

ถึงแม้ว่าในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2545 ดัชนีตลาดหลักทรัพย์จะปรับตัวสูงขึ้นถึง 28% ด้วยมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันมากกว่า 11,000 ล้านบาท แต่ภาวะการซื้อขายยังคงเต็มไปด้วยความไม่แน่นอนและมีความผันผวนมากขึ้นอยู่กับการปรับพอร์ตของนักลงทุนต่างประเทศที่มีนัยสำคัญต่อการปรับตัวของดัชนีเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ทั้งนี้ส่วนใหญ่เป็นผลจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยทั้งภายในภายนอก อาทิ ผลตอบแทนจากตลาดหุ้นหลักๆของโลกปรับลดลง ความรุนแรงในตะวันออกกลาง และความกังวลต่อการบันทึกบัญชีที่ไม่โปร่งใสของ Enron Worldcom และอื่นๆที่คาดว่าจะตามมาอีกในอนาคต รวมทั้งความไม่มั่นใจต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของไทย เป็นต้น ความสัมพันธ์ระหว่างการปรับตัวของดัชนีและการเปลี่ยนแปลงของการซื้อขายของนักลงทุนต่างประเทศมีค่าถึง 0.94 แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ที่มีนัยสูงชันมาก กล่าวคือหากนักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าซื้อหุ้นสุทธิระดับดัชนีจะมีทิศทางปรับตัวสูงขึ้น และหากนักลงทุนต่างประเทศมีมูลค่าการขายสุทธิระดับดัชนีจะปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ยังคงเชื่อว่าภาวะการลงทุนในตลาดหุ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2545 ยังคงมีทิศทางที่สดใสจากการกลับมาลงทุนของนักลงทุนทั้งภายในและต่างประเทศ เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวจากภาวะตกต่ำโดยคาดว่าจะมีอัตราการขยายตัว 3.3% ถึง 4.6% ในช่วงปี 2545 ถึง 2546 ผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 56% การเคลื่อนย้ายเงินทุนเนื่องจากความมีเสถียรภาพของค่าเงินและสภาวะแวดล้อมของอัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ สำหรับหุ้นเด่น 10 บริษัท ที่ คัดเลือกขึ้นมาคาดว่าจะให้ผลตอบแทนแก่นักลงทุนเฉลี่ย 33.55% ในช่วงที่เหลือของปี 2545 โดยคาดว่าระดับราคาจะสามารถปรับตัวสูงขึ้นได้มากกว่าการปรับตัวของดัชนีตลาดรวม (Outperform) จากเหตุผลดังนี้

- หุ้นทั้ง 10 บริษัทเป็นหุ้นนำในกลุ่มอุตสาหกรรม (Sector) ที่นักวิเคราะห์สำนักต่างๆให้คำแนะนำ "ซื้อ" แก่นักลงทุน ได้แก่ RGR NOBLE MAJOR KTB TISCO ITD STANLY ATC AMATA และ BANPU
- ผลการดำเนินงานปี 2545 ของหุ้นกลุ่มนี้คาดว่าจะขยายตัวเพิ่มขึ้นจากปีก่อน ซึ่งส่วนใหญ่มีผลขาดทุนหลังจากภาวะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวโดยเฉพาะจากอุปสงค์ในประเทศ อัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวอยู่ในระดับต่ำ และอื่นๆ
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งมีส่วนของโครงสร้างทางการเงินที่เหมาะสมกับการเติบโตของกิจการในระยะยาว
- การเปลี่ยนแปลงของปัจจัยภายนอกที่ควบคุมไม่ได้ (Systematic) อาทิ ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน หรือภาวะเศรษฐกิจโลกมีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินต่ำ
- ประสิทธิภาพในการจัดการของฝ่ายบริหารสูงมีแผนการในการดำเนินธุรกิจที่ชัดเจนสามารถเป็นผู้นำในธุรกิจทั้งการเพิ่มและรักษาส่วนแบ่งทางการตลาดได้ในอนาคต
- ราคาตลาด (Market Price) ต่ำกว่ามูลค่ากิจการ (Firm Value) เฉลี่ย 33.55%

# Financial Highlight and Valuation of Stocks Focus

หุ้นเด็ด

Stocks	Financial Highlight				Projection			Valuation				
	Share Price (Bt)	Market Cap. (Btmn)	Assets (Btmn)	BV (Bt)	Net Profit 2002F (Btmn)	Growth (%)	Div. Yield (%)	PER (X)	PBV (X)	EV/EBITDA (X)	Firm Value (Bt)	Premium (Discount) (%)
AMATA	18.60	3,969.24	4,588.00	12.38	450.71	34.18%	5.40%	8.73	1.50	7.50	21.00	-12.90%
ATC*	5.15	4,853.05	31,250.77	4.26	(621.75)	#N/A	0.00%	#N/A	1.18	26.09	6.24	-21.19%
BANPU**	40.00	8,277.65	20,556.75	37.28	813.32	-64.85%	3.93%	10.18	1.06	8.76	43.82	-9.54%
ITD	30.50	11,590.00	16,236.92	19.88	6,968.12	#N/A	0.00%	1.66	1.53	6.20	48.86	-60.20%
KTB	11.20	125,272.00	1,002,873.02	6.49	8,522.85	#N/A	0.00%	14.70	1.73	#N/A	13.70	-22.32%
MAJOR	62.00	6,762.09	2,765.70	14.41	279.82	98.22%	0.00%	24.16	4.30	10.78	75.66	-22.03%
NOBLE	7.70	1,747.19	2,691.04	7.62	299.62	#N/A	0.00%	5.83	1.00	9.44	10.59	-37.53%
RGR	11.40	3,016.85	6,929.33	10.26	379.29	44.87%	8.03%	7.95	1.08	5.26	17.79	-56.01%
STANLY	84.00	3,218.25	3,120.73	56.83	416.46	23.11%	4.53%	7.73	1.48	3.76	128.80	-53.33%
TISCO	24.80	16,844.76	51,459.80	10.51	1,161.27	38.48%	0.00%	14.51	2.28	#N/A	28.00	-12.90%
Total		185,551.08	1,142,472.07		18,669.70	#N/A	2.19%	10.61	1.72	9.72		33.55%

หุ้นเด็ด

## AMATA

STOCK  
FOCUS

NOMURA

บริษัท อมตะ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) : AMATA

ภาพรวมธุรกิจก่อสร้างหิรัญทรัพย์ประเภทนิคมอุตสาหกรรมเริ่มมีทิศทางที่ดีหลังจากประสบปัญหาอย่างหนักในช่วงวิกฤตการณ์ทางการเงินปี 2540 ทั้งนี้ถึงแม้ว่าจำนวนโครงการการลงทุนใหม่ (Direct Investment) จะเพิ่มขึ้นไม่มากนักแต่เนื่องจากจำนวนผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมที่ลดลงเหลือเพียงไม่กี่รายทำให้การแข่งขันไม่รุนแรง ผู้ประกอบการที่มีทำเลที่เหมาะสมมีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งและการให้บริการที่ครบวงจรจะได้เปรียบในการแข่งขัน สำหรับการขออนุมัติส่งเสริมการลงทุนในช่วงปี 2544 ลดลงจากปี 2543 โดยเสียยอดผู้ขอสนับสนุนสุทธิ 615 ราย มีมูลค่าเงินลงทุน 149.4 พันล้านบาท เทียบกับ 710 ราย เงินลงทุน 238.8 พันล้านบาท อย่างไรก็ตามโครงการที่เริ่มเปิดดำเนินการแล้วในปี 2544 เพิ่มขึ้นจาก 427 ราย เป็น 440 ราย สำหรับในปี 2545 ในช่วง 5 เดือนแรกมีผู้ได้รับการส่งเสริมการลงทุนแล้วจำนวน 196 ราย มูลค่าเงินลงทุน 51.05 พันล้านบาท โดยในจำนวนนี้ 60% เป็นการลงทุนของนักลงทุนจากญี่ปุ่นในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ CNS คาดว่า AMATA จะมีรายได้จากการขายที่ดินในปี 2545 รวมมูลค่า 1,890 ล้านบาท ขณะที่รายได้จากสาธารณูปโภคมีมูลค่า 238.7 ล้านบาท เทียบกับปีที่ผ่านมาเพิ่มขึ้น 25% จากการขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม จำนวน 867 ไร่ โดยขณะนี้กำลังอยู่ระหว่างการเจรจากับผู้ประกอบการทั้งรายเก่าและใหม่จำนวน 4 ราย ที่จะขายกำลังการผลิตและเพิ่มสายการผลิตในอุตสาหกรรมยานยนต์ โดยคาดว่าจะมีอัตรากำไรเบื้องต้นเฉลี่ย 25 ถึง 30% ซึ่งจะบันทึกเป็นรายได้ปรับปรุงทางบัญชีภายในปี 2545 และ 2546 ส่วนของการขายให้กับ Bridge stone จะยังคงรับรู้รายได้เพิ่มขึ้นในไตรมาสที่ 2 จนถึงสิ้นปี 2545 ซึ่งส่วนหนึ่งจะเป็นการบันทึกรายได้จากการขายตามสัดส่วนความสำเร็จของงาน (Percentage of

BUY

Share price (Bt)	18.6
Target Price (Bt)	21.3

SHARE  
SUMMARY

Paid up shares (mn.)	213.4
PAR Value (Bt)	5
Mkt.Cap (Btmn.)	3,969.24
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	32.54
Foreign Limit (%)	30
Foreign Holding (%)	6.25

Completion) ซึ่งจะมี Lag-time ประมาณ 4 ถึง 5 เดือนในขณะที่รายได้จากค่าบริการมีมูลค่า 238.7 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 25% อัตรากำไรเบื้องต้นอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับปีที่ผ่านมาเนื่องจากต้นทุนเฉลี่ยของที่ดินใกล้เคียงกัน ขณะที่ราคาขายไม่สามารถเพิ่มขึ้นได้สูงมากนัก สำหรับนโยบายการลดต้นทุนการดำเนินงานและการเร่งชำระคืนหนี้ให้กับสถาบันการเงินส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเป็น 450.7 ล้านบาท คิดเป็นกำไรต่อหุ้น 2.13 บาท (ไม่รวมรายการพิเศษจากการกลับรายการเจ้าหนี้มูลค่า 200 ล้านบาท) เพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันของปีก่อน 34%

ปัจจุบัน AMATA มีที่ดินรอการพัฒนาและที่พัฒนาแล้วรอการขายในนิคมอุตสาหกรรมทั้ง 2 แห่ง ประมาณ 5,000 ไร่ สามารถสร้างรายได้ให้กับบริษัทได้ 3 ถึง 5 ปี อย่างไรก็ตามบริษัทมีแผนการที่จะซื้อที่ดินเพิ่มขึ้นอีก 1,000 ไร่ ภายในปี 2545 เนื่องจากมีผู้เสนอขายให้กับบริษัทในราคาที่เหมาะสม นอกจากนี้บริษัทอยู่ระหว่างการตัดสินใจเพื่อการลงทุนในธุรกิจผลิตไฟฟ้า ซึ่งจะได้ออสรูปภายในช่วงครึ่งแรกช่วงปี 2545 สำหรับแผนการลงทุนดังกล่าวจะทำให้บริษัทจะต้องกลับเข้ามาระดมทุนผ่านสถาบันการเงินในประเทศและต่างประเทศอีกครั้ง ซึ่ง ณ. สิ้นงวดบัญชีไตรมาส 1/2545 AMATA มีสัดส่วนหนี้ต่อทุนที่ระดับต่ำเพียง 0.74 เท่า ซึ่งยังมีความสามารถในการระดมทุนโดยการก่อหนี้ได้

CNS แนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากภาพรวมของอุตสาหกรรมที่กำลังฟื้นตัวทำให้ AMATA ซึ่งเป็นผู้นำในกลุ่มผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมของไทยมีผลการดำเนินงานที่ขยายตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง ประกอบกับนโยบายในการจัดการที่เน้นการเติบโตที่อนุรักษ์นิยมให้ความสำคัญกับธุรกิจหลัก ทำให้ความเสี่ยงทางการเงินต่ำ สำหรับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิ ทำให้มูลค่ากิจการที่เหมาะสมวัดจากวิธี Capitalization Approach ที่ PER 10 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยในอดีต จะได้อัตราเหมาะสมที่ 21.30 บาท ซึ่ง ณ. ระดับราคาปัจจุบันที่ 18.60 บาท มีค่า PER ที่ 8.73 เท่า Discount กับราคาที่เหมาะสม 12.7% และมีผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 5.4%

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	P/BV (X)	PER (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2541	(257.7)	(1.21)	Xx	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
2542	82.1	0.39	1.60	47.7	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
2543	62.9	0.30	1.45	62.0	167	N/A	N/A	0.0	0.0
2544	335.9	1.58	1.21	11.77	349	108.9	N/A	1.0	5.4
2545F*	450.7	2.13	1.00	8.73	473	35.5	N/A	1.0	5.4

http://www.cns.co.th

หุ้นเด็ด

ATC

STOCK  
FOCUS

บริษัท อะโรเมติกส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) : ATC

NOMURA

วัฏจักรปิโตรเคมีคาดว่าจะทำจุด Peak ในปี 2547-48 แนวโน้มราคาสารอะโรเมติกส์คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้น โดยเฉพาะพาราไซซีนที่คาดว่าจะมีอุปสงค์ส่วนเกิน (short) เป็นจำนวนมากใน East Asia (ไม่รวมญี่ปุ่น) จากการเริ่มดำเนินการผลิตของโรงงาน PTA (Purified Terephthalic Acid) ใหม่หลายโรงในช่วงปี 2545-46 ที่คาดว่าจะทำให้ความต้องการใช้พาราไซซีนเพิ่มสูงขึ้น 2.04 ล้านตัน/ปี ในขณะที่การปรับตัวขึ้นของราคาเบนซินจะมีความสัมพันธ์โดยตรงกับการขยายตัวของเศรษฐกิจของสหรัฐอเมริกาและญี่ปุ่น ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการใช้เบนซินเพื่อผลิตสินค้าอุปโภคบริโภคใช้ไฟฟ้า, คอมพิวเตอร์ และชิ้นส่วนรถยนต์เพิ่มสูงขึ้น รวมทั้งอัตราการผลิต (Operating Rate) ของโรงงานปิโตรเคมีชั้นกลาง-ปลายที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 80% เป็น 90% จะเป็นปัจจัยสนับสนุนให้วัฏจักรราคาปิโตรเคมีปรับตัวขึ้นไปทำจุด Peak ในปี 2547-48 ตามการคาดการณ์ของ CMAI

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น CNS คาดว่า ผลการดำเนินงานของ ATC ในปี 2545 จะมีผลขาดทุนก่อนผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน 741 ล้านบาท ขาดทุนลดลงจากปีก่อน โดยในช่วง 1H/45 ผลการดำเนินงานคาดว่าจะยังคงมีผลขาดทุนจาก Emergency Shutdown 15 วัน ใน Q1/45 และการปิดโรงงาน 45 วัน ใน Q2/45 เพื่อทำโครงการ Debottleneck 1 และซ่อมบำรุงโรงงาน แต่ในช่วง 2H/45 คาดว่าผลการดำเนินงานจะเริ่มกลับมาเป็นบวกได้จากปริมาณการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากโครงการ Debottleneck 1 ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณยอดขายเพิ่มขึ้น 23% จากระดับปัจจุบันที่ 150,000 ตัน/เดือน เป็น 185,000 ตัน/เดือน (โครงการ Debottleneck 1 เริ่มดำเนินการผลิตได้ต้นเดือน มิ.ย./45 โดยกำลังการผลิตของผลิตภัณฑ์หลักจะเพิ่มขึ้น 33% จากระดับปัจจุบัน เป็น 1,066 ล้าน

BUY

Share price (Bt)	5.15
Target Price (Bt)	6.24

SHARE  
SUMMARY

Paid up shares (mn.)	958
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	4,933.70
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	26.61
Foreign Limit (%)	24
Foreign Holding (%)	4.02

ตัน/ปี และผลิตภัณฑ์พลอยได้จะเพิ่มขึ้น 24% จากระดับปัจจุบันเป็น 1,469 ล้านตัน/ปี แต่ส่วนหนึ่งของผลิตภัณฑ์พลอยได้จะใช้เพื่อการภายใน) และการปรับตัวขึ้นของราคาสารอะโรเมติกส์ รวมทั้งภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างหนี้ สำหรับประมาณการผลการดำเนินงานในปี 2546 ของ ATC คาดว่าจะพลิกจากขาดทุนมาเป็นกำไรก่อนผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยน 1,277 ล้านบาท

ประสบความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้ การปรับโครงสร้างทางการเงินที่ ATC ดำเนินการมาอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้สภาพคล่องของบริษัทเพิ่มสูงขึ้นจากการยืดอายุหนี้เงินกู้หลัก รวมทั้งมีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากการ Refinance เงินกู้ที่มีต้นทุนทางการเงินสูง และเงินกู้ด้อยสิทธิจากผู้ถือหุ้นหลักที่ได้รับการปรับลดอัตราดอกเบี้ยจ่าย โดย CNS คาดว่าดอกเบี้ยจ่ายจะลดลง 49% YoY เหลือ 1,066 ล้านบาท ในปี 2545 และลดลง 10% YoY เหลือ 958 ล้านบาท ในปี 2546

จากภาพรวมของ ATC ที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากการแก้ไขปัญหาทั้งในส่วนของการผลิต (การปรับสภาพเครื่องจักรของหน่วยผลิตให้มีประสิทธิภาพดีขึ้น ทำให้ขบวนการผลิตสามารถใช้คอนเดนเสทได้ทั้ง 100%) และปริมาณการผลิตที่จะเพิ่มขึ้นจากการทำโครงการ Debottleneck 1 รวมทั้งความสำเร็จของการปรับโครงสร้างทางการเงิน และแนวโน้มราคาสารอะโรเมติกส์ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้น คาดว่าจะส่งผลให้ผลการดำเนินงานของ ATC มีผลขาดทุนลดลงในปี 2545 และจะพลิกเป็นกำไรได้ในปี 2546 CNS แนะนำ ซื้อ โดยมีมูลค่าปัจจัยพื้นฐาน (NPV) อยู่ที่ 6.24 บาท/หุ้น

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	(3,132)	(7.83)	#NA	0.23	508	#NA	37.44	0.0	0.00
2543	(4,760)	(11.90)	#NA	0.50	895	76.26	25.82	0.0	0.00
2544	(3,564)	(7.97)	#NA	1.96	441	-50.72	61.00	0.0	0.00
2545F	(622)	(0.65)	#NA	1.21	1,140	158.34	25.52	0.0	0.00
2546F	1,524	1.59	3.25	1.01	2,988	162.15	9.32	0.0	0.00

http://www.cns.co.th

# หุ้นเด็ด BANPU

# STOCK FOCUS

บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) : BANPU

NOMURA

ราคาถ่านหินเคลื่อนไหวอยู่ในช่วงแคบ ๆ ราคาถ่านหินในประเทศและถ่านหินในตลาดโลกมีแนวโน้มปรับตัวลดลงในปี 2545 โดยราคาถ่านหินในประเทศจะได้รับผลกระทบจาก Lag Time (ประมาณ 1 ปี) ของการปรับตัวลงของราคาน้ำมันดีเซล ซึ่งถ่วงน้ำหนักประมาณ 30% แต่คาดว่า จะไม่ต่ำกว่า 410 บาท/ตัน ส่วนราคาถ่านหินในตลาดโลกซึ่งอิงราคา JBP (ถูกกำหนดโดยญี่ปุ่นและออสเตรเลีย ซึ่งเป็นผู้นำและผู้ส่งออกถ่านหินรายใหญ่ของโลก) ปรับตัวลดลง 7.7% YoY เหลือ US\$ 31.85 ต่อดัน (ประกาศเดือน เม.ย./45) จากภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และ ปริมาณผลผลิตถ่านหินที่เพิ่มขึ้นจากประเทศจีน อย่างไรก็ตาม CNS เชื่อว่าราคา JBP มีความเสี่ยงต่อการปรับตัวลดลงค่อนข้างต่ำ เนื่องจาก ความต้องการใช้ถ่านหินของประเทศในภูมิภาคเอเชียส่วนใหญ่ใช้เพื่อการผลิตกระแสไฟฟ้าเป็นหลัก ซึ่งมีลักษณะเป็น Base Load (มีความ ต้องการใช้ตลอดเวลา) จากประมาณการของ World Coal คาดว่าความต้องการใช้ถ่านหินในภูมิภาคเอเชีย (รวมประเทศจีน) จะเติบโต 20.5% YoY เป็น 225 ล้านตัน ในปี 2545

ผลการดำเนินงานปี 2545 คาดว่าจะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ จากการรวมงบการเงินของ Indocoal CNS คาดว่าผลการดำเนินงานของ BANPU ในปี 2545 จะพลิกจากขาดทุนในปีก่อนเป็นกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ 810 ล้านบาท ทั้งนี้เป็นผลมาจากการรวมงบการเงินของ Indocoal เข้ามาจำนวน 10 เดือน ซึ่งส่งผลให้ประมาณการยอดขายถ่านหินคาดว่าจะเติบโต 1.2 เท่าจากปีก่อนเป็น 12 ล้านตัน รวมทั้งอัตรากำไร

# BUY

ขั้นต้นของเหมืองถ่านหิน Jorong และ Indocoal ที่ปรับตัวดีขึ้นหลังจาก BANPU เข้าไปดำเนินการ และการยกเลิกส่วนงานรับจ้างขุดชนดินและถ่านหินให้กฟผ. หากรวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนและรายการพิเศษอื่น CNS คาดว่า BANPU จะรายงานกำไรสุทธิ 813 ล้านบาท ในปี 2545 (ยังไม่รวมกำไรจากการขาย Banpu Terminal และ Banpu Mineral)

Share price (Bt)	40
Target Price (Bt)	44

ขยายการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า BANPU ได้ขยายการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง โดยในเดือน ก.ค./45 จะเซ็นสัญญาซื้อโรงไฟฟ้า TPI ขนาดกำลังการผลิตไฟฟ้า 108 เมกะวัตต์ และไอน้ำ 200 ตัน/ชม. ซึ่งจะส่งผลให้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากโครงการที่ดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ตามสัดส่วนที่ BANPU ร่วมทุน เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันที่ 702 เมกะวัตต์ เป็น 810 เมกะวัตต์ และก่อให้เกิด แรงผลักดันทางธุรกิจ โดย BANPU จะมีช่องทางในการจำหน่ายถ่านหินที่แน่นอน เพิ่มขึ้นอีกประมาณ 300,000 ตัน/ปี

## SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	212.6
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	8,504.00
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	41.45
Foreign Limit (%)	40
Foreign Holding (%)	33.51

การดำเนินธุรกิจเชิงรุกในธุรกิจถ่านหินที่เป็นธุรกิจหลัก เป็นข้อพิสูจน์ที่ชัดเจนแล้วว่าบริษัทได้ดำเนินการมาถูกทาง เนื่องจากปัจจุบันกลายเป็นผู้ผลิตและจำหน่ายถ่านหินรายใหญ่อันดับ 4-5 ในภูมิภาคเอเชีย และความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจดังกล่าวที่ปรับตัวดีขึ้นอย่างชัดเจนและต่อเนื่อง รวมทั้งการขยายการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้าที่เป็นธุรกิจที่มีความเสี่ยงต่ำ และมีแรงผลักดันทางธุรกิจจากการเพิ่มช่องทางในการจำหน่ายถ่านหินให้กับโรงไฟฟ้าที่บริษัทมีสัดส่วนร่วมทุนอยู่ ดังนั้น CNS ยังยืนยันคำแนะนำ ซื้อ โดยมีมูลค่าปัจจัยพื้นฐาน (NPV) อยู่ที่ 44 บาท/หุ้น

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	1,807	15.42	2.59	0.64	1,517	39.72	5.39	1.21	3.02
2543	(814)	(5.48)	#NA	1.29	851	(43.88)	13.42	1.00	2.50
2544	2,314	11.04	3.62	1.10	1,024	20.30	12.59	4.00	10.00
2545F	813	3.88	10.31	1.10	2,285	123.09	7.35	1.55	3.88
2546F	989	4.72	8.47	1.02	2,495	9.22	6.11	1.89	4.72

หุ้นเด็ด

ITD

STOCK  
FOCUS

บริษัท อิตาเลียนไทย ดีเวลล็อปเมนต์ จำกัด (มหาชน) : ITD

NOMURA

แนวโน้มของธุรกิจรับเหมาก่อสร้างคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ทั้งโครงการของภาครัฐบาลและโครงการเอกชน เนื่องจากโดยพื้นฐานของประเทศไทยแล้วยังคงมีความต้องการในเรื่องสาธารณูปโภคพื้นฐานอีกมาก นอกจากนี้คาดว่าจะต้องมีการลงทุนอีกเป็นแสนล้านบาท โครงการรถไฟฟ้าใต้ดิน โครงการทางด่วน เป็นต้น นอกเหนือจากโครงการก่อสร้างในประเทศแล้วยังมีโครงการก่อสร้างในประเทศเพื่อนบ้านอีกหลายโครงการที่จะเกิดขึ้นทั้งโครงการที่อาศัยเงินทุนในประเทศเองหรือโครงการที่ได้รับการสนับสนุนจากองค์กรต่างๆ เช่น ธนาคารโลก เป็นต้น ในส่วนของดัชนีชี้หน้า (Indicator) สำหรับธุรกิจนี้เริ่มแสดงสัญญาณในเชิงบวก ได้แก่ ตัวเลขพื้นที่ก่อสร้างรับอนุญาตในไตรมาสที่ 1/45 เพิ่มขึ้นสูงสุดในรอบ 19 ไตรมาส หรือสูงสุดตั้งแต่ไตรมาสที่ 3/2540 ซึ่งจัดได้ว่าเป็นสัญญาณที่ดีขึ้นอย่างชัดเจน

**CNS** คาดว่าความสำเร็จในเรื่องการปรับโครงสร้างหนี้จะส่งผลดีต่อผลการดำเนินงานของ ITD ในอนาคต อย่างน้อยในแต่ละปีบริษัทจะสามารถประหยัดดอกเบี้ยจ่ายไปได้ค่อนข้างมากจากปีละ 1,200 ล้านบาท เหลือไม่ถึง 200 ล้านบาท เนื่องจาก ITD จะไม่มีหนี้ระยะยาวเหลืออีกแล้ว ซึ่งทำให้บริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น และเป็นการเพิ่มศักยภาพของบริษัททั้งในแง่การเข้าประมูลงานหรืออำนาจต่อรองกับลูกค้า ปัจจุบัน ITD มีมูลค่างานในมือ 50,474 ล้านบาท ซึ่งสามารถรับรู้รายได้ไปอีกอย่างน้อย 2 ปี และด้วยศักยภาพของ ITD ซึ่งเป็นผู้รับเหมาก่อสร้างอันดับ 1 ของไทย CNS เชื่อว่า ITD จะสามารถประมูลงานได้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในอนาคตทั้งงานในประเทศและงานต่างประเทศ

BUY

Share price (Bt)	30.5
Target Price (Bt)	48

การปรับโครงสร้างหนี้ CNS คาดว่าจะส่งผลให้ ITD สามารถบันทึกกำไรจากการปรับโครงสร้างหนี้ 6,307.99 ล้านบาท ซึ่งคาดว่าจะบันทึกได้ในไตรมาสที่ 2/45 ในส่วนของส่วนของผู้ถือหุ้นจะเพิ่มขึ้น จากไตรมาสที่ 1/45 ซึ่งเท่ากับ -401.25 ล้านบาท เป็น 7,544.28 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2545 หรือมีมูลค่าทางบัญชีต่อหุ้น เท่ากับ 20.21 บาท

SHARE  
SUMMARY

Paid up shares (mn.)	373.87
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	11,403.04
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	138.92
Foreign Limit (%)	32
Foreign Holding (%)	24.71

จากมูลค่างานในมือ 50,474 ล้านบาท CNS คาดว่า ปี 2545 ITD จะสามารถรับรู้รายได้จากการก่อสร้างทั้งในส่วนของ ITD เองและ JV รวมกัน 18,832.75 ล้านบาท และมีกำไรสุทธิจากการดำเนินงาน 660.13 ล้านบาท โดยคาดว่าจะมีอัตรากำไรขั้นต้น 10.5% ดอกเบี้ยจ่ายหลังจากปรับโครงสร้างหนี้แล้วจะลดลงเหลือ 155 ล้านบาท จาก 1,225.02 ล้านบาทในปี 2544 และคาดว่าจะมี EBITDA เท่ากับ 2,062.96 ล้านบาท และคาดว่าจะกำไรสุทธิของ ITD จะเพิ่มขึ้นเป็น 924.66 ล้านบาท ปี 2546

สำหรับราคา ITD ในปัจจุบันที่ 30.50 บาท มีค่า PER และ P/BV ในปี 45 เท่ากับ 1.66 เท่า และ 1.51 เท่า ตามลำดับ และเท่ากับ 12.53 เท่าและ 1.34 เท่า ในปี 2546 ซึ่งถือว่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมและการเติบโตที่ก้าวกระโดดของบริษัท ดังนั้น จึงแนะนำ "ซื้อ" สำหรับมูลค่าหุ้นที่เหมาะสมจากการประเมินโดย EV/EBITDA ที่ 9 เท่า ได้เท่ากับ 48 บาท

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	(1,458.55)	(5.83)	N/A	1.03	1,258.51	-77.26	17.09	0.00	0.00
2543	(3,966.78)	(15.87)	N/A	3.87	536.63	-57.36	38.74	0.00	0.00
2544	(2,527.97)	(10.11)	N/A	N/A	1,336.94	149.14	15.05	0.00	0.00
2545F	6,968.12	18.34	1.66	1.53	2,062.96	54.30	6.20	0.00	0.00
2546F	924.66	2.43	12.53	1.37	2,319.00	12.41	5.52	0.00	0.00

http://www.cns.co.th

STOCK FOCUS

STOCK FOCUS

หุ้นเด็ด

**KTB**

**STOCK FOCUS**

ธนาคารกรุงไทย จำกัด (มหาชน) : KTB

**NOMURA**

ในช่วง 3-4 ปีที่ผ่านมา กลุ่มธนาคารพาณิชย์ประสบปัญหาอย่างมากในเรื่องของหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ซึ่งเคยขึ้นไปถึงจุดสูงสุดที่ 47% ของสินเชื่อรวม ส่งผลให้ธนาคารพาณิชย์ต้องเร่งตั้งสำรองเพื่อรองรับส่วนสูญเสียจากหนี้เสียเหล่านี้ จนทำให้ผลประกอบการจากการดำเนินงานขาดทุนมาตลอด 4 ปีที่ผ่านมา จนต้องเพิ่มทุนเป็นจำนวนมาก อย่างไรก็ตามจากความพยายามของทั้งภาครัฐ และเอกชน ในการแก้ปัญหาหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ ทั้งการปรับโครงสร้างหนี้ และการจัดตั้ง TAMC จนทำให้ปัจจุบันหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เหลืออยู่เพียง 12.04% ของสินเชื่อรวม ประกอบกับกลุ่มธนาคารพาณิชย์มีเงินกองทุนเพิ่มขึ้นมาก ทำให้ CNS เชื่อว่าธนาคารพาณิชย์ได้ผ่านพ้นจุดต่ำสุด และกลับเข้าสู่ภาวะปกติพร้อมที่จะขยายตัวตามเศรษฐกิจได้อย่างมั่นคง

KTB จัดว่าเป็นธนาคารพาณิชย์ที่มีความแข็งแกร่งสูงสุด โดยปัจจุบัน KTB มีเงินกองทุนสูงถึง 15.7% ของสินทรัพย์เสี่ยง ในขณะที่กลุ่มธนาคารพาณิชย์อยู่ที่เพียง 12.5% ซึ่งการมีเงินกองทุนสูงทำให้ KTB มีศักยภาพในการรองรับความเสี่ยงที่เกิดขึ้นได้มาก เช่นหนี้เสียย้อนกลับ และที่สำคัญทำให้ KTB อยู่ในตำแหน่งที่ได้เปรียบธนาคารพาณิชย์อื่นในการขยายธุรกิจ เมื่อเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว โดยไม่มีข้อจำกัดด้านเงินกองทุน ในขณะที่ธนาคารพาณิชย์อื่นอาจต้องเพิ่มทุนก่อน ถึงจะขยายธุรกิจได้

**BUY**

Share price (Bt)	11.2
Target Price (Bt)	14

**SHARE SUMMARY**

Paid up shares (mn.)	11,179.50
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	125,210.40
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	125.89
Foreign Limit (%)	25
Foreign Holding (%)	2.86

หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของ KTB อยู่ที่ 73,030 ล้านบาท หรือคิดเป็น 9.07% ของสินเชื่อรวม ซึ่งเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับสิ้นปี 2544 ทั้งนี้เป็นเพราะว่าหนี้เสียย้อนกลับที่มีเพิ่มขึ้น ในขณะที่การปรับโครงสร้างหนี้ทำได้น้อยลง อย่างไรก็ตาม การที่ทางการอนุญาตให้ธนาคารพาณิชย์รัฐ และ AMC สามารถโอนหนี้ที่มีมูลค่าต่ำกว่า 50 ล้านบาทไป TAMC ได้ จะทำให้หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ของ KTB ลดลงได้อีกประมาณ 4 หมื่นล้านบาท ซึ่งจะทำให้หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ลดลงต่ำกว่า 5% ของสินเชื่อรวม ต่ำที่สุดในกลุ่มธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่

เพื่อให้สามารถ Privatization ตามแผนที่วางไว้ KTB มีนโยบายที่จะล้างขาดทุนสะสม โดยการใช้ส่วนเกินมูลค่าหุ้น สำรองอื่นๆ และลดพาร์เหลือ 5 บาท เพื่อให้สามารถจ่ายปันผลให้กับผู้ถือหุ้นได้ ซึ่งคาดว่าจะทำได้ในไตรมาสที่ 3-4/45 (ก่อนที่จะมีการ Privatization) นับว่าเป็นธนาคารพาณิชย์แรก และธนาคารพาณิชย์เดียวที่สามารถจ่ายปันผลได้ในปี 2546

CNS คาดว่า KTB จะรายงานกำไรสุทธิทั้งสิ้น 8,522.85 ล้านบาท ในปี 2545 จากผลขาดทุนในปีก่อนหน้า ทั้งนี้เป็นผลจากสินเชื่อที่ขยายตัว ส่วนต่างดอกเบี้ยรับที่สูงถึง 2.0% และการตั้งสำรองที่ลดลง ประกอบกับการเป็นธนาคารที่แข็งแกร่ง ไม่มีปัญหาเรื่องหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้และเงินกองทุน ดังนั้น CNS จึงแนะนำ ซื้อ โดยมีราคาเป้าหมายที่ 1.5 เท่าของมูลค่าทางบัญชีหลังปรับปรุง หรือที่ 14 บาทต่อหุ้น

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	EPSGrowth (%)	PER (X)	P/BV (X)	DIV (Bt)	Yield (%)	BIS Ratio(%)	NPLs/Loans* (%)
2542	(93,936.71)	(4.18)	N/A	N/A	2.67	0.00	0.00	15.04	49.58
2543	76,260.84	6.82	N/A	1.64	2.10	0.00	0.00	19.21	8.39
2544	(4,415.55)	(0.39)	(105.79)	N/A	2.17	0.00	0.00	15.67	8.19
2545F	8,522.85	0.76	N/A	14.70	1.90	0.00	0.00	18.47	9.11
2546F	12,270.55	1.10	43.97	10.21	1.64	0.00	0.00	20.64	7.15

หุ้นเด็ด

# MAJOR

# STOCK FOCUS

NOMURA

บริษัท เมเจอร์ ซีเนเพล็กซ์ กริป จำกัด (มหาชน) : MAJOR

ธุรกิจภาพยนตร์ของไทยยังคงอยู่ในภาวะ **underscreen**: 2 ตัวแปรสำคัญซึ่งชี้ชัดถึงโอกาสในอนาคตสำหรับการเติบโตของธุรกิจภาพยนตร์ในประเทศไทย ได้แก่ 1) จำนวนภาพยนตร์ที่รอเข้าฉายมีมากกว่าจำนวนโรงภาพยนตร์ที่สามารถรองรับได้ ส่งผลให้ระยะเวลาเข้าฉายและจำนวนรอบฉายมีจำกัดโดยเฉลี่ย 1-2 สัปดาห์ต่อภาพยนตร์ 1 เรื่อง เมื่อเทียบกับระยะเวลาการเข้าฉายในสหรัฐฯ 6-8 สัปดาห์ต่อภาพยนตร์ 1 เรื่อง 2) ในขณะที่อัตราส่วนของจำนวนประชากรในเขตเมืองต่อโรงภาพยนตร์ สำหรับประเทศไทยอยู่ในอัตราที่สูงมากถึง 50,000 รายต่อโรง ถ้าเทียบกับ 7,230 รายต่อโรงในสหรัฐฯ

ผู้นำส่วนแบ่งตลาดธุรกิจโรงภาพยนตร์สูงสุด 40% ณ ปัจจุบัน และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 50% ในปี 2546: MAJOR จะเปิดให้บริการ 12 สาขาและมีจำนวนโรงภาพยนตร์ 113 โรง ณ ปลายปี 2545 ล่าสุด MAJOR ได้ทำการซื้อสาขาเสรีเซ็นเตอร์ ซึ่งถือเป็นสาขาที่ 9 และจะเริ่มเปิดให้บริการในเดือนธ.ค.2545 ปัจจุบันมีส่วนแบ่งการตลาด 40% ในขณะที่อีก 60% เป็นของสองผู้ประกอบการที่เหลือได้แก่ อีจีวี และเอส เอพ ซีเนม่า และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 50% ภายในปี 2546 จากการขยายสาขาเพิ่มจำนวนทั้งสิ้นอีก 6 สาขาในปี 2545

CNS ปรับเพิ่มประมาณการผลกำไรสุทธิปี 2545 จำนวน 8% และราคาเป้าหมาย 7% ตามลำดับจากประมาณการเดิม: ซึ่งเป็นผลมาจาก

- 1) การซื้อโรงภาพยนตร์สาขาใหม่ที่เสรีเซ็นเตอร์ ส่งผลให้กำลังการผลิตของทั้งโรงภาพยนตร์และโบว์ลิ่งเพิ่มขึ้น 3% และ 6% ตามลำดับ รายได้จากสาขาใหม่ที่เสรีเซ็นเตอร์จะเริ่มรับรู้ได้ตั้งแต่เดือนธ.ค.2545 และ 2) การปรับลดประมาณการ SG&A/sales จาก 22% เหลือ 20% ตั้งแต่ปี 2545

# BUY

Share price (Bt)	62
Target Price (Bt)	76.00

ผลกำไรสุทธิปี 2545 เติบโต 98% y-y จากการรับรู้รายได้สาขาใหม่ 6 สาขาตั้งแต่ปี 2545: MAJOR จะเริ่มทยอยรับรู้รายได้จากสาขาใหม่จำนวน 6 สาขาในปี 2545 ได้แก่ รังสิต และพระราม 3 และอีก 4 สาขาที่จะทำการเปิดภายในปี 2546 ได้แก่ บางนา บางกะปิ พระราม 2 และเสรีเซ็นเตอร์ ในขณะที่เดียวกันรายได้จากธุรกิจโฆษณาจะเริ่มเข้ามารับรู้อย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นในปี 2545

## SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	117.40
PAR Value (Bt)	5
Mkt.Cap (Btmn.)	7,278.80
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	226.89
Foreign Limit (%)	49.00
Foreign Holding (%)	8.56

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง: จาก 1) อัตราส่วน Net debt to equity ที่ลดลงจาก 0.15x ในปี 2545 เหลือ 0.02x ในปี 2546 และคาดว่า MAJOR จะกลายเป็น Net cash ตั้งแต่ปี 2547 เป็นต้นไป 2) Interest coverage ที่เพิ่มขึ้นจาก 13x ในปี 2545 ไปเป็น 30x ในปี 2546 และ 3) การขยายตัวของ Gros operating cash ซึ่งมากถึง 105% y-y และ 50% y-y ในปี 2545 และ 2546

ตามลำดับมูลค่าที่ประเมินได้ 76 บาทต่อหุ้น: ปัจจัยดังต่อไปนี้ได้แก่ การดำเนินธุรกิจโรงภาพยนตร์ซึ่งถือได้ว่าสร้างกระแสเงินสดให้ในระดับสูง เพราะมีระยะเวลาคืนทุนเพียงแค่ 3-4 ปี รวมไปถึงการเป็นผู้ประกอบการที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดในปี 2546 จากการขยายสาขาในปี 2545 และประสบการณ์ของทีมผู้บริหารในธุรกิจโรงภาพยนตร์มากกว่า 40 ปี จะส่งผลให้ผลกำไรสุทธิและกระแสเงินสดของ MAJOR เติบโตในอัตราก้าวกระโดด CNS ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมูลค่า DCF ที่ประเมินได้เท่ากับ 76 บาทต่อหุ้น

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	1	0.27	229.63	n.m.	(14)	n.m.	n.m.	-	-
2543	30	2.76	22.46	11.56	36	n.m.	210.43	-	-
2544	141	2.87	21.63	11.31	349	870.4	22.23	-	-
2545F	280	2.57	24.17	4.57	657	88.0	11.57	-	-
2546F	486	4.14	14.98	3.50	985	50.0	7.75	-	-



หุ้นเด็ด

# NOBLE

# STOCK FOCUS

NOMURA

บริษัท โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) : NOBLE

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์มีแนวโน้มเติบโตอย่างก้าวกระโดดในปี 45 หลังผ่านพ้นจุดต่ำสุด(Turnaround)เมื่อกลางปี 44 เป็นต้นมา ปัจจัยที่ทำให้ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ปรับตัวดีขึ้น ได้แก่ 1) อุปสงค์ของบ้านที่อยู่อาศัยเพิ่มขึ้นจากการออกมาตรการของทางการ อาทิ การปรับลดอัตราค่าธรรมเนียมการโอนฯ และการให้สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำระยะยาวแก่ข้าราชการและพนักงานรัฐวิสาหกิจ นอกจากนี้การแข่งขันของสถาบันการเงินที่ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้จากระดับ 11 ถึง 15% เป็น 3.5 ถึง 4.5% ทำให้ผู้บริโภคตัดสินใจซื้อบ้านเร็วขึ้น 2) อุปทานหรือโครงการบ้านที่ผู้ประกอบการเสนอขายมีมากขึ้นและมีคุณภาพสูงที่เมื่อเทียบกับช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา สร้างแรงจูงใจให้กับผู้ต้องการซื้อบ้านตัดสินใจซื้อทันที ทั้งนี้ธุรกิจที่อยู่อาศัยประเภทบ้านเดี่ยว(จัดสรร) มีแนวโน้มขยายตัวสูงที่สุด โดยบ้านเดี่ยวที่จดทะเบียนในไตรมาสที่ 1/2545 มีปริมาณ 1,686 หลัง เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับระยะเดียวกันของปีก่อน 10.99%

สถานะการณ์ปัจจุบันมีความแตกต่างจากในอดีตที่ผู้ประกอบการอสังหาริมทรัพย์ที่ดำเนินการเปิดโครงการใหม่ จะเน้นคุณภาพของโครงการให้ตรงกับความต้องการของผู้บริโภคมากกว่าการขายให้ได้ปริมาณมาก จึงจำเป็นจะต้องหาทำเลที่เหมาะสม คุณภาพวัสดุก่อสร้างได้มาตรฐาน และการจัดการที่เป็นมืออาชีพมากขึ้น นอกจากนี้ การระดมทุนผ่านสถาบันการเงินจะทำได้ยากกว่าในอดีตหากฐานะทางการเงินของกิจการอ่อนแอ หรือมีส่วนของหนี้สินต่อทุนสูง ซึ่ง NOBLE ถือว่าเป็นหนึ่งในไม่กี่บริษัทที่มีคุณสมบัติครบทั้งในด้านสถานะทางการเงิน ที่ปรับโครงสร้างหนี้แล้วเสร็จตั้งแต่ปี 44 และผู้บริหารที่มีความชำนาญในด้านธุรกิจอสังหาฯ มายาวนาน

# BUY

Share price (Bt) 7.7  
Target Price (Bt) 10.6

## SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	274.07
PAR Value (Bt)	5
Mkt.Cap (Btmn.)	2,110.34
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	44.96
Foreign Limit (%)	49
Foreign Holding (%)	7.94

การลงทุนเปิดโครงการได้ตามกำหนด แบ่งเป็น 5 โครงการในปี 45 และ 6 โครงการในปี 46 มูลค่าโครงการรวม 8,916 ล้านบาท โดยจะรับรู้รายได้ในปี 45 ประมาณ 1,531 ล้านบาท ปี 46 ประมาณ 3,628 ล้านบาท และปี 47 จำนวน 3,755 ล้านบาท ทั้งนี้ โครงการส่วนใหญ่จะอยู่ในเขตกรุงเทพและปริมณฑล ทั้งในรูปแบบบ้านเดี่ยวหรือทาวน์เฮ้าส์ โดยอัตรากำไรขั้นต้นเฉลี่ยอยู่ที่ 30-32% จากนโยบายซื้อที่ดินในราคาส่วนลด 30-50% เช่น การประมูลจากทรัพย์สินของบริษัทบริหารสินทรัพย์ เป็นต้น

คาดว่าบริษัทจะเริ่มจ่ายปันผลได้จากผลการดำเนินงานปี 46 เป็นต้นไป : บริษัทจะเริ่มจ่ายปันผลได้บริษัทได้ประกาศลดราคาพาร์จาก 10 บาทเป็น 5 บาทเมื่อเดือนมิถุนายน 45 เพื่อประโยชน์ในการล้างขาดทุนสะสมและสามารถประกาศจ่ายปันผลได้เร็วขึ้น ทั้งนี้ การลดพาร์เพื่อล้างขาดทุนสะสมจะไม่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น เนื่องจากเป็นการเปลี่ยนแปลงรายการทางบัญชีในส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity) โดยส่วนที่ลดลงจะชดเชยด้วยขาดทุนสะสมที่ดีขึ้นในจำนวนที่เท่ากันดังนั้นส่วนของผู้ถือหุ้นไม่มีการเปลี่ยนแปลง จำนวนหุ้นเท่าเดิม มูลค่าทางบัญชีต่อหุ้นจึงไม่ได้รับผลกระทบ ข้อดีคือ NOBLE จะสามารถจ่ายเงินปันผลได้เร็วขึ้น ซึ่งปี 2546 คาดว่าจะเป็นปีแรกตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจที่ NOBLE สามารถเริ่มจ่ายเงินปันผลได้

CNS แนะนำ ชื่อ : ประมาณการกำไรสุทธิปี 45 เท่ากับ 299.60 ล้านบาท และเพิ่มขึ้นเป็น 524.80 ล้านบาทในปี 46 จากการรับรู้รายได้จากจำนวนโครงการที่เพิ่มขึ้น ส่วนกำไรต่อหุ้นปี 45 คาดว่าจะเท่ากับ 0.66 บาท จาก Dilution Effect ของการใช้สิทธิแปลงสภาพของ NOBLE-W1 ในเดือนกรกฎาคม และเพิ่มขึ้นเป็น 1.15 บาทในปี 46 CNS ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของ NOBLE อยู่ที่ 10.59 บาท พิจารณาจาก PEG ที่กำไรต่อหุ้นเฉลี่ยปี 45-46 ที่ 0.90 บาท และอัตราการขยายตัวของกำไรสุทธิต่อปีเท่ากับ 25% ซึ่ง ณ ราคาปัจจุบันที่ 7.70 บาทมีส่วนลดอยู่ถึง 27.29% แนะนำ ชื่อ

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	(1,115.77)	(18.15)	N.A.	3.76	(284.8)	-92.2%	N.A.	0.00	n/a
2543	14.80	0.16	48.13	3.50	(21.1)	N/A	N.A.	0.00	n/a
2544	(130.64)	(0.36)	N.A.	6.13	(113.0)	N/A	N.A.	0.00	n/a
2545F*	299.62	0.66	11.67	1.01	269.5	N/A	19.36	0.00	n/a
2546F*	524.82	1.15	6.70	0.78	599.7	75.2	8.20	0.00	n/a

# หุ้นเด็ด RGR

# STOCK FOCUS

NOMURA

บริษัท รอยัลการเดินเรือรอร์ท จำกัด (มหาชน) : RGR

จากการคาดการณ์ของการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย คาดว่าในปี 2545 จะมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศเข้าประเทศไทยประมาณ 10.5 ล้านคน เพิ่มขึ้น 7% เมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา และจะเพิ่มขึ้นเป็น 11.1 ล้านคนในปี 2546 ทั้งนี้ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา จำนวนนักท่องเที่ยวต่างประเทศในประเทศไทยเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 7% ต่อปี และมีรายได้จากการท่องเที่ยวเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 12% ต่อปี แม้ว่าจะมีเหตุการณ์ต่างๆ เกิดขึ้นไม่ว่าจะเป็น สงครามอ่าวเปอร์เซีย วิกฤติเศรษฐกิจในไทย หรือล่าสุดเหตุการณ์ 11 กันยายน ทั้งนี้เนื่องจากประเทศไทยมีข้อได้เปรียบประเทศอื่นในภูมิภาค ทั้งในเรื่องของความปลอดภัย ความงามของธรรมชาติ และความหลากหลายของกิจกรรมการท่องเที่ยว นอกจากนี้ยังได้รับแรงสนับสนุนจากภาครัฐบาล ในการสนับสนุนการท่องเที่ยว ดังนั้นธุรกิจโรงแรมถือว่าได้รับประโยชน์โดยตรงจากอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

สำหรับการดำเนินงานในปี 2545 CNS คาดว่า RGR จะมีรายได้จากธุรกิจรวมกันเพิ่มขึ้น 30% เนื่องจากในปี 2545 RGR จะมีรายได้จาก 2 โรงแรมเปิดใหม่ ได้แก่โรงแรมเจดับบลิว แมริออท ภูเก็ต รีสอร์ท แอนด์ สปา เปิดเมื่อเดือนธันวาคม 2544 สำหรับอีกโรงแรมคือบ้านโบราณ ซึ่ง RGR ได้เข้าซื้อหุ้น 100% เมื่อวันที่ 1 เมษายน 2545 สำหรับบ้านโบราณ ในปีที่ผ่านมาสิ่กัไรจากการดำเนินงานถึง 25 ล้านบาท จากอัตราการเข้าพักเพียง 40% เนื่องจากเป็นโรงแรมที่ไม่มีภาระหนี้สินเลย ส่วนอีกธุรกิจหนึ่งทีคาดว่าจะสร้างรายได้ให้กับ RGR ซึ่งคาดว่าธุรกิจสปาจะเติบโตถึง 2 เท่าตัวในปี 2545 จากสปาที่เปิดตัวใหม่ที่ภูเก็ต ประกอบกับความนิยมของลูกค้าที่นิยมใช้บริการมากขึ้น นอกจากนี้ RGR ยังได้เปิดตัวโครงการ

การปันส่วนเวลาพักผ่อน (Time Sharing) ซึ่งปัจจุบันมียอดขายได้ 10% ของสิทธิ์ที่ขายได้ทั้งหมด (Right to use) และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

# BUY

Share price (Bt)	11.4
Target Price (Bt)	17.8

สำหรับโครงการในอนาคตที่สร้างการเติบโตให้กับ RGR อย่างต่อเนื่องจะเป็นโครงการโรงแรมที่เกาะสมุย และโรงแรมรีเจนท์ ซึ่งคาดว่าจะทำ 2 โครงการจะแล้วเสร็จในปี 2547 และจะสร้างรายได้ให้กับ RGR ได้ในปี 2548 นอกจากนี้ยังมีโครงการขยายธุรกิจโครงการปันส่วนเวลาพักผ่อนให้มีขนาดห้องพักให้เพิ่ม 144 ห้อง จากเดิมอยู่ที่ 60 ห้อง คาดว่าจะแล้วเสร็จสิ้นปี 2547 ซึ่งธุรกิจปันส่วนเวลาพักผ่อน คาดว่าจะเป็นรายได้หลักของบริษัทในอนาคต เนื่องจากเป็นธุรกิจที่มีอัตราผลตอบแทนสูงมาก

## SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	271.79
PAR Value (Bt)	5
Mkt.Cap (Btmn.)	3,098.41
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	4.96
Foreign Limit (%)	39
Foreign Holding (%)	27.1

CNS คาดว่า RGR จะรายงานกำไรสุทธิทั้งสิ้น 379 ล้านบาท ในปี 2545 เพิ่มขึ้นถึง 44.87% เมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา เนื่องจากรายได้ที่เพิ่มขึ้น 30% ประกอบกับในไตรมาสที่ 4 ปีที่ผ่านมา RGR ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ 11 กันยายน ทำให้ RGR มีกำไรสุทธิเพียง 39 ล้านบาท เกือบเป็นไตรมาสที่รายงานกำไรสุทธิต่ำที่สุด ทั้งทีในไตรมาสที่ 4 ของทุกปีเป็นช่วงที่มีรายได้สูงที่สุด ดังนั้นในปี 2545 กำไรสุทธิสำหรับไตรมาสที่ 4 จะเพิ่มขึ้นเป็นอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับปีที่ผ่านมา

RGR เป็นบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานดี มีการเติบโตอย่างต่อเนื่อง จ่ายปันผลสม่ำเสมอ ประกอบกับมีฐานะทางการเงินมั่นคง ดังนั้น CNS จึงแนะนำซื้อ และเมื่อประเมินมูลค่าหุ้นตามวิธี Dividend Discount Model จะได้ราคาของ RGR ที่ 12.40 บาทต่อหุ้นในปี 2545 และ 17.79 บาทต่อหุ้นในปี 2546

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542	169.08	0.62	18.29	1.60	456.28	(6.53)	10.21	0.37	3.29
2543	158.64	0.58	19.50	1.35	610.23	33.74	7.92	0.40	3.51
2544	261.82	0.96	11.83	1.14	805.42	31.98	6.22	0.62	5.42
2545F	379.29	1.40	8.17	1.11	947.10	17.43	4.92	0.89	7.82
2546F	449.62	1.65	6.89	1.08	1,062.43	12.19	4.44	1.04	9.10

# หุ้นเด็ด STANLY

# STOCK FOCUS

บริษัท ไทยสแตนเลย์การไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) : STANLY

NOMURA

สถานการณ์ของผู้ประกอบการยานยนต์เข้าสู่ภาวะปกติ ปริมาณการผลิตรถยนต์สิ้นสุดไตรมาสที่ 1/45 มีจำนวน 113,382 คัน เพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันของปีก่อน 3.2% และรถจักรยานยนต์อยู่ที่ 315,511 คัน เพิ่มขึ้น 23.26% ซึ่งแสดงถึงการฟื้นตัวสู่ระดับก่อนวิกฤติการณ์ทางเศรษฐกิจในปี 2540 และ CNS คาดว่ายอดผลิตรถยนต์และรถจักรยานยนต์ทั้งปี 45 จะเพิ่มขึ้น 9% และ 25% จากปี 44 ตามลำดับ จากปัจจัยอุปสงค์ในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น จากความเชื่อมั่นของประชาชนต่อรายได้ในอนาคตที่เพิ่มสูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ การออกรถยนต์รุ่นใหม่เตรียมจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ ทั้งนี้การฟื้นตัวดังกล่าว ส่งผลบวกโดยตรงต่อ STANLY ที่เป็นผู้นำในธุรกิจ ที่มีส่วนแบ่งตลาดอันดับ 1

คาคัด STANLY จะได้รับประโยชน์ในระดับสูง จากการย้ายฐานการผลิตของผู้ผลิตรถยนต์ โดยผู้ประกอบการขนาดใหญ่ทั้งจากญี่ปุ่นและสหรัฐอเมริกาจะย้ายฐานการผลิตเข้ามามากขึ้น โดยจะให้ไทยเป็นฐานการผลิตเพื่อส่งออกไปยังตลาดโลก อย่างไรก็ตามปัญหาและอุปสรรคที่สำคัญที่อาจทำให้ไทยเสียโอกาสคือต้นทุนทางภาษีที่สูงกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชีย ซึ่ง CNS คาดว่ารัฐบาลจะให้ความสำคัญในการปรับเงื่อนไขต่างๆ เพื่อจูงใจให้มีการย้ายฐานการผลิตมาสู่ประเทศไทย

การแข่งขันในธุรกิจไม่รุนแรง เนื่องจากเป็นธุรกิจที่เป็นลักษณะ Oligopoly ที่มีผู้ประกอบการรายใหญ่เพียงไม่กี่ราย โดยในประเทศไทย ผู้ประกอบการที่ผลิตชิ้นส่วนยานยนต์ประเภทสองล้อสำหรับรถยนต์ญี่ปุ่น (ที่มีส่วนแบ่งตลาดรวมกว่า 85% ของยอดจำหน่ายรถยนต์ทุกประเภท) มีเพียง 2 รายใหญ่คือ Thai Koito ที่เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนให้แก่อะฮิโตะโตโยต้า และ STANLY ที่ผลิตให้แก่อะฮิโตะ ฮอนด้า อิซูซุ มิตซูบิชิ และนิสสัน เป็นผู้นำตลาดที่มีส่วนแบ่งตลาดอันดับ 1 และมีบริการที่ครบวงจรมากกว่าคู่แข่ง STANLY มีส่วนแบ่งตลาดในรถจักรยานยนต์ 95% และรถยนต์ 70% อีกทั้งมีสายสัมพันธ์ที่ดีและยาวนานกับผู้ผลิตรถยนต์ และมีการให้บริการที่ครบวงจรมากกว่าคู่แข่ง เนื่องจากบริษัทมีฝ่ายวิจัยและพัฒนาผลิตภัณฑ์ ขณะที่คู่แข่งไม่มี ซึ่งเป็นจุดแข็งของบริษัทที่เหนือคู่แข่ง ซึ่งคาดว่าจะจะเป็นปัจจัยหนึ่งที่สำคัญในการต่อรองและขยายฐานลูกค้าเพิ่มขึ้นจากการย้ายฐานการผลิตของผู้ผลิตรถยนต์มาสู่ไทย

ผลการดำเนินงานคาดว่าจะขยายตัวในระดับดีต่อเนื่อง CNS คาดว่ากำไรสุทธิในปี 45 จะขยายตัว 23% ซึ่งเป็นผลจากการออกรถยนต์รุ่นใหม่คือ ISUZU D-Max ที่เริ่มจำหน่ายในตลาดในประเทศในไตรมาส 2/45 ที่มียอดจำหน่ายที่ค่อนข้างดี ขณะที่ปี 46 คาดว่ากำไรสุทธิจะขยายตัว 28% เป็นผลจากการขยายสู่ตลาดส่งออกของ Isuzu D-Max ที่คาดว่าจะเริ่มส่งออกในกลางปี 45 และจากผู้ผลิตรถยนต์รายใหญ่ที่จะมีการออกรถยนต์รุ่นใหม่ ที่จะจำหน่ายทั้งในและต่างประเทศ ประกอบกับ การควบคุมต้นทุนการดำเนินงานอย่างต่อเนื่อง คาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิของบริษัทขยายตัวเฉลี่ย 26% ต่อปี ส่งผลให้ ROE อยู่ในระดับสูงที่ 22.4% ในปี 46 ปรับเพิ่มขึ้นจาก 19.4% ในปี 44 และ 20.6% ในปี 45

มูลค่าที่เหมาะสมปี 45 อยู่ที่ 129 บาท CNS ประเมินมูลค่าหุ้นกลุ่มชิ้นส่วนและยานยนต์ด้วยวิธี EV/EBITDA โดยเปรียบเทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มยานยนต์ในญี่ปุ่นที่ซื้อขายที่ระดับ EV/EBITDA ระหว่าง 5-7 เท่า โดยมีค่าเฉลี่ยที่ 5.5 เท่า CNS ประเมินมูลค่าที่เหมาะสมในปี 45 ของ STANLY ที่ 129 บาท ที่ระดับ EV/EBITDA 5.5 เท่า ณ ราคา STANLY ที่ 84 บาท ต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมถึง 54% คำแนะนำ "ซื้อ"

# BUY

Share price (Bt) 84  
Target Price (Bt) 129

## SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	38.31
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	3,218.04
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	4.31
Foreign Limit (%)	49
Foreign Holding (%)	46.53

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	EBITDA (Bt.mn)	EBITDA GROWTH (%)	EV/EBITDA (X)	DPS (Bt)	Yield (%)
2542/2543	112.61	2.94	28.58	2.27	492.32	55.40	7.53	1.10	1.31
2543/2544	236.04	6.16	13.63	2.00	617.82	25.49	5.54	2.00	2.38
2544/2545	338.28	8.83	9.51	1.72	778.40	25.99	4.38	2.90	3.45
2545/2546F	416.46	10.87	7.73	1.48	928.73	19.31	3.65	3.80	4.53
2546/2547F	531.83	13.88	6.05	1.26	1,125.12	21.15	2.95	4.89	5.82

# หุ้นเด็ด TISCO

# STOCK FOCUS

NOMURA

บริษัทเงินทุน ทิสโก้ จำกัด (มหาชน) : TISCO

**คาดการณ์ความสามารถในการทำกำไรของ TISCO จะเติบโตในระดับสูง** เฉลี่ยที่ 27% ในอีก 2 ปี ที่ตั้งจากธุรกิจเงินทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากธุรกิจเช่าซื้อรถยนต์ ที่คาดว่าจะเติบโตต่อเนื่องจากข้อได้เปรียบในด้านต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่าคู่แข่งและความเป็นหนึ่งในผู้นำตลาดและจากผลบวกของยอดจำหน่ายรถยนต์ที่คาดว่าจะเติบโตไม่ต่ำกว่า 10% YoY ขณะที่ด้านธุรกิจหลักทรัพย์ก็มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีในทุกด้านไม่ว่าจะเป็นรายได้ค่าธรรมเนียมจากธุรกิจจรรยาบรรณจากการฟื้นตัวของตลาด IPO ธุรกิจการบริหารสินทรัพย์และการบริหารกองทุนสำรองเลี้ยงชีพที่บริษัทเป็นผู้นำตลาด และธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่จะได้รับประโยชน์จากการกลับมาใช้ระบบอัตราค่าธรรมเนียมแบบคงที่จากการวางกลยุทธ์เป็น Premium Broker ประกอบกับการร่วมมือกับดอยซ์แบงก์เพื่อพัฒนาด้านงานวิจัยและขยายฐานลูกค้าต่างประเทศ คาดว่าจะส่งผลให้กำไรสุทธิในปี 45-46 จะเติบโตในอัตราเฉลี่ย 27% และ ROE อยู่ในระดับสูงเฉลี่ยที่ 17% เทียบกับกลุ่ม บง.ขนาดใหญ่ที่เฉลี่ยต่ำกว่า 10%

**การได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้บริหารหนี้เสียของ บบส. สุขุมวิท จะส่งผลบวกต่อ TISCO ในระยะยาว** โดย TISCO ได้รับการแต่งตั้งในการบริหารหนี้เสียรวม 1.27 แสนล้านบาท เป็นระยะเวลา 3 ปี ซึ่ง TISCO จะได้รับผลตอบแทนจากการบริหารหนี้เสียในรูปของค่าธรรมเนียม (Success Fees) ซึ่งคาดว่าจะเริ่มบันทึกในครึ่งหลังของปี 45 นอกจากนี้ CNS คาดว่า TISCO จะมีแหล่งรายได้เพิ่มอีกหลายด้าน ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของ TISCO ในระดับที่ดีในอนาคต อาทิ 1) ส่วนแบ่งกำไร หากบริษัทสามารถติดตามหนี้ได้เกินเป้าหมาย 2) การรับซื้อหนี้จากบบส.สุขุมวิทมาบริหารต่อ และ 3) รายได้ดอกเบี้ยจากการปล่อยสินเชื่อเพื่อการปรับโครงสร้างหนี้และการฟื้นฟูกิจการสำหรับ

# BUY

Share price (Bt)	24.8
Target Price (Bt)	28.51

# SHARE SUMMARY

Paid up shares (mn.)	277.89
PAR Value (Bt)	10
Mkt.Cap (Btmn.)	6,891.67
Avg.turnover (YTD)(Btmn.)	188
Foreign Limit (%)	80
Foreign Holding (%)	23.13

ธุรกิจที่มีศักยภาพที่ดี ซึ่งจะช่วยขยายพอร์ตสินเชื่อของบริษัทในอนาคต

**TISCO จัดเป็นบริษัทเงินทุนที่มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม** และมีนโยบายทางบัญชีที่ค่อนข้างอนุรักษ์นิยมทั้งด้านการรับรู้รายได้และการตั้งสำรองหนี้ อีกทั้งมีการบริการความเสี่ยงของธุรกิจที่มีประสิทธิภาพ ส่งผลให้บริษัทได้รับผลกระทบต่ำสุดและฟื้นตัวได้เร็วที่สุดหลังวิกฤติเศรษฐกิจ ขณะที่หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้อยู่ในระดับต่ำเพียง 6.11% ของสินเชื่อ ระดับการตั้งสำรองหนี้สูงถึง 212% ของยอดที่ต้องตั้งตามเกณฑ์ธปท. ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 95% ของ NPLS และอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงอยู่สูงที่ 18% ทั้งนี้หากเศรษฐกิจที่เริ่มมีการฟื้นตัวที่ชัดเจน TISCO มีแนวโน้มที่จะโอนกลับการสำรองหนี้ส่วนเกินกลับเข้ามาเป็นรายได้ ซึ่งถือเป็นแหล่งรายได้ที่ค่อนข้างแน่นอน และอาจจะทำให้กำไรสูงกว่าที่ CNS ประเมินการ

**คาด TISCO จะสามารถล้างผลขาดทุนสะสมเป็นกำไรได้ใน 1Q45** จากผลขาดทุนสะสม 810 ล้านบาท ณ 1Q45 ซึ่งจะส่งผลให้ TISCO สามารถจ่ายเงินปันผลให้ได้สำหรับผลประกอบการปี 46 โดยในอดีต TISCO จ่ายเงินปันผลในอัตรา 30%-80% ของกำไรสุทธิ คิดเป็นเงินปันผล 0.50-1.32 บาท/หุ้น และเป็นอัตราผลตอบแทนต่อเงินปันผล 2%-5%

**มูลค่าที่เหมาะสมอยู่ที่ 28.51 บาท** TISCO เป็นบริษัทเงินทุนที่มีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม โดยมีนโยบายทางบัญชีที่มีความอนุรักษ์นิยมและมีการบริหารความเสี่ยงที่มีประสิทธิภาพ ประกอบกับมี Niche market ในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการทำกำไรอยู่ในระดับสูง และฐานะทางการเงินแข็งแกร่งทั้งด้านเงินกองทุนและการตั้งสำรองหนี้ที่อยู่ในระดับสูง ขณะที่หนี้เสียอยู่ในระดับต่ำ ณ ระบุว่าราคาปัจจุบันที่ 24.80 บาท ต่ำกว่าราคาเป้าหมายปี 45 ที่ 28.51 บาท (ที่ระดับ 1.75 เท่าของมูลค่าทางบัญชีหลังปรับปรุงที่ 16.29 บาท) คำแนะนำ "ซื้อ"

Year Dec. 31	NP (Bt.mn)	EPS (Bt)	PER (X)	P/BV (X)	BV/Share (Bt)	DPS (Bt)	Yield (%)	BIS Ratio (%)	NPL/Loans (%)
2542	(4,474.31)	(42.72)	NA.	3.94	6.29	0.00	0.00	14.49	18.84
2543	885.26	1.26	19.62	3.40	7.30	0.00	0.00	16.12	10.42
2544	838.59	1.19	20.76	2.78	8.91	0.00	0.00	16.82	6.27
2545F	1,161.27	1.65	14.99	2.36	10.51	0.00	0.00	18.04	5.12
2546F	1,341.33	1.91	12.98	2.16	11.49	0.96	3.85	18.47	4.81