ASIA PLUS Securities

ASPS Fundamental Update

- BANPU (**ซื้อ**): เพิ่มพอร์ทลงทุน shale gas…มุมมองเชิงบวกในระยะยาว
- DRT (**ซื้อ**): เติบโตต่อเนื่อง พร้อมเงินปันผลที่จูงใจ
- HMPRO (**ซื้อ**): 4Q59 โตได้แม่มีปัจจัยลบ ขณะปี 60 ปัจจัยบวกเพียบ
- LH (**ซื้อ**): ตัวเลือกที่ดีในกลุ่มฯ ด้วยปันผลสูง 7%
- PTTEP (**ซื้อ**): คงมุมมองบวกต่อราคาน้ำมัน
- TMB (**ซื้อ**): เพิ่มประมาณการบนมุมมองธุรกิจที่บวกขึ้น
- **เกษตร-ยางพารา (มากกว่าตลาด)**: ราคายางโลกเด้งต่อเนื่อง...มีมุมมองบวกต่อ STA มากขึ้น

4Q59 Earnings Preview

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

ASPS Exclusive Portfolio Clinic
บริการให้คำปรึกษาเรื่องการลงทุน

ให้คำปรึกษาเกี่ยวกับบริหาร และจัดการพอร์ตลงทุน โดยจะเปิดโอกาสให้ผู้สนใจทุกรายสามารถส่งรายละเอียดพอร์ต พร้อมรับคำแนะนำโดยไม่คิดค่าใช้จ่าย

สนใจติดต่อพร้อมส่งรายละเอียดมาที่ research@asiaplus.co.th

ASP Smart
สุดยอดแอพพลิเคชั่นด้านการลงทุน
ไม่พลาดข่าวสารการลงทุนและบทวิเคราะห์เจาะลึก ครอบคลุมหุ้นกว่า 170 บริษัท Market cap กว่า 90% ของ SET

ดาวน์โหลดได้ที่ Available on the App Store Google play

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ASIA PLUS Securities

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

ผลิตภัณฑ์ตราเพชร

เติบโตต่อเนื่อง พร้อมเงินปันผลที่จูงใจ

คาดกำไร 4Q59 เติบโตแข็งแกร่ง จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นผ่านช่องทาง Modern Trade และร้านค้าวัสดุก่อสร้างต่างจังหวัด ขณะที่อัตรากำไรมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากการปรับ Product Mixed สู่สินค้า margin สูง เชื่อกำไรยังเติบโตต่อในปี 2560-61 พร้อมให้เงินปันผลจูงใจระดับ 6-7% ต่อปี

คาด 4Q59 กำไรสุทธิ 75 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 28%YoY

แม้บรรยากาศโดยรวมจะไม่เอื้อต่อกิจกรรมการตลาด แต่รายได้ผ่านช่องทาง Modern Trade ที่เติบโตตามการเปิดสาขาใหม่ของร้านไทวัสดุ และ GLOBAL บวกกับคำสั่งซื้อจากร้านค้าวัสดุก่อสร้างในต่างจังหวัดเพื่อรองรับฤดูขายช่วงต้นปี น่าจะทำให้ยอดขายงวด 4Q59 เติบโต 3% เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน ขณะที่อัตรากำไรมีแนวโน้มสูงขึ้นตามสัดส่วนสินค้า margin สูงประเภทไม้สังเคราะห์ที่มากขึ้น ส่วนอิฐมวลเบาแม้ยังขาดทุน แต่มีตัวเลขขาดทุนลดลงเรื่อยๆ จึงประเมินกำไรสุทธิงวด 4Q59 ไว้ที่ 75 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 28%YoY และคาดการณ์เงินปันผล 2H59 อีก 0.15 บาท/หุ้น

ตั้งเป้ารายได้ปี 2560 เติบโตไม่มาก แต่เน้นเพิ่มประสิทธิภาพการทำกำไร

ปี 2560 DRT ตั้งเป้ายอดขายเติบโตอย่างอนุรักษ์นิยมเพียง 5%YoY โดยเป็นการเติบโตในทุกกลุ่มสินค้าทั้งหลังคาและผนัง รวมไปถึงอิฐมวลเบา ที่ได้พัฒนาต่อยอดไปสู่ผลิตภัณฑ์อื่นๆ ทั้งเคาน์เตอร์ครัว คานทับหลัง และผนังอิฐมวลเบา ขณะที่ Gross margin จะรักษาให้ได้สูงกว่าค่าเฉลี่ยปี 2559 ที่ทำได้ 26.4% โดยจะมุ่งเน้นพลิกฟื้นธุรกิจอิฐมวลเบา จากปี 2559 ที่ยังมีผลขาดทุนอยู่ราว 60 ล้านบาท ให้กลับมาสู่จุดคุ้มทุน หรือมีผลขาดทุนให้น้อยที่สุดในปี 2560

สร้างสมดุลทุกช่องทางการตลาด อยู่รอดได้ในทุกสถานการณ์

กลยุทธ์การตลาดที่ให้ความสำคัญต่อการสร้างความสมดุลในแต่ละช่องทางการขาย ทั้งร้านค้าวัสดุก่อสร้างท้องถิ่น, Modern Trade, ลูกค้าโครงการ และลูกค้าต่างประเทศ ช่วยให้ DRT มีความยืดหยุ่นในการปรับแผนการตลาดให้สอดคล้องกับสถานการณ์ที่เปลี่ยนไปในแต่ละช่วงเวลา สำหรับปี 2560 ช่องทางการตลาดที่มีแนวโน้มเติบโตมากที่สุด น่าจะเป็น Modern Trade จากแผนเปิดสาขาใหม่จำนวนมากของเมกะโฮม และ GLOBAL ส่วนตลาดส่งออกที่เติบโตดีจะอยู่ในประเทศลาวและกัมพูชา

ผลประกอบการเติบโตต่อเนื่อง พร้อมให้เงินปันผลที่จูงใจ แนะนำ ซื้อ

ฝ่ายวิจัยปรับกำไรปี 2560-61 ขึ้นเล็กน้อย จากสมมุติฐาน Gross margin ที่เพิ่มขึ้นตามกลยุทธ์ของบริษัท และประเมิน FV ด้วยวิธี DDM ให้ราคาเหมาะสม 6.25 บาท แม้มี Upside ไม่มาก แต่ก็ให้ Dividend Yield สูงถึง 6.1% ทั้งนี้ DRT ยังมี Upside เพิ่มเติมอีก หากมีการลดทุนหุ้นซื้อคืนจำนวน 100 ล้านหุ้น ซึ่งจะช่วยให้ EPS เพิ่มขึ้น 10% รวมถึงกำไรพิเศษจากการขายที่ดินไม่ได้ใช้งานหลายผืน

FY: ปีด 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ	289	331	398	442	480
Norm. Profit	289	331	373	442	480
Norm. EPS (บาท)	0.28	0.32	0.36	0.42	0.46
DPS (บาท)	0.27	0.25	0.30	0.35	0.42
Norm. PER (X)	20.83	18.21	16.14	13.63	12.55
Dividend Yield (%)	4.70%	4.35%	5.22%	6.09%	7.30%
Book Value (บาท)	2.14	2.22	1.83	1.95	2.06
P/BV (X)	2.68	2.59	3.14	2.94	2.79
EV/EBITDA(X)	9.79	9.06	8.04	7.26	6.64

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

DRT

แนะนำ : ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท):	5.75
ราคาเป้าหมาย	6.25
Upside	8.69%
Dividend Yield	6.09%
Total Return	14.78%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	6,026

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.42	0.40	5%
2561F	0.46	na	na

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ
Anti-corruption Indic.: = ได้รับการรับรอง

ประสิทธิ์ รัตนกิจกมล CFA,CISA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 025917
prasit.re@asiaplus.co.th

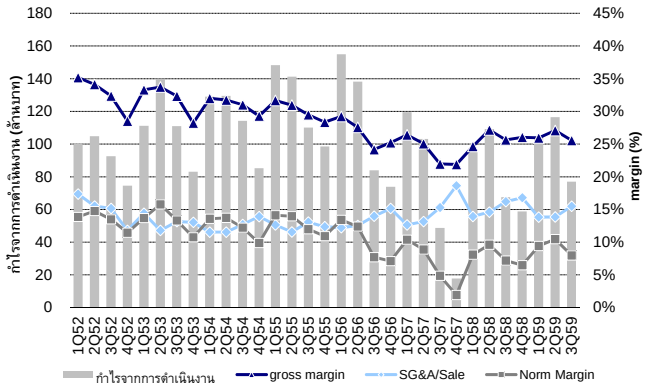
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 4Q59 ของ DRT

Key Data (ล้านบาท)	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59F	%QoQ	%YoY	2559F	2558	%YoY
ยอดขาย	1,137	940	909	1,110	1,114	967	936	-3%	3%	4,127	4,165	-1%
กำไรขั้นต้น	309	241	237	288	302	247	253	2%	7%	1,090	1,077	1%
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(166)	(152)	(153)	(154)	(155)	(150)	(154)	3%	1%	(613)	(636)	-4%
ดอกเบี้ยจ่าย	(9)	(6)	(9)	(5)	(4)	(5)	(6)	21%	-30%	(20)	(34)	-43%
กำไรจากการดำเนินงาน	109	68	59	104	116	77	75	-2%	28%	373	331	13%
กำไรสุทธิ	109	68	59	129	116	77	75	-2%	28%	398	331	20%
รายการพิเศษ	0	0	0	25	0	0	0	N/A	N/A	25	0	N/A
EPS (บาท/หุ้น)	0.10	0.06	0.06	0.12	0.11	0.07	0.07	-2%	28%	0.38	0.32	20%
Gross Margin	27.2%	25.6%	26.0%	25.9%	27.1%	25.6%	27.0%			26.4%	25.9%	
SG&A/Sale	14.6%	16.2%	16.8%	13.8%	13.9%	15.5%	16.5%			14.8%	15.3%	

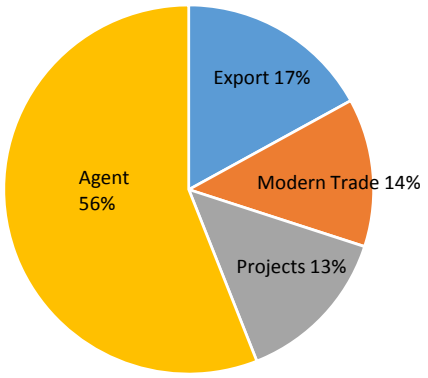
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

ผลการดำเนินงานย้อนหลังรายไตรมาส



ที่มา : ASPS

สัดส่วนรายได้ในแต่ละช่องทางการตลาดของ DRT



ที่มา : DRT

ประวัติการจ่ายเงินปันผลของ DRT

	ใหม่		เดิม		เปลี่ยนแปลง	
	60F	61F	60F	61F	60F	61F
กำไรสุทธิ	442	480	434	466	2%	3%
EPS (บาท)	0.42	0.46	0.41	0.44	2%	3%
สมมุติฐานการประมาณการ						
ปริมาณการขาย (ตัน)	665,882	682,833	688,982	703,253	-3%	-3%
Gross Margin	26.5%	26.5%	25.5%	25.5%	1%	1%
SG&A/Sale	14.2%	14.0%	14.2%	14.0%	0%	0%
Effective Tax rate	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%		

ที่มา : ASPS

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ราคาพืชผลการเกษตรในปัจจุบันที่ยังอยู่ในระดับต่ำ รวมถึงปัญหาหนี้สินภาคครัวเรือนที่อยู่ในระดับสูง จะกระทบต่อกำลังซื้อของผู้บริโภคในต่างจังหวัด ซึ่งถือเป็นฐานลูกค้าใหญ่ที่สุดของ DRT

2. คู่แข่งรายใหม่คือ TPIPL ที่จะเข้าสู่ตลาดเต็มตัวในปีนี้ อาจสร้างผลกระทบต่อราคาสินค้าทั้ง Fiber Cement , กระเบื้องคอนกรีต และอิฐมวลเบา ซึ่งเป็นสินค้ากลุ่มเดียวกับ DRT ได้

ที่มา : ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขาย	4,165	4,127	4,514	4,788
ต้นทุนขาย	3,088	3,037	3,318	3,519
กำไรขั้นต้น	1,077	1,090	1,196	1,269
ค่าใช้จ่ายในการขาย	636	613	641	670
ดอกเบี้ยจ่าย	34	20	23	18
ค่าใช้จ่ายอื่น	7	8	9	10
รายได้อื่น	9	12	20	20
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	410	462	544	590
ภาษีเงินได้	86	103	111	120
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	31	0	0
กำไรสุทธิ	331	398	442	480
กำไรจากการดำเนินงาน	331	373	442	480
Norm EPS	0.32	0.36	0.42	0.46
การเติบโตของยอดขาย	-1.5%	-0.9%	9.4%	6%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	14.4%	12.8%	18.4%	8.7%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	24.0%	25.9%	26.4%	26.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	6.8%	7.9%	9.0%	9.8%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส

	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59
ยอดขาย	909	1,110	1,114	967
ต้นทุนขาย	672	822	812	720
กำไรขั้นต้น	237	288	302	247
ค่าใช้จ่ายในการขาย	153	154	155	150
ดอกเบี้ยจ่าย	9	5	4	5
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	-1	3	2	5
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	75	164	146	97
ภาษีเงินได้	16	34	30	20
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	31	0	0
กำไรสุทธิ	59	129	116	77
กำไรจากการดำเนินงาน	59	104	116	77
Norm EPS	0.06	0.12	0.11	0.07
ยอดขาย (QoQ)	-3.3%	22.1%	0.4%	-13.2%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-1.8%	21.7%	4.9%	-18.2%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	-12.9%	77.6%	11.5%	-33.9%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.25	1.08	1.37	1.68
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.54	0.49	0.62	0.78
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	7.56	7.69	7.69	7.69
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.53	4.69	4.74	4.74
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	11.36	11.32	12.25	12.25
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.55	0.71	0.57	0.48
Net Gearing	0.36	0.48	0.36	0.26
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	9.2%	12.1%	13.7%	15.0%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	14.2%	20.8%	21.6%	22.2%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกระแสเงินสด

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรก่อนภาษีเงินได้	417	501	553	600
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	21	-	-	-
ค่าเสื่มราคาและตัดจำหน่าย	306	342	355	372
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(0)	-	-	-
อื่นๆ	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	778	843	908	972
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	701	794	698	791
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	0	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(19)	(70)	(200)	(250)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(19)	(70)	(200)	(250)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	(382)	110	(200)	(150)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(252)	(283)	(314)	(367)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(666)	(173)	(514)	(517)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	15	551	(16)	24

งบดุล

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	28	58	42	66
ลูกหนี้การค้า	551	537	587	622
สินค้าคงเหลือ	682	648	700	742
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	74	57	58	59
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	2,144	1,872	1,717	1,595
สินทรัพย์รวม	3,593	3,286	3,220	3,204
เจ้าหนี้การค้า	272	268	271	287
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	743	893	693	543
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	118	78	78	78
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	54	46	50	54
หนี้สินรวม	1,269	1,368	1,174	1,044
ทุนที่ชำระแล้ว	1,048	1,048	1,048	1,048
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	167	167	167	167
กำไรสะสม	839	434	562	675
ส่วนของผู้ถือหุ้น	2,324	1,919	2,046	2,160
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย				
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	3,593	3,286	3,220	3,204

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ปริมาณการขาย (ตัน)	628,710	645,211	665,882	682,833
Utilization rate	64%	66%	68%	70%
Gross margin เฉลี่ย	26%	26%	27%	27%
%SG&A/Sale	15%	15%	14%	14%
Effective tax rate	21%	20%	20%	20%

ASIA PLUS Securities

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์

4Q59 โตได้แม่มีปัจจัยลบ ขณะปี 60 ปัจจัยบวกเพียบ

แม้งวด 4Q59 ได้รับผลลบจากบรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยที่เป็นลบ แต่ชดเชยได้จากการเปิดสาขาใหม่ 5 แห่ง และแคมเปญ "ช็อปช่วยชาติ" คาดช่วยให้กำไรยังเติบโต 10% yoy ทำให้กำไรทั้งปีเติบโตได้ 16% yoy ต่ำกว่าคาดเดิม 3% ขณะปี 2560 มีปัจจัยบวกเพียบ ยืนยัน "ซื้อ"

4Q59 ได้รับผลกระทบจากช่วงไว้อาลัย แต่คาดกำไรยังเติบโตได้

คาดกำไรงวด 4Q59 สร้างสถิติสูงสุดที่ 1,256 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10% yoy แม้ได้รับผลจากช่วงไว้อาลัยทำให้บรรยากาศการจับจ่ายใช้สอยซบเซา ทำให้ยอดขายสาขาเดิมหดตัวราว 1% yoy แต่ยังชดเชยได้จากยอดขายที่เพิ่มขึ้นจากเปิดสาขาใน 9M59 รวมทุกรูปแบบ 5 สาขา และ 4Q59 อีก 5 สาขา และนโยบาย "ช็อปช่วยชาติ" ปีนี้เพิ่มจากปีก่อน 11 วัน คาดยอดขายรวมยังเติบโตได้ 5% yoy ในขณะที่ GPM ลดลง 30 bps yoy และ SG&A/Sales เพิ่มขึ้น 10 bps yoy จากการรวมธุรกิจเมกาโฮม

คาดกำไร 1Q60 เติบโตได้จากหลายปัจจัยบวก

การรับรู้ยอดขายจากสาขาใหม่ที่เปิดปี 2559 จำนวนมากเต็มปี บวกกับภาวะอุทกภัยในภาคใต้ 12 จังหวัด ส่งผลให้ยอดขายหลังน้ำท่วมจะพุ่งสูงขึ้นในระยะสั้น โดยเฉพาะสินค้าที่เคลื่อนย้ายยากเช่น ปั๊มน้ำ สินค้าทำความสะอาด และสินค้าซ่อมแซมบ้าน เป็นต้น และความต้องการใช้วัสดุก่อสร้างเพิ่มสูงขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2559 หนุนยอดขายเพิ่มขึ้น (และหนุนมาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการที่ เมกาโฮมสต๊อกสินค้าไว้ส่วนหนึ่ง ทำให้สินค้าคงเหลือมีต้นทุนต่ำกว่าปัจจุบัน) จึงคาดจะหนุนให้ยอดขายงวด 1Q60 เติบโตได้ราว 10-12% yoy ทั้งนี้ เมกาโฮมและโฮมโปรมีสาขาที่ภาคใต้ 1 และ 10 สาขาตามลำดับ

คาดกำไรปี 2560-61 เติบโตเฉลี่ยปีละ 20%

แม้กำไรปี 2559 มีแนวโน้มต่ำกว่าประมาณการราว 2.5% แต่ปี 2560 ยังมีปัจจัยบวกเพียบกล่าวคือ 1) ผลบวกจากฐานที่ต่ำใน 4Q59 2) กลยุทธ์การขยายสาขาเชิงรุกในปี 2560 โดยเฉพาะธุรกิจ Mega Home และการขยายสาขารูปแบบใหม่ Home Living และ Bike Club เน้นไลฟ์สไลต์คนรุ่นใหม่ ซึ่งปัจจุบันยังมีสาขาน้อยมาก แต่ขณะนี้สามารถทำกำไรได้แล้ว ยังมีแนวโน้มสดใส 3) เพิ่มสัดส่วนสินค้า Private Brand ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าสินค้าทั่วไป และ 4) เชื่อว่า โฮมโปรในมาเลเซียจะเริ่มทำกำไรในปีนี้หลังเปิดสาขาที่ 5 จึงคงประมาณการกำไรปี 2560 ที่ 4,968 ล้านบาท เพิ่มขึ้นจากปีนี้ถึง 22%

ปัจจัยบวกหนุนกำไรเติบโตระยะยาว

ธุรกิจยังมีแนวโน้มเติบโตที่ดีในระยะยาว โดยมี 3 ปัจจัยขับเคลื่อนหลักคือ 1.ธุรกิจ Mega Home ที่อยู่ในช่วงเติบโต 2.ธุรกิจ Homepro ในประเทศมาเลเซีย ที่กำลังจะ Breakeven ตามแผนภายในปลายปี 60 3.ธุรกิจ Format ใหม่ ๆ ที่ช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว โดยมีมูลค่าพื้นฐานด้วยวิธี DCF เท่ากับ 11.7 บาท แม้ราคาปรับขึ้นมาเยอะแล้ว แต่ยังคงมี Upside 12.5% คงคำแนะนำ "ซื้อ"

FY: ปีปี 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	3,313	3,499	4,165	4,968	5,845
EPS (บาท)	0.27	0.27	0.32	0.38	0.44
PER (เท่า)	40.2	40.6	34.1	28.6	24.3
DPS (บาท)	0.28	0.25	0.29	0.35	0.44
Dividend Yield (%)	2.68	2.40	2.81	3.35	4.25
PBV (เท่า)	8.48	8.40	8.27	7.92	7.64
ROE (%)	23.32	21.46	24.44	28.30	32.02
EV/EBITDA	16.15	18.21	17.40	15.47	13.80

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

HMPRO

แนะนำ : ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท):	10.40
ราคาเป้าหมาย (บาท):	11.70
Upside	12.5%
Dividend Yield	3.35%
Total Return	15.85%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	136,772.46

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.38	0.35	8%
2561F	0.44	0.39	14%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ
Anti-corruption Indic.: = ประกาศเจตนารมณ์

กวี มานิตสุภวงษ์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 003974
kawee.re@asiaplus.co.th
สารัตถ์ เรืองทวีป
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ปัจจัยหนุนการเติบโตระยะยาวหลากหลายรูปแบบ

ปัจจุบัน HMPRO ได้ขยายธุรกิจเพื่อเพิ่มฐานลูกค้าและกลุ่มลูกค้าเป้าหมาย ได้แก่ Homepro Malaysia ที่รุกขยายฐานลูกค้าในต่างประเทศ, Mega Home ที่รุกขยายกลุ่มลูกค้าเป้าหมายไปยังกลุ่มช่างและผู้รับเหมาก่อสร้าง, Market Village ที่รุกขยายธุรกิจเป็นผู้ให้บริการพื้นที่เช่า, Home Living ที่รุกขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่มลูกค้าที่มีคอนโดเป็นที่อยู่อาศัย และ Bike Club ที่รุกขยายฐานลูกค้าไปยังกลุ่ม Millennial ที่เป็นผู้ชื่นชอบการปั่นจักรยาน โดยปัจจุบัน Mega Home มีจำนวนสาขาทั้งหมด 11 สาขา ได้รับการตอบรับอย่างท่วมท้น มีอัตราการเติบโตของรายได้ไม่ต่ำกว่า 20% ต่อปี อย่างไรก็ตามกลับมีมาร์จิ้นค่อนข้างต่ำเนื่องจากขายสินค้าราคาค้าส่งบวกกับมีสัดส่วนสินค้า Private Brand อยู่ที่ราว 5% เทียบกับสัดส่วนสินค้า Private Brand ของธุรกิจ Homepro ที่มีสัดส่วนราว 19% ซึ่งทาง HMPRO แจ้งว่าอยู่ในช่วงปรับปรุงสินค้า Private Brand ก่อนที่จะนำเข้าไปขายใน Mega Home เพิ่มสัดส่วนสินค้า Private Brand ให้ได้ตามเป้าหมายขั้นต่ำ 10% ในระยะยาวประสิทธิภาพทำกำไรจึงน่าจะสูงขึ้น ในขณะที่ธุรกิจ Homepro Malaysia ทาง HMPRO คาดว่าจะเริ่ม Breakeven ต้นทุนการดำเนินงานในสำนักงานใหญ่และในห้างร้าน ก็ต่อเมื่อขยายสาขาได้ครบ 4 สาขา เป็นต้นไป ซึ่งคาดว่าจะขยายสาขาได้ครบ 4 สาขา ภายในปลายปี 2560 จากนั้นจะเป็นช่วงการเติบโตของธุรกิจ ซึ่งจะมีอัตราการเติบโตของรายได้และกำไรแบบก้าวกระโดด และ Market Village ให้บริการพื้นที่เช่า ซึ่งอยู่ในช่วงเติบโตของธุรกิจเช่นกัน ที่ผ่านมามีรายได้เติบโตเฉลี่ย 14% ต่อปี แต่ยังคงมีฐานรายได้น้อย คาดว่าในอนาคตยังสามารถเติบโตได้อีก ทั้งนี้ ธุรกิจ Home Living และ Bike Club เป็นธุรกิจที่เริ่มก่อตั้งใหม่ จับกลุ่มลูกค้า Millennial (กลุ่มประชากรอายุ 20-34 ปี) ซึ่งเป็นกลุ่มประชากรวัยทำงานที่มีกำลังซื้อสูง โดยดำเนินการขยายธุรกิจควบคู่ไปกับการศึกษาตลาด โดย Home Living เป็นธุรกิจค้าปลีกเน้นขายสินค้าตกแต่งคอนโดและบ้านขนาดเล็ก ขนาดร้านค้าราว 1,000 ตร.ม. และ Bike Club เป็นธุรกิจค้าปลีกขายสินค้าจักรยานและสินค้าอื่นที่เกี่ยวกับจักรยาน กล่าวได้ว่า ปัจจัยขับเคลื่อนกำไรระยะสั้นของ HMPRO คือธุรกิจ Homepro Malaysia, Mega Home และ Market Village ส่วนปัจจัยขับเคลื่อนกำไรระยะยาวคือ Home Living และ Bike Club

โซลาร์เซลล์ ประหยัด สะอาด และได้ประสิทธิภาพ

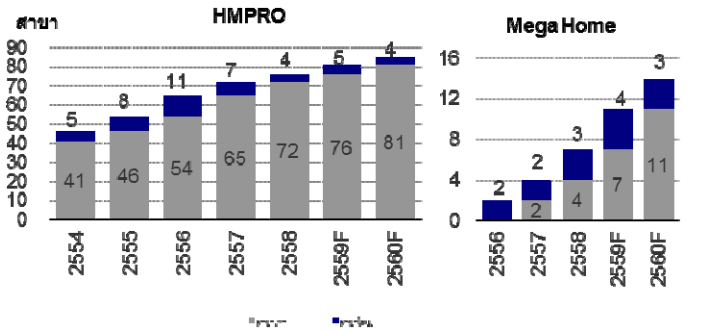
ในช่วงปีที่ผ่านมา HMPRO ได้ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์เพื่อลดต้นทุนค่าใช้จ่ายไฟฟ้า ในระยะยาวคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนค่าไฟฟ้าได้ราว 10% ทั้งนี้ในปัจจุบัน HMPRO ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์แล้วทั้งหมด 10 สาขา ผลิตไฟฟ้าไว้ใช้เอง และให้เช่าพื้นที่ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์อีก 10 สาขา สำหรับผู้ประกอบการรายอื่นที่เข้ามาขอเช่าพื้นที่ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ เพื่อผลิตไฟฟ้าขายให้กับหน่วยงานข้าราชการ โดยตั้งแต่ปี 2560 HMPRO จะติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์มากขึ้น ซึ่งจะทำให้ SG&A/Sales ลดลง หนุนประสิทธิภาพทำกำไรเพิ่มขึ้นในระยะยาว

ผลการดำเนินงานรายไตรมาสของ HMPRO

(ล้านบาท)	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59F	%QoQ	%YoY	2558	2559F	%YoY
ยอดขาย	12,280	13,255	12,883	14,094	13,632	14,626	13,816	14,799	7.1%	5.0%	52,513	57,899	10.3%
ต้นทุนขาย	9,106	9,868	9,548	10,479	10,219	10,911	10,307	11,040	7.1%	5.4%	39,000	43,243	10.9%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,937	3,072	3,054	3,197	3,182	3,345	3,169	3,374	6.5%	5.5%	12,260	13,243	8.0%
กำไรจากการดำเนินงาน	238	315	282	396	231	370	341	385	13.0%	-2.8%	1,230	1,413	14.9%
รายได้ค่าเช่าและรายได้อื่นๆ	816	864	871	1,179	980	1,009	992	1,321	33.1%	12.0%	3,730	4,346	16.5%
กำไรสุทธิ	734	820	803	1,142	866	991	948	1,256	32.5%	10.0%	3,499	4,165	19.0%
กำไรต่อหุ้น (บาท)	0.06	0.06	0.06	0.09	0.07	0.08	0.07	0.10	32.5%	10.0%	0.27	0.32	19.0%
SG&A/Sales	23.9%	23.2%	23.7%	22.7%	23.3%	22.9%	22.9%	22.8%			93.5%	91.6%	
อัตรากำไรขั้นต้น	25.9%	25.6%	25.9%	25.7%	25.0%	25.4%	25.4%	25.4%			102.9%	101.2%	
อัตรากำไรสุทธิ	6.0%	6.2%	6.2%	8.1%	6.4%	6.8%	6.9%	8.5%			26.5%	28.6%	

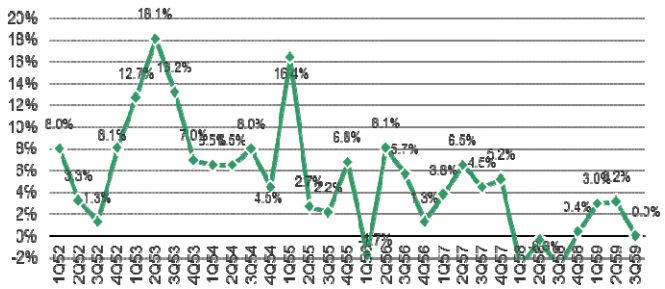
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS โดยกำไรปี 2559 เท่ากับ 4,165 มาจากการคาดการณ์เดิม ในขณะที่กำไร 4Q59F + กำไร 9M59 ต่ำกว่าประมาณการเพียง 2.5%

จำนวนสาขา



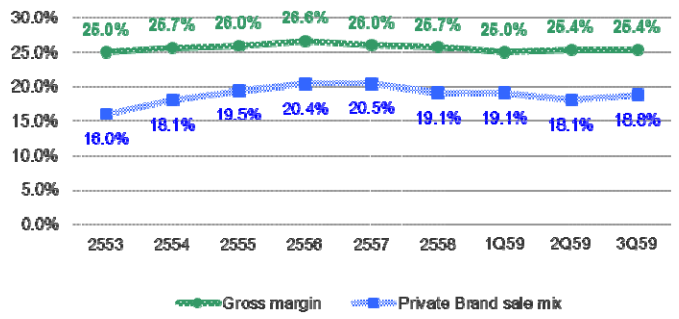
ที่มา : บริษัท

อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (Same Store Sales Growth)



ที่มา : บริษัท

เปรียบเทียบ Gross margin vs สัดส่วนยอดขาย Private brand



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ความเสี่ยง

1. ผลการดำเนินงานของสาขาในมาเลเซียไม่เป็นไปตามคาด
2. การเปิดสาขาซ้ำในจังหวัดเดียวกันของ HMPRO อาจกระทบยอดขายสาขาเดิมและการด้อยค่าของสินค้าคงเหลือ
3. โมเดลธุรกิจใหม่ ๆ อาทิ BIKE CLUB และ Home Living ยังอยู่ในระหว่างศึกษาตลาดควบคู่กับการดำเนินงาน จึงอาจไม่ประสบความสำเร็จในระยะสั้น

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขาย	52,513	58,132	64,867	72,775
ต้นทุนขาย	(39,000)	(43,383)	(48,292)	(53,990)
กำไรขั้นต้น	**13,513**	**14,749**	**16,575**	**18,784**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(12,260)	(13,312)	(14,725)	(16,338)
ดอกเบี้ยจ่าย	(544)	(507)	(440)	(486)
ค่าใช้จ่ายอื่น	(23)	-	-	-
รายได้อื่น	3,730	4,322	4,854	5,345
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	4,417	5,252	6,264	7,306
ภาษีเงินได้	(918)	(1,087)	(1,297)	(1,461)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	3,499	4,165	4,968	5,845
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	**3,499**	**4,165**	**4,968**	**5,845**
EPS fully diluted (บาท)	**0.27**	**0.32**	**0.38**	**0.44**
การเติบโตของยอดขาย	9.5%	10.7%	11.6%	12.2%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	6.7%	7.2%	7.7%	8.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	25.7%	25.4%	25.6%	25.8%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	6.7%	7.2%	7.7%	8.0%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59F
ยอดขาย	13,632	14,626	13,816	15,825
ต้นทุนขาย	(10,219)	(10,911)	(10,307)	(11,799)
กำไรขั้นต้น	**3,413**	**3,715**	**3,509**	**4,026**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(3,182)	(3,345)	(3,169)	(3,554)
ดอกเบี้ยจ่าย	(118)	(130)	(132)	(130)
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-
รายได้อื่น	980	1,009	992	1,365
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	1,093	1,249	1,201	1,706
ภาษีเงินได้	(226)	(259)	(253)	(346)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	866	991	948	1,360
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	-	-	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	-	-	-	-
กำไรสุทธิ	**866**	**991**	**948**	**1,256**
อัตราเติบโตยอดขาย (YoY)	11.0%	10.3%	7.2%	12.3%
อัตราเติบโตกำไรขั้นต้น (YoY)	7.5%	9.7%	5.2%	11.3%
อัตราเติบโตกำไรสุทธิ (YoY)	18.1%	20.8%	18.2%	10.0%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.69	0.34	0.34	0.31
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.26	(0.11)	(0.15)	(0.22)
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	185.80	185.80	185.80	185.80
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.76	4.76	4.76	4.76
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	3.80	3.80	3.80	3.80
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.78	1.55	1.63	1.67
Gearing ratio	0.85	0.57	0.59	0.57
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.7%	9.2%	10.9%	12.1%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	21.5%	24.4%	28.3%	32.0%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-60 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	3,499	4,178	5,013	5,895
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	2,721	2,939	3,205	3,447
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
อื่นๆ	1,630	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	483	(173)	79	136
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**8,333**	**6,944**	**8,297**	**9,478**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(488)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(4,398)	(6,000)	(6,000)	(6,000)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(4,886)**	**(6,000)**	**(6,000)**	**(6,000)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	500	(4,560)	810	(100)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
อื่นๆ	1	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,219)	(3,288)	(2,630)	(2,630)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**(1,718)**	**(7,848)**	**(1,820)**	**(2,730)**

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	2,698	- 4,206	- 3,729	- 2,981
ลูกหนี้การค้า	303	233	260	290
สินค้าคงเหลือ	8,365	9,116	10,139	11,335
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,002	2,337	2,633	2,937
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	30,873	33,934	36,729	39,282
สินทรัพย์รวม	**46,991**	**44,327**	**49,303**	**54,517**
เจ้าหนี้การค้า	10,860	11,407	12,687	14,185
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	3,914	4,306	4,736	5,210
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะสั้น	4,700	4,690	3,100	2,000
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะยาว	9,650	5,100	7,500	8,500
หนี้สินรวม	30,088	26,535	29,127	31,076
ทุนที่ชำระแล้ว	13,151	13,151	13,151	13,151
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	646	646	646	646
กำไรสะสม	3,174	4,064	6,447	9,712
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	46,991	44,327	49,303	54,517

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
ยอดขายเติบโต	9.5%	10.7%	11.6%	12.2%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	25.7%	25.4%	25.6%	25.9%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารต่อยอดขาย	23.4%	22.9%	22.7%	22.4%
จำนวนสาขารูปแบบ HMPRO	77	82	86	90
จำนวนสาขารูปแบบ Mega Home	7	11	14	17
จำนวนสาขาทั้งหมด	84	93	100	107

ASIA PLUS Securities

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

แลนด์แอนด์เฮ้าส์

ตัวเลือกที่ดีในกลุ่มฯ ด้วยปันผลสูง 7%

การมีพอร์ตครบวงจรทั้งอสังหาฯ เพื่อขายและให้เช่า รวมถึงการลงทุนในบริษัทร่วมที่เติบโตทุกปี คาดหนุนกำไรเติบโตมั่นคง ขณะที่เงินปันผลมีความโดดเด่นสูงถึง 7% ต่อปี ด้านราคามี upside 22% แนะนำซื้อ โดยแผนขายสินทรัพย์เข้ากอง LHHOTEL จะหนุนต่อกำไรและเงินปันผลพิเศษในอนาคต

ปี 2560 เน้นเปิดแนวราบ ดันยอด Presale สู่ 2.6 หมื่นล้านบาท

ปี 2560 มีเป้าหมาย Presale 2.6 หมื่นล้านบาท (สัดส่วนแนวราบ 82% และคอนโดฯ 18%) โดยปีนี้มีแผนเปิดตัวโครงการใหม่ 12 โครงการ มูลค่า 1.49 หมื่นล้านบาท เน้นโครงการแนวราบ 9 โครงการ มูลค่า 1.3 หมื่นล้านบาท และคอนโดฯ 3 โครงการซึ่งเลื่อนมาจากปี 2559 มูลค่ารวม 1.94 พันล้านบาท หนึ่งในนั้นคือ The Bangkok สุขุมวิท 38 มูลค่า 1.62 พันล้านบาท ขณะที่ปัจจุบันมีมูลค่าคงเหลือขายในโครงการระหว่างพัฒนารวม 7.2 หมื่นล้านบาท

Backlog รองรับเป้ารายได้ปีนี้แล้วเกือบ 40%

เป้าหมายรายได้ธุรกิจอสังหาฯ เพื่อขายปี 2560 ตั้งไว้ 3.1 หมื่นล้านบาท (สัดส่วนแนวราบฯ 70% คอนโดฯ 30%) สนับสนุนด้วย Backlog ที่มีกำหนดโอนฯ ปีนี้ 1.2 หมื่นล้านบาท คิดเป็นเกือบ 40% ของประมาณรายได้ทั้งปี โดยแบ่งเป็นคอนโดฯ 9 พันล้านบาท (รองรับเป้ายอดโอนฯ คอนโดฯ ปีนี้เกือบ 100%) และแนวราบอีก 3 พันล้านบาท ครอบคลุมเป้าการโอนฯ แนวราบ ประมาณ 14% ส่วนที่เหลือมาจากการเปิดโครงการใหม่ และขายสินค้าในโครงการเดิม ซึ่งปัจจุบันมีสต๊อกที่สร้างเสร็จพร้อมโอนฯ รวม 1 หมื่นล้านบาท (แนวราบ 7 พันล้านบาท คอนโดฯ 3 พันล้านบาท) ถือว่าเป็นระดับที่สูง คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 30% ของเป้ารายได้ขาย

มี recurring income หนุนกำไรอีกทาง

ธุรกิจอสังหาฯให้เช่า เป็นอีกธุรกิจที่สร้างรายได้สม่ำเสมอและมีสัดส่วนรายได้ 10% โดยปีนี้คาดรายได้ค่าเช่า 3 พันล้านบาท จาก 2.5-2.6 พันล้านบาทปีที่ผ่านมา มาจากโรงแรมใหม่ Grand Center Point สุขุมวิท 55 เพิ่งเปิดเมื่อเดือน พ.ย. และ การซื้อ Serviced Apartment ในสหรัฐเพิ่ม 1 แห่ง มูลค่า 4.5 พันล้านบาท เดือน ธ.ค. ที่ผ่านมา เมื่อบวกกับส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมอย่าง QH, LHBANK และ HMPRO ประเมินไว้ 3.36 พันล้านบาท คาดกำไรปกติปี 2560 ที่ 9 พันล้านบาท เติบโต 9% จากปี 2559 คาด 8.3 พันล้านบาท ภายใต้ประเมินกำไร 4Q59 ไว้ 2.16 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 12% qoq

ปันผลโดดเด่น + แผนขายสินทรัพย์เข้า LHHOTEL ใน 1H60

LH ถือเป็นตัวเลือกที่ดีในกลุ่มฯ ที่มีผลประกอบการมั่นคง และเงินปันผลสูง 7% ต่อปี อีกทั้งมีประเด็นบวกจากแผนขายโรงแรม Grand Centre Point ราชดำริ มูลค่า 3-4 พันล้านบาท เข้ากอง LHHOTEL เบื้องต้นประเมินกำไรพิเศษ 800-1,000 ล้านบาท (ยังไม่รวมในประมาณการ) คาดแล้วเสร็จภายใน 1H60 แนะนำซื้อ อิงวิธี Sum of The Part (SOTP) Fair Value ปี 2560 ที่ 12.05 บาท

FY: ปีปี 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ (ลบ)	8,423	7,920	8,780	9,087	9,450
Norm Profit (ลบ)	6,944	6,741	8,316	9,087	9,450
EPS (บาท)	0.77	0.68	0.75	0.77	0.81
PER (เท่า)	15.6	17.1	13.9	12.7	12.2
DPS (บาท)	0.65	0.60	0.67	0.69	0.72
Dividend Yield (%)	6.6	6.1	6.8	7.0	7.3
BV (บาท)	3.9	3.9	4.4	5.0	5.5
PBV (เท่า)	2.5	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA (เท่า)	14.8	17.0	13.7	12.3	11.7

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

LH

แนะนำ : ซื้อ

LAND & HOUSES

ราคาปัจจุบัน (บาท):	9.85
ราคาเป้าหมาย (บาท):	12.05
Upside	22.3%
Dividend Yield	7.0%
Total Return	29.3%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	117,151

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.77	0.80	-3%
2561F	0.81	0.90	-10%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 4 = ดีมาก
Anti-corruption Indic.: = na.

เทิดศักดิ์ ทวีธีระธรรม
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132
therdsak.re@asiaplus.co.th
นวลพรรณ น้อยรัชชุกร
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 019994
nuanpun.re@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

ผลการดำเนินงาน 4Q59F และงวด 2559F ของ LH

(ล้านบาท)	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59F	% QoQ	% YoY	2559F	2558	% YoY
รายได้จากธุรกิจหลัก	5,885	5,849	8,830	7,645	7,788	6,933	8,256	19.1%	-6.5%	30,622	26,260	16.6%
ต้นทุนขาย	3,833	3,850	5,792	5,067	5,121	4,450	5,343	20.1%	-7.8%	19,981	17,313	15.4%
กำไรขั้นต้น	2,051	1,999	3,038	2,579	2,667	2,483	2,913	17.3%	-4.1%	10,641	8,947	18.9%
ค่าใช้จ่ายในการขาย&บริหาร	842	847	1,045	941	1,012	967	1,213	25.5%	16.2%	4,134	3,574	15.7%
EBITDA	2,013	1,874	3,032	2,656	2,650	2,442	2,748	12.5%	-9.4%	10,496	8,668	21.1%
กำไรสุทธิ	1,704	1,482	3,389	1,996	2,631	1,993	2,160	8.3%	-36.3%	8,780	7,920	10.8%
Norm Profit	1,504	1,470	2,436	2,114	2,111	1,931	2,160	11.8%	-11.4%	8,316	6,741	23.4%
Norm EPS	0.13	0.13	0.21	0.18	0.18	0.16	0.18	12.3%	-11.4%	0.71	0.57	24.1%
Gross Margin (%)	34.9%	34.2%	34.4%	33.7%	34.2%	35.8%	35.3%			34.8%	34.1%	
Norm Profit Margin (%)	25.6%	25.1%	27.6%	27.6%	27.1%	27.9%	26.2%			27.2%	25.7%	

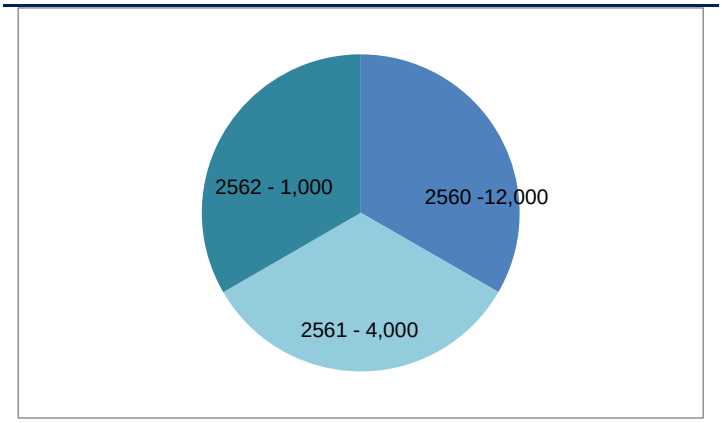
ที่มา : งบการเงินและฝ่ายวิจัย ASPS

แผนเปิดโครงการใหม่ปี 2560

No.	PROJECT NAME	LOCATION	TYPE	SIZE (Rai)	UNIT	UNIT PRICE	PRJ. VALUE	LAUNCH DATE
1	Seewalee	Ayutthaya (2)	SH	14.4	56	5.6	315	Q.2
2	Mantana	Srinakarin Romklao	SH	76.0	303	7.5	2,280	Q.2
3	Indy	Srinakarin Romklao	TH	31.7	317	3.1	990	Q.2
4	The Bangkok	Sukhumvit 38	CD	1.0	67	24.2	1,620	Q.2
5	Mantana	Wong Whan - Bangbon	SH	96.8	229	9.2	2,100	Q.3
6	Mantana	On Nuch - Wongwaen 5	SH	85.0	311	10.0	3,110	Q.3
7*	Inizio (3)	Pinklao - Wongwaen	SH	3.1	13	6.2	80	Q.3
	Inizio (3)	Pinklao - Wongwaen	Semi	35.6	230	4.3	1,000	Q.3
8*	Villaggio (2)	Rama 2	SH	16.5	72	5.5	395	Q.3
	Villaggio (2)	Rama 2	Semi	44.5	300	3.8	1,150	Q.3
9	North 6	Chiang Mai	CD	5.9	69	2.5	170	Q.3
10	Seewalee	Nakhonpathom - Civic Center	SH	33.6	135	5.7	770	Q.4
11	Revo	Bangna	TH	20.5	92	8.4	770	Q.4
12	North 7	Chiang Mai	CD	2.1	57	2.6	150	Q.4
		Total		467	2,251	6.6	14,900	

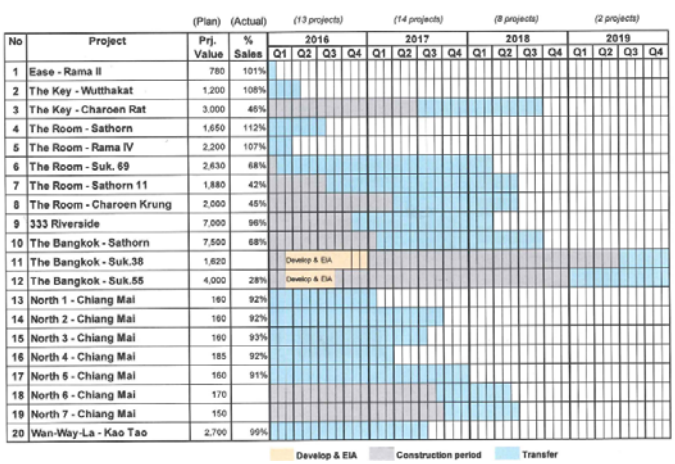
ที่มา : LH

Backlog รวม 1.7 หมื่นล้านบาท ที่รอรับรู้รายได้แต่ละปี



ที่มา : LH

แผนการโอนฯ โครงการคอนโดมิเนียม



ที่มา : LH

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. ตัวแปรสำคัญที่มีผลต่อการตัดสินใจซื้อที่อยู่อาศัยได้แก่ ความเชื่อมั่นต่อการสร้างรายได้ในอนาคตของผู้ซื้อ หากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไม่เป็นไปตามที่คาด ก็จะกระทบความเชื่อมั่น

2. ระดับการแข่งขันในอุตสาหกรรมรุนแรงขึ้นต่อเนื่อง อาจทำให้การควบคุมเรื่องประสิทธิภาพการทำกำไรทำได้ยากขึ้น

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
รายได้ธุรกิจหลัก	26,260	30,622	34,964	33,246
ต้นทุนขาย	17,313	19,981	23,195	21,769
กำไรขั้นต้น	**8,947**	**10,641**	**11,769**	**11,478**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,574	4,134	4,720	4,488
ดอกเบี้ยจ่าย	305	338	317	289
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	2,437	3,027	3,364	3,819
รายได้อื่น	476	595	595	595
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	7,981	9,792	10,692	11,115
ภาษีเงินได้	1,146	1,400	1,529	1,589
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(95)	(76)	(76)	(76)
รายการพิเศษอื่น ๆ	1,180	464	-	-
กำไรสุทธิ	**7,920**	**8,780**	**9,087**	**9,450**
EPS	**0.68**	**0.75**	**0.77**	**0.81**
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	**6,741**	**8,316**	**9,087**	**9,450**
Norm EPS	0.57	0.71	0.77	0.81
การเติบโตของยอดขาย	-7.3%	16.6%	14.2%	-4.9%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ	-2.9%	23.4%	9.3%	4.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34.1%	34.8%	33.7%	34.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ	25.7%	27.2%	26.0%	28.4%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59
รายได้ธุรกิจหลัก	8,830	7,645	7,788	6,933
ต้นทุนขาย	5,792	5,067	5,121	4,450
กำไรขั้นต้น	**3,038**	**2,579**	**2,667**	**2,483**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,045	941	1,012	967
ดอกเบี้ยจ่าย	95	88	89	78
ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม	835	654	798	726
รายได้อื่น	109	274	105	108
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	2,842	2,478	2,469	2,272
ภาษีเงินได้	390	346	332	327
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	(16)	(18)	(25)	(14)
รายการพิเศษอื่น ๆ	953	(118)	520	62
กำไรสุทธิ	**3,389**	**1,996**	**2,631**	**1,993**
กำไรจากการดำเนินงานปกติ	**2,436**	**2,114**	**2,111**	**1,931**
ยอดขาย (QoQ)	51.0%	-13.4%	1.9%	-11.0%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	34.4%	33.7%	34.2%	35.8%
กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)	65.7%	-13.2%	-0.1%	-8.5%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	3.54	3.43	3.20	3.10
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.72	0.44	0.38	0.35
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	147.46	174.08	194.58	177.90
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.38	0.41	0.47	0.43
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.49	5.90	6.03	5.44
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	1.12	0.83	0.69	0.59
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)	0.69	0.54	0.44	0.37
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)	8.6%	9.0%	9.2%	9.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)	17.9%	18.0%	16.5%	15.4%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-61 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
กำไรสุทธิ	7,920	8,780	9,087	9,450
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	208	1,814	1,921	1,954
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	382	401	421	442
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	-	-	-	-
ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม	(2,437)	(3,027)	(3,364)	(3,819)
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(4,516)	(2,745)	(2,700)	(3,566)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**1,557**	**5,222**	**5,366**	**4,460**
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(12)	1,202	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น	812	1,513	1,682	1,910
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	1,074	(1,082)	(1,191)	(1,310)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**1,874**	**1,633**	**491**	**600**
เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,478	(8,305)	(3,392)	(2,143)
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	5,013	5,013	5,013
เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ	352	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(7,583)	(7,426)	(7,951)	(8,249)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**(753)**	**(10,718)**	**(6,330)**	**(5,379)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**2,520**	**(3,862)**	**(473)**	**(318)**

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	8,957	5,094	4,621	4,303
ลูกหนี้การค้า	184	168	192	182
สินค้าคงคลัง	48,118	49,080	50,062	51,063
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,915	1,915	1,915	1,915
เงินลุนระยะยาว	24,186	25,699	27,381	29,291
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	10,823	11,905	13,096	14,405
สินทรัพย์รวม	**98,070**	**96,547**	**99,952**	**103,845**
เจ้าหนี้การค้า	3,218	3,558	4,131	3,877
เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี	9,166	8,182	8,931	10,014
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	4,666	4,666	4,666	4,666
เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้	32,510	25,189	21,047	17,822
หนี้สินรวม	**51,175**	**43,210**	**40,390**	**37,993**
ทุนที่ชำระแล้ว	11,730	11,730	11,730	11,730
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	14,904	19,917	24,930	29,943
กำไรสะสม	16,490	17,844	18,980	20,181
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**45,626**	**51,993**	**58,142**	**64,356**
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	1,269	1,344	1,420	1,496
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**98,070**	**96,547**	**99,952**	**103,845**

สมมติฐานในการทำประมาณการ *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2558	2559F	2560F	2561F
Presale ระหว่างงวด	24,700	24,304	26,348	27,881
การบันทึกรายได้จากการขาย	24,223	27,975	31,999	30,074
รายได้ค่าเช่าและบริการ	2,036	2,647	2,965	3,173
Gross Margin เฉลี่ย (%)	34.1%	34.8%	33.7%	34.5%
Norm Profit Margin (%)	25.7%	27.2%	26.0%	28.4%
SG&A/Sale (%)	13.6%	13.5%	13.5%	13.5%
Effective Tax Rate (%)	14.4%	14.3%	14.3%	14.3%

ASIA PLUS Securities

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม

คงมุมมองบวกต่อราคาน้ำมัน

ยังคงมุมมองบวกต่อทิศทางราคาน้ำมันดิบขาขึ้นในช่วง 2-3 ปี ข้างหน้า ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่จะหนุนการเติบโตของกำไร PTTEP จากนี้ไป แต่ทั้งนี้เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงและมีนัยฯในช่วง 1 เดือนที่ผ่าน,k เพื่อลดความเสี่ยงจากการปรับฐานช่วงสั้น จึงเน้นให้เข้าลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว

งวด 4Q59 คาดเผชิญกับผลขาดทุนสุทธิ...กดดันจาก Fx เป็นหลัก

ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรปกติงวด 4Q59 จะลดลง 31.9%qoq มาอยู่ราว 3.0 พันล้านบาท กดดันหลักจากราคาขายก๊าซฯที่ลดลง และต้นทุนต่อหน่วยที่คาดจะปรับตัวขึ้น แต่ทั้งนี้หากพิจารณาแนวโน้มผลการดำเนินงานสุทธิงวด 4Q59 คาดจะถึงขั้นเผชิญกับผลขาดทุนราว 2.1 พันล้านบาท หลักๆเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายทางภาษีที่เพิ่มขึ้นจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง และบันทึกขาดทุนจากการทำ hedging

กำไรทั้งปี 2559 อาจต่ำกว่าคาด

จากคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานสุทธิ 4Q59 ข้างต้น คาดจะส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2559 จะอยู่ราว 1.16 หมื่นล้านบาท ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งหลักๆเป็นผลมาจากราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบที่เกิดขึ้นจริงในปี 2559 ที่ 41.4 เหรียญฯต่อบาร์เรล ต่ำกว่าสมมติฐานที่กำหนดไว้ที่ 45 เหรียญฯต่อบาร์เรล รวมถึงค่าใช้จ่ายพิเศษทั้ง Fx และ hedging ที่เกิดขึ้น

ราคาน้ำมันเป็นปัจจัยหลักหนุนการเติบโตช่วง 2-3 ปี ข้างหน้า

แนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อยู่ในทิศทางขาขึ้นในช่วง 2-3 ปี ข้างหน้า ถือเป็นปัจจัยหลักที่จะหนุนการเติบโตของกำไร PTTEP จากนี้ไป โดยกำหนดให้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบในปี 2560 เท่ากับ 55 เหรียญฯต่อบาร์เรล และเพิ่มขึ้นเป็น 60 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในปี 2561 และหลังจากปี 2562 กำหนดให้เท่ากับ 65 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในระยะยาว ขณะที่ปริมาณการผลิตและจำหน่ายคาดจะทรงตัวใกล้เคียงในปี 2559 รอการลงทุนรวมถึงการทำ M&A โครงการใหม่ๆที่จะเป็น upside จากปัจจุบัน

เน้นเข้าลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว...คงมุมมองบวกต่อทิศทางราคาน้ำมัน

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2560 (DCF) ที่ 102 บาทต่อหุ้น แนะนำซื้อ แต่ทั้งนี้เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงและมีนัยฯในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เพื่อลดความเสี่ยงจากการปรับฐานช่วงสั้น จึงเน้นให้เข้าลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว โดยเชื่อว่าแนวโน้มทิศทางราคาน้ำมันยังอยู่ในทิศทางขาขึ้นจากนี้ ซึ่งจะเป็นบวกโดยตรงต่อ PTTEP อีกทั้งยังให้อัตราผลตอบแทนจากปันผลในระดับที่ดีราว 3-4%p.a.

FY: ปีปี 31 ธ.ค.	FY57A	FY58A	FY59F	FY60F	FY61F
กำไรสุทธิ	21,490	-31,590	18,145	21,022	27,878
Norm Profit	48,822	26,560	18,145	21,022	27,878
EPS (บาท)	5.41	-7.96	4.57	5.30	7.02
PER (เท่า)	17.7	-12.1	21.0	18.1	13.7
DPS (บาท)	4.50	3.00	3.00	4.00	4.00
Dividend Yield (%)	4.7	3.1	3.1	4.2	4.2
BVS (บาท)	104.2	103.0	92.0	95.2	99.4
EV/EBITDA	1.8	2.4	4.2	4.0	3.5
ROE (%)	5.4	-7.7	4.7	5.7	7.2

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

PTTEP

แนะนำ : ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท):	96.00
ราคาเป้าหมาย (บาท):	102.00
Upside	6.3%
Dividend Yield	3.1%
Total Return	9.4%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	381,119

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	5.30	5.28	0%
2561F	7.02	6.05	16%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ
Anti-corruption Indic.: = ได้รับการรับรอง

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350
Nalinrat.re@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

งวด 4Q59 คาดเผชิญกับผลขาดทุนสุทธิ...กดดันจาก Fx เป็นหลัก

เบื้องต้นภายใต้สมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่อ้างอิงราคาน้ำมันดิบดูไบ และอัตราแลกเปลี่ยนที่ประกาศในแหล่งข้อมูลทั่วไป ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินผลการดำเนินงานปกติงวด 4Q59 จะเป็นกำไรอยู่ราว 3.0 พันล้านบาท ลดลง 31.9%qoq (จากงวดก่อนหน้าที่มีกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ที่ 4.3 พันล้านบาท) กดดันหลักจากการปรับตัวลดลงของราคาขายก๊าซฯของแหล่งผลิตหลักที่มีการปรับราคาขายปีละ 1 ครั้งในช่วงเดือน ต.ค. อาทิ แหล่งไพลิน ซึ่งจะทำให้ราคาขายก๊าซฯงวด 4Q59 ปรับตัวลดลงมาอยู่ในระดับ 5 เหรียญฯต่อล้านบีทียู เทียบกับงวด 3Q59 ที่อยู่ที่ 5.6 เหรียญฯต่อล้านบีทียู ถึงแม้คาดราคาขายน้ำมันดิบงวด 4Q59 จะปรับตัวขึ้น 11.0%qoq มาเฉลี่ยอยู่ราว 47.9 เหรียญฯต่อบาร์เรล แต่ปริมาณขายสัดส่วนถึง 70% จะเป็นการขายก๊าซฯ ทำให้คาดราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมจะลดลงเกือบ 4.0%qoq มาอยู่ราว 35 เหรียญฯต่อบาร์เรล นอกจากนี้คาดกำไรปกติงวด 4Q59 จะถูกกดดันจากต้นทุนต่อหน่วยที่คาดจะปรับตัวขึ้น 6.1%qoq มาเฉลี่ยอยู่ในระดับ 33 เหรียญฯต่อบาร์เรล ซึ่งเป็นการปรับตามต้นทุนค่าเสื่อมราคา (DD&A) และค่าใช้จ่ายทั่วไป (G&A) ที่เพิ่มขึ้นเป็นหลัก

อย่างไรก็ตามหากพิจารณาแนวโน้มผลการดำเนินงานสุทธิงวด 4Q59 คาดจะถึงขั้นเผชิญกับผลขาดทุนราว 2.1 พันล้านบาท จากค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกิดขึ้นทั้งในส่วนของค่าใช้จ่ายทางภาษีที่เพิ่มขึ้นจากค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง (deferred tax) ราว 3.5 พันล้านบาท และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนราว 480 ล้านบาท รวมถึงบันทึกขาดทุนจากการทำ hedging อีกราว 895 ล้านบาท

กำไรทั้งปี 2559 อาจต่ำกว่าคาด

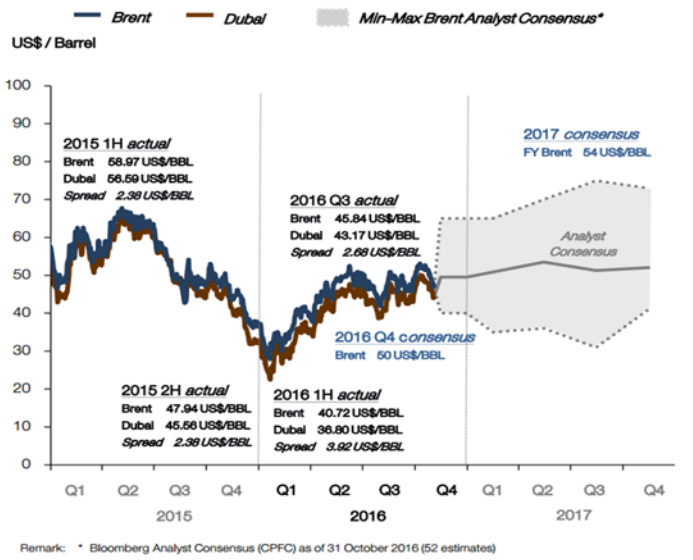
จากคาดการณ์แนวโน้มผลการดำเนินงานสุทธิงวด 4Q59 ข้างต้น คาดจะส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2559 จะอยู่ราว 1.16 หมื่นล้านบาท (เทียบกับปี 2558 ที่เผชิญกับผลขาดทุนสุทธิ 3.1 หมื่นล้านบาท) ซึ่งต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งหลักๆเป็นผลมาจากราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบที่เกิดขึ้นจริงในปี 2559 ที่ 41.4 เหรียญฯต่อบาร์เรล ต่ำกว่าสมมติฐานที่กำหนดไว้ที่ 45 เหรียญฯต่อบาร์เรล รวมถึงค่าใช้จ่ายพิเศษทั้งด้านอัตราแลกเปลี่ยนและ hedging ที่เกิดขึ้นใน 4Q59 ซึ่งยังไม่รวมไว้ในประมาณการก่อนหน้านี้

ตารางคาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 4Q59

Key Data (ล้านบาท)	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59F	%QoQ	%YoY	2559F	2558	%YoY
ยอดขาย	45,436	47,770	45,996	39,184	37,571	37,705	36,463	34,076	-6.5%	-13.0%	145,815	178,386	-18.3%
ต้นทุนขาย	9,454	12,343	12,693	7,522	8,855	8,735	8,898	8,414	-5.4%	11.9%	34,902	42,012	-16.9%
กำไรขั้นต้น	35,981	35,427	33,303	31,662	28,716	28,969	27,565	25,663	-6.9%	-18.9%	110,913	136,374	-18.7%
กำไรจากการดำเนินงาน	11,439	8,262	13,295	10,744	8,775	6,697	9,845	3,869	-60.7%	-64.0%	29,185	43,740	-33.3%
กำไรสุทธิ	8,616	1,312	(46,212)	4,693	5,625	2,661	5,446	(2,104)	*n.m.*	*n.m.*	11,628	(31,590)	*n.m.*
Norm Profit	8,094	7,246	9,501	3,603	4,156	5,438	4,374	2,980	-31.9%	-17.3%	16,949	28,444	-40.4%
EPS (บาท)	2.17	0.33	(11.64)	1.18	1.42	0.67	1.37	(0.53)	*n.m.*	*n.m.*	2.93	(7.96)	*n.m.*
Gross Margin	79%	74%	72%	81%	76%	77%	76%	75%			76%	76%	
Op Margin	25%	17%	29%	27%	23%	18%	27%	11%			20%	25%	
ราคาขายก๊าซฯ ($/MMBTU)	8.0	7.3	7.1	6.3	6.1	5.6	5.6	5.0			5.5	7.2	
ราคาขายน้ำมันดิบ ($/BBL)	50.1	59.3	49.4	42.2	32.0	43.7	43.2	47.9			41.7	50.1	
ราคาขายเฉลี่ยปิโตรเลียม ($/BOE)	48.7	48.5	44.6	39.2	35.1	36.6	36.3	35.0			35.8	45.3	
ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบ ($/BBL)	51.9	61.3	49.7	40.7	30.4	43.2	43.2	48.1			41.2	50.9	

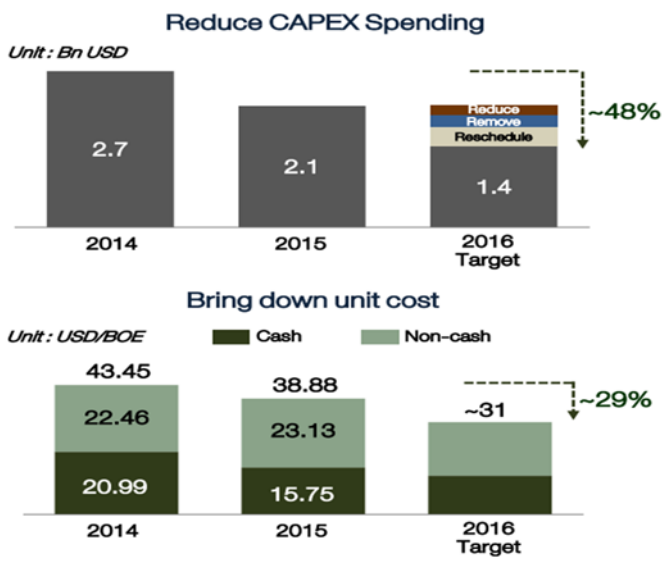
ที่มา : PTTEP

แนวโน้มราคาน้ำมันดิบ



ที่มา : PTTEP

กลยุทธ์การลดต้นทุนผ่านโครงการ Save to be Safe



ที่มา : PTTEP

สรุปคำแนะนำลงทุนหุ้นกลุ่มน้ำมันในไทยและภูมิภาค

Company	REC./BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV 2559F	PBV 2560F	PER 2559F	PER 2560F
JAPAN								
INPEX CORP	4.00	1122.5	1236.5	10.2%	0.6	0.5	53.4	23.9
JX HD	4.75	509.4	580.0	13.9%	0.8	0.8	10.6	8.7
JAPAN PETROLEUM	3.00	2538.0	2327.5	-8.3%	0.3	0.3	279.4	21.6
CHINA								
PETROCHINA CO-A	3.00	8.5	7.3	-14.6%	1.3	1.3	237.2	32.7
HONG KONG								
SINOPEC CORP-H	4.36	6.2	6.6	7.9%	0.9	0.9	16.4	12.9
PETROCHINA-H	4.04	6.2	6.7	7.3%	0.9	0.8	110.1	20.3
CNOOC	3.91	9.9	11.3	14.6%	1.1	1.0	-	14.4
INDIA								
INDIAN OIL CORP	4.56	351.1	360.7	2.7%	1.8	1.6	9.8	9.2
RELIANCE INDS	4.40	1041.3	1209.5	16.2%	1.2	1.1	11.1	11.0
OIL & NATURAL GA	3.64	194.8	194.6	-0.1%	1.2	1.2	12.1	10.0
CAIRN INDIA	3.09	262.0	218.8	-16.5%	1.0	0.9	26.8	20.4
AUSTRALIA								
ORIGIN ENERGY	3.31	7.2	6.5	-9.1%	0.8	0.8	23.9	13.7
WOODSIDE PETRO	3.73	32.4	31.6	-2.7%	1.4	1.4	23.6	19.8
SANTOS LTD	3.63	4.1	4.5	10.4%	0.8	0.8	310.2	19.7
THAILAND								
PTT PCL	BUY	387.0	400.0	3.4%	1.4	1.3	11.0	10.3
PTT EXPL & PROD	BUY	96.00	102.0	6.3%	1.0	1.0	18.1	13.7
AVERAGE					**1.0**	**1.0**	**15.2**	**15.3**

หมายเหตุ - บริษัทที่มีค่า PER หรือ PBV ที่ติดลบก็จะไม่รวมอยู่ในการคำนวณค่าเฉลี่ย
- BB Rating คือ คะแนนเฉลี่ยที่ได้จากการรวบรวม Recommendation Consensus ของนักวิเคราะห์ในช่วง 12 เดือนหลังสุด โดยกำหนดให้ 5 = BUY, 4 = WEAK BUY, 3 = HOLD, 2 = WEAK SELL, 1= SELL

ที่มา : Bloomberg

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การผลิตของแต่ละโครงการไม่ได้ตามเป้าหมายที่กำหนดไว้ รวมถึงการหยุดผลิตฉุกเฉินของโครงการต่างๆ (unplanned shutdown)
2. ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ซึ่งอาจทำให้ประมาณการไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้
3. ความเสี่ยงจากการลงทุนในต่างประเทศ (Country risk)

ที่มา : รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-60

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559F	2560F
ยอดขาย	237,597	181,726	176,287	188,307
ต้นทุนขาย	58,404	45,002	51,575	54,580
กำไรขั้นต้น	**179,193**	**136,725**	**124,712**	**133,728**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	12,050	9,554	8,814	9,415
ดอกเบี้ยจ่าย	8,430	8,592	6,530	6,500
ค่าใช้จ่ายอื่น	84,712	92,948	85,200	83,700
รายได้อื่น	11,025	6,996	4,552	5,419
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	65,456	(6,130)	35,250	46,031
ภาษีเงินได้	35,535	16,869	10,575	13,809
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	48,822	26,560	18,145	25,722
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(1,610)	(2,312)	-	-
รายการพิเศษอื่น ๆ	(34,134)	(49,893)	-	-
กำไรสุทธิ	**21,490**	**(31,590)**	**18,145**	**25,722**
EPS	**5.41**	**(7.96)**	**4.57**	**6.48**
การเติบโตของรายได้ (%)	8%	-24%	-3%	7%
การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)	-62%	-247%	-157%	42%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	75%	75%	71%	71%
อัตรากำไรสุทธิ	9%	-17%	10%	14%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59
ยอดขาย	39,184	37,571	37,705	36,463
ต้นทุนขาย	7,522	8,855	8,735	8,898
กำไรขั้นต้น	**31,662**	**28,716**	**28,969**	**27,565**
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,511	1,134	2,081	1,340
ดอกเบี้ยจ่าย	1,773	2,080	2,086	2,064
รายได้อื่น	696	606	640	500
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	8,971	6,695	4,610	7,781
ภาษีเงินได้	4,278	1,070	1,949	2,344
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	3,603	4,156	5,438	4,374
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	965	593	589	659
กำไรสุทธิ	4,693	5,625	2,661	5,446
การเติบโตของรายได้	-15%	-4%	0%	-3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	110%	20%	-53%	105%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	81%	76%	77%	76%
อัตรากำไรสุทธิ	12%	15%	7%	15%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559F	2560F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.95	3.34	1.46	1.39
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	9.55	9.57	10.06	10.18
ระยะเวลาหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (วัน)	7.86	11.07	6.52	0.95
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	13.61	10.53	15.72	23.15
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.85	0.73	0.96	0.89
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2.91	(4.28)	2.55	3.59
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	5.39	(7.68)	4.69	6.89

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-60 (ต่อ)

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559F	2560F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	21,490	(31,590)	18,145	25,722
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	(48,135)	(41,901)	(14,144)	(13,550)
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	115,973	142,714	42,500	42,500
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	939	(22)	-	-
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**188,232**	**140,655**	**89,152**	**99,965**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(13,783)	(9,122)	(7,382)	(7,382)
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	146	170	132	133
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(66,632)	(59,609)	(60,000)	(60,000)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(97,505)**	**(73,029)**	**(67,250)**	**(67,249)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,739	(26,185)	(10,000)	(10,000)
เพิ่ม/ลด หุ้นกู้/หุ้นสามัญ	25,442	(20,458)	-	-
จ่ายปันผล	(23,891)	(10,178)	12,805	(7,258)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**8,290**	**(56,821)**	**2,805**	**(17,258)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**50,882**	**(31,096)**	**10,563**	**1,908**

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559F	2560F
เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด	129,557	108,100	74,660	76,568
สินทรัพย์หมุนเวียน	183,410	169,642	111,084	113,812
สินทรัพย์รวม	**767,073**	**708,864**	**715,484**	**718,219**
หนี้สินหมุนเวียน	94,292	50,804	76,184	82,069
หนี้สินรวม	353,453	300,053	350,064	337,366
ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด	413,620	408,811	365,420	380,853
ทุนที่ชำระแล้ว	3,970	3,970	3,970	3,970
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	105,418	105,418	105,418	105,418
กำไรสะสม	**264,354**	**222,044**	**256,033**	**271,465**
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**767,073**	**708,864**	**715,484**	**718,219**

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2557	2558	2559F	2560F
ราคานั้นดิบอ้างอิงดูไบ(US$/BOE)	97	51	45	55
ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ก๊าซ (US$/MMBTU)	8.03	6.90	6.20	6.20
อัตราการเติบโตของปริมาณขายของเหลว	6%	5%	0%	1%
อัตราการเติบโตของปริมาณขายก๊าซ	19%	5%	0%	3%
อัตราการเติบโตของกำไรสุทธิ	-62%	-249%	-157%	42%
อัตราแลกเปลี่ยน (Baht/US$)	33.0	34.0	35.0	35.0

ASIA PLUS Securities

วันพุธที่ 18 มกราคม พ.ศ. 2560

ธนาคารทหารไทย

เพิ่มประมาณการบนมุมมองธุรกิจที่บวกขึ้น

เป้าหมายธุรกิจปี 2560 เป็นไปในทิศทางบวกขึ้นเทียบกับการประชุมที่ผ่านมา ทั้งการเติบโตของสินเชื่อสุทธิและรายได้ค่าธรรมเนียมฯ จึงนำไปสู่การเพิ่มประมาณการและ fair value ปี 2560 ขึ้นเป็น 2.40 บาท ราคาหุ้น TMB กลับมาน่าสนใจ valuation ที่ถูกมากทั้ง PER PBV บนประมาณการใหม่

เป้าหมายสินเชื่อปี 2560 เป็นไปในทิศทางบวกขึ้น

เป้าหมายธุรกิจปี 2560 เป็นไปในเชิงรุกมากขึ้นจากการประชุมล่าสุด โดยประเมินการเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศสูงขึ้นจากปี 2559 ภายใต้คาดการณ์การเติบโตของ GDP ปี 2560 เท่ากับ 3.2-3.5% จาก 3.3% ในปี 2559 หนุนด้วยแนวโน้มการลงทุนใหญ่ของประเทศที่ทยอยเกิดขึ้นโดยเป้าหมายสินเชื่อสุทธิกำหนดไว้ 8-10% yoy ยังให้ความสำคัญกับกลุ่มสินเชื่อ SME และรายย่อย ภายหลังการพัฒนาระบบการคัดกรองสินเชื่อที่มีประสิทธิภาพขึ้น สำหรับ NIM ประเมินในทิศทางบวกขึ้นเล็กน้อยจากแรงกดดันด้านการระดมเงินฝากที่ลดลง สอดคล้องกับกลยุทธ์เน้นให้ลูกค้าเปลี่ยนไปใช้ผลิตภัณฑ์ด้านกองทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ด้านคุณภาพสินทรัพย์ ประเมิน NPL กรณีแย่สุดคือใกล้เคียงกับสิ้นปี 2560 ราว 2.5% โดยยังคงนโยบาย credit cost ระมัดระวังไม่ต่ำกว่าปี 2559 ที่ราว 140-150bp

เพิ่มประมาณการปี 2560-61...เพิ่มสมมติฐานสินเชื่อและ NIM

เพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2560-61 ขึ้น 12.6% และ 19.1% จากเดิม สะท้อนการปรับเพิ่มสมมติฐานการเติบโตของสินเชื่อสุทธิ และ NIM พร้อมลดสมมติฐาน credit cost ลงเพื่อให้สอดคล้องกับเป้าหมายใหม่ของธุรกิจ ภายหลังเพิ่มประมาณการ ส่งผลให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2560-61 กลับมาเติบโตถึง 8.5% yoy และ 12.0% yoy

กำไร 4Q59 ดีกว่าคาด...NIM เพิ่ม สำรองลด NPL ทรงตัว

กำไรสุทธิงวด 4Q59 เท่ากับ 2.14 พันล้านบาท สูงกว่าคาดมากถึง 21% เติบโตถึง 16.0% qoq แต่ยังลดลง 18.2% yoy จากค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ ที่ต่ำเกินคาดมาก เนื่องจากได้ดำเนินการไปมากในช่วง 3Q59 อีกทั้ง NPL ยังค่อนข้างทรงตัวที่ราว 2.53% ของสินเชื่อรวม ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่กำหนดไว้ โดยที่ยังคงระดับ NPL Coverage ratio ใกล้เคียงเดิมคือราว 143% ณ สิ้นปี 2559 ด้านธุรกิจหลักพบว่ารายได้เติบโตดีทุกกลุ่มทั้งรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ รายได้ค่าธรรมเนียมฯ และรายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ ท่ามกลางสินเชื่อที่ยังค่อนข้างทรงตัว บวกกับต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง ทำให้ NIM เพิ่มสูงขึ้นเกินคาด แม้ค่าใช้จ่ายดำเนินงานเติบโต แต่ในอัตราที่ต่ำกว่ารายได้ จึงบวกต่อกำไรงวดนี้

เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ...valuation กลับมาจูงใจมากบนประมาณการใหม่

เพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ จากเดิมให้ switch บนเป้าหมายธุรกิจใหม่ๆ ที่เห็นสัญญาณเติบโตมากขึ้น Fair value ปี 2560 ภายหลังปรับปรุงเพิ่มขึ้นเป็น 2.40 บาท (เดิม 2.15 บาท) อิง PBV 1.18 เท่า (เดิม 1.09 เท่า) ตามวิธี GGM ภายใต้คาดการณ์ ROE ระยะยาวที่ 11% (เดิม 10.5%)

FY: ปีด 31 ธ.ค.	FY58A	FY59A	FY60F	FY61F	FY62F
กำไรสุทธิ	9,333	8,225	8,924	9,994	11,268
EPS (บาท)	0.21	0.19	0.20	0.23	0.26
EPS growth (%yoy)	-2.2%	-11.9%	8.5%	12.0%	12.8%
PER (x)	10.5	11.9	10.9	9.8	8.7
PBV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.6
DPS (บาท)	0.09	0.08	0.08	0.09	0.10
Div yields	3.8%	3.4%	3.7%	4.1%	4.6%
ROE (%)	12.8%	10.3%	10.3%	10.9%	11.4%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

TMB

แนะนำ : ซื้อ

ราคาปัจจุบัน (บาท):	2.24
ราคาเป้าหมาย (บาท):	2.40
Upside	6.53%
Dividend Yield	3.37%
Total Return	9.90%
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	97,999

Technical Chart

เปรียบเทียบประมาณการของ ASPS กับ IAA consensus

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2560F	0.20	0.20	2%
2561F	0.23	0.22	4%

ที่มา : ประมาณการโดย ASPS, IAA consensus

CG Score : 5 = ดีเลิศ
Anti-corruption Indic.: = ได้รับการรับรอง

อุษณีย์ ลิ่วรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: : 017928
Usanee.re@asiaplus.co.th

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใดๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมิได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใดๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด

กำไร 4Q59 ดีเกินคาด...NIM เพิ่ม สำรองลด NPL ทรงตัว

กำไรสุทธิงวด 4Q59 เท่ากับ 2.14 พันล้านบาท สูงกว่าคาดมากถึง 21% เติบโตถึง 16.0% qoq แต่ยังลดลง 18.2% yoy ผลบวกจากการบันทึกค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ ที่ต่ำเกินคาด เนื่องจากได้ดำเนินการไปมากในช่วง 3Q59 การตัดหนี้สูญที่ลดลงจากงวดก่อนหน้า ทำให้ NPL ยังค่อนข้างทรงตัวที่ราว 2.53% ของสินเชื่อรวม ใกล้เคียงกับเป้าหมายที่กำหนดไว้ จึงสามารถลดระดับลงการกันสำรองหนี้ฯ ลงได้ในงวดนี้ โดยที่ยังคงระดับ NPL Coverage ratio ใกล้เคียงเดิมคือราว 143% ณ สิ้นปี 2559

ด้านธุรกิจหลัก พบว่ารายได้เติบโตดีทุกกลุ่มทั้งรายได้ดอกเบี้ยสุทธิ รายได้ค่าธรรมเนียมฯ และรายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ แม้สินเชื่อยังทรงตัวจากสิ้นงวด 3Q59 เนื่องจากการตัดสูญและขายหนี้ NPL ออกไปกว่า 2 พันล้านบาทในงวดนี้ แต่ก็ลดลงจากการตัดหนี้สูญที่สูงถึง 6 พันล้านบาทในงวด 3Q59 โดยยังได้รับผลบวกจากต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงต่อเนื่องอีก ทำให้ NIM เพิ่มสูงขึ้นเกินคาด นอกจากนี้ รายได้ค่าธรรมเนียมฯ เติบโตจากการขายประกันในช่วงฤดูกาล และค่าธรรมเนียมฯ ที่เกี่ยวเนื่องกับสินเชื่อ ส่วนรายได้ที่มิใช่ดอกเบี้ยอื่นๆ เห็นการเติบโตในกลุ่มของรายได้จากธุรกรรมเพื่อค้าและ Fx ที่สูงเกินคาดเช่นกัน ส่วนค่าใช้จ่ายดำเนินงานเพิ่มขึ้นสูงกว่าคาดในกลุ่มค่าใช้จ่ายอื่นๆ ผลจากค่าใช้จ่ายการตลาดที่เพิ่มขึ้นในช่วงฤดูกาล โดยการเติบโตของค่าใช้จ่ายที่เป็นไปในอัตราเร่งกว่ารายได้รวมที่เพิ่มขึ้น จึงทำให้ cost to income ratio ปรับตัวเพิ่มขึ้นในงวดนี้ โดยสรุปภาพรวมได้ดังนี้

(+) **รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิงวด 4Q59 เท่ากับ 6.39 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 2.0% qoq และ 6.3% yoy – ตามคาด** แม้ภาพรวมสินเชื่อสุทธิเติบโตแทบทรงตัวจากงวด 3Q59 (แต่ยังเพิ่มขึ้น 2.2% yoy หากพิจารณาสินเชื่อคุณภาพสุทธิ หรือ performing loans เติบโตสูงกว่าเล็กน้อยหรือราว 2.9% yoy) ส่วนใหญ่เป็นการเติบโตของสินเชื่อสุทธิในกลุ่มสินเชื่อรายย่อย ประเภทที่อยู่อาศัยที่ธนาคารฯ ได้ปรับปรุงกระบวนการให้สินเชื่อไปในช่วงที่ผ่านมา ทำให้ผลตอบรับจากผู้บริโภคดีขึ้นต่อเนื่อง ส่วนสินเชื่อรายใหญ่และ SME ยังเห็นการหดตัวลงต่อเนื่องอีกในงวดนี้

โครงสร้างสินเชื่อคุณภาพ (ไม่รวม NPL) รายไตรมาสของ TMB (งบเฉพาะ)

ล้านบาท	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	% qoq	% yoy
ธุรกิจขนาดใหญ่	234,000	238,950	241,120	240,800	237,300	234,520	229,600	224,640	-2.2%	-6.7%
SME - กลาง	104,000	111,510	120,560	123,200	124,300	125,840	114,800	109,440	-4.7%	-11.2%
- เล็ก	88,400	84,960	87,680	84,000	84,750	80,080	91,840	92,160	0.3%	9.7%
ลูกค้ารายย่อย	93,600	95,580	98,640	112,000	118,650	131,560	137,760	149,760	8.7%	33.7%
รวม	**520,000**	**531,000**	**548,000**	**560,000**	**565,000**	**572,000**	**574,000**	**576,000**	**0.3%**	**2.9%**

โครงสร้างสินเชื่อของ TMB (งบเฉพาะ)

ล้านบาท	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
ธุรกิจขนาดใหญ่	45%	45%	44%	43%	42%	41%	40%	39%
SME - กลาง	20%	21%	22%	22%	22%	22%	20%	19%
- เล็ก	17%	16%	16%	15%	15%	14%	16%	16%
ลูกค้ารายย่อย	18%	18%	18%	20%	21%	23%	24%	26%
รวม	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

สถานการณ์เงินฝากในงวด 4Q59 ยังหดตัว 1.3% qoq และ 7.1% yoy ส่วนใหญ่เป็นการลดลงของเงินฝากประจำที่ครบกำหนดอายุ เงินฝากประเภท No fixed และ ME เนื่องจากธนาคารฯ ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยของเงินฝากใน 2 กลุ่มนี้ลงในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งล้วนเป็นเงินฝากประเภท non-transactional deposits ที่มีต้นทุนสูง พร้อมกับเพิ่มสัดส่วนเงินฝากเพื่อการทำธุรกรรม หรือ transactional deposits แทน ได้แก่ บัญชี All Free และบัญชี One Bank ที่มีต้นทุนต่ำมาก โดยสัดส่วนของเงินฝากประเภท transactional deposits เพิ่มขึ้นมาที่ 40% ของเงินฝากรวม ณ สิ้นปี 2559 จาก 37% ณ สิ้นปี 2558 จึงส่งผลบวกต่อต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงต่อเนื่องอีกในงวดนี้ ขณะที่สัดส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก (LDR) ณ สิ้นปี 2559 เพิ่มขึ้นมาที่ 99.1% จาก 97.5% ณ สิ้นงวด 3Q59 สอดคล้องกับระดับนโยบายของ TMB ที่ต้องการรักษา LDR ไว้ไม่เกิน 97-98%

โครงสร้างเงินฝากรายไตรมาสของ TMB (งบเฉพาะ)

พันล้านบาท	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	% qoq	% yoy
กระแสรายวัน	44	42	42	65	45	53	47	50	6.4%	-23.1%
ออมทรัพย์	171	167	169	174	177	177	180	188	4.4%	8.0%
No Fixed	182	196	215	233	260	265	250	243	-2.8%	4.3%
ประจำ	182	186	182	170	154	143	127	115	-9.4%	-32.4%
ต่ำกว่า 12 เดือน	167	172	170	158	142	132	116	104	-10.3%	-34.2%
มากกว่า 12 เดือน	15	14	12	12	12	12	11	11	0.0%	-8.3%
NCD & FCD	2	2	2	3	3	4	3	3	-16.7%	-10.7%
รวม	**582**	**593**	**610**	**645**	**639**	**642**	**607**	**599**	**-1.4%**	**-7.2%**

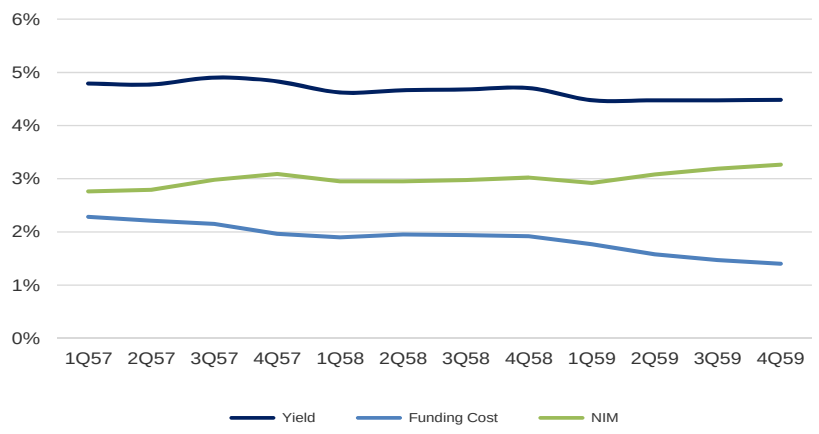
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โดยรวมแล้ว สินเชื่อสุทธิทั้งปี 2559 เติบโต 2.2% yoy ยังต่ำกว่าเมื่อเทียบกับเป้าหมายการเติบโตของสินเชื่อสุทธิทั้งปี 2559 ของ TMB ที่ 6-8% yoy (เฉพาะสินเชื่อคุณภาพ) และของฝ่ายวิจัยที่ประเมินไว้ 5% yoy ผลต่างดังกล่าวเกิดจากการตัดหนี้สูญ (write-off) มากถึง 1.2 หมื่นล้านบาท และการขายหนี้ NPL ออกไปอีกราว 1.2 พันล้านบาท หากไม่รวมผลกระทบดังกล่าว พบว่าสินเชื่อสุทธิของธนาคารฯ จะเติบโตได้กว่า 4.5% yoy

(+) NIM **งวด 4Q59 เพิ่มขึ้นถึง 8bp มาที่ 3.27% - สูงเกินคาด** แม้ yield ของเงินให้สินเชื่อค่อนข้างทรงตัวจากงวด 3Q59 เนื่องจากการเน้นปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่ให้ yield ต่ำ ประกอบกับการที่ธนาคารฯ นำระบบคัดกรองสินเชื่อตามความเสี่ยงของลูกค้ามาใช้ร่วมกับการกำหนดอัตราดอกเบี้ย จึงสร้างแรงกดดันรวมต่อ yield ของสินเชื่อ แต่ผลกระทบดังกล่าวหักล้างไปได้จากการลดลงของต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายต่อเนื่องอีก 7bp เหลือเพียง 1.40% ทำระดับต่ำสุดในรอบหลายปีที่ผ่านมา เนื่องจากฐานเงินฝากที่ลดลงมาก และยังได้อานิสงค์จากการปรับโครงสร้างฐานเงินฝาก โดยลดสัดส่วนของเงินฝากที่มีต้นทุนในกลุ่ม No Fixed และ ME ไปเพิ่มเงินฝากในกลุ่ม transactional deposits ขึ้นมาที่ระดับ 40% ของเงินฝากรวม ดังกล่าวข้างต้น ซึ่งล้วนส่งผลบวกต่อ NIM ในช่วงที่ผ่านมารวมถึงงวดนี้

โดยรวมแล้ว NIM ทั้งปี 2559 เท่ากับ 3.10% เพิ่มขึ้นจาก 2.96% ในปี 2558 ยังสอดคล้องกับเป้าหมาย NIM ทั้งปี 2559 ที่ TMB กำหนดไว้ 3.0-3.2% และสมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่ประเมินไว้ที่ 3.13% เนื่องจากการลดลงของต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่มากกว่าคาด

Yield, Cost of funds และ NIM รายไตรมาสของ TMB

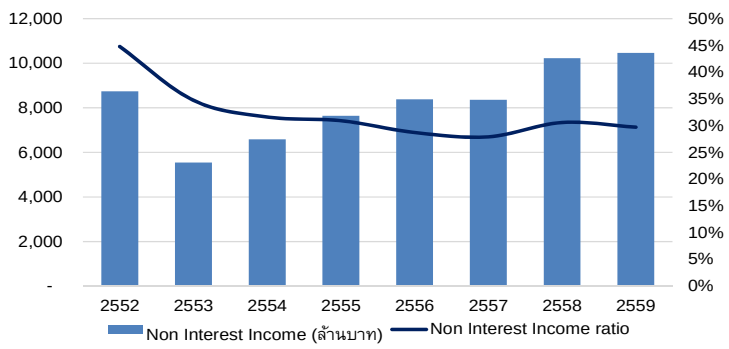


ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

(+) **รายได้ค่าธรรมเนียมฯ งวด 4Q59 เท่ากับ 2.20 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.4% qoq และ 7.2% yoy – สูงกว่าคาดมาก** ส่วนใหญ่เป็นการเพิ่มขึ้นของรายได้ค่าธรรมเนียมฯ จากธุรกรรม bancassurance และรายได้ค่าธรรมเนียมฯ ที่เกี่ยวเนื่องกับสินเชื่อ ได้แก่ LG และ trade finance

โดยรวมแล้ว รายได้ค่าธรรมเนียมฯ ทั้งปี 2559 เท่ากับ 7.99 พันล้านบาท เติบโต 2.2% yoy ยังต่ำกว่าเป้าหมายทั้งปี 2559 ที่ TMB ประเมินไว้เท่ากับ 5-10% yoy แต่สูงกว่าเล็กน้อยเมื่อเทียบกับสมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่ประเมินไว้อย่างระมัดระวังเพียง 1.3% yoy

Non Interest Income ratio ของ TMB



ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

(-) **ค่าใช้จ่ายดำเนินงานงวด 4Q59 เท่ากับ 4.51 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 9.5% qoq (แต่ยังลดลง 1.2% yoy) – ตามคาด** ส่วนใหญ่เป็นการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพนักงาน และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ในกลุ่มค่าใช้จ่ายส่งเสริมการตลาดในช่วงฤดูกาล โดยการเติบโตของค่าใช้จ่ายที่เป็นไปในอัตราเร่งมากกว่ารายได้รวม ส่งผลให้ cost to income ratio งวด 4Q59 เพิ่มขึ้นมาที่ 48.4% จาก 46.0% ในงวด 3Q59

โดยรวมแล้ว cost to income ratio ในปี 2559 เท่ากับ 47.1% ลดลงจาก 49.2% ในปี 2558 ยังสอดคล้องกับเป้าหมาย cost to income ratio ทั้งปี 2559 ที่ TMB กำหนดไว้ 46-49% และต่ำกว่าเล็กน้อยเมื่อเทียบกับสมมติฐานของฝ่ายวิจัยที่ประเมินไว้ที่ 48.3%

(+) **ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ งวด 4Q59 เท่ากับ 2.23 พันล้านบาท ลดลง 12.1% qoq (แต่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยฯ ถึง 142.0% yoy) – ต่ำกว่าคาดมาก** ส่งผลให้ credit cost เฉลี่ยในงวด 4Q59 ลดลงเหลือ 151bp จาก 172bp ในงวด 3Q59 ยังสอดคล้องกับระดับนโยบายของธนาคารฯ ที่กำหนดไว้ไม่ต่ำกว่า 120bp โดย TMB เน้นย้ำว่าต้องการดำเนินนโยบายสำรองหนี้ฯ แบบระมัดระวังไว้ก่อน เพื่อรองรับความผันผวนของภาวะเศรษฐกิจที่ยังมีอยู่

คุณภาพสินทรัพย์: ทั้งนี้ การลดลงของค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ ดังกล่าว สอดคล้องกับภาพรวมคุณภาพสินทรัพย์ ได้แก่ NPL ที่ยังทรงตัวใกล้เคียงกับ ณ สิ้นงวด 3Q59 ที่ราว 2.53% ต่ำกว่าระดับนโยบายที่ 3% ส่วนใหญ่เป็นผลจากการการตัดหนี้สูญและขาย NPL ในช่วงระหว่างไตรมาสอีกรวม 2 พันล้านบาท โดย NPL Coverage ratio ณ สิ้นปี 2559 เพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาที่ 143.0% จาก 142.0% ณ สิ้นงวด 3Q59 ซึ่งยังสูงกว่าระดับนโยบายที่ 140% และสูงกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ราว 130%

โดยรวมแล้ว credit cost ทั้งปี 2559 เท่ากับ 146bp เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยฯ จาก 94bp ในปี 2558 ยังสอดคล้องกับเป้าหมายของ TMB ที่ประเมินไว้ไม่ต่ำกว่า 120bp และสูงกว่าที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ที่ 130bp

NPL และ Coverage ratio ของ TMB

ล้านบาท	1Q58	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	%qoq	%yoy
NPL - Gross	19,190	20,055	19,794	20,473	21,452	19,779	17,466	17,605	*0.8%*	*-14.0%*
NPL - Gross (%)	3.01%	3.09%	2.95%	2.99%	3.11%	2.87%	2.50%	2.53%		
LLR	29,005	29,451	29,261	29,072	29,930	28,354	24,857	25,088	*0.9%*	*-13.7%*
LLR/NPL	151.5%	147.1%	146.0%	142.0%	140.0%	143.0%	142.3%	143.0%		

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โดยรวมแล้ว กำไรสุทธิปี 2559 ของ TMB เท่ากับ 8.22 พันล้านบาท หดตัว 11.9% yoy โดยมี ROE เท่ากับ 10.3% ลดลงจาก 12.8% ในปี 2558 สูงกว่าสมมติฐานทั้งปี 2559 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้เพียง 10.8%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2559-60 ภายหลังปรับปรุงของ TMB

	ใหม่		เดิม		% เปลี่ยนแปลง	
	2560F	2561F	2560F	2561F	2560F	2561F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	8,924	9,994	7,925	8,392	*12.6%*	*19.1%*
EPS (บาท)	0.20	0.23	0.18	0.19	*12.6%*	*19.1%*
BVS (บาท)	2.03	2.17	1.96	2.09	*3.6%*	*3.8%*
Fair value (บาท)	2.40		2.14		*12.1%*	
Expected LT growth	3.5%		3.5%			
Target PBV (x)	1.18		1.09			
Long term ROE	11.0%		10.5%			
ROE	10.3%	10.9%	9.5%	9.5%		
NIM	3.23%	3.24%	3.19%	3.19%		
สินเชื่อสุทธิเติบโต (% yoy)	8.0%	8.0%	6.0%	6.0%		
เงินฝากเติบโต (% yoy)	8.0%	8.0%	0.0%	5.0%		
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ (ล้านบาท)	9,224	10,331	8,505	9,356	*8.5%*	*10.4%*
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ (% yoy)	15.3%	12.0%	7.3%	10.0%		
ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ (ล้านบาท)	9,614	10,383	9,696	10,278	*-0.8%*	*1.0%*
Credit cost	1.50%	1.50%	1.60%	1.60%		
Cost to income ratio	45.8%	45.4%	48.6%	48.8%		

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

การประเมินมูลค่ากิจการตามวิธี Gordon Growth Model ของ TMB

Gordon growth model		
Sustainable ROE	**11.00%**	
g	4.40%	
ROE-g	6.60%	
Beta	1.00	
Risk free rate	4.0%	
Risk premium	6.0%	
COE	10.00%	
COE-g	5.60%	
ROE-g/COE-g	**1.18**	**X**
(P/BV)		

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ประเด็นที่มีน้ำหนักต่อประมาณการและ Fair value ปี 2560 ของ TMB

NIM ต่ำกว่าเป้าหมาย จากการศึกษาของฝ่ายวิจัยพบว่าทุก 10bp ของ NIM ที่ปรับตัวลดลงจากคาดการณ์ปี 2560 ที่ 3.23% จะทำให้คาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิลดลง 3.1% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 2.59 หมื่นล้านบาท กำไรสุทธิปี 2560 ลดลง 7.4% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 8.92 พันล้านบาท และ Fair value ปี 2560 ลดลง 0.4% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 2.40 บาท

สินเชื่อเติบโตต่ำกว่าเป้าหมาย จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ NIM และกำไรสุทธิของ TMB โดยทุกๆ 1% ของคาดการณ์สินเชื่อสุทธิปี 2560 ที่ลดลงจากปัจจุบันที่ประเมินไว้ 8% yoy จะทำให้คาดการณ์รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิลดลง 0.5% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 2.59 หมื่นล้านบาท กำไรสุทธิปี 2560 ลดลง 0.3% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 8.92 พันล้านบาท และ Fair value ปี 2560 ลดลง 0.02 % จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 2.40 บาท

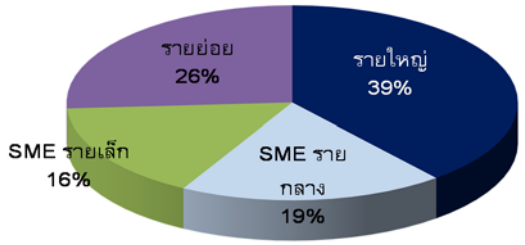
สถานการณ์ NPL ที่มีแนวโน้มแย่กว่าคาด จะส่งผลกระทบคาดการณ์ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ และ NPL ให้ปรับตัวสูงขึ้น โดยทุกๆ 10bp ของคาดการณ์ credit cost ปี 2560 ที่เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ประเมินไว้ 150bp จะทำให้ค่าใช้จ่ายสำรองหนี้ฯ เพิ่มขึ้น 6.7% กำไรสุทธิปี 2560 ลดลง 5.9% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 8.92 พันล้านบาท และ Fair value ปี 2560 ลดลง 0.35% จากคาดการณ์ปัจจุบันที่ 2.40 บาท

ผลการดำเนินงานงวด 4Q59 และปี 2559 ของ TMB

ล้านบาท	2Q58	3Q58	4Q58	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59	%QoQ	%YoY	2559	2558	%YoY
รายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ	5,718	5,783	6,016	5,929	6,173	6,268	6,393	2.0%	6.3%	24,761	23,220	6.6%
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	2,013	2,064	2,057	1,842	1,915	2,034	2,205	8.4%	7.2%	7,997	7,821	2.2%
รายได้อื่นหลังหักค่าใช้จ่าย	670	550	616	637	427	662	739	11.6%	19.9%	2,465	2,409	2.3%
รวมรายได้จากการดำเนินงาน	8,401	8,397	8,689	8,408	8,516	8,965	9,337	4.2%	7.5%	35,223	33,450	5.3%
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(4,164)	(4,173)	(4,572)	(3,911)	(4,039)	(4,124)	(4,515)	9.5%	-1.2%	(16,589)	(16,467)	0.7%
หนี้สงสัยจะสูญและขาดทุนด้อยค่า	(1,348)	(820)	(923)	(1,877)	(1,998)	(2,541)	(2,234)	-12.1%	142.0%	(8,649)	(5,479)	57.9%
กำไรดำเนินงานก่อนภาษีฯ	2,888	3,404	3,195	2,620	2,478	2,300	2,588	12.5%	-19.0%	9,984	11,504	-13.2%
หัก ภาษีเงินได้	(624)	(583)	(570)	(524)	(325)	(451)	(441)	-2.1%	-22.6%	(1,740)	(2,153)	-19.2%
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(5)	0	(9)	(4)	(3)	(4)	(6)	48.9%	-28.6%	(18)	(18)	-0.7%
กำไรสุทธิ	**2,260**	**2,821**	**2,615**	**2,092**	**2,151**	**1,845**	**2,141**	**16.0%**	**-18.2%**	**8,226**	**9,333**	**-11.9%**
EPS (บาท)	**0.05**	**0.06**	**0.06**	**0.05**	**0.05**	**0.04**	**0.05**	**16.0%**	**-18.2%**	**0.19**	**0.21**	**-11.9%**
กำไรจากการดำเนินงาน	3,502	3,641	3,534	3,899	4,146	4,271	4,361	2.1%	23.4%	16,677	14,631	14.0%
สินเชื่อ	550,618	567,329	580,776	585,991	591,338	591,421	593,441	0.3%	2.2%	593,441	580,776	2.2%
เงินฝาก	593,188	610,653	644,694	644,000	641,396	606,839	598,948	-1.3%	-7.1%	598,948	644,694	-7.1%
Yields	4.66%	4.68%	4.71%	4.48%	4.48%	4.48%	4.48%			4.46%	4.65%	
Funding Cost	1.95%	1.94%	1.92%	1.77%	1.58%	1.47%	1.40%			1.60%	1.90%	
Spread	2.71%	2.74%	2.79%	2.71%	2.90%	3.01%	3.08%			2.86%	2.75%	
NIM	2.95%	2.98%	3.02%	2.92%	3.08%	3.19%	3.27%			3.10%	2.96%	
Credit cost	0.98%	0.58%	0.64%	1.28%	1.35%	1.72%	1.51%			1.46%	0.94%	
NPL/TL	3.09%	2.95%	2.99%	3.11%	2.87%	2.50%	2.53%			2.53%	2.99%	
LLR/NPL	146.00%	146.00%	142.00%	140.00%	143.00%	142.00%	143.00%			143.00%	142.00%	
Cost to Income Ratio	49.6%	49.7%	52.6%	46.5%	47.4%	46.0%	48.4%			47.1%	49.2%	

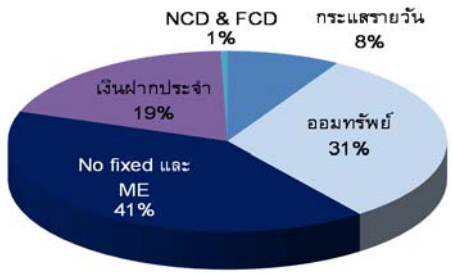
ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASPS

โครงสร้างสินเชื่อ ณ สิ้นปี 2559 ของ TMB



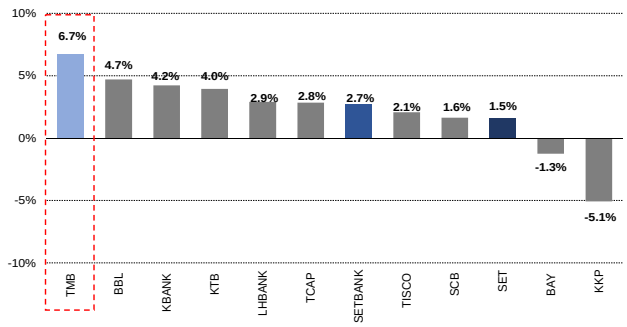
ที่มา : TMB

โครงสร้างเงินฝาก ณ สิ้นปี 2559 ของ TMB



ที่มา : TMB

ผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี 2560 - ปัจจุบันของ TMB เทียบกับกลุ่มฯ



ที่มา :รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPS

Historical PBV Band ของ TMB

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
รายได้ดอกเบี้ยรับ	35,631	37,053	40,476	44,684
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(10,871)	(11,150)	(12,389)	(14,120)
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	**24,760**	**25,903**	**28,087**	**30,564**
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	7,997	9,224	10,331	11,571
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	2,465	2,705	2,955	3,231
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(16,589)	(17,311)	(18,777)	(20,381)
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(8,649)	(9,614)	(10,383)	(11,213)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	9,983	10,907	12,214	13,771
หัก ภาษีเงินได้	(1,740)	(1,963)	(2,199)	(2,479)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(18)	(20)	(22)	(24)
กำไรสุทธิ	**8,225**	**8,924**	**9,994**	**11,268**
EPS (บาท)	**0.19**	**0.20**	**0.23**	**0.26**
กำไรจากการดำเนินงาน	**16,674**	**18,337**	**20,176**	**22,281**
Norm EPS (บาท)	0.38	0.42	0.46	0.51

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
รายได้ดอกเบี้ยรับ	9,087	8,972	8,795	8,780
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(3,159)	(2,799)	(2,527)	(2,387)
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	5,929	6,173	6,268	6,393
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	1,842	1,915	2,034	2,205
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	637	427	662	739
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(3,911)	(4,039)	(4,124)	(4,515)
ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(1,877)	(1,998)	(2,541)	(2,234)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	2,620	2,478	2,300	2,588
หัก ภาษีเงินได้	(524)	(325)	(451)	(441)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(4)	(3)	(4)	(6)
กำไรสุทธิ	**2,092**	**2,151**	**1,845**	**2,141**
EPS (บาท)	**0.05**	**0.05**	**0.04**	**0.05**
กำไรจากการดำเนินงาน	**3,899**	**4,146**	**4,271**	**4,361**
Norm EPS (บาท)	0.09	0.10	0.10	0.10
Tier 1	11.5%	12.5%	12.9%	12.8%
Tier 2	5.4%	5.5%	5.5%	5.3%
CAR	16.9%	18.0%	18.4%	18.1%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
Yield	4.56%	4.63%	4.67%	4.77%
Funding cost	1.56%	1.57%	1.63%	1.73%
Spread	3.00%	3.06%	3.05%	3.04%
NIM	3.17%	3.23%	3.24%	3.26%
สินเชื่อต่อเงินฝาก	99.1%	99.1%	99.1%	99.1%
Cost to income ratio	47.1%	45.8%	45.4%	44.9%
ROAA	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%
ROAE	10.3%	10.3%	10.9%	11.4%

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2560-62 (ต่อ)

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	16,531	20,135	24,700	29,568
เงินลงทุน-สุทธิ	62,116	68,328	75,160	82,676
สินเชื่อ	**593,441**	**640,917**	**692,190**	**747,565**
บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	915	1,730	1,869	2,018
หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(25,088)	(34,702)	(45,085)	(56,298)
สินเชื่อสุทธิ	569,268	607,945	648,974	693,285
สินทรัพย์อื่น	185,030	194,438	204,593	215,555
สินทรัพย์รวม	**832,945**	**890,845**	**953,427**	**1,021,085**
เงินฝาก	**598,948**	**646,864**	**698,613**	**754,502**
เงินกู้ยืม	39,874	41,071	42,303	43,572
หนี้สินรวม	**749,097**	**801,688**	**858,274**	**919,168**
ทุนเรียกชำระแล้ว	**41,617**	**41,617**	**41,617**	**41,618**
สำรองอื่น	7,723	7,723	7,723	7,723
กำไรสะสม	34,382	39,737	45,733	52,494
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**83,723**	**89,077**	**95,073**	**101,835**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**832,945**	**890,845**	**953,427**	**1,021,085**

งบดุลรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	1Q59	2Q59	3Q59	4Q59
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	12,456	12,170	8,852	16,531
เงินลงทุน-สุทธิ	102,432	81,963	59,523	62,116
สินเชื่อ	**585,991**	**591,338**	**591,421**	**593,441**
บวก ดอกเบี้ยค้างรับ	1,087	1,019	968	915
หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(29,930)	(28,354)	(29,025)	(25,088)
สินเชื่อสุทธิ	557,148	564,003	563,364	569,268
สินทรัพย์อื่น	165,975	157,526	178,422	173,085
สินทรัพย์รวม	**838,010**	**815,662**	**810,161**	**821,000**
เงินฝาก	**644,000**	**641,396**	**606,839**	**598,948**
เงินกู้ยืม	75,797	56,590	69,717	85,292
หนี้สินรวม	757,600	735,646	725,169	737,152
ทุนเรียกชำระแล้ว	41,562	41,617	41,635	41,617
สำรองอื่น	7,713	7,530	8,086	7,848
กำไรสะสม	31,135	30,754	32,035	34,382
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**80,410**	**79,901**	**81,757**	**83,848**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**838,010**	**815,662**	**810,161**	**821,000**

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2559	2560F	2561F	2562F
อัตราการเติบโตของสินเชื่อ	2.2%	8.0%	8.0%	8.0%
อัตราการเติบโตของเงินฝาก	-7.1%	8.0%	8.0%	8.0%
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมฯ	2.2%	15.3%	12.0%	12.0%
Credit cost	1.46%	1.50%	1.50%	1.50%
NPL/สินเชื่อรวม	2.53%	2.50%	2.50%	2.50%
LLR/NPL	143.0%	145.0%	146.5%	148.0%
Tier1	12.8%	12.7%	12.5%	12.6%
CAR	18.1%	18.3%	18.4%	18.3%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปคาดการณ์ผลประกอบการงวด 4Q59

	กำไรที่คาดไว้ (ล้านบาท)			กำไรที่ประกาศ (ล้านบาท)				กำไร (ล้านบาท)			คำแนะนำ
	4Q59F	%qoq	%yoy	4Q59A	%yoy	3Q59	4Q58	2558	2559F	2560F	
FOOD	**39**	**-55%**	**na**	**-**	**na**	**87**	**(273)**				
KSL	39	-55%	na		na	87	(273)	1,426	1,312	1,234	BUY
BANK	**15,276**	**7%**	**6%**	**1,293**	**-91%**	**14,285**	**14,398**				
SCB	12,321	7%	4%		na	11,533	11,795	45,546	53,254	56,365	BUY
TCAP	1,610	7%	18%		na	1,502	1,359	6,553	7,447	8,391	BUY
TISCO	1,345	8%	8%	1,293	4%	1,250	1,244	5,005	5,916	6,868	BUY
FINANCE	**610**	**12%**	**54%**	**-**	**na**	**543**	**397**				
SAWAD	610	12%	54%		na	543	397	1,981	2,708	3,380	BUY
STEEL	**195**	**35%**	**205%**	**-**	**na**	**144**	**64**				
TMT	195	35%	205%		na	144	64	901	601	609	Switch
PETRO	**2,330**	**-27%**	**na**	**-**	**na**	**3,184**	**302**				
IVL	2,330	-27%	670%		na	3,184	302	15,568	10,890	13,771	BUY
CONMAT	**10,873**	**-23%**	**-6%**	**-**	**na**	**14,168**	**11,508**				
* DRT	75	-3%	28%		na	77	59	398	442	480	BUY
SCC	10,798	-23%	-6%		na	14,091	11,449	54,404	52,666	52,300	BUY
PROP	**1,166**	**38%**	**-20%**	**-**	**na**	**848**	**1,456**				
SPALI	1,166	38%	-20%		na	848	1,456	4,846	5,545	6,085	BUY
ENERG	**(1,161)**	**na**	**na**	**-**	**na**	**5,516**	**3,216**				
* BANPU	943	1245%	na		na	70	(1,477)	1,111	7,111	8,174	BUY
* PTTEP	(2,104)	na	na		na	5,446	4,693	18,145	21,022	27,878	BUY
ICT	**5,640**	**-22%**	**-52%**	**-**	**na**	**7,188**	**11,790**				
ADVANC	5,377	-18%	-50%		na	6,529	10,791	29,463	28,097	28,557	BUY
DTAC	263	-60%	-74%		na	659	998	2,342	2,660	2,399	Switch
MAI	**30**	**12%**	**51%**	**-**	**na**	**27**	**20**				
LIT	30	12%	51%		na	27	20	102	128	153	BUY

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASPS

*หมายเหตุ : (*) เพิ่มใหม่*

Anti-corruption Progress Indicator
คำอธิบายผลการประเมินแต่ละระดับ

ระดับที่ 1 มีนโยบาย (Committed) : มีคำมั่นหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ระดับที่ 2 ประกาศเจตนารมณ์ (Declared) : มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในทำนองเดียวกัน

ระดับที่ 3 มีมาตรการป้องกัน (Established) : มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ

ระดับที่ 4 ได้รับการรับรอง (Certified) : มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)

ระดับที่ 5 ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended) : มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่ธุรกิจ และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น

เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

CG Score : การจัดอันดับบรรษัทภิบาล
คำอธิบายผลการประเมินแต่ละระดับ

ระดับคะแนน 5 (90-100) : ดีเลิศ ▲▲▲▲▲
ระดับคะแนน 4 (80-89) : **ดีมาก** ▲▲▲▲
ระดับคะแนน 3 (70-79) : **ดี** ▲▲▲
NR. : **ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน** CGR

"Disclaimer: การเปิดเผย (ก) ผลสำรวจในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report) ที่จัดทาโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และ (ข) ผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ที่จัดทาโดยสถาบันที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีการเปิดเผยโดยสานักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการสำรวจและประเมินโดยสมาคมหรือสถาบันที่เกี่ยวข้องจากข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุใน (ก) แบบแสดงข้อมูลตามหลักเกณฑ์ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี และ (ข) แบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี โดยเป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ และเป็นการดำเนินการตามนโยบายของสานักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ ผลการสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวเป็นการนำเสนอในมุมมองของ IOD หรือสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมินแต่อย่างใด

เนื่องจากผลสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลสำรวจหรือผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลสำรวจหรือผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลสำรวจหรือผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ [•] มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด"