

จาก Fund Flow สู่ Fundamental

SET Index	1,544.86 จุด
มูลค่าตลาด	14,506 พันล้านบาท
Current PER	18.41 เท่า
PER '58F	14.90 เท่า
Current Yield Gap	2.70%

- การเมือง : คณะกรรมการยกย่องรัฐธรรมนูญ ต้องส่งร่างให้ คสช. รัฐบาล และ สปช. เพื่อเสนอแนวทางแก้ไขภายใน 17 เม.ย. 2558 ซึ่งน่าจะผ่านไปด้วยดี แต่สถานการณ์การเมืองจะร้อนแรงขึ้นตามลำดับ ต้องจับตาดูในฐาน:ปัจจัยที่สร้างแรงกดดันต่อ SET Index (รายละเอียดหน้า 2-3)
- เศรษฐกิจ : ภาพรวมเศรษฐกิจไทย ยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวที่ชัดเจน โดยคาดปี 2558 จะเติบโตไม่เกิน 3% แต่ความพยายามที่จะขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้ดินฟ้าอากาศสร้าง Sentiment เชิงบวกให้กับหุ้นในบางกลุ่มอุตสาหกรรม เช่นรับเหมาฯ และวัสดุก่อสร้าง ผ่านการเร่งประมูลโครงการก่อสร้างใหม่ๆ (รายละเอียดหน้า 4-5)
- SET Index Outlook : เชื่อว่าแรงขับเคลื่อนที่มาจาก Fund Flow จะมีน้ำหนักน้อยลง ขณะที่แรงขับเคลื่อนตัวใหม่จะเป็นเรื่องของ Fundamental ซึ่งในปี 2558 คาดว่า EPS Growth จะอยู่ที่ระดับ 35% โดยที่แรงขับเคลื่อนดังกล่าวน่าจะชัดเจนขึ้นในช่วงครึ่งหลังของเดือน เมษายนเป็นต้นไป ส่วนประเด็นเรื่องคุณภาพของ Earning ฝ่ายวิจัยพบว่า ในการคำนวณฐานกำไรรวมของบริษัทจดทะเบียนมีการนับซ้ำประมาณ 10% ซึ่งก็หมายความว่าโดยเนื้อหาแล้วค่า PER ของตลาดอาจสูงกว่าที่เป็นอยู่ราว 10% สำหรับกรอบการเคลื่อนไหวของ SET Index เดือนเมษายน คาดกรอบบน 1582 จุด และกรอบล่าง 1454 จุด (รายละเอียดหน้า 6- 10)
- QA Corner : เดือน เม.ย. - พ.ค. เป็นช่วงที่มีหลายบริษัทขึ้นเครื่องหมาย XD ซึ่งเราสนใจว่า หลังขึ้นเครื่องหมาย XD แล้ว พฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเป็นอย่างไร ซึ่งพบว่าหลายบริษัทที่ปรับตัวขึ้น ก็โดดเด่น และมีความน่าจะเป็นสูง ได้แก่ DTAC, MINT, CENTEL และ GL (รายละเอียดหน้า 11-12)
- Stock Selection : การปรับฐานของ SET Index ที่อาจเกิดขึ้นถือเป็นโอกาสสะสมหุ้นเน้นหุ้นที่พลประกอบการเติบโตโดดเด่น และเหลือ Upside จาก Fair Value มาก โดยให้นำหนักกับหุ้นขนาดกลางมากขึ้น หุ้นเด่นเลือก BJCHI (FV@B 47), ERW (FV@B 6), HANA (FV@B 48), SMART (FV@B 41), THCOM (FV@B 51) และ VNG (FV@B 10.25) (รายละเอียดหน้า 13 - 19)

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

พบชัย ภัทราวิชญ์

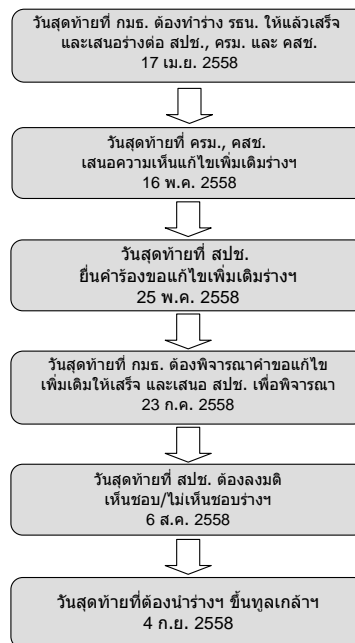
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 052647

ประเมินสถานการณ์ร้อนแรงขึ้นตามลำดับ

ปัจจัยทางการเมืองน่าจะเข้ามามีอิทธิพลต่อทิศทางการเคลื่อนไหวของ SET Index เพิ่มมากขึ้นตามลำดับ ทั้งนี้เป็นเพราะตั้งแต่เดือน เมษายน 2558 เป็นต้นไป จะเริ่มเห็นเหตุการณ์สำคัญต่างๆ เกิดขึ้น ซึ่งนักลงทุนต้องติดตาม

การร่างรัฐธรรมนูญ : ปัจจุบันอยู่ในกระบวนการร่างรัฐธรรมนูญของ คณะกรรมาธิการยกร่างซึ่งตามกำหนด ต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 17 เม.ย.2558 หากไม่แล้วเสร็จ คณะกรรมาธิการยกร่างต้องหมดสภาพไปตามข้อกำหนดของกฎหมาย และต้องไปตั้งคณะกรรมาธิการชุดใหม่ขึ้นมายกร่างรัฐธรรมนูญ แต่ไม่น่าจะเกิดเหตุการณ์ดังกล่าวขึ้น เนื่องจากล่าสุดการร่างรัฐธรรมนูญรายมาตรา 315 มาตราได้ดำเนินการแล้วเสร็จ เหลือแต่เพียงการพิจารณาทบทวนในบางประเด็นที่สำคัญ และยังหาข้อสรุปซึ่งเป็นที่ยอมรับของทุกฝ่ายไม่ได้ เช่น ที่มาของนายกรัฐมนตรี ซึ่งถูกกำหนดไว้ทั้งในสถานการณ์ปกติ และ ภายใต้สถานการณ์ไม่ปกติ , ที่มาของ ส.ส. และ ส.ว. , สัดส่วนของพรรคตรงข้ามในการเข้ามามีบทบาททางการเมืองในองค์กรต่างๆ ตลอดจนแนวทางในการปฏิรูปประเทศและการปรองดอง เป็นต้น เมื่อได้ข้อสรุปสุดท้ายจากคณะกรรมาธิการแล้ว ร่างรัฐธรรมนูญดังกล่าว ก็จะถูกส่งต่อไปให้ คณะรัฐมนตรี คณะรักษาความสงบแห่งชาติ และ สภาปฏิรูปแห่งชาติ เป็นผู้พิจารณา และเสนอแนวทางในการแก้ไขปรับปรุงร่างรัฐธรรมนูญ ซึ่ง คณะรัฐมนตรี และ คณะรักษาความสงบแห่งชาติ ต้องเสนอแนวทางในการปรับปรุงร่างให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 16 พ.ค.2558 ขณะที่ สภาปฏิรูปแห่งชาติ ต้องยื่นคำร้องขอแก้ไขเพิ่มเติมร่างรัฐธรรมนูญให้แล้วเสร็จภายในวันที่ 25 พ.ค. 2558 หลังจากนั้น คณะกรรมาธิการยกร่างฯ จะต้องนำร่างกลับมาพิจารณาแก้ไข โดยพิจารณาควบคู่ไปกับ ข้อเสนอแนะจาก 3 หน่วยงานดังกล่าวข้างต้น โดยต้องดำเนินการให้แล้วเสร็จภายใน 23 ก.ค.2558 เมื่อดำเนินการแล้วเสร็จ ให้ส่งร่างรัฐธรรมนูญไปให้ สภาปฏิรูปแห่งชาติ ลงมติ เห็นชอบ / ไม่เห็นชอบ โดยต้องลงมติภายใน 6 ส.ค.2558

กรอบระยะเวลาในกระบวนการร่างรัฐธรรมนูญ



ที่มา: รวบรวมโดย ASP Research

หากลงมติเห็นชอบ ก็จะทำร่างรัฐธรรมนูญ ขึ้นทูลเกล้าฯ ซึ่งต้องดำเนินการภายใน 4 ก.ย.2558 แต่ในทางตรงข้ามหาก สภาปฏิรูปแห่งชาติไม่เห็นชอบ ก็จะทำให้ร่างรัฐธรรมนูญเป็นอันตกไป พร้อมกับกรณีที่ ทั้งสภาปฏิรูปแห่งชาติ และ คณะกรรมาธิการยกร่างรัฐธรรมนูญ ต้องหมดสภาพไปตามกฎหมาย ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงอย่างมากสำหรับสถานการณ์การเมือง เนื่องจากจะทำให้กำหนดการเลือกตั้งที่เดิมเคยถูกคาดหวังว่าจะอยู่ในช่วงปลาย 1Q59 ต้องถูกเลื่อนออกไป ส่วนนานแค่ไหนขึ้นอยู่กับว่า ผู้มีอำนาจในการตัดสินใจจะเลือกใช้วิธีใด เช่น การเลือกเอารัฐธรรมนูญ ฉบับใดฉบับหนึ่งที่เคยมีการบังคับใช้มาแล้ว ขึ้นมา แล้วจัดให้มีการเลือกตั้งขึ้น หรือเริ่มกระบวนการยกร่างรัฐธรรมนูญขึ้นมาใหม่ตั้งแต่ การสรรหาสภาปฏิรูปแห่งชาติ และการจัดตั้ง คณะกรรมาธิการยกร่างขึ้นมาทำหน้าที่ใหม่ ซึ่งหากเลือกทางนี้อาจต้องใช้ระยะเวลาอีกไม่น้อยกว่า 1 ปี ซึ่งถือเป็นความเสี่ยงทางการเมืองที่จะสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นไทยในช่วงเวลานั้น

การใช้อำนาจตามมาตรา 44 : เมื่อได้ทำการยกเลิกการบังคับใช้ กฎอัยการศึก ไปแล้วภายใต้สถานการณ์บ้านเมืองที่ยังอยู่ในภาวะที่ไม่ปกติ ทำให้รัฐบาล - คณะรักษาความสงบแห่งชาติ จำเป็นต้องมีเครื่องมือที่มีประสิทธิภาพที่จะหยิบมาใช้ในการรักษาความสงบของบ้านเมือง ซึ่ง มาตรา 44 แห่งรัฐธรรมนูญชั่วคราว พ.ศ. 2557 ได้ให้อำนาจไว้ โดยมีบทบัญญัติดังนี้

มาตรา 44 แห่งรัฐธรรมนูญชั่วคราว พ.ศ.2557

ในกรณีนี้ที่หัวหน้าคณะรักษาความสงบแห่งชาติเห็นเป็นการจำเป็น เพื่อประโยชน์ในการปฏิรูปในด้านต่างๆ การส่งเสริมความสามัคคี และความสมานฉันท์ของประชาชนในชาติ หรือเพื่อป้องกัน ระวัง หรือปราบปรามการกระทำอันเป็นการบ่อนทำลายความสงบเรียบร้อย หรือความมั่นคงของชาติ ราชบัลลังก์ เศรษฐกิจของประเทศ หรือราชการแผ่นดิน ไม่ว่าจะเกิดขึ้นภายใน หรือภายนอกราชอาณาจักร ให้หัวหน้าคณะรักษาความสงบแห่งชาติ โดยความเห็นชอบของคณะรักษาความสงบแห่งชาติ มีอำนาจสั่งการ ระวังยับยั้ง หรือกระทำการใดๆ ได้ ไม่ว่าจะการกระทำนั้นจะมีผลบังคับในทางนิติบัญญัติ ในทางบริหาร หรือในทางตุลาการ และให้ถือว่าคำสั่ง หรือการกระทำรวมทั้งการปฏิบัติตามคำสั่งดังกล่าว เป็นคำสั่งหรือการกระทำหรือการปฏิบัติที่ชอบด้วยกฎหมาย และรัฐธรรมนูญนี้และเป็นที่สุด ทั้งนี้ เมื่อได้ดำเนินการดังกล่าวแล้ว ให้รายงานประธานสภานิติบัญญัติแห่งชาติ และ นายกรัฐมนตรีทราบโดยเร็ว

ที่มา: รวบรวมโดย ASP Research

เห็นได้ว่า มาตรา 44 ได้ให้อำนาจอย่างกว้างขวางต่อ หัวหน้าคณะรักษาความสงบแห่งชาติ ซึ่งอำนาจดังกล่าวจะถูกโอนไปสู่นายกรัฐมนตรีให้เป็นผู้ใช้อำนาจต่อไป ประเด็นที่ต้องติดตามก็คือการใช้อำนาจผ่านมาตรา 44 จะดำเนินไปในทิศทางใด มีสภาพบังคับอันเป็นการรื้อถอนสิทธิ ของประชาชนเมื่อเทียบกับการ อยู่ภายใต้ การบังคับใช้ กฎอัยการศึก ซึ่งถือเป็นประเด็นที่สร้างความกังวล แต่อย่างไรก็ตาม หากไม่มีการออกมาตรการที่มีความเข้มงวด เท่ากับ หรือ มากกว่า กฎอัยการศึก ที่ถูกยกเลิกไป เชื่อว่าบรรยากาศจะค่อยๆ ลดความตึงเครียดลง ส่วนการยกเลิกกฎอัยการศึก จะมีน้ำหนักในการดึงดูดให้เม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทยอย่างมีนัยสำคัญหรือไม่ ฝ่ายวิจัยเห็นว่ายังไม่แน่ว่าจะมีน้ำหนักมากถึงขนาดนั้น เนื่องจากเป้าหมายหลักของนักลงทุนต่างชาติอาจถูกมองไปที่การจัดการเลือกตั้งใหม่มากกว่า

Economic

คาด GDP Growth ปี 2558 โตไม่เกิน 3% ... ดอกเบี้ยลงได้อีก

ฝ่ายวิจัย ASP คาดการณ์ GDP Growth ปี 2558 ไว้ที่ระดับ 3.5% ทั้งนี้อยู่บนสมมติฐานสำคัญว่าเครื่องจักรหลักที่ขับเคลื่อนเศรษฐกิจต้องทำงานได้อย่างมีประสิทธิภาพกล่าวคือ การบริโภคในประเทศ (Domestic Consumption) เติบโต 3.8% , การลงทุนเติบโต 4.6% (แยกเป็นการเติบโตภาครัฐ 7% และภาคเอกชน 4%) ส่วนการส่งออกเติบโต 3.4% แต่อย่างไรก็ตามจากการติดตามสถานการณ์ล่าสุด พบว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเห็นการปรับลด GDP Growth ปี 2558 ลง มาอยู่ที่ระดับไม่เกิน 3% ทั้งนี้เป็นเพราะ

ประมาณการ GDP Growth ปี 2558

%YoY	ประมาณการ GDP Growth 2558F					
	สศค.		ธปท.		สศช.	ASP
	เดิม	ใหม่	เดิม	ใหม่		
GDP Growth	4.1%	3.9%	4.0%	3.8%	3.5-4.5%	3.5%
การบริโภค	3.7%	3.3%	-	-	3.4%	3.8%
<i>ภาคเอกชน</i>	3.7%	3.1%	3.1%	2.4%	2.9%	3.6%
<i>ภาครัฐ</i>	3.6%	4.4%	1.8%	4.2%	5.6%	4.5%
การลงทุน	8.6%	8.9%	-	-	6.0%	4.6%
<i>ภาคเอกชน</i>	8.0%	7.2%	7.2%	3.1%	5.0%	4.0%
<i>ภาครัฐ</i>	10.7%	15.3%	11.0%	8.0%	9.8%	7.0%
การส่งออกรวม	3.5%	5.4%	4.2%	3.6%	4.0%	3.4%
<i>การส่งออกสินค้า</i>	3.5%	1.4%	1.0%	0.8%	3.5%	3.5%
การนำเข้ารวม	9.6%	7.9%	6.1%	4.4%	4.9%	4.3%
<i>การนำเข้าสินค้า</i>	9.6%	4.0%	4.0%	0.0%	1.8%	4.5%

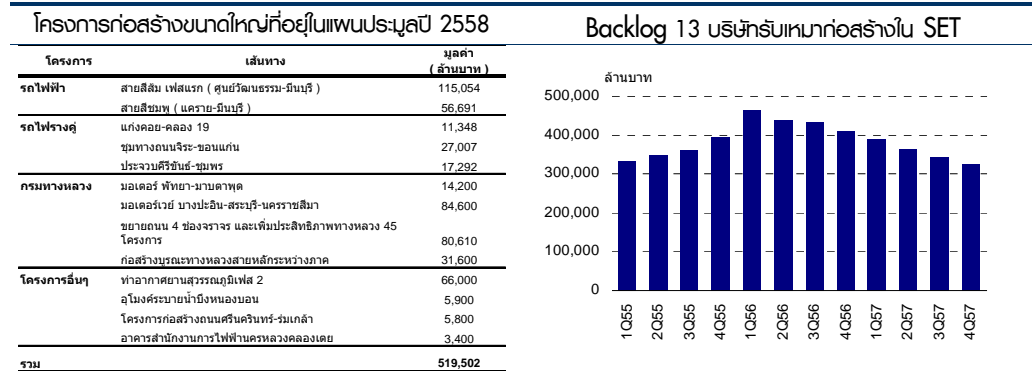
ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

การบริโภค : ยังไม่เห็นสัญญาณการฟื้นตัวทั้งนี้ประเมินจาก ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่ยังปรับตัวลดลงต่อเนื่องจากระดับ 81.1 ในเดือน ธ.ค. 2557 มาสู่ระดับ 79.1 ในเดือน ก.พ. 2558 ซึ่งน่าจะเป็นผลมาจากระดับหนี้ครัวเรือนที่ปรับตัวสร้างจุดสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง โดยสิ้นปี 2558 คาดว่าจะขึ้นไปสู่ระดับ 87 – 88% ของ GDP นอกจากนี้ยังมีปัญหาเรื่องราคาสินค้าเกษตรตกต่ำ ทั้ง 2 องค์ประกอบทำให้การบริโภคในภาคครัวเรือนยังไม่ฟื้นตัว และเนื่องจากการบริโภคเป็นองค์ประกอบที่มีสัดส่วนใหญ่ถึง 50% ของ GDP จึงมีหน้าที่เป็นปัจจัยหลักที่จุดระบบเศรษฐกิจ มาตรการรัฐต่างๆ จึงน่าจะต้องให้ความสำคัญกับส่วนนี้มากเป็นพิเศษ

การลงทุน : ตัวเลขการนำเข้าสินค้าทุน (ใช้ฐานราคาคงที่ปี 2543) ยังมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 4 นับจากระดับ 1.32 แสนล้านบาทในเดือน ต.ค. 2557 มาอยู่ที่ระดับ 1.18 แสนล้านบาทในเดือน ก.พ.2558 สะท้อนภาพการลงทุนของภาคเอกชนที่ยังอยู่ในภาวะที่ชะลอตัว สำหรับการลงทุนภาครัฐบาล แม้ในช่วง 6 เดือนแรกของปีงบประมาณ (ต.ค. 2557 – มี.ค.2558) จะมีการเบิกจ่ายงบประมาณโดยภาพรวมได้ถึง 50.8% แต่หากพิจารณาในรายละเอียดพบว่า ในส่วนของงบจ่ายลงทุน ซึ่งมียอดรวมงบประมาณ 4.49 แสนล้านบาท มีการเบิกจ่ายเพียง 1.33 แสนล้านบาท หรือ 29.6% ถือว่าต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ทำให้คาดหมายได้ว่าในช่วงเวลาที่เหลือของปีงบประมาณ น่าจะมีการเร่งเบิกจ่ายให้เร็วขึ้น โดยการเร่งรัดกระบวนการในการจัดซื้อจัดจ้าง เฉพาะอย่างยิ่งในการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ทั้งนี้โครงการที่อยู่ในแผนงานที่จะมีการเปิดประมูลในปี 2558 พบว่ามีมูลค่าสูงกว่า 5.19 แสนล้านบาท แยกเป็นโครงการรถไฟฟ้า 2 สาย มูลค่า 1.71 แสนล้านบาท โครงการรถไฟรางคู่ 3 เส้นทางมูลค่า 5.56 หมื่นล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นโครงการก่อสร้างถนน และโครงการอื่นๆ หากมีการเปิดประมูลได้จริง ก็เชื่อว่าจะเป็นอีกกลไกหนึ่งที่เข้ามาช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจ และส่งผลดีต่อ Sentiment การลงทุนในกลุ่ม รับเหมาก่อสร้าง วัสดุก่อสร้าง รวมถึงธนาคารพาณิชย์ แต่อย่างไรก็ตาม

Economic

ตามความเสี่ยงที่อาจจะไม่เกิดการประมูลขึ้นทั้งหมดในปี 2558 ก็มีความเป็นไปได้เช่นกัน โดยที่มีหลายตัวแปรกำหนดเฉพาะอย่างยิ่งสถานการณ์ทางการเมือง

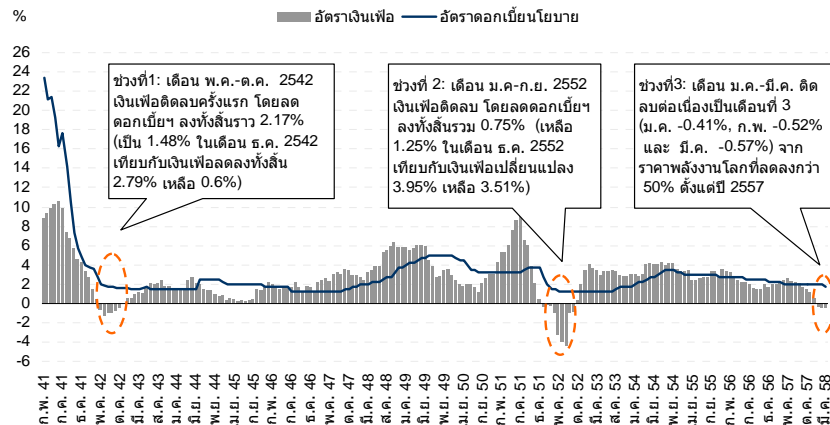


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP รวบรวม

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP รวบรวม

การส่งออก : ตามประมาณการของฝ่ายวิจัย ASP กำหนดสมมุติฐานให้การส่งออกสินค้าปี 2558 เติบโต 3.5% แต่เมื่อประกาศตัวเลขช่วง 2 เดือนแรกของปี 2558 พบว่ามีการหดตัว 4.8% YoY ซึ่งถือว่าต่ำกว่าสมมุติฐานที่วางไว้มาก อีกทั้งเมื่อพิจารณาถึงแนวโน้มการฟื้นตัวเศรษฐกิจประเทศคู่ค้า ที่ยังช้ากว่าที่ควรจะเป็นทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการที่จะต้องปรับลดประมาณการเป้าหมายการส่งออกลง อย่างไรก็ตามยังมีตัวช่วยสำคัญในเรื่องการท่องเที่ยวซึ่งพบว่าจำนวนนักท่องเที่ยวเดินทางเข้าประเทศไทยช่วงเดือน ม.ค. 2558 เติบโต 16.3% YoY ซึ่งยังสูงกว่าเป้าหมายที่ทำไว้

อัตราเงินเฟ้อกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



ที่มา :BOT / ฝ่ายวิจัย ASP

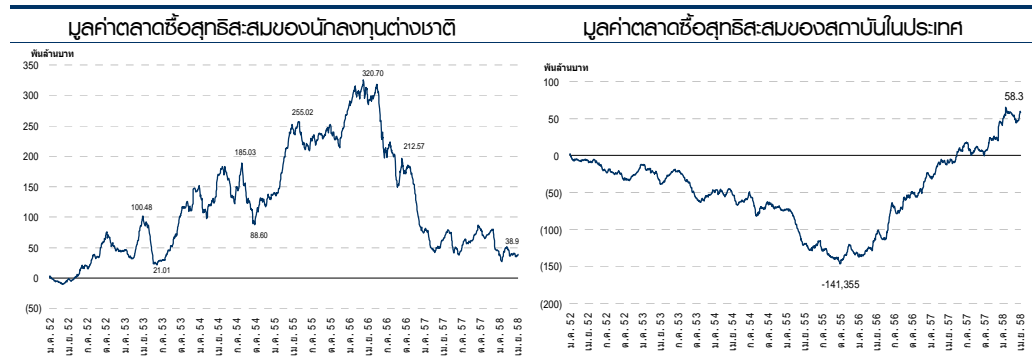
อีกประเด็นหนึ่งที่น่าสนใจได้แก่ ทิศทางอัตราเงินเฟ้อ โดยกระทรวงพาณิชย์รายงานตัวเลขเงินเฟ้อเดือน มี.ค. 2558 ติดลบ 0.57% ถือเป็น การติดลบต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 ซึ่งแม้สาเหตุหลักจะมาจากราคาน้ำมันที่ปรับลดลง แต่ด้วยแนวโน้มของราคาน้ำมันที่ยังอยู่ระดับต่ำต่อเนื่อง ก็น่าจะถือได้ว่าเศรษฐกิจไทยก้าวเข้าสู่ภาวะเงินฝืด ภายใต้สถานการณ์ดังกล่าวประกอบกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ช้ากว่าคาด ทำให้การใช้นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นต้องดำเนินต่อไป ทั้งนี้ในส่วนของทิศทางอัตราดอกเบี้ย ฝ่ายวิจัยประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายน่าจะถูปรับลดลงไปได้อีก โดยภาพรวมทั้งปี 2558 น่าจะลดลงราว 0.5%

SET Index Outlook

หวังแรงขับเคลื่อนจาก Fundamental ไบโไบ Fund flow

นับจากปี 2552 เป็นต้นมาตลาดหุ้นไทยอยู่ในยุคที่ถูกขับเคลื่อนด้วย Fund Flow ที่มาจากสภาพคล่องส่วนเกิน อันเป็นผลพวงจากการใช้มาตรการการเงินผ่อนคลายนครั้งใหญ่ของหลายประเทศทั่วโลกเป็นระยะเวลาอันยาวนาน นำโดยสหรัฐฯ เพื่อหวังจะแก้ปัญหา Financial Crisis และ วิกฤตินี้สาธารณะในหลายประเทศ ผลดังกล่าวทำให้มีเม็ดเงินลงทุนเป็นจำนวนมาก ไหลเข้ามาสู่ตลาดหุ้นไทย โดยจากการรวบรวมข้อมูลการซื้อขายสุทธิของกลุ่มนักลงทุนต่างชาติตั้งแต่ต้นปี 2552 เป็นต้นมา พบว่ามียอดซื้อสุทธิสูงสุดคิดเป็นมูลค่าตลาดเมื่อช่วงกลางปี 2556 กว่า 3.2 แสนล้านบาท ก่อนที่จะถูกขายออกมาในช่วงก่อนหน้านั้น นอกจากนี้ยังมี Fund Flow อีกก้อนหนึ่งที่เกิดจากเม็ดเงินลงทุนในประเทศ ไหลเข้ามา แยกเป็นส่วนของนักลงทุนสถาบันในประเทศ ซึ่งซื้อสุทธิในตลาดหุ้นไทยต่อเนื่องนับจาก 4Q55 โดยรวมเป็นมูลค่าตลาดซื้อสุทธิสะสมจนถึงปัจจุบันกว่า 1.8 แสนล้านบาท อีกส่วนหนึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนจากกลุ่มนักลงทุนบุคคลในประเทศ ซึ่งพบว่าจากสิ้นปี 2551 จนถึงต้นปี 2558 มีจำนวนบัญชีซื้อขายหลักทรัพย์เฉพาะที่มีการเคลื่อนไหว (Active Account) เพิ่มขึ้น 2.6 เท่าตัว จาก 93,671 บัญชี เป็น 338,866 บัญชี (ม.ค.2558)

ผลจากแรงขับเคลื่อนของ Fund flow ดังกล่าวทำให้ SET Index ปรับขึ้นจากระดับ 446.70 จุด ณ สิ้นปี 2551 มาสูงสุดที่ 1,649.77 จุด เมื่อ 21 พ.ค.2556 หรือปรับเพิ่มขึ้นกว่า 2.69 เท่า จนทำให้ค่า PER ของตลาดหุ้นไทยขึ้นไปยืนเหนือ 18 เท่า ก่อนที่จะถูกขายทำกำไรออกมา หลังจากนั้นแรงส่งจาก Fund Flow ที่ดำเนินมาตั้งแต่อดีตก็เริ่มลดบทบาทลงจนถึงปัจจุบัน เฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มนักลงทุนต่างชาติ



ที่มา : ASP Research

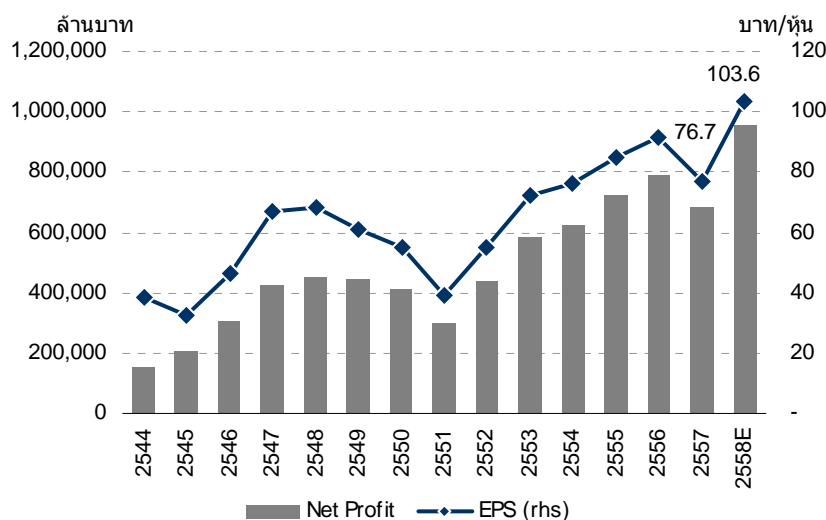
ที่มา : ASP Research

โดยหลักการแล้วปัจจัยที่มีอิทธิพลในการขับเคลื่อนราคาหุ้นแยกได้เป็น 2 ส่วนหลัก ได้แก่ แรงขับเคลื่อนที่มาจาก Fund Flow และ แรงขับเคลื่อนที่มาจากปัจจัยพื้นฐานของบริษัทจดทะเบียน (Fundamental) เมื่อแรงขับเคลื่อนจาก Fund Flow อยู่ในภาวะที่อ่อนแรงลงดังกล่าวมาข้างต้น Fundamental ก็จะกลายเป็นตัวแปรหลักที่ทำหน้าที่ในการขับเคลื่อนราคาหุ้น ซึ่งสถานะของตลาดหุ้นไทยในปัจจุบัน ฝ่ายวิจัยเห็นว่าอยู่ในช่วงของรอยต่อของการเปลี่ยนปัจจัยขับเคลื่อนจาก Fund Flow มาเป็น Fundamental ดังที่กล่าวไว้ในหัวข้อข้างต้น และเมื่อกล่าวถึง Fundamental แล้ว จุดสนใจหลักก็มักจะพุ่งตรงไปที่ ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียน ปี 2557 บริษัทจดทะเบียนรายงานกำไรสุทธิรวมอยู่ที่ 7.03 แสนล้านบาท หรือ 76.72 บาท/หุ้น ลดลง 16.24%YoY และถือเป็นที่ต่ำกว่าความคาดหมายมาก เนื่องจากในงวด 4Q57 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ เฉพาะอย่างยิ่ง น้ำมัน-ปิโตรเคมี มีการบันทึกรายการด้อยค่าสินค้าคงเหลือ (Inventory Loss) เป็นจำนวนมาก โดยหากมองภาพรวมทั้งปี 2557 ของบริษัทในกลุ่ม PTT พบว่ามี

SET Index Outlook

การบันทึกรายการ Inventory Loss รวมกันกว่า 7.1 หมื่นล้านบาท (บางส่วนนับซ้ำเนื่องจากมีการถือหุ้นระหว่างกัน) ทั้งนี้เป็นผลมาจากการปรับลดลงอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันในตลาดโลก สำหรับปี 2558 ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนอยู่ที่ 9.58 แสนล้านบาท คิดเป็น EPS ที่ 103.65บาท/หุ้น ซึ่งเมื่อเทียบกับปี 2557 ที่ผ่านมามีกำไร EPS Growth จะสูงถึง 35.10% ประเด็นจึงอยู่ที่ว่า ในมุมมองของผู้ลงทุนตัวเลขประมาณการกำไรปี 2558 ดังกล่าว มีความเป็นไปได้เพียงใด ซึ่งฝ่ายวิจัยเห็นว่ายังมีความเป็นไปได้ เพราะหากเทียบกับสถานการณ์ในช่วงปี 2551 – 2552 พบว่าในปี 2551 เกิดเหตุการณ์คล้ายกับปี 2557 ซึ่งกลุ่มอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ที่มีการบันทึก Inventory Loss เป็นจำนวนมาก ทำให้ฐานกำไรปี 2551 ตกต่ำผิดปกติ ทำให้ปี 2552 ซึ่งสถานการณ์ของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ลดความผันผวนลง ก็ทำให้ EPS Growth พลิกกลับมาเติบโตสูงกว่า 42% นอกจากนี้หากมองข้ามผ่านการตกต่ำของกำไรในปี 2557 โดยนำฐานของกำไรปี 2556 มาเทียบกับปี 2558 ก็พบว่ามีการเติบโตเพียง 13.17% ซึ่งถือเป็นการเติบโตปกติ อย่างไรก็ตาม ยังต้องมีการพิจารณาในแง่รายละเอียดของสมมติฐานในการจัดทำประมาณการดูว่าสอดคล้องกับสถานการณ์จริงมากน้อยเพียงใด

กำไรสุทธิ และ กำไรต่อหุ้นของบริษัทจดทะเบียน



ที่มา : ASP Research

อาจต้องปรับลดประมาณการกำไรสุทธิลงราว 1-2%

จากการตรวจสอบสมมติฐานในการจัดทำประมาณการของบริษัทในกลุ่มอุตสาหกรรมที่สร้างกำไรหลักๆ ให้กับตลาดหุ้นไทย และได้ทำ Sensitivity Analysis บนสมมติฐานที่มีความเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงภายใต้สถานการณ์ปัจจุบัน พบว่า อาจมีความเสี่ยงต่อการที่จะทำให้ประมาณการกำไรสุทธิโดยภาพรวมมีการปรับเปลี่ยนไปบ้าง แต่ก็อยู่ในระดับที่ยังไม่นับสำคัญมากนัก ดังจะกล่าวในรายละเอียดต่อไปนี้

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี : ในการจัดทำประมาณการกำไรปี 2558 นักวิเคราะห์กำหนดสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยอยู่ที่ 75 เหรียญ/บาร์เรล ซึ่งถือเป็นระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของราคาน้ำมันดิบดูไบตั้งแต่ปี 2558 จนถึงปัจจุบันซึ่งอยู่ที่ 51.97 เหรียญ/บาร์เรล ทั้งนี้จากการทำ Sensitivity Analysis พบว่า หากราคาน้ำมันดิบดูไบ ต่ำกว่าสมมติฐาน ทุกๆ 5 เหรียญ/บาร์เรล จะทำให้กำไรของ PTT และ PTTEP ลดลงรวมราว

SET Index Outlook

1.1 หมิ่นล้านบาท ทั้งนี้ประมาณการของฝ่ายวิจัยที่น่าเสนอ ยังไม่ได้รวมผลกระทบจากการบันทึก Inventory Gain / Loss โดยที่ราคาปิด ณ สิ้นปี 2557 อยู่ที่บริเวณ 53-54 - เหรียญฯ/บาร์เรล หากราคาปิดปี 2558 สูงกว่าบริเวณดังกล่าว ก็จะทำให้เกิดรายการ Inventory Gain และช่วยลดผลกระทบจากการลดลงของประมาณการกำไรได้ แต่หากปิดที่ต่ำกว่า 53-54 เหรียญฯ ก็อาจทำให้ประมาณการกำไรสุทธิลดลงมากกว่าที่คาด

กลุ่มสถาบันการเงิน : ในส่วนของกลุ่มธนาคารพาณิชย์ ความเสี่ยงต่อการที่อาจถูกปรับลดประมาณการกำไรสุทธิ มาจากผลกระทบของการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ซึ่งพบว่า ทุกๆ 25bp ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง จะทำให้ NIM ลดลง 1.11 bp กระทบกำไรสุทธิให้ลดลง 1.55 พันล้านบาท หรือ 0.67% ของฐานกำไรสุทธิรวม 2.25 แสนล้านบาท ขณะที่ กลุ่มเข้าซื้อ กลับให้ผลในทางตรงข้าม เนื่องจากแหล่งเงินทุนในการดำเนินธุรกิจส่วนใหญ่มาจากเงินกู้ยืมอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ขณะที่การปล่อยสินเชื่ออยู่บนฐานอัตราดอกเบี้ยคงที่ กรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับลดลง 25bp จะทำให้กำไรสุทธิปรับเพิ่มขึ้น 60 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนราว 0.78% ของประมาณการกำไรสุทธิ สำหรับกลุ่มประกัน โดยภาพรวมของผลกระทบหากอัตราดอกเบี้ยลดลง 0.25bp จะทำให้ประมาณการกำไรลดลง 1,000 ล้านบาท คิดเป็นสัดส่วนราว 5% ของประมาณการเดิม

กลุ่มอุตสาหกรรมอื่น : ยังมีบางกลุ่มอุตสาหกรรมที่อยู่ภายใต้สภาพแวดล้อมที่อาจต้องปรับลดประมาณการ แต่ก็ยังไม่ชัดเจนเหมือนกับ 2 กลุ่มอุตสาหกรรมใหญ่ดังกล่าวมาข้างต้น อย่างเช่น กลุ่มค้าปลีก ที่อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (Same Store Sale Growth) อาจต่ำกว่าสมมติฐานที่ 6% หากเศรษฐกิจในช่วงครึ่งหลังของปี 2558 ยังฟื้นตัวช้า กลุ่มสื่อสาร หากมีการเปิดประมูล 4G ก็อาจทำให้ผู้ประกอบการต้องเริ่มบันทึกตัดจำหน่ายมูลค่าการประมูลคลื่นความถี่ แต่ก็น่าจะเข้ามาในงวดปี 2558 เพียง 1 เดือน เท่านั้น กลุ่มเดินเรือ หากอัตราค่าระวางเรือในช่วง 2H58 ไม่ฟื้นตัว ก็มีโอกาสที่จะปรับลดประมาณการ แต่อย่างไรก็ตาม เชื่อว่าการปรับลดประมาณการจะอยู่ในระดับที่ไม่มีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับประมาณการเดิม

จากการรวบรวมตัวเลขกำไรสุทธิที่มีโอกาสถูกปรับลดประมาณการ ของกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ ดังกล่าวมาข้างต้น ฝ่ายวิจัยประเมินว่าหากต้องมีการปรับลดประมาณการจริง ตัวเลขกำไรสุทธิที่จะลดลง ก็น่าจะอยู่ในกรอบที่ประมาณ 1-2 หมื่นล้านบาท หรือคิดเป็นสัดส่วนราว 1-2% ของประมาณการกำไรสุทธิที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ซึ่งถือเป็นระดับที่ไม่มีนัยสำคัญ ฝ่ายวิจัยจึงยังคงระดับตัวเลขตามประมาณการเดิมไว้ก่อน แต่จะคอยติดตามสถานการณ์อย่างใกล้ชิด

คาดแนวโน้มกำไร 1Q58 โต QoQ แต่ทรงตัว YoY

งวด 1Q58 คาดหมายว่าบริษัทจดทะเบียน น่าจะแสดงการเติบโตของกำไรอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับฐานกำไร 4Q57 ซึ่งอยู่ที่ระดับต่ำเพียง 6.92 หมื่นล้านบาท แต่น่าจะทรงตัวเมื่อเทียบกับ 1Q57 ซึ่งมีฐานกำไรสุทธิอยู่ที่ระดับ 2.23 แสนล้านบาท โดยกลุ่มที่โดดเด่นที่สุดน่าจะเป็น กลุ่มวัสดุก่อสร้าง นำโดย SCC ซึ่งธุรกิจปีโตเคมี สร้างกำไรที่โดดเด่นตามวัฏจักรขาขึ้นของสาย Olefins นอกจากนี้ยังบันทึกกำไรจากการขายบริษัทย่อย (บจ.สยามมิชชีลินกรุ๊ป) อีกราว 1.6 พันล้านบาท(หลังภาษี) ขณะที่ TASC0 ฐานกำไรยังน่าจะปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง กลุ่ม ICT น่าจะเห็นการเติบโตจากช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา เนื่องจากการย้ายฐานลูกค้าจาก 2G มาสู่ 3G ทำให้ต้นทุนลดลง ขณะที่ต้นทุนการเงินของ TRUE ก็น่าจะลดลงหลังการทำกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน และการเพิ่มทุนสำเร็จ กลุ่มธนาคารพาณิชย์ คาดหมายว่าจะมีกำไร 5.13 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.9%

SET Index Outlook

จากงวด 4Q57 และ ยังเติบโต 1.8% จากช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา ทั้งนี้การเติบโตของกำไรส่วนใหญ่เกิดจากแรงขับเคลื่อนของค่าใช้จ่ายการดำเนินงานที่ลดลง ขณะที่การสร้างรายได้เพิ่มไม่ได้อยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญ สำหรับกลุ่มพลังงาน-ปิโตรเคมี ในงวด 1Q58 ผลกระทบจากรายการ Inventory Loss ยังสร้างแรงกดดันอยู่ แต่จะไม่มากเท่างวด 4Q57 เนื่องจากการปรับลดลงของราคาน้ำมันช่วงต้นปี 2558 ยังเกิดขึ้นต่อเนื่องอีกเล็กน้อย เทียบกับงวด 1Q57 ที่ไม่เกิดรายการดังกล่าว ในด้านของ Operation ปกติ น่าจะทรงตัวใกล้เคียงกับ 1Q57 โดยภาพรวมของกลุ่มจึงน่าจะเห็นกำไรสุทธิดีขึ้นชัดเจนจาก 4Q57 แต่น่าจะอ่อนตัวจาก 1Q57 เล็กน้อย จากที่ประเมินแนวโน้มผลประกอบการ 1Q58 ของกลุ่มอุตสาหกรรมหลักๆ ดังกล่าวมาข้างต้น คาดว่าน่าจะเห็นกำไรสุทธิรวมของบริษัทจดทะเบียนในระดับที่สูงกว่า 2 แสนล้านบาท ซึ่งเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจาก 4Q57 และใกล้เคียงกับ 1Q57 สถานการณ์ดังกล่าว น่าจะถือเป็น Sentiment เชิงบวกต่อ SET Index

การถือหุ้นระหว่างกัน และการนับซ้ำกำไรของบริษัทจดทะเบียน

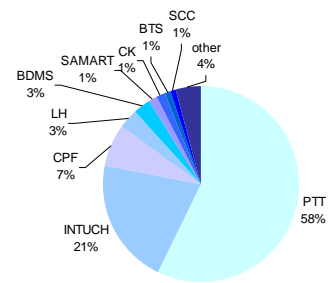
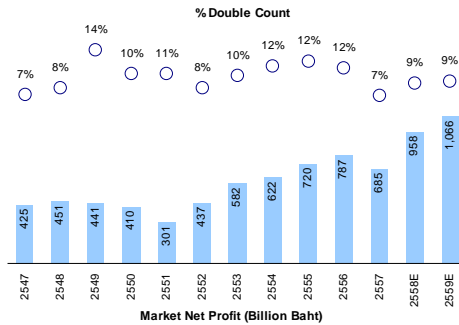
ฝ่ายวิจัยได้ศึกษาโครงสร้างการถือหุ้นของบริษัทจดทะเบียนในปัจจุบัน พบว่ามีการถือหุ้นระหว่างกันเพิ่มขึ้น ซึ่งในมุมมองหนึ่งเป็นการสะท้อนถึงความแข็งแกร่งของกลุ่มบริษัทจดทะเบียนที่มีการขยายการลงทุนอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ในช่วง 2 – 3 ปีที่ผ่านมาพบว่าบริษัทจดทะเบียนหลายแห่ง ได้นำหุ้นของกิจการบริษัทในเครือ หรือ บริษัทในกลุ่ม เข้ามาจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มากขึ้น ซึ่งทำให้รูปแบบการถือหุ้นระหว่างกันในกลุ่มบริษัทจดทะเบียนมีความหลากหลาย จากเดิมที่จะพบเห็นได้เฉพาะในกลุ่มธุรกิจขนาดใหญ่ เช่น PTT ถือหุ้นใน PTTEP, TOP, PTTGC, BCP, IRPC หรือ INTUCH ถือหุ้นใน ADVANC, THCOM หรือ SCC ถือหุ้นใน TPC, Q-CON, TGCI, GLOBAL เป็นต้น ขณะที่ในปัจจุบันเราจะเห็นการกลุ่มธุรกิจที่มีขนาดเล็กลงมามีการถือหุ้นระหว่างกันเพิ่มเติม อย่างเช่น CEN ถือหุ้นใน UWC และ RWI , LST ถือหุ้นใน UPOIC , MIDA ถือหุ้นใน ML , CCP ถือหุ้นใน SMART เป็นต้น ซึ่งจากการที่ฝ่ายวิจัยได้ทำการรวบรวมข้อมูลในเบื้องต้นพบว่า มีรูปแบบการถือหุ้นระหว่างกันไม่น้อยกว่า 36 กลุ่ม และมีจำนวนบริษัทที่เกี่ยวข้อง 95 บริษัท

ผลพวงประการหนึ่งที่เกิดจากการถือหุ้นระหว่างกันดังกล่าวมาข้างต้น ก็คือการแสดงภาพรวมตัวเลขทางบัญชีของบริษัทจดทะเบียน ซึ่งโดยปกติมักจะมีการนับรวมตัวเลขของทุกบริษัทเข้ามาไว้ด้วยกันโดยตรง เช่น กรณีที่ INTUCH ถือหุ้น 40.56% ใน ADVANC และถือหุ้น 41.14% ใน THCOM เมื่อมีการรวมตัวเลขกำไรสุทธิรวมของกลุ่ม ก็จะทำให้การรวมกำไรของ INTUCH , ADVANC และ THCOM เข้าด้วยกันจริงๆ ทั้งๆ ที่ในงบการเงินของ INTUCH ก็ได้รวมกำไรของ ADVANC และ THCOM ไว้แล้วตามสัดส่วนการถือหุ้น จึงเท่ากับเป็นการนับซ้ำของกำไรสุทธิบางส่วน ซึ่งเมื่อรวมทุกๆ กรณี พบว่าโดยเฉลี่ยกำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหุ้นไทย มีการนับซ้ำกันราว 10% ของฐานกำไรสุทธิรวม หรืออีกแง่หนึ่งกล่าวได้ว่า ฐานกำไรสุทธิรวมของบริษัทจดทะเบียนที่ถูกนำเสนอออกมาสูงเกินจริงราว 10% ซึ่งก็หมายความว่า ค่า PER ของตลาดที่เป็นอยู่ในปัจจุบัน หากคำนวณโดยหักฐานกำไรที่นับซ้ำออกไป ก็จะสูงขึ้นอีก 10% เช่น Current PER ปัจจุบันอยู่ที่ 18 เท่า ก็จะหมายความว่าค่า PER ที่แท้จริงอาจสูงเกือบ 20 เท่า

SET Index Outlook

กำไรสุทธิบริษัทจดทะเบียน และสัดส่วนที่มีการนับซ้ำ

โครงสร้างกำไรที่นับซ้ำปี 2558E ยอด 8.65 หมื่นล้านบาท

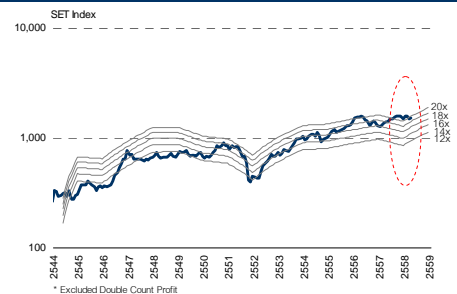
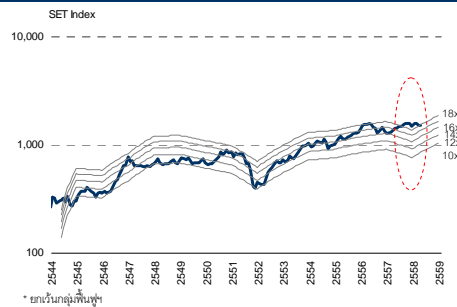


ที่มา : ASP Research

ที่มา : Bloomberg, ASP Research

PER Bands ที่มีการตัดกำไรส่วนที่นับซ้ำ (ปกติ)

PER Bands ที่ตัดส่วนกำไรที่นับซ้ำออก



ที่มา : ASP Research

ที่มา : ASP Research

สำหรับการกำหนดระดับดัชนีเป้าหมาย ฝ่ายวิจัยยังคงกำหนดบนเกณฑ์ของฐานกำไรที่ไม่หักส่วนที่นับซ้ำ โดยในเดือน เมษายน 2558 คาดว่า SET Index ยังน่าจะถูกจำกัดกรอบบนอยู่บนค่า PER อยู่ที่บริเวณ 18 – 18.50 เท่าได้ ซึ่งจะให้ค่า SET Index ที่บริเวณ 1,540 – 1,582 จุด ส่วนกรอบล่างจำกัดที่ระดับ 17 เท่า หรือ 1,454 จุด เทียบเท่ากับ Forward PER ดัชนีปี 2558 ที่ระดับ 14 เท่า ซึ่งถือเป็นบริเวณที่เหมาะสมสำหรับการเลือกสะสมหุ้นเพื่อการลงทุนระยะยาว

ซื้อหุ้นหลัง XD ก็สามารถทำได้

โดยปกติแล้ว หลังจากบริษัทจดทะเบียนในตลาดฯ ประกาศผลการดำเนินงานรายปีเสร็จสิ้นลง ก็จะเข้าสู่ฤดูกาลจ่ายเงินปันผล โดยส่วนใหญ่มักจะมีกำหนดวันขึ้นเครื่องหมาย XD อยู่ในช่วงเดือน เมษายน และ พฤษภาคม เป็นหลัก หลังจากนั้นก็เป็นวันจ่ายเงินปันผล โดยในช่วงที่ผ่านมา ฝ่ายวิจัยได้นำเสนอกลยุทธ์การลงทุนในหุ้นปันผล โดยการกำหนดช่วงเวลาในการเข้าซื้อ และ ช่วงเวลาที่ดีที่สุดในการขายหุ้นเพื่อทำกำไรไปแล้ว สิ่งที่จะนำเสนอในรายงานฉบับนี้ จะเป็นการศึกษาถึงพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น ในช่วงเวลาหลังจากขึ้นเครื่องหมาย XD ไปแล้ว ซึ่งหลายครั้งเรามักจะได้ยินคำถามว่า ซื้อหุ้นนี้ หุ้นนั้น แล้วได้เงินปันผลฟรี เพราะหลังจากขึ้นเครื่องหมาย XD ไปแล้ว ปรากฏว่าราคาหุ้นไม่ได้ปรับลดลงไปเลยหรือในทางตรงข้ามกลับปรับตัวขึ้นไปได้ด้วยซ้ำ ซึ่งหากเราสามารถคัดกรองหุ้นดังกล่าวออกมาได้ โดยอาศัยฐานข้อมูล และวิธีการในเชิงสถิติ ก็น่าจะเป็นการสร้างตัวเลือก และ ช่วงเวลาใหม่ๆ ในการลงทุนขึ้นมาได้

ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยได้คัดเลือกหุ้นที่มีการจ่ายปันผลเป็นเงินสมำเสมออย่างน้อย 7 จาก 10 ปีหลังสุด ตลอดในช่วงเดือน เมษายน จนถึงเดือน พฤษภาคม ซึ่งพบว่าจำนวนทั้งสิ้น 79 บริษัท นำมาเข้าสู่กระบวนการวิเคราะห์เชิงปริมาณ พบว่าพฤติกรรมการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นโดยเฉลี่ยหลังจากวันขึ้นเครื่องหมาย XD แล้วราว 1 สัปดาห์ จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเพียง 0.3% และจะค่อยๆ พ้นตัวเป็นลำดับ และจะปรับขึ้นสูงสุดราว 1.97 % หลังจากวันขึ้นเครื่องหมาย XD ประมาณ 2 เดือน ซึ่งจากพฤติกรรมการเคลื่อนไหวดังกล่าว ก็พอจะกำหนดช่วงเวลาในการเข้าซื้อลงทุนได้ตั้งแต่หลังจากขึ้น XD เป็นต้นไป ส่วนจังหวะการขายทำกำไรก็ควรจะเกิดขึ้นหลังขึ้น XD ไปแล้วประมาณ 2 เดือน

ขั้นตอนต่อไปก็เป็นการคัดกรองตัวเลือกที่ให้ผลตอบแทน และ มีความน่าจะเป็นสูง โดยการกำหนดเงื่อนไขว่าจะคัดเลือกเฉพาะหุ้นที่ราคาปรับขึ้นหลังวันขึ้น XD ในทุกๆ ปี ก็จะเหลือเพียง 21 บริษัทเท่านั้น ดังแสดงในตารางด้านล่าง

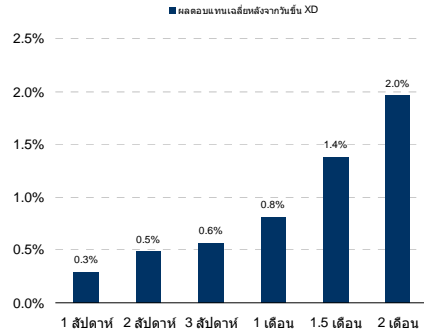
ผลตอบแทนและความน่าจะเป็นของหุ้นปันผล หลังวันขึ้นเครื่องหมาย XD ในช่วงเวลาต่างๆ

หุ้น	ผลตอบแทนเฉลี่ยหลังจกวันขึ้น XD						ความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนเป็นบวก					
	1 สัปดาห์	2 สัปดาห์	3 สัปดาห์	1 เดือน	1.5 เดือน	2 เดือน	1 สัปดาห์	2 สัปดาห์	3 สัปดาห์	1 เดือน	1.5 เดือน	2 เดือน
TC	4.1%	5.3%	3.3%	2.3%	2.9%	5.8%	67%	67%	56%	67%	67%	89%
TWFP	0.4%	2.3%	3.7%	6.1%	8.1%	6.6%	38%	75%	88%	88%	88%	88%
DTAC	2.2%	3.0%	4.3%	5.6%	10.0%	11.2%	71%	57%	57%	57%	86%	86%
MINT	3.5%	5.0%	4.7%	5.8%	9.1%	8.3%	67%	89%	78%	78%	89%	78%
CENDEL	1.1%	1.3%	0.6%	0.7%	6.4%	7.9%	56%	33%	44%	22%	78%	78%
KWC	0.9%	1.8%	2.7%	5.3%	10.5%	7.5%	38%	25%	38%	50%	88%	78%
LRH	2.2%	3.2%	0.7%	1.3%	3.2%	4.1%	43%	71%	43%	57%	57%	71%
AHC	2.3%	4.3%	4.0%	6.0%	5.1%	6.1%	70%	80%	80%	70%	60%	70%
GL	3.2%	3.7%	10.0%	11.7%	11.4%	12.8%	67%	50%	67%	83%	67%	67%
SPORT	0.5%	1.5%	2.0%	3.6%	3.1%	3.4%	33%	56%	44%	56%	78%	67%
SORKON	2.2%	2.7%	5.5%	4.6%	16.5%	21.7%	40%	50%	60%	50%	50%	60%
PREB	2.8%	3.2%	4.9%	0.7%	1.5%	9.5%	80%	100%	60%	60%	60%	60%
SST	2.8%	2.4%	2.6%	2.2%	7.5%	7.6%	50%	40%	50%	50%	60%	60%
CPN	0.2%	0.8%	0.4%	2.6%	0.8%	0.6%	50%	50%	40%	50%	40%	60%
ALUCON	1.3%	1.8%	3.0%	4.0%	4.8%	5.6%	43%	43%	57%	57%	43%	57%
BIGC	1.9%	2.8%	4.3%	4.0%	4.1%	7.4%	67%	67%	44%	44%	67%	56%
TVI	0.8%	0.5%	0.1%	3.0%	7.6%	6.2%	67%	56%	56%	56%	56%	56%
TOPP	1.2%	1.2%	0.8%	0.5%	6.3%	2.8%	50%	40%	50%	50%	78%	56%
CSR	2.3%	1.8%	1.9%	3.0%	3.2%	2.3%	56%	56%	56%	67%	67%	56%
LST	5.4%	6.6%	12.9%	8.1%	8.0%	8.6%	67%	67%	56%	67%	44%	44%
HMPRO	1.7%	2.5%	1.5%	1.1%	2.0%	3.1%	60%	60%	60%	60%	20%	40%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

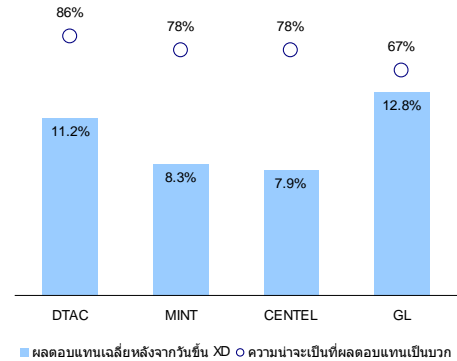
ในการคัดเลือกหุ้นนั้น ฝ่ายวิจัยพิจารณาจากองค์ประกอบ 2 ส่วน คือ วิธีเชิงปริมาณ โดยเลือกหุ้นที่ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยในอดีตสูง ภายใต้ความผันผวนต่ำ และมีความน่าจะเป็นที่ผลตอบแทนเป็นบวกสูง ร่วมกับการใช้ปัจจัยพื้นฐานเข้าร่วม ทำให้ได้หุ้นที่น่าสนใจมา 4 บริษัท ซึ่งมีสภาพคล่องในการซื้อขายพอสมควร คือ DTAC, MINT, CENTEL และ GL โดยกลยุทธ์การลงทุน แนะนำให้ซื้อหุ้นในวันขึ้น XD และขายทำกำไรหลังวันขึ้น XD รว 2 เดือน ได้ผลตอบแทนเฉลี่ย และความน่าจะเป็นดังภาพด้านล่าง

ผลตอบแทนเฉลี่ยของหุ้นปันผล 69 บริษัท หลังวันขึ้นเครื่องหมาย XD ในช่วงเวลาต่างๆ



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ผลตอบแทนและความน่าจะเป็น เมื่อซื้อหุ้นในวันขึ้น XD และขายทำกำไรหลังวันขึ้น XD 1.5เดือน



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

DTAC (ชื่อ : FV@B 97) แม้ฝ่ายวิจัยจะแนะนำ ถือ แต่ในแง่ของสถิติและความน่าจะเป็นแล้ว สามารถเข้าซื้อเก็งกำไรได้ โดยราคาหุ้น DTAC มักปรับเพิ่มขึ้นหลัง XD ตั้งแต่ 1.5 – 2 เดือน ด้วยความน่าจะเป็นเกินกว่า 85% และให้ผลตอบแทนเฉลี่ยเกินกว่า 10%

MINT (ชื่อ : FV@B 39) ถ้างลงทุนตามกลยุทธ์ คือ ซื้อหุ้นในวันขึ้น XD และขายทำกำไรหลังวันขึ้น XD รว 2 เดือน ผลตอบแทนเฉลี่ยและความน่าจะเป็นอยู่ในระดับที่น่าพอใจ คือ 8.3% และ 78% ตามลำดับ แต่ถ้าต้องการผลตอบแทนที่สูงกว่านั้น สามารถขายทำกำไรหลังวันขึ้น XD รว 1.5 เดือน ผลตอบแทนเฉลี่ยอาจเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ราว 9%

CENTEL (ชื่อ : FV@B 42) ราคาปรับขึ้นสูงสุดในช่วงหลัง XD 2 เดือน แนะนำซื้อตามกลยุทธ์ คือ ซื้อหุ้นในวันขึ้น XD และขายทำกำไรหลังวันขึ้น XD รว 2 เดือน ผลตอบแทนเฉลี่ยและความน่าจะเป็นอยู่ในระดับสูง 7.9% และ 78% ตามลำดับ

GL (ชื่อ : FV@B 11.74) เนื่องจากราคาปัจจุบันเกิน Fair Value แล้ว จึงแนะนำเพียงซื้อเก็งกำไรเท่านั้น เนื่องจากผลตอบแทนของราคาหุ้นหลัง XD 2 เดือน สูงถึง 12.8% ด้วยความน่าจะเป็น 67%

Conclusion & Stock Selection

ประเมินทิศทางตลาดหุ้นในช่วงเดือน เมษายน 2558 คาดว่ายังอยู่ในภาวะที่ผันผวน โดยเป็นช่วงรอยต่อของการเปลี่ยนแปลงแรงขับเคลื่อนจาก Fund Flow ไปสู่การขับเคลื่อนด้วยปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งต้องรอการยืนยันเพื่อสร้างความมั่นใจจากทิศทางของผลประกอบการงวด 1Q58 ที่กำลังจะถูกนำเสนอออกมา ส่วนปัจจัยแวดล้อมอื่นๆ ดูเหมือนยังไม่มีปัจจัยบวกที่มีน้ำหนักเข้ามา โดยสถานการณ์การเมืองเชื่อว่า มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความรุนแรงขึ้นไปตามลำดับ ภายใต้ความคาดหวังสำคัญว่าจะเกิดการเลือกตั้งขึ้นในช่วงต้นปี 2559 หากมีปัจจัยที่ทำให้กำหนดการต้องถูกเลื่อนออกไปก็จะสร้างแรงกดดันต่อทิศทางของ SET Index ส่วนปัจจัยด้านเศรษฐกิจ ดูเหมือนว่าความหวังสำคัญในการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ จะอยู่ที่แรงขับเคลื่อนของการลงทุนภาครัฐบาล โดยเชื่อว่าน่าจะเห็นแรงขับเคลื่อนที่มากขึ้นตามลำดับ ผ่านการเปิดประมูลโครงการที่สำคัญ

สำหรับกรอบการเคลื่อนไหวของ SET Index คาดว่าจะมีกรอบบนอยู่ที่บริเวณ ค่า Current PER 18 – 18.50 เท่า หรือ 1,540 – 1,582 จุด ส่วนกรอบล่างกำหนด Downside ไม่เกิน 1,454 จุด ซึ่งเป็นค่า PER สิ้นเดือน เมษายน 2558 ที่ 16 เท่า และคิดเป็นค่า PER ณ สิ้นปี 2558 ที่ต่ำเพียง 14 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่ดึงดูดเม็ดเงินลงทุนในระยะยาว

กลยุทธ์การลงทุนในช่วงเวลานี้ จึงเน้นการทยอยสะสมหุ้น ที่มีการเติบโตของผลประกอบการโดดเด่น ราคายังต่ำกว่าปัจจัยพื้นฐาน โดยหากเกิด Panic Sell หรือมีเหตุที่ทำให้ SET Index ปรับตัวลดลงแรง ก็ถือเป็นจังหวะที่ดีสำหรับการลงทุน หุ่นเด่น ประกอบด้วย

BJCHI (FV@B 47) : มีโอกาสสูงที่จะชนะงานประมูลใหม่ ทำให้รายได้มีความมั่นคงมากขึ้นในอนาคต ส่วนปี 2558 คาดหมายกำไรเติบโต 25% ขณะที่ราคาหุ้นมีค่า PER ต่ำกว่า 10 เท่า Dividend Yield เกิน 5% ต่อปี

ERW (FV@B 6) : คาดผลประกอบการพลิกกลับเป็นกำไรในปี 2558 โดยเริ่มเห็นสัญญาณบวกตั้งแต่ 4Q57 ต่อเนื่องใน 1Q58 ขณะที่ช่วงกลางปีมีแผนขายสินทรัพย์เข้า REIT บันทึกกำไรกว่า 500 ล้านบาท

HANA (FV@B 48) : คำสั่งซื้อสินค้าในกลุ่มยานยนต์, Smart Phone และ อุปกรณ์ทางการแพทย์ เฉพาะอย่างยิ่งอุปกรณ์ช่วยฟัง เติบโตก้าวกระโดด หนุนกำไรเติบโตโดดเด่น ส่วน Dividend Yield สูงกว่า 4.5%

SAMART (FV@B 41) : แรงแทนราคาเมื่ออยู่ 2 ส่วน ได้แก่งานก่อสร้างตามแผน Digital Economy และ การเข้าสู่ธุรกิจโรงไฟฟ้า ซึ่งประกอบด้วยโรงไฟฟ้าถ่านหินในกัมพูชา และโรงไฟฟ้าขยะ

THCOM (FV@B 51) : ราคาหุ้นเคลื่อนไหวสวนทางกับ กำไรที่เดินหน้าทำ New High หลังจากที่ได้วางเข็มที่ดำเนินการอยู่ผ่านจุดคุ้มทุนไปแล้ว และยังมีโครงการใหม่ต่อเนื่อง

VNG (FV@B 10.25) : อยู่ในภาวะที่ราคาขายสินค้าอยู่ระดับสูงจากความต้องการที่มากขึ้น ขณะที่ต้นทุนการผลิตหลัก อย่างเช่น เศษไม้ต่างๆ และถ่าน ปรับตัวลดลง ทำให้กำไรเติบโตโดดเด่น



บีเจซี เอพีวี อินดัสทรี

แนะนำ : ชื่อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	35.25
ราคาเป้าหมาย (บาท)	47.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	11,280

Technical Chart



วิเคราะห์ทางเทคนิค

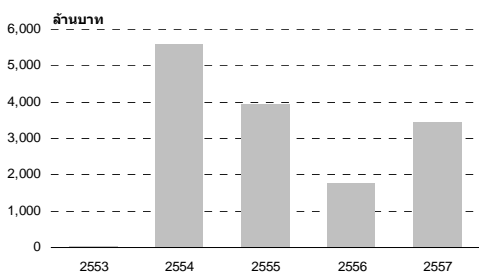
BJCHI ทำสัญญาณ Breakout ผ่านแนวต้าน Downtrend Line ที่จุด x จนทำให้ MACD สามารถตัดเส้น Signal Line ขึ้นมาได้ พร้อมกับผ่านแนวต้าน 34.50 บาทมาได้ ทำให้ราคามีโอกาสปรับขึ้นต่อ โดยมีแนวต้านถัดไปที่ 36.00 และ 38.50 บาท ตามลำดับ กลยุทธ์การลงทุน ชื่อ โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 38.50 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 33.50 บาท

ของดี ราคาถูกในกลุ่มรับเหมาฯ

แนวโน้มกำไรเติบโตโดดเด่น รองรับจาก Backlog ที่มีกว่า 3.45 พันล้านบาท บวกกับงาน High Potential 1 หมื่นล้านบาท ที่จะทยอยประกาศผลในปี โดยราคาหุ้นปัจจุบัน ถือว่าถูกที่สุดในกลุ่มรับเหมาฯ มี PER เพียง 8.6 เท่า

- โอกาสทางธุรกิจเปิดกว้างมากขึ้น หลังเจ้าของโครงการที่ต้องการลดต้นทุนการก่อสร้างลงหันมาเจรจาโดยตรงกับ Fabricator ที่มีชื่อเสียง แทนการจ้างงานผ่าน EPC Contractor โดยปัจจุบัน BJCHI ได้รับการติดต่อให้เสนองานจำนวนมาก และมีงานที่มีโอกาสสูงที่จะชนะประมูลไม่ต่ำกว่า 1 หมื่นล้านบาท โดยมี 1 โครงการ ระดับหลักพันล้านบาทขึ้นไป จะทราบผลภายในเดือน เม.ย. 58 ซึ่งผู้บริหารมีความมั่นใจว่ารายได้ปี 2558 จะเติบโตได้ไม่ต่ำกว่า 15%YoY ขณะที่อัตรากำไรเฉลี่ยจะปรับตัวสูงขึ้นจากปีก่อนเช่นกัน เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ในปีนี้เป็นงานที่ BJCHI รับตรงจากเจ้าของโครงการ ซึ่งให้ Margin ดีกว่าการรับงานต่อจาก EPC Contractor
- การลงทุนในเครื่องจักรอุปกรณ์และที่ดิน รวมกว่า 1 พันล้านบาท ตลอดช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ทำให้ปัจจุบัน BJCHI มีศักยภาพการผลิตที่มากเพียงพอรองรับการเติบโตของรายได้ในระดับ 15% ต่อปี ตามเป้าหมายของบริษัทได้อย่างน้อย 3 ปี โดยไม่จำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่ ซึ่งปัจจุบัน BJCHI มีการใช้กำลังการผลิตเพียง 60% ในขณะที่ฐานะการเงินของบริษัทในปัจจุบัน ถือว่ามีความแข็งแกร่งอย่างมาก โดยสิ้นปี 2557 BJCHI ดำรงสถานะเป็น Net Cash มีเงินสดในมือหลังหักภาระหนี้สินทางการเงินสูงถึง 1 พันล้านบาท ทำให้ BJCHI มีความพร้อมรองรับโอกาสทางธุรกิจที่จะเข้ามา ไม่ว่าจะเป็นการซื้อที่ดินขนาดใหญ่ โฉลกทำเรือน้ำลึกเพื่อรองรับงานประเภท Module ขนาดใหญ่ หรือใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนหากได้รับงานโครงการใหญ่เข้ามาในอนาคต
- แนวโน้มกำไรที่ยังเติบโตได้ดี สอดคล้องกับราคาหุ้นที่ปรับฐานลงตลอดช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ราคาปัจจุบันซื้อขายกันที่ระดับ PER ต่ำเพียง 8.6 เท่า โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าปี 2558 BJCHI จะมีกำไรสุทธิ 1,253 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 25%YoY และประเมิน Fair Value ถึง PER 12 เท่า จะให้ราคาเหมาะสมก่อน XD หุ้นปันผล (4 หุ้นเดิม : 1 หุ้นปันผล) ที่ 47 บาท และราคาเหมาะสม หลัง XD ที่ 37.6 บาท แนะนำ ซื้อ

สถานะ Backlog ของ BJCHI



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	3,910	4,522	5,107	5,751	6,392
กำไรสุทธิ	1,206	1,004	1,253	1,367	1,438
Norm. Profit	1,262	1,027	1,253	1,367	1,438
EPS (บาท)	3.77	3.14	3.92	4.27	4.50
DPS (บาท)	2.40	1.25	2.25	2.50	2.75
PER (X)	8.95	10.76	8.62	7.90	7.51
Dividend Yield (%)	7.11%	3.70%	6.67%	7.41%	8.15%
Book Value (บาท)	13.72	14.46	13.90	15.51	17.11
P/BV (X)	2.46	2.33	2.43	2.18	1.97

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP



ERW

ดี เอราวัณ กรุ๊ป

แนะนำ : ชื่อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	4.78
ราคาเป้าหมาย (บาท)	6.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	11,863

Technical Chart



วิเคราะห์ทางเทคนิค

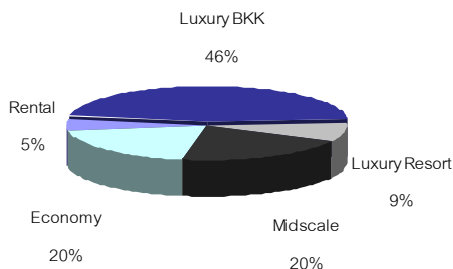
ERW เคลื่อนที่ในกรอบ Rectangle ตั้งแต่เดือน ม.ค. ที่ผ่านมา แต่จาก MACD ที่ตัดแกน 0 ขึ้นมา ทำให้ระยะสั้นราคาจะอยู่ในโมเมนตัมขาขึ้นเพื่อทดสอบแนวต้าน 4.80 และ 4.96 บาท ตามลำดับ
กลยุทธ์การลงทุน ชื่อโดยมีเป้าหมายทำกำไรระยะสั้นที่ 4.80บาท และระยะกลางที่ 4.96 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 4.60 บาท

พร้อม Turn Around ใต้น้ำ

ปี 2558 จะกลับมาสดใส หลังท่องเที่ยวฟื้นตัว หนุนให้โรงแรมมีการเข้าพักเพิ่มมากขึ้น บวกกับมีการเปิดโรงแรมใหม่ รวมถึงแผนการขายโรงแรมเข้ากอง REIT จะดันกำไรเติบโตได้เด่น

- ด้วยโครงสร้างรายได้หลักเกือบ 100% มาจากธุรกิจโรงแรม ทำให้ ERW ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของท่องเที่ยวไทย เห็นได้จากงวด 1Q58 ธุรกิจโรงแรมในกลุ่มฯ (ไม่รวมโรงแรม HOPP INN ซึ่งเพิ่งเปิดและมีการเข้าพักต่ำ) มีอัตราการเข้าพักเฉลี่ย 82% เพิ่มขึ้นจาก 65% ในงวดเดียวกันของปีก่อน และรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เติบโต 29% yoy เมื่อบวกกับจำนวนห้องพักที่เพิ่มขึ้น 1.4 พันห้องจากการเปิดโรงแรมใหม่ 12 แห่งตลอดช่วงปีที่ผ่านมา ทำให้เบื้องต้นประเมินรายได้โรงแรมงวด 1Q58 อย่างน้อย 1.42 พันล้านบาท เติบโตสูง 50% yoy และ 9 % qoq ซึ่งระดับรายได้ดังกล่าวน่าจะผลักดันให้งวด 1Q58 มีกำไรปกติไม่ต่ำกว่า 100 ล้านบาท เทียบกับ 49 ล้านบาทในงวด 4Q57 และเพียง 2 ล้านบาทในงวด 1Q57
- แนวโน้มปี 2558 ถือเป็นปีทองสำหรับ ERW ที่คาดว่าจะเห็นกำไรปกติ 200 ล้านบาท พลิกจากขาดทุนปกติ 173 ล้านบาทในปีที่ผ่านมา แรงหนุนมาจากภาคท่องเที่ยวฟื้นตัว โดยประเมินนักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาไทยจำนวน 28 ล้านคน เพิ่มขึ้น 13% yoy น่าจะผลักดันให้ธุรกิจโรงแรมในกลุ่มฯ มีอัตราการเข้าพักเฉลี่ย 78% และรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เพิ่มขึ้น 14% yoy นอกจากนี้ยังมีการสร้างรายได้เต็มปีของ 12 โรงแรมใหม่ที่เปิดตลอดช่วงปี 2557 รวมถึงบางส่วนจากโรงแรมใหม่ HOPP INN ที่จะเปิด 4 แห่งใน 4Q58 ทั้งนี้ในประมาณการยังไม่ได้รวมแผนการขายโรงแรม IBIS 2 แห่งเข้ากอง REIT มูลค่าอย่างน้อย 1.5 พันล้านบาท คาดเกิดขึ้น 2H58 เบื้องต้นประเมินกำไรพิเศษจากการขายสินทรัพย์ไม่ต่ำกว่า 500 ล้านบาท
- กำหนด Fair Value อิง DCF-WACC 8.7% ได้มูลค่าพื้นฐานปี 2558 ที่ราคา 6.00 บาท มี upside 29% จึงยังคงแนะนำซื้อ

สัดส่วนรายได้แบ่งตามธุรกิจปี2557



ที่มา : ERW

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556A	2557A	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย (ล้านบาท)	4,702	4,245	5,790	6,364	6,841
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	937	(112)	200	332	435
Norm Profit (ล้านบาท)	127	(173)	200	332	435
EPS (บาท)	0.38	(0.05)	0.08	0.13	0.17
BVS (บาท)	2.03	1.84	1.87	1.96	2.08
DPS (บาท)	0.15	0.04	0.04	0.05	0.07
Dividend Yield (%)	3.3	0.9	0.9	1.1	1.5
Norm PER (X)	90.9	(103.5)	58.3	35.1	26.9
PBV (X)	2.3	2.5	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA (X)	14.3	23.3	13.5	12.3	11.1

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP



HANA

ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์

แนะนำ : ชื่อ

ราคาปัจจุบัน (บาท) 45.00
 ราคาเป้าหมาย (บาท) 48.00
 มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 36,219

Technical Chart



วิเคราะห์ทางเทคนิค

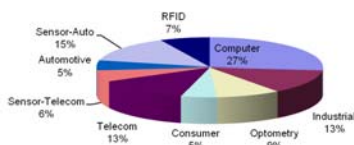
HANA ทำจังหวะ Breakout แนวด้านที่ 44.00 บาท
 แคมด้วย MACD ที่ตัดเส้น Signal Line ขึ้นมา ทำให้
 ราคาน่าจะมี Momentum หนุนต่อเนื่อง เพื่อทดสอบ
 แนวต้านถัดไปที่ 48.00 บาท
 กลยุทธ์การลงทุน ชื่อ โดยมีเป้าทำกำไรที่ 48.00 บาท
 และตั้งจุดตัดขาดทุนหากราคาหลุด 42.50 บาท

แล้วก็ถึงเวลาไอบินของ HANA

อานิสงค์ของการขยายกำลังการผลิตของโรงงานทั้งในประเทศและต่างประเทศไว้
 พร้อม ทำให้ HANA สามารถรับคำสั่งซื้อของลูกค้าที่หลังไหลเข้ามาต่อเนื่อง
 ซึ่งจะเป็แรงผลักดันให้เติบโตแรงใน 3 ปีข้างหน้า เกมปันผลก็งาม

- แนวโน้มธุรกิจของ HANA ในปี 2558 ยังเห็นการเติบโตที่โดดเด่นมาก หนุนด้วยการเติบโต
 ทั้งผลิตภัณฑ์ในกลุ่ม IC และ PCBA โดยกลุ่มผลิตภัณฑ์ที่โรงงานยังคงเป็นสินค้าในกลุ่มยาน
 ยนต์ และ smart phone นอกจากนี้ ล่าสุด HANA ยังเปิดเผยว่าสินค้ากลุ่มการแพทย์จะ
 เติบโตมหาศาลมากในปี 2558 ได้แก่ ผลิตภัณฑ์เครื่องช่วยการได้ยิน (Hearing aids) ซึ่ง
 บริษัทฯ ได้เตรียมเพิ่มพนักงานผลิตสินค้าไว้แล้วจาก 50 คน เป็น 750 คน อีกทั้งบริษัทฯ ยัง
 ได้ลูกค้าใหม่ๆ สำหรับโรงงานลำพูนเฟส 2 เป็นสินค้าในกลุ่มคอมพิวเตอร์ คาดว่าจะเริ่ม
 ดำเนินการผลิตได้ในช่วง 2 Q58 นอกจากนี้ HANA ยังตั้งงบลงทุนสำหรับปี 2558 โดยเน้น
 ไปที่การปรับปรุงประสิทธิภาพของเครื่องจักร เพื่อเปลี่ยนไปสู่ระบบอัตโนมัติมากขึ้น ลดการ
 พึ่งพาการใช้แรงงาน และยกระดับคุณภาพสินค้าทุกประเภทให้ได้มาตรฐานเดียวกับการ
 ผลิตสินค้าในกลุ่มยานยนต์ที่มีการตรวจสอบมาตรฐานคุณภาพและความปลอดภัยสูงสุด
 ซึ่งกลยุทธ์นี้จะเป็นจุดเด่นและเป็นการสร้างข้อได้เปรียบให้ HANA ในการหาลูกค้าใหม่เพิ่ม
 คำสั่งซื้อจากลูกค้าเก่า และเพิ่มอำนาจการต่อรองในเรื่องราคาได้มากขึ้น
- ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรจากการดำเนินงานปกติปี) 59-2558 ปี 2557 มีการบันทึกรายได้
 จากเงินชดเชยประกันภัยน้ำท่วมสำหรับการหยุดชะงักทางธุรกิจเท่ากับ 1.35 พันล้านบาท (
 เติบโตถึง 23.9 % yoy และ 13.7 % yoy ชับเคลื่อนด้วยแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของคำสั่งซื้อจาก
 ลูกค้าเก่า และการเน้นหาลูกค้าใหม่ๆ เพื่อรองรับการเพิ่มกำลังการผลิตของโรงงานลำพูน
 เฟส 2 เต็มที่ตั้งตั้งงวด 2 Q58 เป็นต้นไป ผนวกกับการเริ่มเข้าสู่ช่วง high season ของ
 อุตสาหกรรมชิ้นส่วนฯ ซึ่งจะเห็นคำสั่งซื้อจากลูกค้าต่างประเทศเข้ามามากขึ้น ล้วนส่ง
 ผลบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไรสุทธิถึงงวด 2 Q58 ที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยฯ จากงวด
 ก่อนหน้า
- แนะนำซื้อ กำหนด Fair value ปี 2558 เท่ากับ 48 บาท อิงวิธี DCF (WACC 9.69%) อีกทั้ง
 ยังสามารถคาดหวังเงินปันผลงามๆ ที่เฉลี่ยราว 5-4 p.a.) จ่ายปีละ 2 ครั้ง(

สัดส่วนยอดขายแยกตามประเทศสินค้า ณ สิ้นปี 2557



ที่มา : HANA

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

FY ปีที่ 31 ธ.ค.	2556	2557	2558F	2559F	2560F
กำไรสุทธิ	2,301	3,405	2,653	3,016	3,526
EPS (บาท)	2.86	4.23	3.30	3.75	4.38
Norm. Profit	1,420	1,948	2,653	3,016	3,526
PER (เท่า)	15.1	10.2	13.1	11.5	9.9
DPS (บาท)	1.50	2.00	1.75	2.00	2.25
Dividend Yield	3.5%	4.6%	4.0%	4.6%	5.2%
BVS (บาท)	20.62	22.82	24.36	26.11	28.24
PBV (เท่า)	2.1	1.9	1.8	1.7	1.5
ROE	14.6%	19.5%	14.0%	14.9%	16.1%

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP



แนะนำ : ชื่อ

ราคาปัจจุบัน (บาท)	34.25
ราคาเป้าหมาย (บาท)	51.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	37,535

Technical Chart



วิเคราะห์ทางเทคนิค

THCOM ทำจังหวะ Breakout ผ่านแนวต้าน 34.50 บาท พร้อมกับ MACD ตัดเส้น Signal Line ขึ้นมา ทำให้ราคาน่าจะดีดขึ้นตัวต่อไป เพื่อทดสอบแนวต้าน ถัดไป 36.25 และ 37.50 บาท

กลยุทธ์การลงทุน แนะนำซื้อ โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 37.50 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 32.50 บาท

ราคาหุ้นไม่ New High ตามกำไร

ส่งดาวเทียมใหม่รองรับความต้องการใช้ที่พุ่งสูงเฉลี่ยปีละ 1 ดวง หนุนกำไร New High ต่อเนื่อง สวนทางราคาหุ้นก็ยัง Underperform

- แนวโน้มผลประกอบการ THCOM สดใสทั้งในระยะสั้นและยาว โดยในระยะสั้นคาดว่ากำไรปี 59-2558 ยังมีแนวโน้มเติบโตเฉลี่ยสูงถึงปีละ 21 % มีปัจจัยบวกจากการให้บริการดาวเทียมใหม่ 2 ดวง คือ ไทยคม 6 เต็มปีปีนี้ และการเริ่มต้นให้บริการไทยคม 7 ทั้งนี้ปัจจุบันดาวเทียมทั้ง 2 ดวง แม้เป็นดาวเทียมใหม่ แต่กลับมียอดใช้งานเกินจุดคุ้มทุนตั้งแต่เริ่มให้บริการ เกิดจากความต้องการใช้งานดาวเทียมที่พุ่งสูง ทั้งรองรับการแพร่สัญญาณภาพทีวีในประเทศ และการใช้งานด้านอื่น อาทิ โครงข่ายสำรองมือถือ การเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตในจุดโครงข่ายภาคพื้นดินเข้าไม่ถึง นอกจากนี้ ยังมีแรงหนุนจากดาวเทียม iPSTAR ที่ THCOM สามารถขายกำลังให้บริการเพิ่มขึ้น จากการขายกำลังให้บริการที่เหลือ 50 % ในมาเลเซีย iPSTAR แบ่งกำลังให้บริการในมาเลเซีย 6 % จากโดยรวม(
- ขณะที่การเติบโตในระยะถัดไปหลังจากปี 2559 คาดว่าจะสนับสนุนโดยการส่งดาวเทียมขึ้นให้บริการเพิ่มอีกเฉลี่ยปีละ 1 ดวง เริ่มจากไทยคม 8 ที่ขึ้นไปให้บริการเผยแพร่สัญญาณภาพที่ยังคงมีความต้องการใช้งานสูง โดยเฉพาะผู้ประกอบการเพย์ ทีวี ที่ยกระดับเทคโนโลยีการรับชมจากเดิมที่เป็นมาตรฐาน (SD) สู่อรรถภาพสูง (HD) ซึ่งต้องใช้กำลังให้บริการเพิ่ม 4-3 เท่าตัว จึงเชื่อว่าไทยคม 8 จะสร้างกำไรเพิ่มให้กับ THCOM ทันทีเหมือนไทยคม 6 และ 7 ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยยังไม่ได้รวมมูลค่าเพิ่มไทยคม 8 โดยกำลังรอยอดจองใช้งาน หลังจาก THCOM เริ่มทำ Pre-sales ใน 3 Q58
- ทั้งนี้ เป็นที่น่าสังเกตว่า แม้กำไร THCOM จะขึ้นทำ New High ต่อเนื่อง แต่ราคาหุ้นกลับยัง Underperform เชื่อว่าเกิดจากที่ตลาดกังวลต่อ 1) การทวงสิทธิ์รัฐฯ ที่เรียกเก็บค่าธรรมเนียมใบอนุญาตประกอบกิจการเพิ่มจาก กสทช. ซึ่งทำหน้าที่เก็บอยู่ที่ 5.25 % ของรายได้ในปัจจุบัน โดยอ้างสิทธิที่ตนเองเป็นผู้เจรจาขอวงโคจรให้ THCOM ใช้งาน อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าท้ายสุดแล้วการเรียกเก็บจะต้องเป็นหน้าที่ของหน่วยงานใดหน่วยงานหนึ่งเท่านั้น ทั้งนี้ หากยังไม่มีความไม่แน่นอนในเรื่องดังกล่าว THCOM ยังมีทางเลือกที่จะไปเจรจาขอใช้วงโคจรของต่างประเทศ ซึ่งกำหนดกฎเกณฑ์การให้บริการภายใต้ใบอนุญาตที่ชัดเจนกว่าไทยนอกจากนี้ ยังมีอีกประเด็น คือ แนวคิดที่รัฐฯ ยากสร้างดาวเทียมของตนเอง ซึ่งอาจทำให้ THCOM เสียลูกค้ารัฐฯ แต่ปัจจุบันรัฐฯ ให้ทิศทางชัดเจนแล้วว่าจะดำเนินการดาวเทียมสำรวจและความมั่นคง ซึ่งแตกต่างจากบริการที่ THCOM มีให้กับลูกค้าภาครัฐฯ ในปัจจุบัน ภาพรวมแล้ว ประเด็นต่างๆ ที่เข้ามากระทบล้วนไม่มีนัยยะในเชิงพื้นฐาน ราคาหุ้นที่ Underperform เป็นโอกาสดีให้สะสม

โครงสร้างต้นทุนดาวเทียมดวงต่างๆของ THCOM

ดาวเทียม	ระบบ	ต้นทุน
ไทยคม 4 (iPSTAR)	สัมปทาน	20.5% ของรายได้
ไทยคม 5	สัมปทาน	20.5% ของรายได้
ไทยคม 6	สัมปทาน	20.5% ของรายได้
ไทยคม 7	ใบอนุญาต	5.25% ของรายได้
ไทยคม 8	ใบอนุญาต	5.25% ของรายได้
ดวงอื่นๆไป	????	????

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย (ล้านบาท)	7,993	10,076	11,168	11,737	12,333
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,125	1,600	2,079	2,333	2,458
EPS (บาท)	1.0	1.5	1.9	2.1	2.2
Norm. Profit (ล้านบาท)	1,395	1,772	2,079	2,333	2,458
PER (เท่า)	33.1	23.3	17.9	16.0	15.2
DPS (บาท)	0.45	0.65	0.85	0.96	1.01
Dividend Yield (%)	1.3	1.9	2.5	2.8	3.0
PBV (เท่า)	2.4	2.2	2.0	1.9	1.8
ROE (%)	7.6	9.9	11.8	12.3	12.1
EV/EBITDA	11.8	9.2	7.7	6.9	6.3

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP



VNG วนชัย กรุ๊ป

แนะนำ : ชื่อ

ราคาปัจจุบัน (บาท) 7.70
 ราคาเป้าหมาย (บาท) 10.25
 มูลค่าตลาด (ล้านบาท) 12,065

Technical Chart



วิเคราะห์ทางเทคนิค

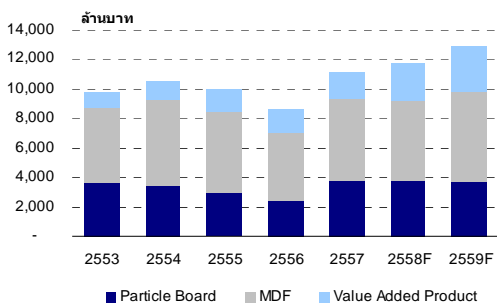
VNG กำลังขึ้นทดสอบแนวต้าน 8.00 บาท พร้อมทั้ง MACD ที่มีทิศทางตัดขึ้นทำให้ราคามีโอกาสสูงที่ขึ้นทดสอบแนวต้าน 8.00 บาท หากผ่านได้มีเป้าหมายถัดไปที่ 9.10 บาท
 กลยุทธ์การลงทุน ชื่อเมื่อผ่านแนวต้าน 8.00 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 9.10 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 7.10 บาท

ตลาดขาขึ้น พร้อมบุกสินค้า High Value Added

แนวโน้มธุรกิจปี 2558 สดใส รับประโยชน์เต็มจากต้นทุนการผลิตที่ลดลง พร้อมปรับสายการผลิตไปสู่สินค้า Margin สูง ต้นกำไรเติบโตต่อเนื่อง โดยคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 จะเพิ่มขึ้นกว่า 42 %YoY แนะนำ ชื่อ

- แนวโน้มธุรกิจสดใสอย่างมาก จากความนิยมใช้ Panel Board เพื่อทดแทนไม้ธรรมชาติที่เพิ่มขึ้นในหลายประเทศ ขณะที่ Supply ใหม่เกิดขึ้นไม่มาก ส่งผลให้ราคาผลิตภัณฑ์โดยเฉพาะ MDF สามารถยืนอยู่ได้ในระดับสูง สำหรับต้นทุนการผลิตที่สำคัญมีแนวโน้มปรับลดลงแทบทุกรายการ ไม่ว่าจะเป็นเศษไม้ยางพาราซึ่งเป็นต้นทุนการผลิตหลัก คาดว่า จะทรงตัวในระดับต่ำตลอดทั้งปี เนื่องจากนโยบายภาครัฐที่สนับสนุนให้เกษตรกรโค่นต้นยางพาราแก่ เพื่อลด Supply ยางพารา ขณะที่ต้นทุนการผลิตก้าวปรับตัวลดลงตามราคา ยูเรีย และ Methanol เช่นเดียวกับค่าไฟฟ้าที่ลดลงตามราคาก๊าซธรรมชาติ จึงเชื่อว่าปีนี้ VNG มีโอกาสทำ gross margin ได้สูงถึง 25 % มากกว่าค่าเฉลี่ยปี 2557 ที่ทำได้ 22.4 %
- ภาวะอุปทานตึงตัวในสินค้า MDF ซึ่งเป็นสินค้าที่มี margin สูง ทำให้ VNG ตัดสินใจตัดแปลงสายการผลิต Particle Board ซึ่งให้ margin ต่ำกว่า จำนวน 3 แสน ลบม./ปี มาผลิต MDF แทน โดยจะใช้เงินลงทุน 800 ล้านบาท และใช้เวลาเพียง 9 เดือน เทียบกับการสร้างโรง MDF ใหม่ที่จะต้องใช้เวลาลงทุนกว่า 3 พันล้านบาท และใช้เวลาก่อสร้างนานถึง 2 ปี โดยจะเริ่มก่อสร้าง 4 Q58 และพร้อมดำเนินการได้ใน 2 Q59 นอกจากนี้ VNG ยังจะมุ่งเน้นผลิตสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (HVA) ได้แก่ Laminate Flooring และ แผ่นไม้ปิดผิว โดยตั้งเป้าจะเพิ่มสัดส่วนรายได้สินค้า HVA ขึ้นเป็น 50 % ของยอดขายรวมในช่วง 3 ปี ข้างหน้า จากปัจจุบันที่ 17 % โดยปีนี้ VNG จะมีกำลังการผลิต Laminate Flooring เพิ่มขึ้นจาก 6 ล้าน เป็น 10 ล้านตรม./ปี และโรงปิดผิวเพิ่มจาก 1.5 แสน เป็น 3 แสน ลบม./ปี
- ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 เติบโต 42 %YoY เป็น 1,071 ล้านบาท และเชื่อว่าโอกาสทางธุรกิจที่ยังเปิดกว้างสำหรับการพัฒนาไปสู่ผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ ที่หลายหลายไม่ว่าจะเป็นแผ่นฝ้า และผนัง ซึ่งเป็นตลาดที่ VNG ยังไม่เคยเข้าไป จะทำให้ผลประกอบการมีโอกาสเติบโตได้ในระยะยาว ประเมิน Fair Value อิง PER 15 เท่า ให้ราคาเหมาะสม 10.25 บาท

สัดส่วนรายได้แยกตามประเภทผลิตภัณฑ์



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2556	2,557	2558F	2559F	2560F
ยอดขาย	8,481	10,751	11,791	13,021	13,876
กำไรสุทธิ	-191	752	1,071	1,200	1,380
Norm Profit	-212	705	1,071	1,200	1,380
EPS (บาท)	-0.15	0.48	0.68	0.77	0.88
DPS (บาท)	0.00	0.45	0.33	0.37	0.42
Norm PER (เท่า)	N/A	16.04	11.27	10.05	8.75
Dividend Yield (%)	0.00	5.84	4.26	4.77	5.49
BVS (บาท)	4.60	4.29	4.73	5.16	5.68
PBV (เท่า)	1.67	1.79	1.63	1.49	1.36

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP