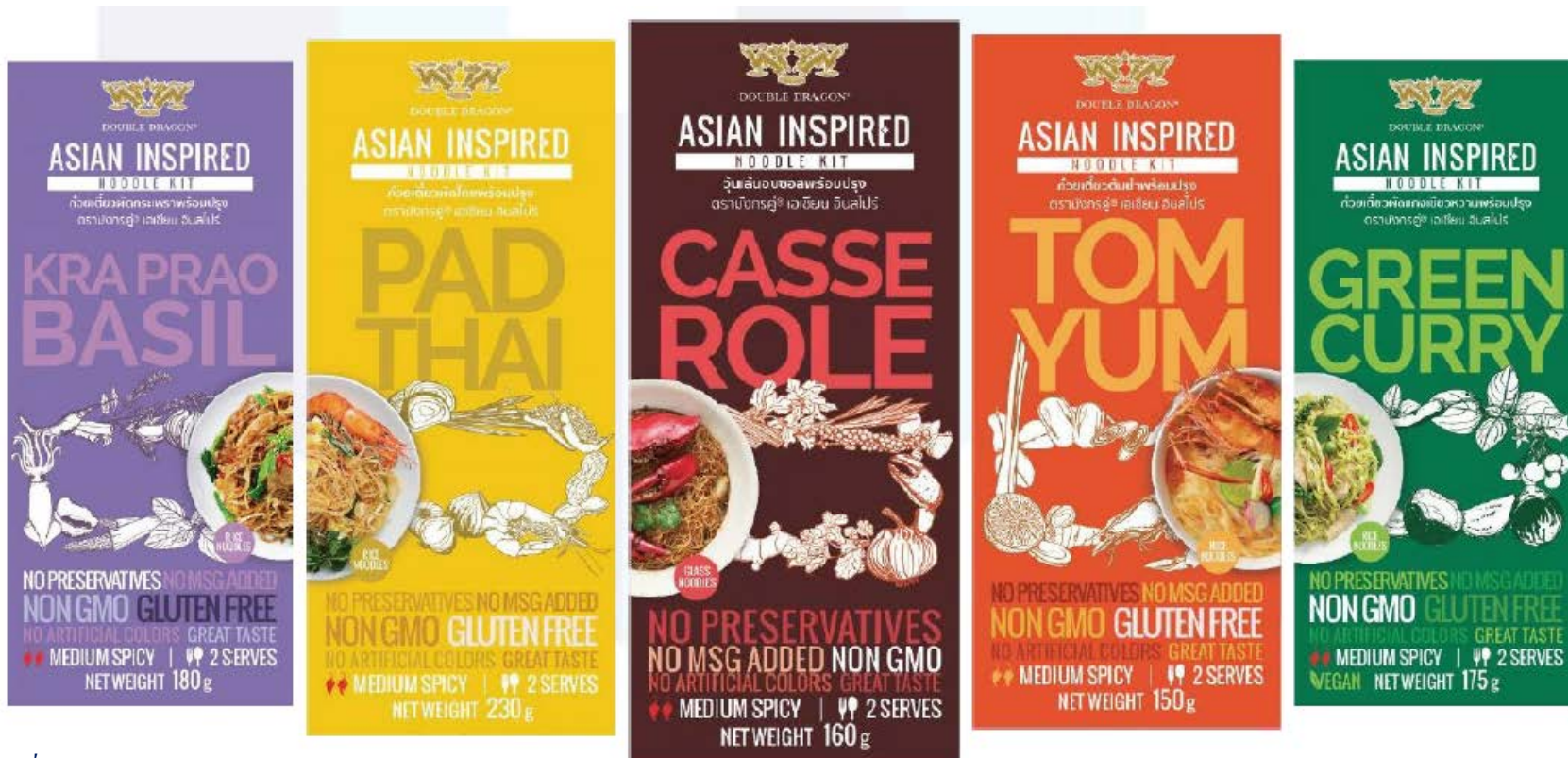
มี Organic Growth ขยายโรงงานต่อเนื่อง

TWPC ยังคงขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ที่มียุทธศาสตร์สำคัญในปีนี้เป็น การเพิ่มกำลังผลิตแป้งอบหยาบ (สัดส่วน 6% ของยอดขาย) อีกราว 1 เท่าตัว ขณะธุรกิจกลูโคส (สัดส่วน 14% ของยอดขาย) มีแผนเพิ่มกำลังการผลิตอีก 52%



เพิ่มสินค้าอาหารส่งออก หนูนก้าไรซ์นั้ต้น

TWPC อยู่ระหว่างออกผลิตภัณฑ์ Ready To Cook บนตราสินค้าของตนเองเพื่อการส่งออก คาดช่วยสร้างมูลค่าเพิ่ม (เพิ่มอัตราก้าไรซ์นั้ต้นอืกราว 10%) จากเดิมที่รับจ้างผลิตแบบ OEM ซึ่งมีอัตราก้าไรซ์นั้ต้นอยู่ในระดับที่ต่ำ



ที่มา: TWPC

เงินสดสุทธิ 1.8 บาท/หุ้น PE ที่แท้จริงเพียง 10.4 เท่า

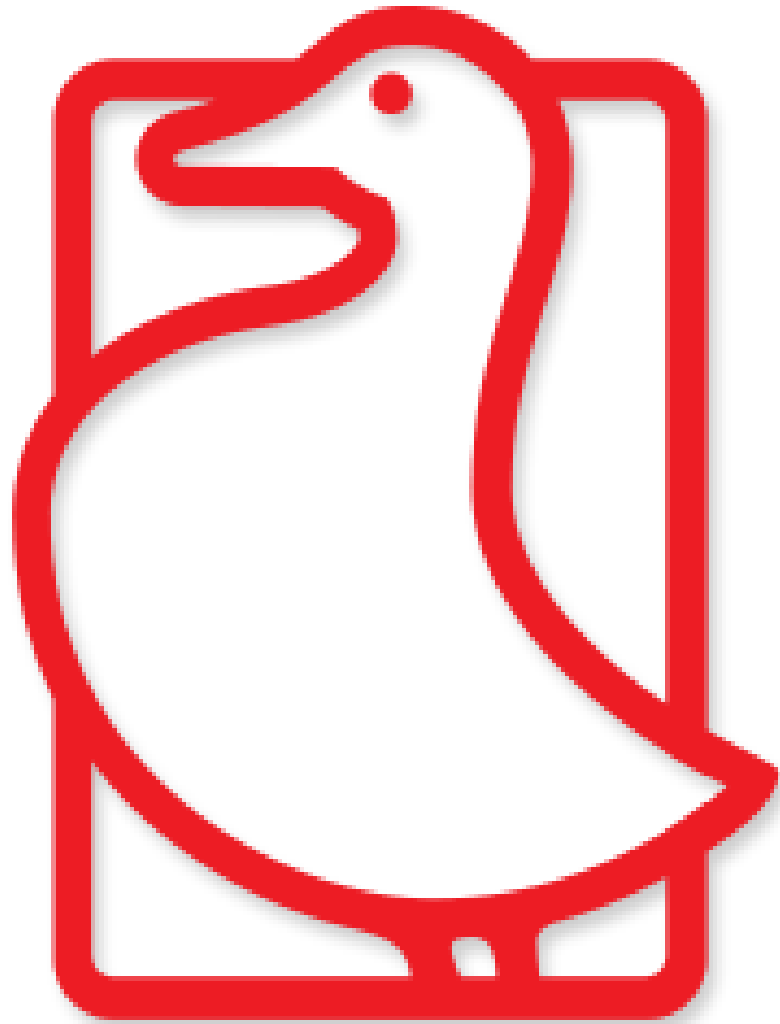
Dividend Yield 4% แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 12.60 บ.

- เงินสดในมือจำนวนมากราว 1.7 พันล้านบาท และ EBITDA อีกราวปีละ 1 พันล้านบาท หนุนโอกาสในการขยายธุรกิจในช่วง 2 - 3 ปีข้างหน้า
- อยู่ระหว่างทยอยลงทุนโรงไฟฟ้า Biogas จากน้ำเสียในกระบวนการผลิต บนโรงงาน 3 แห่ง แล้วเสร็จปี' 63 คาดช่วยลดต้นทุนค่าไฟฟ้า ประมาณปีละ 90 ล้านบาท
- ผลประกอบการปี'60 ที่มีแนวโน้มทรงตัว จากค่าใช้จ่ายในการขยายธุรกิจ เรามองว่าเป็นปีของการสร้างฐาน ก่อนจะเติบโตในปีต่อๆ ไป แนะนำเป็นจังหวะในการเข้า “ซื้อ” สะสม ประเมินราคาเป้าหมาย ที่ 12.60 บาท (อิง EV/EBITDA 10 เท่า Discount จากกลุ่มฯที่ 13 เท่า)

Financial Summary

Unit: MB.	FY15A	FY16	FY17F	FY18F	FY19F
Revenue	5,525	6,163	6,423	7,014	7,488
Growth (%)	4.2%	11.6%	4.2%	9.2%	6.7%
Core Profit	468	622	596	682	748
Growth (%)	-4.5%	50.5%	-4.1%	14.4%	9.6%
EPS	0.43	0.76	0.68	0.78	0.85
BVPS	5.39	5.79	6.26	6.70	7.16
DPS	0.27	0.30	0.34	0.39	0.42
PE	14.48	13.23	14.02	12.26	11.18
PBV	1.26	1.61	1.52	1.42	1.33
Dividend Yield (%)	4.0%	3.2%	3.6%	4.1%	4.5%

Source: TWPC, AIRA Estimate

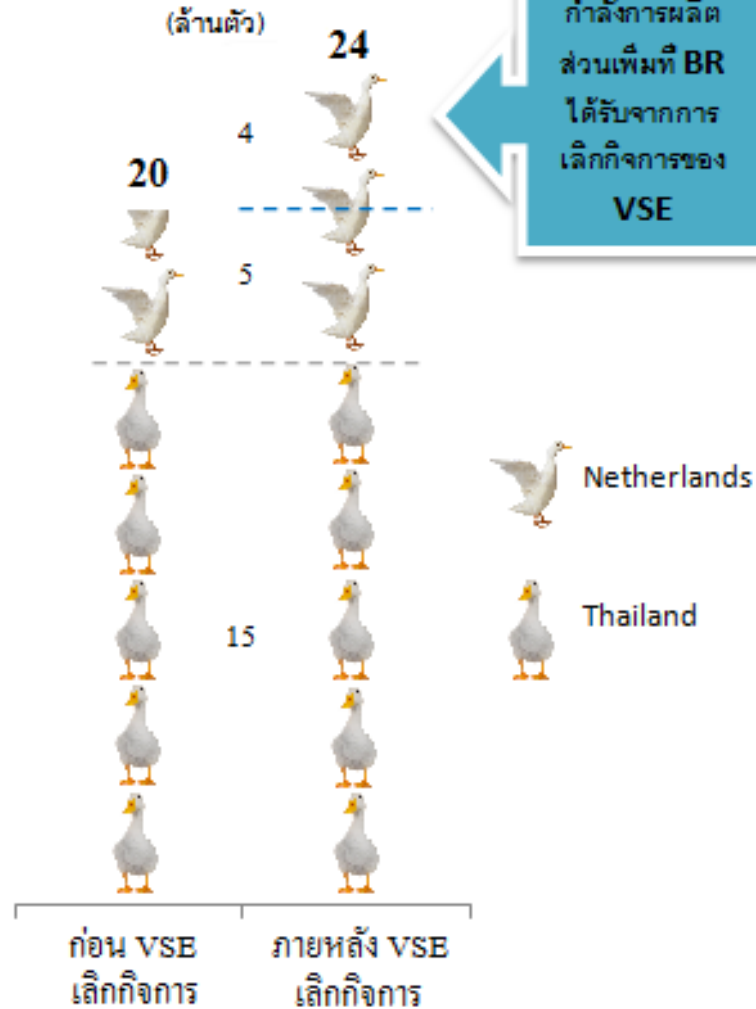


BR GROUP

2Q/60.....ใช้กำลังการผลิตเต็มที่

- ในปี'59 ที่ผ่านมา BR ได้รับกำลังการผลิตในเนเธอร์แลนด์เพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัว จากเดิม 5 ล้านตัว เป็น 9 ล้านตัวต่อปี ผลจากการเลิกกิจการของ VSE ซึ่งเป็นคู่แข่งเพียงรายเดียว
- อย่างไรก็ตาม การระบาดของไข้หวัดนกในยุโรปช่วงปลายปี'59 ถึงต้นปี'60 ส่งผลให้กำลังการผลิตส่วนหนึ่งลดลง จากมาตรการห้ามเคลื่อนย้ายเป็ดเพื่อป้องกันการระบาด ขณะที่คาดกำลังการผลิตในเนเธอร์แลนด์ของ BR จะเข้าสู่ภาวะปกติตั้งแต่ 2Q/60 เป็นต้นไป พร้อมคาดได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการระบาดของไข้หวัดนก ที่ช่วยให้ราคาขายเป็ดปรับตัวเพิ่มขึ้น
- คาดผลประกอบการ 2Q/60 ของ BR สามารถพลิกฟื้นจากขาดทุนเมื่อ 2Q/59 และคาดเติบโตต่อเนื่องจาก 1Q/60

กำลังการผลิตของ BR



Source: BR, AIRA Research

“อาหารแปรรูป”..... ต่อยอดธุรกิจใหม่ให้กับ BR

- BR พร้อมต่อยอดไปยังธุรกิจอาหารแปรรูป คาดโรงงานใหม่สามารถรองรับยอดขายในอนาคตได้สูงกว่า 4 พันล้านบาท คาดเปิดดำเนินการได้ในช่วงต้นเดือนก.ค. นี้ พร้อมรับคำสั่งซื้อล่วงหน้าส่วนหนึ่งจากลูกค้าต่างประเทศ ขณะที่ BR ยังเตรียมพร้อมรองรับการขยายตัวของธุรกิจปลายน้ำอย่างต่อเนื่อง ซึ่งรวมถึงการเข้าร่วมทุนกับ BTS ในร้านอาหารเชฟแมน โดยมีแผนสร้าง “ครัวกลาง” เพื่อเตรียมขยายสาขาในอนาคต
- คาดธุรกิจปลายน้ำ เช่น อาหารแปรรูป ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่ม รวมถึงเพิ่ม Margin ให้กับผลิตภัณฑ์ของ BR คาดเป็นจุดเริ่มต้นที่ดีในการพัฒนาจากธุรกิจเกษตรอุตสาหกรรมไปยังธุรกิจอาหารที่สามารถสร้างผลการดำเนินงานให้กับบริษัทมากขึ้นในอนาคต



Source: BR, AIRA Research

ราคาเป้าหมายปี'60 ที่ 9.30 บาท

- ประเมินผลการดำเนินงานของ BR ในปี'60 เติบโตแบบก้าวกระโดด จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจไนเนเธอร์แลนด์ ซึ่งเป็นผลจากการเลิกกิจการของคู่แข่ง ประกอบกับได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการระบาดของไข้หวัดนกที่ช่วยผลักดันราคาเปิดให้สูงขึ้น รวมถึงธุรกิจใหม่อาหารแปรรูปที่ช่วยสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผลิตภัณฑ์ของบริษัท
- คาด BR มีกำไรสุทธิปี'60 ที่ 569 ล้านบาท เติบโต 167% หรือคิดเป็นกำไรต่อหุ้นที่ 0.62 บาท
- ประเมินราคาเป้าหมาย ที่ 9.30 บาท อิงระดับ P/E 15 เท่า

Financial Summary (Bt mn)	FY14	FY15	FY16	FY17F	FY18F
Revenue	8,484	7,729	8,088	10,120	10,899
Growth (%)		-9%	5%	25%	8%
Net Profit	661	550	213	569	803
Growth (%)		-17%	-61%	167%	41%
EPS (Bt.)	0.96	0.69	0.23	0.62	0.88
BVPS	3.18	5.15	4.89	5.51	6.39
PE (x)		9.8	27.5	11.2	7.9
PBV (x)		1.1	1.3	1.3	1.1
DPS (Bt.)	0.00	0.50	0.20	0.37	0.53
Dividend Yield (%)	0%	8.5%	3.1%	5.4%	7.6%

Source: BR, AIRA Research



IHL...ฟื้นตัวจากนโยบายสิ่งแวดล้อมจีน

- ธุรกิจฟอกหนังกำลังอยู่ในช่วงร้อนแรง จากกำลังการผลิตที่หายไป เพราะรัฐบาลจีนมีนโยบายเข้มงวดด้านการรักษาสิ่งแวดล้อม ทำให้โรงงานฟอกหนังรายเล็กจำนวนมากไม่สามารถแข่งขันต้นทุนด้านการกำจัดของเสียจากกระบวนการฟอกหนังได้และต้องปิดตัวลง และยังส่งผลกระทบต่อราคาหนังดิบซึ่งเป็นต้นทุนของบริษัทลดต่ำลงอีกด้วย
- ถูกค้าป้อนออเดอร์จำนวนมาก ทั้งนี้มาจากจีนและย้ายฐานการผลิตจากประเทศพัฒนาแล้ว มายังประเทศที่ค่าแรงถูกกว่า เนื่องจาก IHL ได้รับการรับรองมาตรฐาน Gold Rated Leather Working Group แบบครบวงจร ซึ่งมีโรงงานน้อยรายในภูมิภาคที่ได้รับการรับรองมาตรฐานดังกล่าว ในกระบวนการฟอกหนังดิบ โดย IHL ได้ลงนามสัญญาเพื่อร่วมดำเนินการรับจ้างฟอกหนังวัว ให้กับบริษัท Global Leather Intelligence (HK) Limited (GLI) จำนวน 1 ล้านตัวต่อปี มูลค่าประมาณ 700 ล้านบาทต่อปี ซึ่งคิดเป็น 36% ของรายได้ปี'59

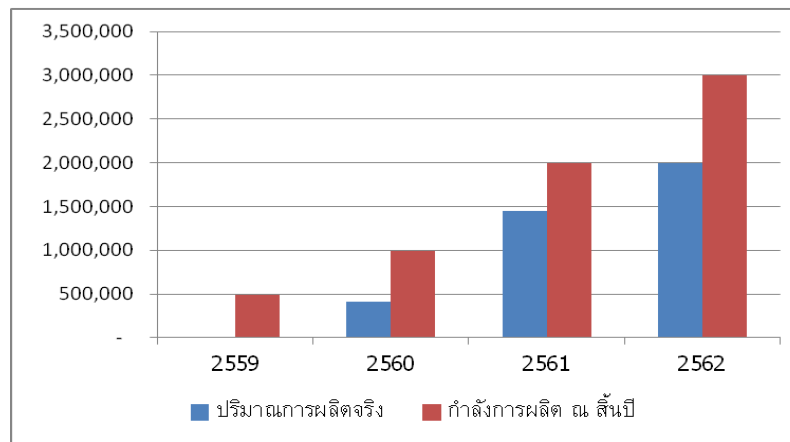


IHL

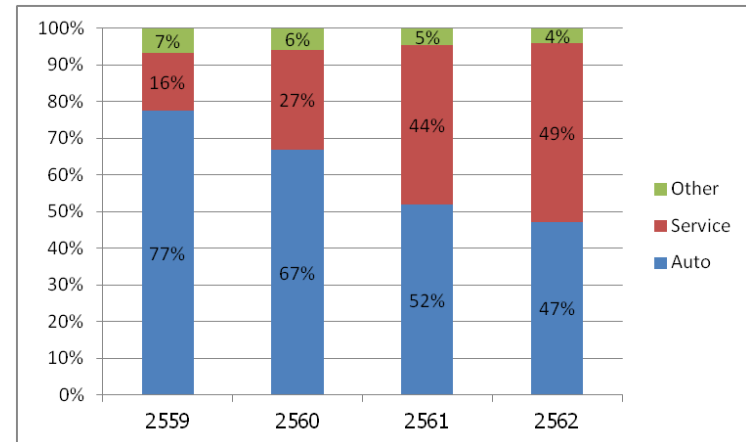
IHL...เร่งเพิ่มกำลังการผลิต เพิ่ม Margin

- วางแผนเพิ่มกำลังการผลิต 6 เท่าตัว จาก 4.9 แสนตัวต่อปีในปี'59 เป็น 3 ล้านตัวต่อปีในปี'62 หลังออเดอร์เข้ามาสูงกว่าความสามารถในการให้บริการของ IHL มาก โดยเฉพาะลูกค้ารายของ GLI ซึ่งมีออเดอร์สูงกว่าปริมาณที่ได้ลงนามสัญญาไปแล้ว แต่อย่างไรก็ตามต้องรอให้กำลังการให้บริการมีความพร้อมเสียก่อน
- Product Mix** ดีขึ้น ช่วยเพิ่ม **Margin** การให้บริการฟอกหนังเป็นงานในกลุ่ม Service ซึ่งมี Margin สูง ซึ่งการเติบโตอย่างรวดเร็วของรายได้ในส่วนนี้ คาดช่วยให้ blended gross profit margin ปรับตัวดีขึ้น โดยข้อมูลในงวด 1Q60 นั้นกลุ่ม Service มี Margin 34% ขณะที่กลุ่มอื่นอยู่ที่ 18% เท่านั้น

สมมติฐานการฟอกหนังวัว (ตัวต่อปี)



คาดการณ์โครงสร้างรายได้



ที่มา : IHL และประมาณการโดย AIRA

IHL...กำไรเติบโตก้าวกระโดด ราคาเป้าหมาย 13.80 บาท

- คาดกำไรโตเติบโตเฉลี่ย 40% ในช่วงปี' 60 - 62 จากการเติบโตของรายได้โดยเฉพาะบริการฟอกหนัง รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น ขณะที่ค่าใช้จ่ายที่เติบโตช้ากว่ารายได้ ทำให้คาดการณ์สุทธิเติบโตก้าวกระโดดจาก 191 ล้านบาท เมื่อปี'59 เป็น 273 ล้านบาท ในปี'60 และ 437 ล้านบาท 545 ล้านบาทในปี'61 และ 62 ตามลำดับ
- แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี'61 ที่ 13.80 บาท ประเมิน Diluted EPS ปี'61 อยู่ที่ 0.79 บาท คิดเป็นการเติบโต 60% จากปี'60 โดยได้คำนวณผลของ dilution effect จาก warrant ไปแล้วอิง PE 17.5 เท่า แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี'61 ที่ 13.80 บาท

Financial Summary

Unit : MB	FY15	FY16	FY17F	FY18F	FY19F
Revenue	2,407	1,952	2,381	3,208	3,702
Growth (%)	30%	-19%	22%	35%	15%
Net Profit	202	191	273	437	545
Growth (%)	4%	-5%	43%	60%	25%
Diluted EPS (Bt.)	0.41	0.38	0.49	0.79	0.92
BV (Bt.)	2.70	2.60	2.96	3.57	4.11
Dividend (Bt.)	0.40	0.10	0.20	0.28	0.37
PE (x)	12.49	15.50	16.98	10.59	10.24
PBV (x)	2.23	2.33	3.19	2.64	2.30
Dividend Yield (%)	6.67%	1.68%	2.07%	2.94%	3.92%

ที่มา : IHL และประมาณการโดย AIRA

Q & A