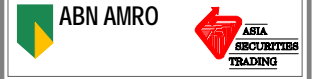
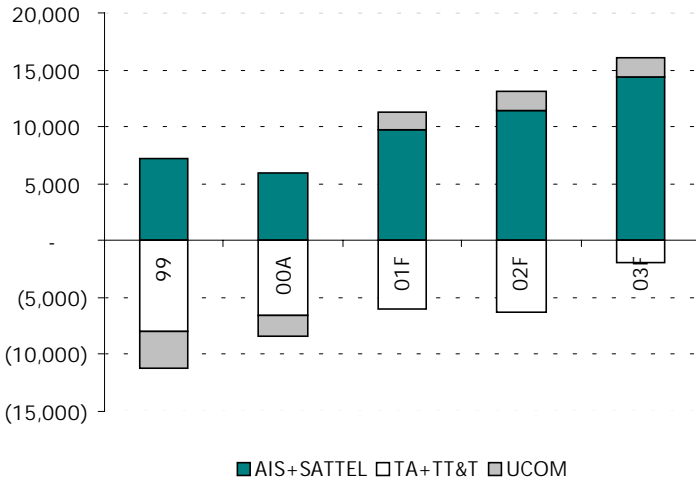


กลุ่มสื่อสารน่าจะเห็นความคืบหน้าเปิดเสรีปลายปี



2 กรกฎาคม 2545

Normalised Profits of the Major Thai Telecoms (Bm)



น้ำหนักการลงทุน

ระยะยาว: มากกว่าตลาด

SET Index	390.78
Sector Index	43.46
มูลค่าตลาด (%)	9.71

การเปิดเสรีใกล้เข้ามา เป็นผลดีต่อกลุ่มสื่อสารทั้งต่อบรรยากาศการซื้อขาย & การประเมินมูลค่า การเปิดเสรีกิจการสื่อสารโทรคมนาคมที่ล่าช้ามานานมีแนวโน้มที่จะใกล้เข้ามาเนื่องจากเงื่อนไขเวลาที่ TOT และ CAT ต้องแปรรูป และเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ตลอดจนไทยต้องเปิดเสรีกิจการสื่อสารในปี 2549 ตามข้อตกลงกับ WTO แนวโน้มที่ค่อยๆ คลี่คลายไปในทิศทางที่ชัดเจนขึ้นน่าจะทำให้กลุ่มสื่อสารมีโอกาสกลับมาเป็นที่สนใจของนักลงทุน ซึ่งจะทำให้ราคาในระยะยาวสามารถปรับขึ้นไปสะท้อนมูลค่าที่น่าจะเป็นทางปัจจัยพื้นฐานได้

การเปิดเสรีเป็นผลดีต่อกลุ่มสื่อสารในด้านเสรีภาพในการดำเนินธุรกิจ & การแข่งขันที่เป็นธรรม การเปิดเสรีจะเป็นผลดีทั้งต่อผู้ประกอบการ (ที่แข็งแกร่ง) เพราะสามารถแข่งขันบนพื้นฐานที่เท่าเทียมกันมากขึ้น และเป็นไปโดยเสรีมากขึ้นจากเดิมที่ถูกจำกัดภายใต้สัญญาสัมปทาน นอกจากนี้ ยังจะเป็นผลดีต่อผู้บริโภคเพราะอัตราค่าบริการจะถูกกำหนดจาก demand-supply ที่แท้จริง โดยการแข่งขันในอนาคตทั้งจากผู้ประกอบการรายปัจจุบัน และรายใหม่จะทำให้ผู้บริโภคมีตัวเลือกมากขึ้น และอัตราค่าบริการมีแนวโน้มปรับลดลง

การลงทุนระยะสั้นยังมีความเสี่ยง แต่น่าจะเห็นความคืบหน้าในการเปิดเสรีนี้ตั้งแต่ปลายปีนี้เป็นต้นไป การขาดแนวทางที่ชัดเจน และความล่าช้าในการเปิดเสรีกิจการสื่อสารของไทยก่อให้เกิดปัญหา และความขัดแย้งหลายประเด็น และระหว่างหลายฝ่ายที่เกี่ยวข้อง และทำให้การลงทุนในระยะสั้น-ปานกลางในกลุ่มสื่อสารยังมีความเสี่ยงเพราะราคายังถูกกดดันด้วยปัจจัยความไม่แน่นอนในภาพใหญ่ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าในการเปิดเสรี (เช่น ขั้นตอนการแก้กฎหมาย การจัดตั้ง กทช. เป็นต้น) ตั้งแต่ปลายปีนี้เป็นต้นไป และน่าจะสามารถแปรสัมปทานได้ในราวปีหน้า คำแนะนำในระยะยาวจึงให้ทยอยซื้อลงทุน

หุ้นแนะนำในกลุ่มคือ ADVANC, UCOM และ INET ADVANC และ TAC อยู่ในธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ขยายตัวสูงสุด และทั้ง 2 บริษัทน่าจะมีความได้เปรียบในเชิงแข่งขันแม้ภายหลังตลาดเปิดเสรี ส่วน INET มีแนวโน้มเติบโตจากแหล่งรายได้ใหม่จากธุรกิจ content providers สำหรับ SHIN เป็นพอร์ตลงทุนที่รวมหลายธุรกิจที่ขาดทุน ในขณะที่ SATEL จะเกิดความไม่สมดุลระหว่างรายได้-รายจ่ายจากการลงทุนในดาวเทียม IPSTAR หุ้น 2 บริษัทในกลุ่มบริการโทรศัพท์พื้นฐาน คือ TA และ TT&T ยังไม่น่าสนใจเพราะธุรกิจหลักขยายตัวได้จำกัด แม้ว่าการแปรสัมปทานจะเป็นประเด็นให้เก็งกำไรใน TT&T ได้

รุ่งจิตต์ จิตตไสยะพันธ์ roongjitt.jittasalyapan@th.abnamro.com

การเปิดเสรีใกล้เข้ามาหลังล่าช้ามาตลอดหลายปีที่ผ่านมา กำหนดการการเปิดเสรีกิจการสื่อสารโทรคมนาคมของไทยที่ล่าช้ามาจากปี 2541 และขาดความคืบหน้าตลอดหลายปีที่ผ่านมาเริ่มเข้าใกล้ความเป็นจริง เนื่องจากขีดจำกัดด้านเงินเวลาที่ไทยจะต้องเปิดเสรีกิจการสื่อสารโทรคมนาคมในปี 2549 ตามข้อตกลงกับ WTO ซึ่งในระหว่างทางที่จะไปสู่เป้าหมายดังกล่าวรัฐจะต้องดำเนินการแปรรูปรัฐวิสาหกิจและจะมีผลทำให้องค์การโทรศัพท์ (TOT) และการสื่อสารแห่งประเทศไทย (CAT) ต้องเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ ในปลายปีนี้ (ล่าช้ามาจากกำหนดการล่าสุดเมื่อ เม.ย. 45) อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าก่อนที่ TOT และ CAT จะสามารถแปรรูป และเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ จะต้องผ่านขั้นตอนที่สำคัญคือ การประเมินมูลค่าทรัพย์สินภายใต้สัมปทาน แต่การแปรสัมปทานก็น่าจะเกิดได้ยากหากไม่มีหน่วยงานกำกับดูแลที่เป็นกลาง และมีอำนาจในการตัดสินใจ ตลอดจนมีกฎหมายที่สอดคล้องกับแนวทางการเปิดเสรี โดยสรุป เราคาดว่า เงินขาดด้านเวลาที่ต้องแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และเปิดเสรีจะเป็นตัวชี้ และเร่งให้รัฐดำเนินการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลใหม่ หรือ คณะกรรมการกำกับกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กทช.) ซึ่งล่าช้ามาหลายปี ตลอดจนเร่งแก้กฎหมาย พ.ร.บ. ประกอบกิจการโทรคมนาคมเพื่อให้สอดคล้อง และสนับสนุนแนวทางในการเปิดเสรีดังกล่าว

ในอดีต จนถึงปัจจุบัน ความไม่ชัดเจนในประเด็นต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเสรีได้นำไปสู่ประเด็นขัดแย้งในหลายรูปแบบ และระหว่างหลายองค์กรที่เกี่ยวข้อง ซึ่งทำให้ภาพโดยรวมของธุรกิจสื่อสารไทยตลอดหลายปีที่ผ่านมาถูกปกคลุมด้วยความไม่แน่นอน และกดดันราคาหุ้นในกลุ่มสื่อสารตลอดมา แนวโน้มที่กำลังคลี่คลายไปในแนวทางที่ชัดเจนขึ้นจึงน่าจะเริ่มสะท้อนให้ราคาหุ้นในกลุ่มสามารถปรับตัวขึ้นในทิศทางที่แน่นอนในราวปีหน้าเป็นต้นไป

การเปลี่ยนแปลงหลังกฎหมายใหม่บังคับใช้ พ.ร.บ. ประกอบกิจการโทรคมนาคมที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ พ.ย. 44 ก่อให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในหลายด้าน ประการแรก ทำให้มีการยกเลิกกฎหมายเก่า ที่เคยผูกขาดกิจการโทรคมนาคมให้จำกัดอำนาจเบ็ดเสร็จในมือของรัฐผ่านองค์การโทรศัพท์ (TOT) และการสื่อสารแห่งประเทศไทย (CAT) ประการที่สองซึ่งเป็นผลต่อเนื่องคือ จะต้องมีการจัดตั้งหน่วยงานกำกับดูแลใหม่มาแทนที่ TOT และ CAT ซึ่งต้องยุติบทบาทผู้กำกับดูแลกิจการสื่อสารของไทยลง โดยหน่วยงานกำกับดูแลใหม่คือ คณะกรรมการกิจการโทรคมนาคม (กทช.) ซึ่งจะมาจากการคัดเลือกบุคคลที่มีคุณสมบัติเหมาะสมจากหลายวงการที่เกี่ยวข้อง และประการสุดท้าย คือธุรกิจสื่อสารของไทยจะเปลี่ยนโฉมหน้าจากปัจจุบันอย่างสิ้นเชิง จากที่เคยผูกขาด และควบคุมโดยรัฐ เป็นการแข่งขันอิสระที่เราเชื่อว่าจะเป็นประโยชน์ต่อทุกฝ่าย ทั้งต่อผู้ประกอบการ (ที่แข็งแกร่ง และสามารถอยู่รอดได้), ต่อผู้บริโภค และต่อรัฐ กล่าวคือ:-

- i) TOT และ CAT จะต้องแปรรูปจากรัฐวิสาหกิจ เป็นบริษัทมหาชน และมีฐานะเทียบเท่ากับผู้ประกอบการรายอื่นๆ ซึ่งแตกต่างจากฐานะของ 2 หน่วยงานในปัจจุบันที่เป็นทั้งผู้กำกับดูแล และผู้ให้บริการ ฐานะดังกล่าวทำให้เชื่อว่าเป็นอุปสรรคต่อการแข่งขันโดยเสรี และเป็นธรรม
- ii) จะมีผู้ประกอบการมากมายขึ้น ทั้งชาวไทย และต่างประเทศ ผู้ประกอบการแต่ละรายจะแข่งขันบนพื้นฐานโครงสร้างต้นทุนของตน และต้องหาตลาดที่ชัดเจน (market segmentation) เพื่อให้คงความได้เปรียบเหนือคู่แข่งในธุรกิจหลักของตน
- iii) จะเกิดการแข่งขันโดยเสรีในเรื่องอัตราค่าบริการ (จากที่ถูกกำหนดทั้งทางตรง และทางอ้อม จาก TOT และ CAT ในปัจจุบัน) อัตราค่าบริการจะขึ้นกับอุปสงค์-อุปทานที่แท้จริง กล่าวคือภาวะตลาด ความต้องการของผู้บริโภค โครงสร้างต้นทุน และข้อจำกัดของผู้ประกอบการจะเป็นตัวแปรที่กำหนดมากกว่าที่จะถูกกำหนดตายตัวจากสัญญาสัมปทาน หรือข้อตกลงระหว่างรัฐ และเอกชนดังเช่นปัจจุบัน

เงินเวลาที่ TOT และ CAT ต้องเร่งแปรรูป และเข้าจดทะเบียนในตลาดฯ จะทำให้การเปิดเสรีกิจการสื่อสารใกล้เข้ามา

แนวโน้มการเปิดเสรีที่ค่อยๆ คลี่คลายไปในทางที่ชัดเจนขึ้นน่าจะทำให้ราคาหุ้นกลุ่มสื่อสารในระยะยาวปรับตัวขึ้น สะท้อนมูลค่าที่หน้าจะเป็นทางปัจจัยพื้นฐาน

พ.ร.บ. ฉบับใหม่ที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปลาย 2544 จะเป็นจุดเริ่มทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงแบบพลิกโฉมตามมา

TOT และ CAT จะหมดบทบาทกำกับดูแล

มีผู้ประกอบการมากมายขึ้น

อัตราค่าบริการจะถูกกำหนดจาก supply-demand ที่แท้จริง

iv) การแข่งขันที่เสรีนี้จะตั้งอยู่บนพื้นฐานที่เป็นกลาง และเป็นธรรมมากขึ้นภายใต้การดูแลของหน่วยงานกลาง คือ กทช. ซึ่งไม่มีประโยชน์ได้เสีย และจะแตกต่างจากฐานะของ TOT และ CAT ในปัจจุบัน เอกชนจะมีอิสระทั้งในขอบเขตในการประกอบธุรกิจ และระยะเวลาในการให้บริการโดยไม่ถูกจำกัดด้วยสัญญาสัมปทานในปัจจุบัน

การแข่งขันตั้งอยู่บนพื้นฐานที่เป็นธรรมมากขึ้น

ปัญหาอุปสรรคที่สะท้อนความล้มเหลวในความพยายามเปิดเสรีที่ผ่านมา การเปิดเสรีกิจการโทรคมนาคมน่าจะเป็นผลดีทั้งต่อผู้ประกอบการ และต่อผู้บริโภค แต่เป็นที่น่าเสียดายว่า ตลอด 4-5 ปีที่ผ่านมา ยังไม่มีความคืบหน้าในการดำเนินการดังกล่าวอย่างมีนัยสำคัญ โดยปัญหาที่เป็นรูปธรรมที่สะท้อนถึงความล้มเหลวของรัฐในการเดินหน้าเปิดเสรีธุรกิจสื่อสารคือ:-

~ **กระบวนการเลือกสรร และแต่งตั้ง กทช. ชะงักงัน และล่าช้ากว่ากำหนด:** มีการเสนอชื่อผู้มีคุณสมบัติเป็นสมาชิก กทช. จำนวน 14 คนในปลายปี 2543 แต่คณะกรรมการกฤษฎีกาและศาลปกครองชั้นต้นมีมติว่ากระบวนการสรรหาผู้มีคุณสมบัติฯ นี้ไม่ชอบด้วยกฎหมาย และแม้คณะกรรมการสรรหาได้ยื่นอุทธรณ์ต่อศาลปกครองสูงสุด แต่ก็มิได้มีแนวโน้มว่าการสรรหาผู้มีคุณสมบัติเป็นสมาชิก กทช. จะต้องกลับไปจุดเริ่มต้นใหม่ ความล่าช้าดังกล่าวทำให้เราคาดหวังว่าจะเห็นความคืบหน้าในการจัดตั้ง กทช. ในราวปลายปีนี้เป็นอย่างรวดเร็ว แต่ประเด็นที่เป็นหัวใจสำคัญคือ ขั้นตอนการสรรหา และคัดเลือกดังกล่าวจะต้องเป็นกลาง ซึ่งจะทำให้ได้มาซึ่ง กทช. ที่มีประสิทธิภาพ โดยประเด็นเร่งด่วนที่เราคาดว่า กทช. จะต้องรีบดำเนินการคือ:-

1. แนวทางในการแปรสัญญาสัมปทาน (concession conversion)
2. การกำหนดอัตราค่าบริการ (tariff structure) และ
3. อัตราค่าเชื่อมโยงเครือข่าย (inter-connection charges)

~ **ยังหาข้อสรุปเกี่ยวกับแนวทางการแปรสัมปทานไม่ได้:** แนวทางในการแปรสัมปทานที่ศึกษาโดย 2 กลุ่ม คือ TDRI และสถาบันทรัพย์สินทางปัญญา จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ยังมีความขัดแย้ง และยากที่จะหาข้อสรุป โดย TDRI เสนอให้คิดมูลค่าปัจจุบันของส่วนแบ่งรายได้ที่เอกชนต้องจัดสรรให้รัฐตลอดอายุสัมปทานแต่ละฉบับ ส่วนจุฬาฯ เสนอให้คิดมูลค่าปัจจุบันของส่วนแบ่งรายได้จนถึงปีที่ไทยต้องเปิดเสรีตามข้อกำหนด WTO คือปี 2549 โดยเอกชนมีสิทธิซื้อคืน/เช่าโครงข่ายกลับคืนจากรัฐ ข้อเสนอของจุฬาฯ นี้ได้รับการสนับสนุนจากเอกชนมากกว่า แต่ก็ได้รับเสียงคัดค้านจากหลายฝ่ายโดยอ้างว่าทำให้รัฐ (ในกรณีนี้ TOT) เสียประโยชน์ ความไม่แน่ชัดดังกล่าวทำให้กำหนดการการแปรสัมปทานที่เลื่อนมาหลายรอบมีแนวโน้มที่จะต้องถูกเลื่อนออกไปอีก นอกเหนือจากความเห็นที่แตกต่างในเรื่องระยะเวลาในการคำนวณส่วนแบ่งรายได้แล้ว ประเด็นที่ยังมีความคิดเห็นที่แตกต่างคือ สิทธิในการใช้ทรัพย์สินที่เอกชนได้ส่งมอบให้รัฐภายใต้สัญญา Build-Translate-Operate โดยปัจจุบันยังไม่มีการขอสัญญาภายหลังการแปรสัมปทานแล้ว เอกชนจะต้องซื้อคืน หรือเช่าทรัพย์สินโครงข่ายเหล่านั้นเพื่อให้บริการตามปกติ ซึ่งประเด็นนี้จะเกี่ยวข้องไปถึงหลายประเด็นย่อย เช่น การตีมูลค่าทรัพย์สินเพื่อกำหนดราคาเช่า/ซื้อคืน ความไม่ชัดเจนทั้งหมดนี้ยากจะหาข้อสรุปได้หากไม่มีหน่วยงานกลางคือ กทช.

~ **กฎหมายใหม่ที่เป็นอุปสรรคต่อการแปรสัมปทาน:** การออก พ.ร.บ. ประกอบกิจการโทรคมนาคมฉบับใหม่ที่มีผลบังคับใช้เมื่อปลายปี 2544 มีเนื้อหาบางมาตราที่เป็นอุปสรรคต่อการเปิดเสรี กล่าวคือเนื้อหาที่ระบุในมาตรา 8 ที่กำหนดสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติไว้ไม่เกิน 25% สำหรับบริษัทสื่อสารที่มีคุณสมบัติในการขอไลเซนส์หลังแปรสัมปทาน (ซึ่งไม่สอดคล้องกับพัฒนาการสื่อสารไทยซึ่งทำให้ส่วนใหญ่มีผู้ถือหุ้นต่างชาติเกิน 25%) และ มาตรา 56 เกี่ยวกับการเก็บค่าบริการล่วงหน้า (เช่น ธุรกิจ prepaid และ internet package ต่างๆ)

ความพยายามในอดีตล้มเหลว.... การแต่งตั้ง กทช. ล่าช้า, การแปรสัมปทานขาดแนวทางที่ชัดเจน และกฎหมายใหม่ยังไม่สอดคล้องกับพัฒนาการของกลุ่มสื่อสาร

โดยได้สั่งการตั้งคณะทำงานแก้ไข พ.ร.บ. โทรมคมนาคมเพื่อศึกษา และเสนอให้ กรม.พิจารณา ซึ่ง กรม. ได้พิจารณาอนุมัติเห็นชอบให้มีการแก้กฎหมายดังกล่าวไปแล้วในเดือน พ.ค. ที่ผ่าน มา ขั้นตอนต่อไปคือเข้าสู่การพิจารณาของสภาตามวาระ

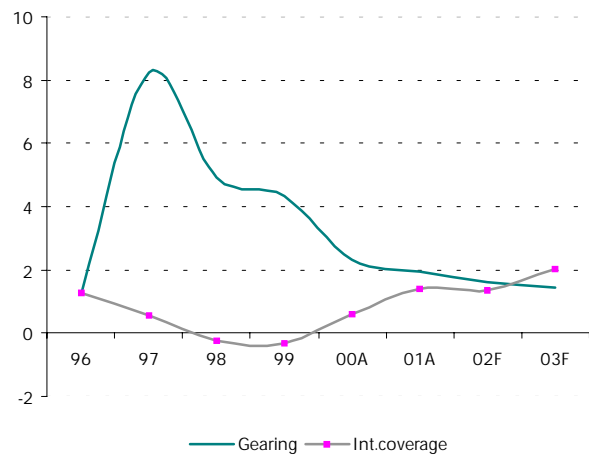
กลุ่มสื่อสารเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤติค่าเงินบาทลอยตัวเมื่อปี 2540 มากที่สุดกลุ่มหนึ่งเนื่องจาก กลุ่มนี้มีรายได้เป็นสกุลเงินบาท แต่มีหนี้สินในรูปดอลลาร์สหรัฐจำนวนมาก ซึ่งการประกาศค่าเงินบาทลอยตัวเมื่อปี 2540 ทำให้หนี้สินของบริษัทหลักในกลุ่มนี้เพิ่มขึ้นทันทีเกือบเท่าตัวจาก 1.16 แสนล้านบาทในปี 2539 เป็น 2.29 แสนล้านบาทในปี 2540 นอกเหนือจากหนี้สินที่เพิ่มขึ้นเท่าตัวนี้แล้ว ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนมหาศาลหลังเงินบาทลอยตัวทำให้ฐานเงินทุนของบริษัทเหล่านี้หดตัว ซึ่งทำให้สัดส่วนหนี้สิน (สุทธิ)/ทุนโดยเฉลี่ยของผู้ประกอบการในกลุ่มสื่อสารเพิ่มจาก 1.2 เท่าในปี 2539 เป็น 8.2 เท่าในปี 2540 และทำให้หลายบริษัทไม่สามารถแม้กระทั่งชำระดอกเบี้ยจ่าย ดังจะเห็นได้จากความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (interest coverage) โดยรวมของกลุ่มที่ลดลงจาก 1.3 เท่าก่อนวิกฤติ เป็นต่ำกว่า 1 เท่าในช่วง 2540-2543

กลุ่มสื่อสารผ่านการปรับตัวหลังเงินบาทลอยตัว และทำให้ต่างชาติถือหุ้นเกิน 25%

Net debt (Bm)



Gearing & Interest Coverage (x)



ตลอด 4-5 ปีที่ผ่านมา กลุ่มสื่อสาร (ยกเว้น INET ซึ่งไม่มีปัญหาทางการเงิน) ได้พยายามปรับตัวอย่างยากยิ่ง และกินเวลานานเพื่อให้สถานะทางการเงินกลับสู่ปกติ การปรับโครงสร้างของบริษัทในกลุ่มนี้เป็นทั้งในรูปการเพิ่มทุนเพื่อขายให้แก่พันธมิตรร่วมทุนต่างชาติ (ADVANC, UCOM และ TAC), การแปลงหนี้เป็นทุน (TA และ TT&T) และการยึดกำหนดชำระหนี้ออกไป (TA) ซึ่งกระบวนการทั้งหมดนี้ทำให้บริษัทในกลุ่มสื่อสารส่วนใหญ่รอดพ้นจากวิกฤติ และทำให้สัดส่วนหนี้สิน (สุทธิ)/ทุนลดลงเหลือต่ำกว่า 2 เท่าในปี 2544 ในขณะที่ interest coverage เริ่มเข้าสู่ระดับก่อนวิกฤติคือ 1.4 เท่า อย่างไรก็ตาม ผลจากการปรับโครงสร้างทางการเงินดังกล่าวทำให้เกือบทุกบริษัทในกลุ่มมีผู้ถือหุ้นต่างชาติเกิน 25% และหากต้องการลดสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติลงให้เหลือ 25% ตามเกณฑ์ที่กฎหมายกำหนด จะต้องดำเนินการเพิ่มทุนเพื่อขายให้นักลงทุนชาวไทย หรือให้นักลงทุนต่างชาติขายหุ้นคืนให้กับนักลงทุนชาวไทย ซึ่งทั้ง 2 กรณีเป็นสิ่งที่เกิดได้ยากในขณะนี้เนื่องจากไทยยังมีเม็ดเงินลงทุนที่จำกัด โดยในกรณีหลังน่าจะต้องใช้เม็ดเงินลงทุนใหม่ไม่ต่ำกว่า 49 พันล้านบาทที่ราคาปัจจุบัน

มาตรา 8 ที่กำหนดเพดานการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติไม่เกิน 25% เป็นอุปสรรคต่อการแปรสภาพทุน

<i>m.shrs</i>	Total shs	Policy	Existing holdings	Shrs to be sold	Price	Value (Bm)
ADVANC	2,935.0	50%	50.0%	733.8	39.25	28,800
INET	250.0	40%	9.4%	-	4.56	-
SHIN	2,937.0	47%	47.2%	652.0	14.5	9,454
SATTEL	438.0	40%	39.0%	61.4	24.6	1,510
UCOM	434.7	49%	49.0%	104.3	18.6	1,941
TAC	474.4	49%	49.0%	113.9	42.42	4,830
TA	2,530.5	49%	40.0%	379.3	6.75	2,560
TT&T	2,812.3	40%	19.7%	-	3.28	-
JASMIN	474.6	49%	10.3%	-	5.55	-
Total						49,094

จากตาราง จะเห็นได้ว่า นอกเหนือจาก INET, TT&T และ JASMIN แล้ว บริษัทหลักในกลุ่มสื่อสารมีสัดส่วนการถือหุ้นของนักลงทุนต่างชาติสูงกว่าที่กฎหมายระบุที่ 25% ทั้งสิ้น โครงสร้างดังกล่าวทำให้เป็นอุปสรรคต่อการแปรสภาพเนื่องจากกฎหมายระบุคุณสมบัติของผู้ประกอบการที่ผ่านการแปรสภาพ และสามารถยื่นขอไลเซนส์ว่า จะต้องมีส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติไม่เกิน 25% หากไม่มีการแก้มาตรานี้ จะทำให้ไม่มีบริษัทเอกชนใดที่ต้องการเข้าสู่กระบวนการแปรสภาพซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อการแปรรูปรัฐวิสาหกิจ และเข้าตลาดฯ ของ TOT และ CAT และทำให้การเปิดเสรีไม่สามารถเกิดขึ้นได้

ความไม่สมเหตุสมผลของมาตรา 8 ดังกล่าว ทำให้ CAT เสนอ ครม. เมื่อต้น พ.ค. เพื่อพิจารณาแก้ไขข้อความใน 2 มาตราดังกล่าว โดยเราคาดว่าสัดส่วนผู้ถือหุ้นต่างชาติน่าจะกลับไปไม่เกิน 49% ซึ่งน่าจะเป็นจุดเริ่มต้นที่เป็นรูปธรรมที่จะนำไปสู่ความคืบหน้าที่สำคัญในการแปรสภาพสัมปทาน

เงื่อนไขที่ TOT ต้องแปรรูปจะเร่งให้การเปิดเสรีใกล้ความจริงมากขึ้น ปัญหาที่เกิดขึ้นในกลุ่มสื่อสารมีความเกี่ยวข้องกัน และสร้างผลกระทบต่อกันในช่วงที่ผ่านมาเสมือนหนึ่งพายเรือในอ่างวน กล่าวคือ การขาดหน่วยงานกลางคือ กทช. ทำให้ยากที่จะหาข้อสรุปใดๆ เกี่ยวกับการแปรสภาพ และยากที่จะหาข้อสรุปในความขัดแย้งใดๆ (เช่น ความขัดแย้งระหว่าง TOT กับ TA และ TT&T ทั้งเรื่องอัตราค่าบริการโทรศัพท์ในต่างจังหวัด และการให้บริการ Y-Tel 1234, ความขัดแย้งระหว่าง TOT กับ TAC เกี่ยวกับค่า access charge, ความขัดแย้งระหว่าง ADVANC และ TA Orange ในประเด็นการเชื่อมโยงเครือข่าย, ความเห็นที่แตกต่างระหว่างรัฐ และเอกชนในการแนวทางการแปรสภาพ, ข้อวิพากษ์วิจารณ์เกี่ยวกับความไม่ชอบธรรมของ TOT ในการเสนอบริการใหม่ๆ ก่อนการจัดตั้ง กทช. เช่น ระบบโทรศัพท์ 1900 MHz การออกเลขหมายโทรศัพท์พื้นฐานใหม่ของ TOT การติดตั้งเครือข่ายโครงสร้างพื้นฐานภูมิภาค และอื่นๆ) ในขณะเดียวกัน ข้อจำกัดทางกฎหมาย (มาตรา 8) ทำให้เป็นอุปสรรคต่อการแปรสภาพสัมปทานดังกล่าวข้างต้น ทำให้ฐานะปัจจุบันของ TOT ยังเป็นทั้งผู้กำกับดูแล (ทางปฏิบัติ แต่ไม่ใช่ทางกฎหมาย) พร้อมทั้ง กับเป็นผู้ประกอบการรายหนึ่ง และทำให้การเจรจาเพื่อแปรสภาพสัมปทาน ยากที่จะหาข้อสรุปที่เป็นกลางและชัดเจนได้ แต่ในปัจจุบัน เราคาดว่าเงื่อนไขที่ TOT ต้องแปรรูป และเข้าจดทะเบียนฯ ตลอดจนใกล้กำหนดเส้นตายของ WTO ทำให้ไทยต้องเร่งเปิดเสรี โดยจะต้องเดินหน้าหลายเรื่องไปพร้อมๆ คือ แก้กฎหมายสอดคล้องกับแนวทางแปรสภาพ, เตรียมแนวทางการแปรสภาพเพื่อเสนอให้ กทช. เป็นผู้ชี้ขาด และเร่งกระบวนการสรรหา และแต่งตั้ง กทช. ซึ่งทั้งหมดนี้ เราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าในราวปลายปี-ต้นปีหน้า และจะทำให้ความไม่ชัดเจนของกลุ่มสื่อสารค่อยๆ คลี่คลายไปในทางที่ดี และน่าจะทำให้มีเม็ดเงินลงทุนใหม่ทั้งจากต่างชาติ และนักลงทุนไทยเข้ามาเพื่อผลักดันให้ราคาหุ้นในกลุ่มปรับขึ้นไปสะท้อนมูลค่าที่น่าจะเป็นในระยะยาว

นอกเหนือจาก INET, TT&T และ JASMIN แล้ว บริษัทหลักในกลุ่มสื่อสารมีผู้ถือหุ้นต่างชาติเกิน 25%

คาดการณ์การในการเปิดเสรีโดย ABN AMRO Asia

4Q45-2Q46	จัดตั้ง กทช. และเตรียมแก้กฎหมายใน ม.8 และ ม.56
1Q-3Q46	ศึกษา และสรุปแนวทางการแปรสัมปทาน
3Q-4Q46	แปรสัมปทาน กำหนดราคา IPO ของ TOT และ CAT

จากกำหนดการดังกล่าว เราคาดว่า TOT และ CAT จะยังไม่สามารถกระจายหุ้น และเข้าจดทะเบียนทันที โดยจะต้องมีการจัดตั้ง กทช. และแก้กฎหมายก่อน แล้วจึงเข้าสู่กระบวนการแปรสัมปทาน ก่อนที่จะสามารถกำหนดราคา IPO และเข้าตลาดฯ ได้ในราวปลายปีหน้า

ราคาหุ้นหลังแปรสัมปทาน เราคาดว่าราคาหุ้นกลุ่มสื่อสารภายหลังการแปรสัมปทานน่าจะมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นเพราะความไม่แน่นอนในภาพใหญ่ค่อยๆ คลี่คลายไปในทางที่ชัดเจนขึ้น โดยจากการศึกษาของ ABN AMRO Asia เราคาดว่า การแปรสัมปทานจะทำให้ ADVANC และ TAC มีกระแสเงินสดที่ดีขึ้น แต่ TA จะได้ประโยชน์น้อยที่สุด ในขณะที่การแปรสัมปทานอาจเป็นประเด็นให้แก๊งก์โทร TT&T ได้ กรณีศึกษาของ ABN AMRO Asia ตั้งอยู่บนสมมติฐานที่ว่า:-

1. มีการคำนวณส่วนแบ่งรายได้เพียงแต่ปี 2549 ตามที่สถาบันทรัพย์สินทางปัญญา จุฬาลงกรณ์เสนอ
2. ใช้อัตราส่วนลดที่เท่ากันคือราว 12-15% เพื่อคำนวณส่วนแบ่งรายได้ในช่วงดังกล่าวมาเป็นมูลค่าปัจจุบัน (สุทธิ)
3. เอกชนสามารถชำระเป็นหุ้นได้ราว 10%
4. ที่เหลืออาจชำระครั้งเดียว (lump sum payment) หรือทยอยชำระจนถึงปี 2549
5. ยังไม่ได้คำนึงถึงค่าไลเซนส์รายปีหลังแปรสัมปทานซึ่งคาดว่าจะเป็จำนวนเงินที่ไม่มาก

ในกรณีตัวอย่างของ ADVANC พบว่า ADVANC จะต้องเสียส่วนแบ่งรายได้ให้ TOT ราวเฉลี่ยปีละ 16.4 พัน ล้านบาทในช่วง 2545-2549 และหากคิดมูลค่าปัจจุบันของส่วนแบ่งรายได้ในช่วงดังกล่าวโดยใช้อัตราส่วนลด (discount rates) ระหว่าง 12-15% จะได้มูลค่าปัจจุบัน (NPV) ที่ราว 53.1-57.5 พันล้านบาท หากกำหนดให้ ADVANC จ่ายเงินจำนวนดังกล่าวให้ TOT เป็น 2 ลักษณะ คือ:-

1. ออกหุ้นใหม่ 10% ของทุนเรียกชำระให้แก่ TOT ที่ราคาปัจจุบัน และ
2. ทยอยชำระเงินที่เหลือจนถึงปี 2549

แนวทางดังกล่าวจะทำให้ ADVANC ต้องออกหุ้นใหม่ราว 293.5 ล้านหุ้นให้ TOT และจะยังคงเหลือเงินที่จะต้องชำระอีกราว 41.6-45.9 พันล้านบาท โดยจะทยอยชำระเป็นเวลา 5 ปี คือปีละราว 8.3-9.2 พันล้านบาท ซึ่งจะช่วยประหยัดเงินสดให้แก่ ADVANC (หลังชำระภาษี) ราว 1.9-2.5 พันล้านบาทในปีนี้ หากใช้ส่วนลด 12-15% และเพิ่มเป็น 7.7-8.3 พันล้านบาทในปี 2549 หรือเท่ากับจะช่วยเพิ่มกระแสเงินสดให้กับ ADVANC ในปีนี้ราว 0.6-0.8 บาท/หุ้น และเพิ่มเป็น 2.4-2.6 บาท/หุ้นในปี 2549 ในกรณีของ ADVANC จึงน่าจะได้รับผลดีจากการแปรสัมปทาน โดยมีสาเหตุหลักมาจากมูลค่าหุ้นของ ADVANC ที่สูงในปัจจุบัน ทำให้สามารถลดทอนเงินที่เหลือที่ต้องชำระรายปีให้รัฐลงได้มาก

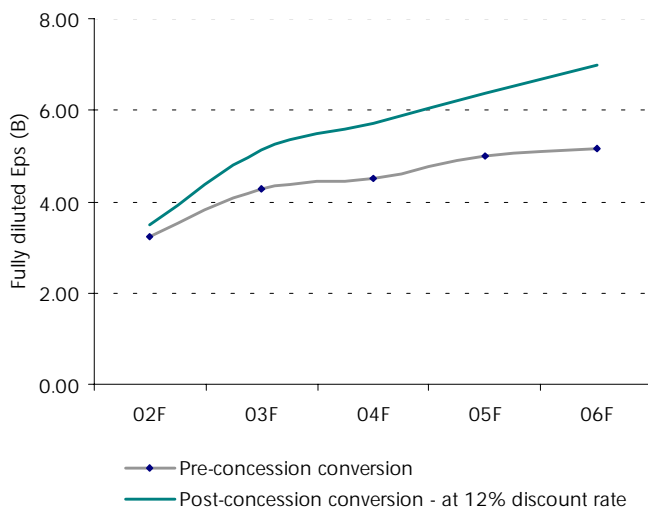
คาดการณ์ความคืบหน้า ในการจัดตั้ง กทช. ปลายปีนี้-ต้นปีหน้า และน่าจะแปรสัมปทานในกลางปีหน้าเป็นต้นไป

นอกเหนือจากเสรีภาพในการทำธุรกิจ และการแข่งขันที่เป็นธรรมแล้ว การแปรสัมปทานจะช่วยเพิ่มกระแสเงินสด และความสามารถในการทำกำไร ของผู้ประกอบการ และทำให้มูลค่าหุ้นเพิ่มขึ้น

มูลค่าหุ้นของ ADVANC ที่สูงทำให้เหลือเงินทยอยชำระให้ TOT รายปีต่ำ และประหยัดกระแสเงินสดได้มากขึ้น

ADVANC

(Bm)	02F	03F	04F	05F	06F
Revenue sharing to TOT (Bm)	11,905	15,130	16,803	17,916	20,230
Discount rates		12%	13%	14%	15%
NPV (Bm)		57,516	55,998	54,541	53,142
Current price (B)		39.25	39.25	39.25	39.25
Existing shares (m)		2,935	2,935	2,935	2,935
10% stake to be allocated to TOT (M.shrs)		293.5	293.5	293.5	293.5
Swap value (Bm)		11,520	11,520	11,520	11,520
Cash balance to be paid to TOT (Bm/pa)		45,996	44,478	43,021	41,622
5 years instalment payments (Bm/pa)		9,199	8,896	8,604	8,324
After tax cash save (with no revenue sharing) discount rate 12-15%	02F	03F	04F	05F	06F
12%	1,894	4,151	5,323	6,102	7,721
13%	2,106	4,364	5,535	6,315	7,934
14%	2,310	4,568	5,739	6,518	8,138
15%	2,506	4,764	5,935	6,714	8,334
After-tax cash save/sh (B)	02F	03F	04F	05F	06F
12%	0.6	1.3	1.6	1.9	2.4
13%	0.7	1.4	1.7	2.0	2.5
14%	0.7	1.4	1.8	2.0	2.5
15%	0.8	1.5	1.8	2.1	2.6

AIS's Pre vs Post-concession conversions Eps (At 12% discount rate)

ความสามารถในการทำกำไรของ
ADVANC มีแนวโน้มดีขึ้นหลัง
แปรสัมปทาน

Eps pre/post concession conversion (B)	02F	03F	04F	05F	06F
ADVANC					
Pre-concession conversion	3.22	4.26	4.52	4.98	5.15
Post-concession conversion					
12%	3.49	5.12	5.70	6.36	7.00
13%	3.55	5.18	5.76	6.43	7.06
14%	3.61	5.24	5.82	6.49	7.13
15%	3.67	5.30	5.88	6.55	7.18

ในกรณีของ TAC นอกจากกระแสเงินสด และมูลค่าที่น่าจะเพิ่มขึ้นจากการแปรสัมปทานแล้ว การเปิดเสรีกิจการสื่อสารยังน่าจะเป็นผลดีต่อโครงสร้างต้นทุนของ TAC ที่ปัจจุบันยังเสียเปรียบ

ADVANC เพราะนอกจาก TAC จะต้องเสียส่วนแบ่งรายได้ให้กับ CAT ตามสัญญาสัมปทานแล้ว ยังต้องเสียค่า access charge ให้กับ TOT ในอัตราคงที่ 200 บาท/เลขหมาย/เดือน และจะเพิ่มขึ้นตามฐานสมาชิกในระบบปกติของ TAC (สำหรับลูกค้าในระบบ prepaid TAC เพิ่งได้รับอนุมัติจาก TOT ให้เสียส่วนแบ่งรายได้ในอัตรา 18% ของค่า air time จากเดิมที่เสียในอัตราคงที่ 200 บาท/เลขหมาย/เดือน) แต่การที่ TAC ยังมีฐานสมาชิกคราวครั้งหนึ่งที่เป็นสมาชิกในระบบปกติทำให้โครงสร้างต้นทุนของ TAC ยังคงเสียเปรียบ ADVANC ซึ่งเสียส่วนแบ่งรายได้ให้ TOT ในอัตรา 25-30% และเสียค่าเช่าวงจรแก่ TOT ตามปริมาณที่ใช้จริง

โครงสร้างดังกล่าวทำให้ TAC เสียเปรียบ ADVANC เพราะ TAC จ่ายค่า access charge ให้ TOT เฉลี่ยถึงปีละ 2.9 พันล้านบาทในช่วงปี 2542-44 ในขณะที่ ADVANC จ่ายค่าเช่าวงจรให้ TOT เฉลี่ยราวปีละ 1.5 พันล้านบาท โดยใน 1Q45 นี้ TAC จ่ายค่า access charge ให้ TOT จำนวน 1.18 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 33% yoy และเท่ากับ 36% ของต้นทุนการให้บริการของ TAC ในขณะที่ ADVANC จ่ายค่าเช่าวงจรให้ TOT ลดลงเรื่อยๆ เป็น 39 ล้านบาทใน 1Q45 ลดลง 81% yoy และคิดเป็นเพียง 0.7% ของต้นทุนการให้บริการของ ADVANC ความได้เปรียบนี้น่าจะหมดไปหลังการเปิดเสรีเต็มรูปแบบ เพราะมาตรา 25 ของ พ.ร.บ. ประกอบกิจการโทรคมนาคมระบุชัดว่า “การเรียกเก็บค่าตอบแทนจากการใช้ หรือเชื่อมต่อโครงข่ายต้องเป็นไปอย่างสมเหตุสมผล และเป็นธรรม... และเท่าเทียมกันระหว่างผู้ขอใช้หรือเชื่อมต่อโครงข่ายโทรคมนาคมทุกราย” การเปลี่ยนแปลงที่จะเกิดขึ้นดังกล่าวจึงน่าจะเป็นประโยชน์ต่อ TAC ในระยะยาว

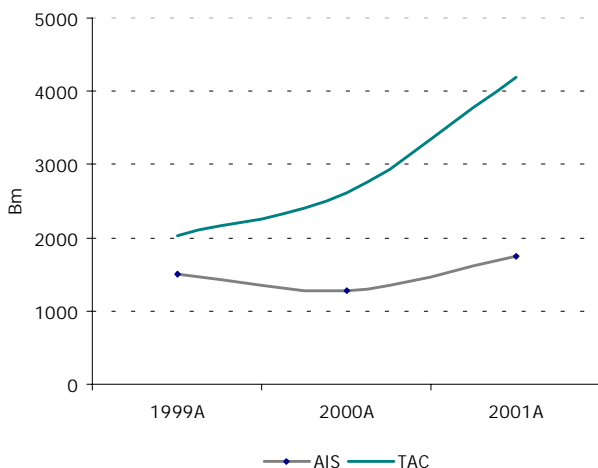
นอกจากผลดีด้านกระแสเงินสดและความสามารถในการทำกำไรแล้ว TAC ยังน่าจะได้ประโยชน์จากแนวโน้มการเปลี่ยนแปลงในโครงสร้างการจ่าย access charge ให้ TOT จากที่เสียในอัตราคงที่ในปัจจุบัน

โครงสร้างต้นทุนของ TAC ยังเสียเปรียบของ ADVANC

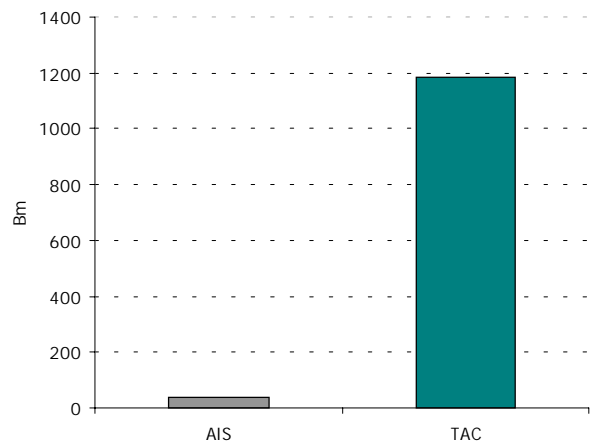
	ระบบปกติ	ระบบ prepaid
ADVANC	ส่วนแบ่งรายได้ให้ TOT อัตรา 25-30% ของรายได้ก่อนค่าใช้จ่าย และภาษีในช่วงที่เหลือของอายุสัมปทาน ค่าเชื่อมโยงวงจรตามปริมาณ traffic ที่ใช้จริง (ซึ่งจะลดลงเรื่อยๆ เมื่อ ADVANC ขยายเครือข่ายของตนต่อเนื่อง)	ส่วนแบ่งรายได้ให้ TOT อัตรา 20% ของมูลค่าบัตร pre-paid ค่าเชื่อมโยงวงจรตามปริมาณ traffic ที่ใช้จริง (ซึ่งจะลดลงเรื่อยๆ เมื่อ ADVANC ขยายเครือข่ายของตนต่อเนื่อง)
TAC	1) ค่า access charges ในอัตราคงที่ 200 บาท/เลขหมาย/เดือน 2) ที่เหลือจาก 1) ให้จ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้ CAT อัตรา 20-30%	1) ค่า access charges ให้ TOT ในอัตรา 18% ของรายได้ 2) ที่เหลือจาก 1) ให้จ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้ CAT ในอัตรา 20-30%

โครงสร้างต้นทุนของ TAC เสียเปรียบ ADVANC เพราะไม่สามารถประหยัดค่า access charge ได้แม้ขยายเครือข่ายต่อเนื่อง

AIS's Transmission Rental Cost vs TAC's Access Charge paid to TOT



AIS's Transmission Rental Cost vs TAC's Access Charge in 1Q02



ในกรณีของ TT&T ยังไม่ได้รวมหุ้นเพิ่มทุนอีก 5 พันล้านบาทที่ TT&T จะต้องดำเนินการตามแผนปรับโครงสร้างหนี้ฯ ที่ผ่านการเห็นชอบจากเจ้าหนี้ และอาจจะได้ประโยชน์มากที่สุดเพราะสามารถประหยัดกระแสเงินสด (สุทธิจากภาษี) ได้ราว 1.0-1.2 พันล้านบาทในปีที่หากใช้อัตราส่วนลดที่ 12-15% และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 1.4-1.6 พันล้านบาทในปี 2549 เมื่อใช้อัตราส่วนลดในช่วงดังกล่าว การแปรสภาพหนี้จึงน่าจะเป็นประเด็นในการเก็งกำไรสำหรับ TT&T แต่เนื่องจากธุรกิจหลักคือการให้บริการโทรศัพท์พื้นฐานของ TT&T มีแนวโน้มเติบโตในอัตราต่ำ และยังมีแหล่งรายได้ใหม่ที่มีนัยสำคัญ ทำให้เรายังไม่แนะนำซื้อ TT&T เพื่อการลงทุน ในระยะยาว ส่วนกรณีของ TA อาจได้รับประโยชน์น้อยที่สุดเพราะผลการดำเนินงานจากธุรกิจหลักขาดทุนมหาศาล ประกอบกับเป็นบริษัทที่มีหนี้สูงมาก ทำให้ผลตอบแทนที่จะกลับมาสู่ผู้ถือหุ้นเป็นไปอย่างจำกัดและล่าช้าออกไป

การแปรสภาพหนี้จะเป็นประเด็นให้เก็งกำไรใน TT&T แต่ธุรกิจของ TT&T ในระยะยาวยังขยายตัวในขอบเขตจำกัด

(Bm)	02F	03F	04F	05F	06F
Revenue sharing (Bm)					
ADVANC	11,905	15,130	16,803	17,916	20,230
TA	2,947	2,947	2,947	2,947	2,947
TAC	6,411	8,065	9,371	10,185	13,807
TT&T	5,423	5,595	5,691	5,789	5,889
NPV		12%	13%	14%	15%
ADVANC		57,516	55,998	54,541	53,142
TA		13,132	13,132	13,132	13,132
TAC		33,131	32,225	31,356	30,523
TT&T		20,374	19,872	19,390	18,926
10% stake (m.shrs)					
ADVANC		294	294	294	294
TA		323	323	323	323
TAC		47	47	47	47
TT&T		281	281	281	281
Swap value					
ADVANC		11,520	11,520	11,520	11,520
TA		2,311	2,311	2,311	2,311
TAC		2,081	2,081	2,081	2,081
TT&T		939	939	939	939
Cash balance to be paid to TOT/CAT					
ADVANC		45,996	44,478	43,021	41,622
TA		10,821	10,492	10,176	9,872
TAC		31,050	30,144	29,275	28,442
TT&T		19,434	18,933	18,450	17,987
Annual instalment payments					
ADVANC		9,199	8,896	8,604	8,324
TA		2,164	2,098	2,035	1,974
TAC		6,210	6,029	5,855	5,688
TT&T		3,887	3,787	3,690	3,597

	02F	03F	04F	05F	06F
After tax cash saving/sh (B) – 12%					
ADVANC	0.6	1.3	1.6	1.9	2.4
TA	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
TAC	0.3	2.5	4.2	5.3	10.2
TT&T	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
After tax cash saving/sh (B) – 13%					
ADVANC	0.7	1.4	1.7	2.0	2.5
TA	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
TAC	0.5	2.7	4.5	5.6	10.4
TT&T	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
After tax cash saving/sh (B) – 14%					
ADVANC	0.7	1.4	1.8	2.0	2.5
TA	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
TAC	0.7	3.0	4.7	5.8	10.7
TT&T	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
After tax cash saving/sh (B) – 15%					
ADVANC	0.8	1.5	1.8	2.1	2.6
TA	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
TAC	1.0	3.2	4.9	6.0	10.9
TT&T	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

Eps pre/post concession (B)	02F	03F	04F	05F	06F
ADVANC					
Pre-concession conversion	3.22	4.26	4.52	4.98	5.15
Post-concession conversion					
12%	3.49	5.12	5.70	6.36	7.00
13%	3.55	5.18	5.76	6.43	7.06
14%	3.61	5.24	5.82	6.49	7.13
15%	3.67	5.30	5.88	6.55	7.18
TA					
Pre-concession conversion	-1.95	-0.60	0.45	1.18	2.00
Post-concession conversion					
12%	-1.61	-0.21	0.95	1.58	2.36
13%	-1.59	-0.19	0.97	1.60	2.39
14%	-1.57	-0.17	1.00	1.62	2.41
15%	-1.55	-0.15	1.03	1.65	2.44
TAC					
Pre-concession conversion	5.12	6.27	6.58	10.63	11.24
Post-concession conversion					
12%	4.97	8.26	10.39	15.30	20.93
13%	5.21	8.52	10.66	15.58	21.21
14%	5.45	8.77	10.92	15.84	21.49
15%	5.68	9.01	11.16	16.10	21.74
TT&T					
Pre-concession conversion	0.01	0.02	0.05	0.11	0.19
Post-concession conversion					
12%	0.00	0.05	0.13	0.25	0.39
13%	0.04	0.09	0.17	0.30	0.44
14%	0.07	0.13	0.21	0.34	0.49
15%	0.10	0.16	0.25	0.38	0.53

ทยอยซื้อในระยะยาว ส่วนนักลงทุนระยะสั้นอาจเก็งกำไรตามกรอบเทคนิค ในการประเมินมูลค่าหุ้นในกลุ่มสื่อสารตลอด 1-2 ปีที่ผ่านมา ABN AMRO Asia ได้ใช้ส่วนลดจากราคาที่ควรจะเป็นทางปัจจัยพื้นฐานเพื่อสะท้อนความเสี่ยงโดยรวมจากความไม่แน่นอนในภาวะอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเด็นที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเสรีดังกล่าว ตลอดจนความเสี่ยงจากภาวะอุตสาหกรรม และจากรายบริษัทเพื่อใช้ในการกำหนดเป้าหมายในระยะสั้น-ปานกลางเพื่อสะท้อนความเสี่ยงเหล่านี้ โดยการลงทุนในระยะสั้น-ปานกลางในกลุ่มสื่อสารน่าจะเป็นลักษณะซื้อตามแนวต้าน (โดยมีเป้าหมายทางปัจจัยพื้นฐานรองรับ) และขายทำกำไรตามกรอบเทคนิคแต่ละรอบ

ส่วนเป้าหมายระยะยาวนั้นเกิดจากความเชื่อที่ว่าสถานการณ์ที่บีบบังคับให้การเปิดเสรีเริ่มเข้าใกล้ความจริง และน่าจะเห็นความคืบหน้าในปลายปีนี้เป็นต้นไปจะทำให้ความไม่แน่นอนในภาพใหญ่เหล่านี้คลี่คลายลงในทางที่ดี และดึงดูดเม็ดเงินลงทุนทั้งจากนักลงทุนชาวไทย และต่างประเทศให้กลับเข้ามาในหุ้นกลุ่มสื่อสาร โดยเป้าหมายในระยะยาวนี้ เป็นเป้าหมายราคาหุ้นในอีก 12-18 เดือนข้างหน้า และหุ้นแนะนำในกลุ่มสื่อสารคือ ADVANC, UCOM และ INET

	Industry risk	Business risk	Company risk	Combined risks
AIS	-20%	5%	0%	-15%
UCOM	-20%	0%	-10%	-30%
SATTEL	-20%	0%	-10%	-30%
SHIN	-20%	-5%	-5%	-30%
INET	-20%	0%	0%	-20%
TAC	-20%	5%	-10%	-25%

(B)	Existing environment	With more progress regarding liberalisation	Upside
AIS	42.5	52.5	24%
UCOM	23.0	29.6	29%
SATTEL	19.3	24.8	29%
SHIN	16.2	20.8	29%
INET	4.5	5.6	25%

ระยะยาว: ทยอยซื้อกลุ่มสื่อสาร
หุ้นเด่นในกลุ่มคือ ADVANC,
UCOM และ INET

ราคาเป้าหมายจะปรับสูงขึ้น
25-30% หากมีความคืบหน้า
เกี่ยวกับการแปรสภาพ

หากมีความคืบหน้าเกี่ยวกับการเปิดเสรี เช่น การจัดตั้ง กทข. การแก้กฎหมาย การสรุปแนวทางในการแปรสภาพ จะทำให้ความเสี่ยงของอุตสาหกรรม (industry risk) ลดลง/หมดไป และจะทำให้ราคาเป้าหมายของแต่ละบริษัทสูงขึ้นจากนี้อีกราว 25-30%

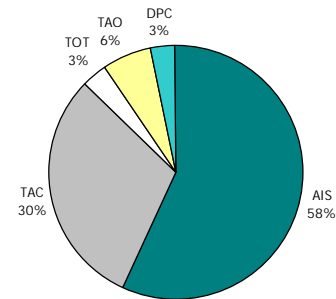
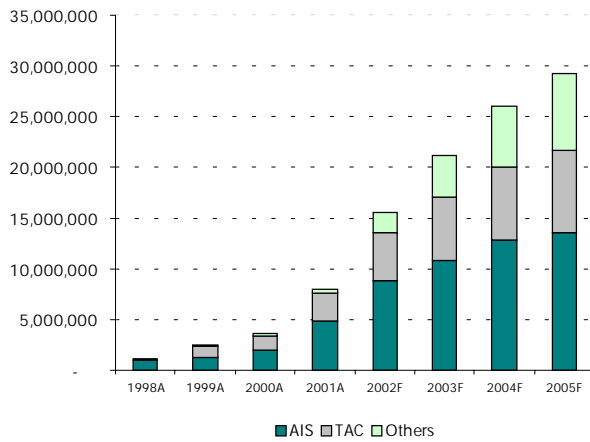
หุ้นแนะนำ ADVANC, UCOM และ INET ในหุ้นกลุ่มสื่อสารทั้งหมด ฝ่ายวิจัย ABN AMRO Asia แนะนำให้ลงทุนในธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ซึ่งมีอัตราการขยายตัวสูง และผู้ประกอบการหลักในปัจจุบันจะยังคงได้เปรียบผู้ประกอบการรายใหม่ทั้งในด้านฐานสมาชิกที่จะสร้างกระแสเงินสดต่อบริษัท และต้นทุน/หน่วย โดยความได้เปรียบนี้น่าจะยังคงดำรงต่อเนื่องจนถึงภายหลังตลาดเปิดเสรี ในปัจจุบัน กลยุทธ์ในการขยายตัวของ 2 ผู้ประกอบการคือ ADVANC [39.25 บาท: ซื้อ] และ UCOM [18.9 บาท: ทยอยซื้อ] ผ่านการถือหุ้น TAC ในสัดส่วน 41.6% คือขยายฐานสมาชิกเชิงรุกพร้อมๆ กับขยายเครือข่ายรองรับ แม้ว่าการขยายฐานสมาชิกอย่างรวดเร็วเช่นนี้จะทำให้รายได้/เลขหมาย/เดือน (ARPU) ลดลง แต่ฐานรายได้และผลประกอบการโดยรวมจะยังสามารถขยายตัวอย่างต่อเนื่องแม้ในอัตราที่ลดลงจากอัตราการขยายตัวในอดีต เราประเมินว่า ADVANC และ TAC จะมีฐานสมาชิกรวมกันราว 13.5 ล้านคนในปลายปีนี้ ซึ่งจะทำให้มีจำนวนผู้ใช้โทรศัพท์เคลื่อนที่รวม 15.6 ล้านราย เพิ่มขึ้น 95% yoy หลังจากที่ขยายตัวในอัตราเฉลี่ย 92% ต่อปีในช่วง 2541-2544 และจะทำให้อัตราการใช้โทรศัพท์เคลื่อนที่ (penetration rate) ของไทยเพิ่มจาก 12.8% ในปีที่ผ่านมา เป็น 24.7% ในปลายปีนี้

ADVANC และ TAC (UCOM) เป็นผู้นำในธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีแนวโน้มขยายตัวสูงสุด

ผลการดำเนินงานของ 2 บริษัท
รวมกันมีแนวโน้มขยายตัวเฉลี่ย
18.8% ต่อปีในช่วง 2545-48
จากนโยบายขยายฐานสมาชิก
เชิงรุก

Outlook of the Cellular Phone Users

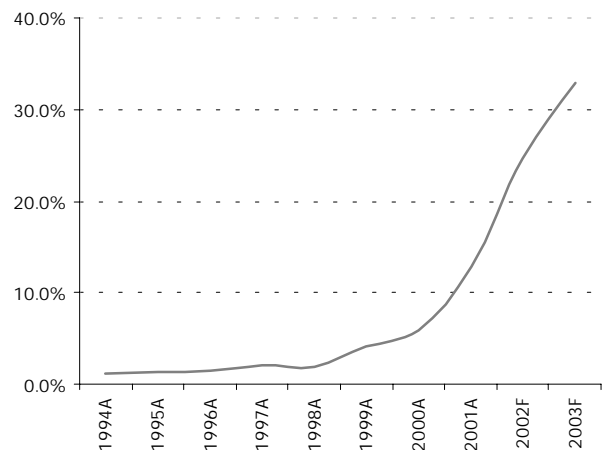
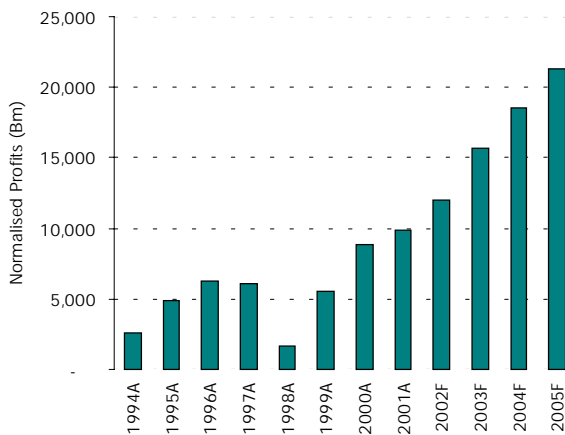
Market share of the Thai Cellular Phone Service (2002F)



การขยายตัวของฐานสมาชิกของทั้ง ADVANC และ TAC จะทำให้รายได้ และกำไรจากการดำเนินงานปกติในช่วง 2545-48 ของ 2 บริษัทรวมกันขยายตัวเฉลี่ยปีละ 18.2% และ 18.8% ตามลำดับ ซึ่งแม้จะเป็นการขยายตัวในอัตราที่ลดลงเมื่อเทียบกับอัตราการขยายตัวเฉลี่ยของรายได้ที่ 45.3% และกำไรสุทธิจากการดำเนินงานปกติที่ 80.8% ต่อปีในช่วง 2541-44 แต่ก็นับว่าเป็นอัตราการขยายตัวที่ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับฐานที่กว้างขึ้นต่อเนื่อง และเมื่อเทียบกับอีกหลายธุรกิจในปัจจุบัน

Normalised profits of AIS and TAC Combined

Thailand's Mobile Phone Penetration Rate



อย่างไรก็ตาม สำหรับ UCOM ราคาหุ้นอาจอ่อนตัวในระยะสั้น-ปานกลางเนื่องจากผลการดำเนินงานใน 2Q45 อาจอ่อนตัวลงจาก 2H44 หลังจากที่จะรับรู้รายได้จากโครงการโทรศัพท์สาธารณะ (RTS) หมดใน 2Q45 แต่ในระยะยาวจะได้รับผลดีจากผลการดำเนินงานของ TAC ที่ฟื้นตัว โดยการขยายฐานสมาชิกเชิงรุกของ TAC ในอัตราที่สูงถึง 95% yoy ในปีที่แล้วของ TAC น่าจะเริ่มส่งผลต่อกำไรสุทธิของบริษัทในปีนี้เป็นต้นไป

สำหรับ INET [4.6 บาท: ชื้อ] นั้น ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มขยายตัวจากธุรกิจใหม่ในด้านบริการเนื้อหาอินเทอร์เน็ต (content provider) นอกเหนือจากรายได้จากการให้บริการเชื่อมต่ออิน

เทอร์เน็ต (internet connectivities) ในปัจจุบัน ช่วงเปลี่ยนดังกล่าวจะทำให้รายได้จากบริการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตลดลงจาก 95% ในปัจจุบัน เป็นเกิน 22% ใน 5 ปีข้างหน้า โดย INET จะยังคงรักษาความเป็นผู้นำในธุรกิจ ISP จากการที่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดราว 23% วัตถุประสงค์ข้อมูลที่เกี่ยวข้องเข้าไปยังศูนย์แลกเปลี่ยนข้อมูลหลักของประเทศ (IIR) และน่าจะเป็น ISP รายแรกๆ ที่ประสบความสำเร็จในการบุกเบิกธุรกิจบริการด้านเนื้อหา (content provider) เพราะเป็น ISP เพียงรายเดียวที่มีฐานลูกค้าประเภทองค์กรสูงถึง 80% ซึ่งเอื้อประโยชน์ต่อการขยายธุรกิจไปยัง e-commerce ในขั้นต่อไป แม้ INET จะเป็น ISP ที่ขยายตัวรวดเร็ว แต่ยังมีสถานะทางการเงินที่มั่นคง โดยเป็น ISP เพียงไม่กี่รายที่ดำเนินธุรกิจอย่างมีกำไรมาโดยตลอด และยังเป็นบริษัทเดียวในกลุ่มสื่อสารที่ไม่มีหนี้ และสามารถจ่ายเงินปันผลได้ต่อเนื่อง และเราประเมินมูลค่า NPV/หุ้นซึ่งเป็นเป้าหมายระยะยาวที่ 5.64 บาท

(B)	S/T target	L/T target	Valuations methods
AIS	42.5	50.0	DCF
UCOM	23.0	32.9	NAV
SATTEL	19.3	27.6	DCF
SHIN	16.2	23.1	NAV
INET	4.5	5.6	DCF

SATTEL อาจเกิดแรงกดดันด้านผลประกอบการใน 2-5 ปีข้างหน้า SATTEL [24.9 บาท: ขาย] กำลังอยู่ในช่วงของการลงทุนรอบใหม่ในดาวเทียม broadband iSTAR ซึ่งต้องใช้เงินลงทุนไม่ต่ำกว่า 350 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และมาจากการกู้ EXIM Bank ของสหรัฐจำนวน 250 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และ supplier credits บางส่วนซึ่งจะเริ่มบันทึกต้นทุนที่เกี่ยวข้องทันทีหลังจากที่ iSTAR เริ่มให้บริการในเชิงพาณิชย์ในปี 2547 หรือคิดเป็นค่าเสื่อมราคาเฉลี่ยปีละ 1.2 พันล้านบาท และภาระดอกเบี้ยจ่ายอีกไม่ต่ำกว่า 400 ล้านบาท/ปี ซึ่งจะเป็นแรงกดดันด้านผลการดำเนินงานในช่วงดังกล่าว SATTEL มีกำไรจากการดำเนินงานปกติในปีที่ผ่านมา 1.6 พันล้านบาท และคาดว่า จะมีกำไรสุทธิไม่รวม iSTAR ราวเฉลี่ยปีละ 2.17 พันล้านบาทจนถึงปี 2550 ซึ่งเป็นปีที่ผู้บริหาร SATTEL คาดว่าดาวเทียม iSTAR จะเริ่มคุ้มทุน (ในกรณีที่ดีที่สุด หรือในกรณีที่ช้าที่สุดคือปี 2554) จึงนับว่า แม้ iSTAR จะเป็นแหล่งรายได้ใหม่ของ SATTEL ในระยะยาว แต่จะเป็นแรงกดดันต่อผลการประกอบการในช่วง 2547-50 ส่วนธุรกิจหลักของ SATTEL คือการให้บริการช่องสัญญาณดาวเทียมไทยคมทั้ง 3 ดวงนั้น อาจขยายตัวในอัตราที่ไม่มากเนื่องจากบริษัทจะไม่ได้ประโยชน์จากค่าเงินบาทที่อ่อนตัวดังเช่นในช่วงที่ผ่านมา และน่าจะเกิดแรงกดดันด้านราคา โดยเฉพาะ C-band โดยรวมแล้ว เราคาดว่า ราคาหุ้น SATTEL อาจจะ underperform ตลาดฯ และหุ้นในกลุ่มสื่อสารในช่วง 2-5 ปีข้างหน้า โดยราคาในปัจจุบันใกล้เคียงตัวเมื่อเทียบกับ NPV/หุ้นที่เราประเมินไว้ที่ 27.6 บาท

SHIN เป็นพอร์ตโฟลิโอที่มีสินทรัพย์ที่ขาดทุนปะปน การลงทุนใน SHIN [14.5 บาท: เก็งกำไรเมื่ออ่อนตัว/เปลี่ยนตัวเล่น] เหมือนหนึ่งเป็นการซื้อพอร์ตโฟลิโอที่มีทั้งสินทรัพย์ที่สร้างกำไร (ADVANC และ SATTEL) และสินทรัพย์ที่ขาดทุน (ADV และ ITV) เราจึงเชื่อว่า การลงทุนโดยตรงใน ADVANC ซึ่งเป็น pure play ที่อยู่ในธุรกิจที่ขยายตัวสูงสุด และเป็นสินทรัพย์ที่ดีที่สุดของ SHIN จะเป็นตัวเลือกการลงทุนที่ดีกว่า คำแนะนำใน SHIN จึงเป็นการเก็งกำไรที่ต่ำกว่า 14.5 บาทโดยมีเป้าหมายระยะสั้น-ปานกลางที่ 16.2 บาท หรือเปลี่ยนไปซื้อ ADVANC โดยตรงเพื่อลงทุนในระยะยาว

INET มีศักยภาพเติบโตจากแหล่งรายได้ใหม่ในปีนี้เป็นต้นไป ในขณะที่ยังเป็นผู้นำในบริการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ต

การลงทุนใน iSTAR จะทำให้เกิดความไม่สมดุลระหว่างรายได้-ต้นทุนซึ่งจะกดดันผลการดำเนินงานในช่วง 2547-50

SHIN เป็น portfolio ที่มีสินทรัพย์ที่กำไร และขาดทุนปะปนกัน ควรลงทุนโดยตรงใน ADVANC ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่ดีที่สุดของ SHIN

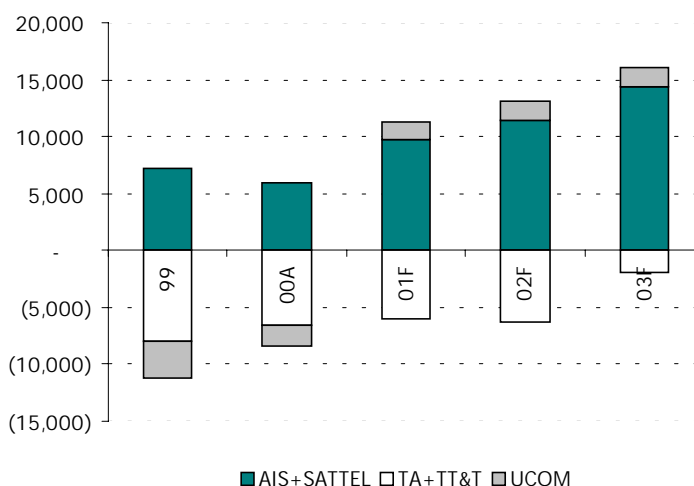
TA มีแนวโน้มขาดทุนอีกยาวนาน และ TT&T ยังมีความเสี่ยง ทั้ง TA [7.15 บาท: ขาย] และ TT&T [3.34 บาท: ระยะยาวขาย] เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์พื้นฐานที่ถูกกดดันทั้งจากภาวะอุตสาหกรรมที่ขยายตัวได้จำกัดเพราะเสียเปรียบ TOT ซึ่งเป็นทั้งเจ้าของสัมปทาน ผู้ควบคุมดูแล และคู่แข่งโดยตรง นอกจากนี้ ทั้ง 2 บริษัทยังมีหนี้สินจำนวนมาก (โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกรณีของ TA) แม้ภายหลังการเปิดเสรีซึ่งจะทำให้ TA และ TT&T มีสาระมากขึ้น และแข่งขันกับ TOT บนพื้นฐานที่เป็นธรรมมากขึ้น แต่เรายังเชื่อว่า การขยายขอบเขตธุรกิจของ TA และ TT&T จะยังอยู่ในกรอบที่จำกัด เพราะการแปรสัมปทานน่าจะทำให้ TA และ TT&T เปลี่ยนสภาพจากบริษัทภายใต้สัญญาสัมปทานที่ต้องแบ่งรายได้ให้รัฐ (ซึ่งสูงมากถึง 43% ในกรณีของ TT&T) เป็นการทยอยชำระให้ TOT รวมกันราวปีละ 5.5-6 พันล้านบาท ยิ่งกว่านั้น รายได้หลักของบริษัททั้ง 2 แห่งนี้ยังมาจากบริการโทรศัพท์พื้นฐานที่มีอัตราการขยายตัวต่ำ ส่วนการขยายไปทำธุรกิจสื่อสารด้านอื่นก็ทำได้ไม่มากนักหากติดข้อจำกัดทางด้านเงินลงทุน จะเห็นได้ว่า แม้ TA จะพยายามหันมาทำธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (PCT และ TA Orange) แต่โอกาสประสบความสำเร็จมีไม่มากนัก หากสถานะทางการเงินไม่แข็งแกร่งพอที่จะหาแหล่งเงินลงทุนในการสร้าง และพัฒนาเครือข่ายการเพิ่มทุนก็กระทำไม่ได้ง่ายนักเพราะบริษัทมีความเสี่ยงทางการเงินสูง ในขณะที่การกู้ยืมสถาบันการเงินก็ลำบาก และน่าจะมีต้นทุนการกู้ยืมสูงเพื่อครอบคลุมความเสี่ยงของบริษัท นอกเหนือจากขีดจำกัดด้านการเงินแล้ว หาก TA และ TT&T พยายามผันตัวออกจากการให้บริการโทรศัพท์พื้นฐาน ก็จะต้องใช้เวลาอีกระยะหนึ่งกว่าที่รายได้จากธุรกิจอื่นจะเติบโตพอที่จะสร้างกำไรกลับคืนให้แก่ผู้ถือหุ้น

คำแนะนำการลงทุนระยะยาวใน TA และ TT&T จึงยังคงเป็นขาย โดย TA จะยังขาดทุนต่อเนื่องจากการลงทุนในสัดส่วน 41% ใน TA Orange และผลการดำเนินงานที่ประกาศในแต่ละไตรมาสจะยังเป็นแรงกดดันต่อราคาหุ้นใน 2-3 ปีข้างหน้า แต่สำหรับ TT&T นั้น สามารถเก็งกำไรจากข่าวความคืบหน้าในการแปรสัมปทานได้ โดยเป้าหมายในการเก็งกำไรสำหรับ TT&T คือ 4.8 บาท (อิง WACC ที่ 15.1% และใช้ส่วนลดในการคำนวณมูลค่าปัจจุบันของส่วนแบ่งรายได้จนถึงปี 2549 ที่ 12% รวมทั้งตั้งอยู่บนสมมติฐานว่า TT&T จะออกหุ้นใหม่ราว 10% ของจำนวนหุ้นก่อนเพิ่มทุน 5 พันล้านบาทให้ TOT ที่ราคาตลาด)

TA ยังมีแนวโน้มขาดทุนอีกไม่ต่ำกว่า 2-3 ปี และยังไม่เห็นแนวทางที่จะลดภาระหนี้ที่สูงมากในปัจจุบัน

TT&T อาจได้รับผลดีจากการแปรสัมปทาน แต่ธุรกิจหลักยังขยายตัวในอัตราที่ต่ำ

Normalised Profits of the Major Thai Telecoms (Bm)



(Bm)	Norm Net Profit			
	00A	01A	02F	03F
ADVANC	4,807	8,116	9,463	12,513
INET	51	73	102	147
JASMIN	(163)	(107)	226	257
SHIN	1,683	3,043	3,064	3,751
TA	(4,516)	(4,380)	(6,298)	(1,945)
TAC	4,040	1,750	2,429	2,977
TT&T	(2,014)	(1,677)	32	49
SATTEL*	1,129	1,667	1,996	1,901
UCOM	(1,808)	1,511	1,588	1,646
Total	2,079	8,329	10,605	19,395

* excluding iPSTAR

Rec	(Bm)	EBITDA		Net debt		Gearing		PER (x)		EV/EBITDA (x)
		02F	03F	02F	03F	02F	03F	02F	03F	03F
BOW	ADVANC	27,275	33,161	(13,418)	(9,945)	0.3	0.2	12.2	9.2	4.72
BOW	INET	226	266	484	574	Cash	Cash	11.3	7.8	2.95
Trading	JASMIN	2,910	1,715	(13,611)	(12,729)	10.0	7.8	11.7	10.2	5.58
BOW	SHIN	6,244	7,601	(3,822)	2,448	0.2	Cash	13.9	11.4	7.43
SELL	TA	5,409	9,427	(77,986)	(75,628)	62.0	n.m.	n.m.	n.m.	18.69
na.	TAC	11,456	13,134	(47,340)	(51,967)	1.8	1.8	8.8	7.2	6.00
Trading	TT&T	4,965	5,178	(32,764)	(30,701)	3.4	3.2	294.4	192.9	8.49
HOLD	SATTEL*	3,131	3,356	(81)	1,753	0.0	n.m.	5.5	5.7	3.51
BOW	UCOM	2,781	2,915	(7,717)	(7,370)	0.9	0.7	5.2	5.0	5.73
Total		61,265	73,397	(196,174)	(185,319)	1.7	1.6	21.1	11.5	6.85

* excluding iPSTAR

เป็นธุรกิจในกลุ่มสื่อสารที่น่าสนใจที่สุด

- ~ นโยบายขยายฐานสมาชิกเชิงรุกทำให้ผลการดำเนินงานยังเติบโตต่อเนื่อง
- ~ มาร์จิ้นลดลงสู่ระดับปกติ แต่ฐานรายได้ และกำไรกว้างขึ้น
- ~ การเปิดเสรีใกล้เข้ามา & เป็นผลดีต่อ Blue chips ที่มีราคาต่ำ เช่น ADVANC
- ~ เป็น pure play ที่เด่นที่สุด และเป็นสินทรัพย์ที่ดีที่สุดของ SHIN

ชื่อ

39.00 บาท

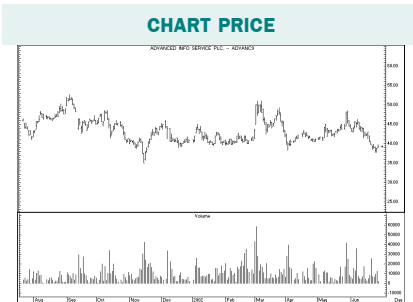
นโยบายขยายฐานสมาชิกเชิงรุกทำให้ผลการดำเนินงานขยายตัวต่อเนื่อง ADVANC ใช้นโยบายขยายฐานลูกค้าเชิงรุกซึ่งจะทำให้ฐานลูกค้าขยายตัวราว 83% yoy ในปีนี้ เป็น 8.81 ล้านราย ซึ่งนอกจากจะช่วยสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานกว่าปีละ 2 หมื่นล้านบาทเพื่อใช้ขยายเครือข่ายต่อเนื่องแล้ว ยังเป็นปัจจัยหลักที่ทำให้ผลการดำเนินงานขยายตัวต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ย 24% ต่อปีในช่วง 2545-46 นโยบายเชิงรุกนี้ยังทำให้ ADVANC สามารถช่วงชิงตลาดก่อนที่คู่แข่งรายใหม่ (TA Orange) และรายอื่นๆ ในอนาคตพร้อมที่จะลงสนามแข่งขันเต็มรูปแบบ โดยฐานสมาชิกที่เพิ่มอย่างก้าวกระโดดจะทำให้ ADVANC คงความเป็นผู้นำในธุรกิจแม้ภายหลังตลาดเปิดเสรี และทำให้มีต้นทุน/หน่วยลดลงจนสามารถแข่งขันด้านราคาได้อย่างมีกำไร

มาร์จิ้นลดลงสู่ระดับปกติ แต่ฐานรายได้ และกำไรกว้างขึ้น การแข่งขันระหว่าง 2 ค่ายยักษ์ใหญ่ และความพยายามในการช่วงชิงตลาดก่อนคู่แข่งรายใหม่แข็งแกร่งทำให้ ADVANC ขยายฐานสมาชิกประเภท prepaid ซึ่งมีรายได้/เดือน/เลขหมาย (ARPU) ต่ำ แต่ได้รวมอยู่ในประมาณการแล้วโดยคาดว่าค่า air time/เดือน มีแนวโน้มลดลงเฉลี่ย 8% ต่อปี เป็น 688 บาท/เลขหมายในปี 2546 อย่างไรก็ตาม ฐานสมาชิกที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 83% yoy ในปีนี้ และ 23% yoy ในปีหน้าจะทำให้รายได้ และกำไรสุทธิในช่วง 2545-46 ขยายตัวในอัตราเฉลี่ย 27% และ 24% ต่อปี ตามลำดับ อัตราการขยายตัวดังกล่าวยังเป็นเกณฑ์ที่สูงเมื่อเทียบกับฐานที่ขยายใหญ่ขึ้น และเทียบกับอีกหลายธุรกิจในตลาดฯ

การเปิดเสรีใกล้เข้ามา & เป็นผลดีต่อ Blue chips ที่ราคาต่ำ เช่น ADVANC เงื่อนไขเวลาที่ TOT และ CAT ต้องเร่งเข้าตลาดฯ ตามแผน และไทยต้องเปิดเสรีตามข้อตกลง WTO ทำให้การเปิดเสรีใกล้เข้ามาทุกขณะ โดยเราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญในปลายปีนี้เป็นต้นไป และจะเป็นผลดีต่อการแปรสภาพซึ่งจะช่วยประหยัดกระแสเงินสดให้ผู้ประกอบการ เช่น ADVANC ยิ่งกว่านั้น บรรยากาศที่ชัดเจนขึ้นจะทำให้นักลงทุนกลับเข้ามาสนใจหุ้นกลุ่มสื่อสาร โดยเฉพาะอย่างยิ่งหุ้น Blue chips เช่น ADVANC ซึ่งจะช่วยผลักดันราคาให้ปรับขึ้นไปสะท้อนมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานที่ 50 บาท

เป็น pure play ที่เด่นที่สุด และเป็นสินทรัพย์ที่ดีที่สุดของ SHIN ADVANC เป็นผู้นำในธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีอัตราการขยายตัวสูงสุดในกลุ่มสื่อสาร และยังเป็นสินทรัพย์ที่ดีที่สุดในกลุ่ม SHIN (ที่ยังขาดทุนในหลายธุรกิจ) เราจึงแนะนำให้นักลงทุนซื้อ ADVANC เพื่อการลงทุนในระยะยาว ส่วนนักลงทุนที่มี SHIN อาจเปลี่ยนมาซื้อ ADVANC โดยตรงเพื่อการลงทุนในระยะยาวเช่นกัน

หมวด	สื่อสาร
SET	390.78
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	2,935
ราคาพาร์ (บาท)	1
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	117,458
พีเอฟ (%)	18
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	0.95
การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ	
(%)	3M 6M 12M
เทียบกลุ่ม	+4 +4 -2
เทียบ SET	-13 -25 -40



ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
กำไรสุทธิ	3,851	9,463	12,513
Norm NP	8,116	9,463	12,513
Norm Eps	2.7	3.2	4.3
BV (บาท)	13.9	16.6	19.6
Norm PER (เท่า)	14.4	12.2	9.1
Div.yield (%)	3.3	4.4	4.6
P/BV (เท่า)	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA (เท่า)	6.5	4.7	3.8
ราคาเป้าหมาย (บาท)	50		

ลักษณะธุรกิจ

ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่โดยมีส่วแบ่งสูงสุดราว 65%

สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. บมจ. ซิน คอร์ปอเรชั่น	43.06
2. Singtel Strategic Investments Pte Ltd.	19.35
3. HSBC (Singapore) Nominees Pte Ltd.	2.51

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F	FY47F
รายได้จากการขาย & บริการ	36,959	59,257	75,709	94,863	106,841
รายได้อื่น	598	1,092	1,800	1,000	500
ต้นทุนขาย & บริการ	(22,413)	(35,243)	(45,356)	(55,221)	(61,957)
กำไรขั้นต้น	14,546	24,014	30,353	39,642	44,884
ค่าใช้จ่ายการขาย & บริหาร	(5,704)	(9,589)	(14,136)	(18,973)	(23,540)
กำไรจากการดำเนินงาน	8,843	14,426	16,217	20,669	21,344
ดอกเบี้ยจ่าย-สุทธิ	(349)	(1,184)	(2,210)	(1,149)	(376)
รายการพิเศษ/Fx	1,792	(4,265)	-	-	-
กำไรก่อนภาษี	10,882	14,331	15,008	19,846	21,034
ภาษีเงินได้	(4,283)	(6,238)	(5,253)	(6,946)	(7,362)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(0)	23	(293)	(387)	(410)
กำไรสุทธิ	6,599	3,851	9,463	12,513	13,262
Norm กำไรสุทธิ	4,807	8,116	9,463	12,513	13,262

งบดุล (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F	FY47F
เงินสด & เงินฝาก	12,366	15,372	30,714	33,550	38,118
A/R & สินทรัพย์หมุนเวียน	9,586	15,696	11,259	12,644	13,511
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	21,952	31,068	41,973	46,194	51,628
ที่ดิน อาคาร	2,340	6,233	3,786	3,362	2,862
สินทรัพย์รวม	59,135	113,538	136,741	152,218	161,575
เงินกู้ระยะสั้น	4,646	12,723	2,259	2,359	-
A/P & หนี้สินหมุนเวียน	13,364	20,155	16,909	18,531	19,638
รวมหนี้สินหมุนเวียน	18,011	32,877	19,168	20,889	19,638
หนี้สินระยะยาว	9,085	33,918	34,417	32,059	27,000
รวมหนี้สิน	31,010	72,517	87,504	93,867	94,557
ส่วนของผู้ถือหุ้น	27,965	40,761	48,683	57,411	65,667
หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น	59,135	113,538	136,741	152,218	161,575

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F	FY47F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	13,264	19,190	27,362	24,544	26,550
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(11,731)	(29,392)	(28,733)	(22,685)	(16,580)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	7,142	13,208	16,712	977	(5,402)
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	8,675	3,006	15,342	2,836	4,568

อัตราส่วนทางการเงิน

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F	FY47F
สัดส่วนหนี้สิน (สุทธิ)/ทุน (เท่า)	0.3	1.0	0.3	0.2	Cash
Interest coverage (เท่า)	13.5	10.1	6.1	9.6	13.7
Gross margin (%)	39.4	40.5	40.1	41.8	42.0
Operating Margin (%)	23.9	24.3	21.4	21.8	20.0
Net margin (%)	13.0	13.7	12.5	13.2	12.4
EBITDA margin (%)	38.5	40.5	36.0	35.0	32.7
ROE (%)	26.8	11.2	21.2	23.6	21.6
ROA (%)	13.3	4.5	7.6	8.7	8.5

สมมติฐานหลัก

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F	FY47F
ฐานสมาชิก (พันราย)	1,977	4,813	8,813	10,813	12,813
สมาชิกใหม่ (พันราย)	747	2,836	4,000	2,000	2,000
Avg. airtime rev/mth/sub (บาท)	798	804	724	688	667

ได้ประโยชน์จาก TAC พื้นตัว

- ~ ได้ประโยชน์จาก TAC พื้นตัว และทดแทนรายได้จาก RTS ที่จะหมดลง
- ~ สมาชิกใหม่ของ TAC ขยายตัวก้าวกระโดด คาดฐานสมาชิกเพิ่ม 73% ปีนี้
- ~ การเปิดเสรีน่าจะเป็นผลดีต่อโครงสร้างต้นทุนของ TAC
- ~ ราคายังต่ำกว่ามูลค่าที่น่าจะเป็น เป้าหมายแรกคือ 23 บาท

ได้ประโยชน์จาก TAC พื้นตัว และทดแทนรายได้จาก RTS ที่จะหมดลง UCOM ถือหุ้น TAC ในสัดส่วน 41.6% และน่าจะได้ประโยชน์จากผลการดำเนินงานที่พื้นตัวของ TAC หลังจากที่ TAC ขยายสมาชิกใหม่เชิงรุกในปีที่ผ่านมา ซึ่งน่าจะแปรเปลี่ยนเป็นรายได้ และกำไรในปีนี้เป็นต้นไป ผลการดำเนินงานที่พื้นตัวของ TAC น่าจะสามารถชดเชยกับรายได้จากโครงการโทรศัพท์สาธารณะ (RTS) ของ UCOM ที่จะทยอยริบหรี่หมดใน 2Q45 นี้ และจะทำให้ผลการดำเนินงานในปีนี้ของ UCOM ทรงตัวจากปีที่แล้ว ก่อนที่จะปรับขึ้นไปในปีหน้าจากกำไรที่ขยายตัวของ TAC

สมาชิกใหม่ของ TAC ขยายตัวก้าวกระโดด คาดฐานสมาชิกเพิ่ม 73% ปีนี้ TAC เริ่มขยายฐานลูกค้าเชิงรุกตั้งแต่ปีที่ผ่านมา และจำนวนเลขหมายใหม่เพิ่มมากขึ้นต่อเนื่อง นอกจากนี้ การปลดล็อกครัทส์ IMEI ของ TAC ในต้นเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา ทำให้สมาชิกใหม่ของ TAC ในเดือน เม.ย. และ พ.ค. เพิ่มขึ้นมาก โดยเดือนล่าสุดทำสถิติสูงสุดถึง 4.02 แสนราย และทำให้ฐานสมาชิกเพิ่มขึ้น 104% yoy เป็น 3.91 ล้านราย นโยบายของ TAC ซึ่งคล้ายคลึงกับของ ADVANC คือขยายฐานสมาชิกเชิงรุก แม้จะทำให้ ARPU ลดลง แต่ฐานรายได้ที่เพิ่มมากขึ้นนี้จะยังคงทำให้รายได้ และกำไรในช่วง 2545-47 ขยายตัวในอัตราเฉลี่ยปีละ 24% และ 21% ตามลำดับ ซึ่งยังเป็นอัตราที่สูงเมื่อเทียบกับฐานรายได้ที่กว้างขึ้น และเมื่อเทียบกับอีกหลายธุรกิจในตลาดฯ

การเปิดเสรีน่าจะเป็นผลดีต่อโครงสร้างต้นทุนของ TAC ปัจจุบัน TAC ยังเสียเปรียบ ADVANC ในด้านต้นทุนการให้บริการ เพราะนอกจากส่วนแบ่งรายได้ที่ต้องจ่ายให้ CAT แล้ว TAC ยังต้องจ่ายค่า access charge ในอัตราคงที่ 200 บาท/เลขหมาย/เดือน (สำหรับระบบปกติ) ให้กับ TOT ในขณะที่ ADVANC จ่ายค่าเช่าวงจรให้ TOT ตามปริมาณ traffic ที่ใช้จริง ยิ่งกว่านั้น การขยายฐานสมาชิกของ TAC ทำให้ TAC ต้องจ่ายค่า access charge เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ในขณะที่ ADVANC สามารถประหยัดค่าเช่าวงจรหลังจากขยายเครือข่ายต่อเนื่องไคลดช่วงที่ผ่านมา เราเชื่อว่าโครงสร้างต้นทุนนี้ไม่เหมาะสม และขัดกับกฎหมายใหม่ และน่าจะเปลี่ยนแปลงไปในทางที่จะเป็นประโยชน์กับ TAC เมื่อตลาดเปิดเสรี โดยเราคาดว่าจะเห็นความคืบหน้าของประเด็นดังกล่าวชัดเจนขึ้นหลังการจัดตั้ง กทช. ในราวปลายปีนี้-ต้นปีหน้า

ราคายังต่ำกว่ามูลค่าที่น่าจะเป็น เป้าหมายแรกคือ 23 บาท เราได้ประเมิน NAV/หุ้นของ UCOM ไว้ที่ 32.9 บาท โดยอิง NPV/หุ้นของ TAC ที่ 2.21 เหรียญสหรัฐฯ และเพื่อสะท้อนความเสี่ยงในระยะสั้น-ปานกลางจากความไม่แน่นอนในการเปิดเสรี และความเสี่ยงจากธุรกิจหลักของ UCOM ที่อาจทรงตัว เราได้กำหนดเป้าหมายเบื้องต้นไว้ที่ 23 บาท (ใช้ส่วนลด 30% เพื่อสะท้อนความเสี่ยง) แต่ผลการดำเนินงานใน 2Q45 อาจอ่อนตัวเมื่อเทียบกับ 2Q44 เพราะรายได้จาก RTS กำลังจะหมดลง และน่าจะเป็นโอกาสให้ทยอยสะสมหุ้นเพื่อการลงทุนในระยะยาว

ทยอยซื้อ

18.20 บาท

หมวด	สื่อสาร
SET	390.78
ทุนเรียกชำระ (ล้านบาท)	4,347
ราคาพาร์ (บาท)	10
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	8,306
ฟรีโฟลท (%)	16
เฉลี่ยซื้อขาย/วัน (ล้านหุ้น)	1

การเคลื่อนไหวราคาเชิงเปรียบเทียบ

(%)	3M	6M	12M
เทียบกลุ่ม	+0.2	+14	+28
เทียบ SET	-17	-18	-21

CHART PRICE



ข้อมูลสำคัญ (ล้านบาท)

สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
กำไรสุทธิ	1,650	1,588	1,646
Norm กำไรสุทธิ	1,511	1,588	1,646
Norm Eps (บาท)	3.4	3.6	3.8
BV (บาท)	15.6	19.3	23.1
Norm PER (เท่า)	5.4	5.1	4.8
P/BV (เท่า)	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA (เท่า)	5.0	4.5	3.7
ราคาเป้าหมาย (บาท)	23		

ลักษณะธุรกิจ

จำหน่ายอุปกรณ์ระบบโทรคมนาคม โทรศัพท์เคลื่อนที่ และให้บริการ
โทรศัพท์เคลื่อนที่ผ่านการถือหุ้น TAC ในสัดส่วน 41.6%

สัดส่วนผู้ถือหุ้น (%)

1. Citibank Nominees Singapore Pte Ltd.	24.85
2. นายบุญชัย เบญจรงค์กุล	12.37
3. นายวิชัย เบญจรงค์กุล	8.92

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
รายได้จากการขาย & บริการ	7,002	7,387	16,627	13,210	14,752
รายได้อื่น	78	107	53	100	100
ต้นทุนขาย & บริการ	(5,420)	(5,646)	(13,828)	(11,473)	(13,236)
กำไรขั้นต้น	1,582	1,741	2,799	1,737	1,516
ค่าใช้จ่ายการขาย & บริหาร	(1,603)	(1,842)	(1,297)	(925)	(1,033)
กำไรจากการดำเนินงาน	(21)	(101)	1,502	813	483
ดอกเบี้ยจ่าย-สุทธิ	(1,581)	(1,071)	(700)	(180)	201
รายการพิเศษ/Fx	(2,663)	2,268	139	-	-
กำไรก่อนภาษี	(5,922)	475	1,756	1,743	2,021
ภาษีเงินได้	(3)	(50)	(107)	(152)	(371)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	14	35	(4)	(4)	(4)
กำไรสุทธิ	(5,911)	460	1,650	1,588	1,646
Norm กำไรสุทธิ	(3,248)	(1,808)	1,511	1,588	1,646

งบดุล (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
เงินสด & เงินฝาก	1,165	1,809	1,838	3,252	4,743
A/R & สินทรัพย์หมุนเวียน	6,553	6,084	4,954	5,551	5,924
รวมสินทรัพย์หมุนเวียน	7,718	7,894	6,792	8,803	10,668
ที่ดิน อาคาร	1,723	2,047	1,938	1,368	950
สินทรัพย์รวม	26,187	20,727	20,018	21,459	22,906
เงินกู้ระยะสั้น	1,141	144	295	463	7,370
A/P & หนี้สินหมุนเวียน	4,424	5,476	4,714	4,968	5,115
รวมหนี้สินหมุนเวียน	5,565	5,621	5,009	5,432	12,485
หนี้สินระยะยาว	16,490	9,527	7,828	7,254	-
รวมหนี้สิน	22,393	15,424	13,108	12,962	12,762
ส่วนของผู้ถือหุ้น	3,665	5,209	6,812	8,400	10,046
หนี้สิน และส่วนของผู้ถือหุ้น	26,187	20,727	20,018	21,459	22,906

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44F	FY45F	FY46F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน	183	536	1,981	2,143	2,161
กระแสเงินสดจากกิจกรรมลงทุน	(1,190)	9,377	(380)	(323)	(323)
กระแสเงินสดจากกิจกรรมหาเงิน	(5,438)	(9,269)	(1,572)	(406)	(347)
เงินสดเพิ่มขึ้น (ลดลง)	(6,444)	644	29	1,414	1,491

อัตราส่วนทางการเงิน

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
สัดส่วนหนี้สิน (สุทธิ)/ทุน (เท่า)	4.5	1.5	0.9	0.5	0.3
Interest coverage (เท่า)	-1.2	-0.4	3.2	5.5	12.3
Gross margin (%)	22.6%	23.6%	16.8%	13.2%	10.3%
Operating Margin (%)	-0.3%	-1.4%	9.0%	6.2%	3.3%
Net margin (%)	-90.1%	3.0%	9.8%	11.9%	11.1%
EBITDA margin (%)	-19.2%	0.6%	17.2%	20.9%	19.6%
ROE (%)	-84.4%	-40.8%	25.1%	20.9%	17.8%
ROA (%)	-10.6%	1.8%	8.1%	7.7%	7.4%

สมมติฐานหลัก

FY: ปี 31 ธ.ค.	FY42A	FY43A	FY44A	FY45F	FY46F
ฐานสมาชิกของ TAC (พันราย)	1,074	1,403	2,738	4,738	6,238
สมาชิกใหม่ของ TAC (พันราย)	137	329	1,334	2,000	1,500
รายได้จากธุรกิจหลักของ UCOM					
- จำหน่ายอุปกรณ์ระบบโทรคมนาคม	3,491	2,926	9,554	4,000	3,500
- จำหน่ายโทรศัพท์เคลื่อนที่	2,690	3,337	5,586	6,983	8,379
- บริการ UH, UBT	705	1,027	1,629	2,228	2,873

บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย เอ็มโร เอเชีย

ชั้น 3/1 อาคารสารคดีสีทาวเวอร์ เลขที่ 175 ถนนสาทรใต้, กรุงเทพมหานคร 10120

โทรศัพท์: 0-2285-1666, 0-2679-6888 โทรสาร: 0-2285-1900-1

สำนักงานสาขา พลับพลาไชย ชั้น 1 อาคารบริษัทสินบัวหลวงจำกัด อาคาร 2 เลขที่ 9/1 ถนนเสือป่า เขตป้อมปราบฯ กทม. 10100 โทรศัพท์: 0-2623-1520-7 โทรสาร: 0-2623-1539	สำนักงานสาขา สุขุมวิท 39 เลขที่ 18/4-5 ถนนสุขุมวิท 39 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กทม. 10110 โทรศัพท์: 0-2662-7889, 0-2261-6233 โทรสาร: 0-2662-7902
สำนักงานสาขา รอยัลซิติ์อเวนิว เลขที่ 23/129 ซอยศูนย์วิจัย ถนนพระรามเก้า กทม. 10320 โทรศัพท์: 0-2203-0011-22 โทรสาร: 0-2203-0010	สำนักงานสาขา เอ็มโพเรียม ชั้น 10/4 อาคารเอ็มโพเรียมทาวเวอร์ เลขที่ 622 สุขุมวิท 24 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กทม. 10110 โทรศัพท์: 0-2664-8999 โทรสาร: 0-2664-9799
สำนักงานสาขา ดีโอลด์สยาม พลาซ่า ชั้น 2 ศูนย์การค้าดีโอลด์สยาม เลขที่ 4/2-5 ถนนบูรพา แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร กทม. 10120 โทรศัพท์: 0-2623-9577 โทรสาร: 0-2623-9566	สำนักงานสาขา สีสลม ชั้น 21 อาคารซีทีทาวเวอร์ เลขที่ 313 ถนนสีลม เขตบางรัก กทม. 10500 โทรศัพท์: 0-2638-3200 โทรสาร: 0-2638-3188
สำนักงานสาขา งามวงศ์วาน ห้องเลขที่ 12/1 ชั้น 12 ศูนย์การค้าเดอะมอลล์งามวงศ์วาน เลขที่ 30/39-50 ถ.งามวงศ์วาน ต.บางเขน อ.เมือง จ.นนทบุรี 11000 โทรศัพท์: 0-2550-0955 โทรสาร: 0-2550-0966	สำนักงานสาขา จันทบุรี ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานนท์ท่าแฉลบ เลขที่ 197 ถ.ท่าแฉลบ อ.เมือง จันทบุรี 22000 โทรศัพท์: (039) 322-135-49 โทรสาร: (039) 321-356
สำนักงานสาขา ศรีราชา ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ เลขที่ 98 ถ.สุขุมวิท อ.ศรีราชา ชลบุรี 20110 โทรศัพท์: (038) 322-741-44 โทรสาร: (038) 322-745	สำนักงานสาขา พัทยา อาคารศูนย์การค้าพัทยาศาบาซาร์ 265/23-26 ม.9 ถ.พัทยาสาย 2 หนองปรือ บางละมุง ชลบุรี 20260 โทรศัพท์: (038) 412-400-11 โทรสาร: (038) 419-014
สำนักงานสาขา เชียงราย ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาห้าแยกพ่อนเมืองราย เลขที่ 866/18 ถ.ทางหลวงหมายเลข 1 อ.เมือง เชียงราย 57000 โทรศัพท์: (053) 742-846-55 โทรสาร: (053) 742-845	สำนักงานสาขา เชียงใหม่ เลขที่ 164/44-45 ถ.ช้างคลาน อ.เมือง เชียงใหม่ 50000 โทรศัพท์: (053) 273-716-20 โทรสาร: (053) 273-714
สำนักงานสาขา ตราด เลขที่ 86/7-8 ถ.สุขุมวิท ต.วังกระแจะ อ.เมือง ตราด 23000 โทรศัพท์: (039) 532-267-8 โทรสาร: (039) 532-685	สำนักงานสาขา พิษณุโลก ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาพิษณุโลก เลขที่ 262/24 ถ.บรมไตรโลกนารถ อ.เมือง พิษณุโลก 65000 โทรศัพท์: (055) 217-833-50 โทรสาร: (055) 217-851
สำนักงานสาขา ลำปาง ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานอนฉัตรไชย เลขที่ 341/3 ถ.บุญญาวาส (ฉัตรไชย) อ.เมือง ลำปาง 52100 โทรศัพท์: (054) 323-935 โทรสาร: (054) 323-934	สำนักงานสาขา อุดรธานี ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาโพธิ์ศรี เลขที่ 227 ถ.โพธิ์ศรี อ.เมือง อุดรธานี 41000 โทรศัพท์: (042) 326-992 โทรสาร: (042) 326-995
สำนักงานสาขา ขอนแก่น ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหน้าเมือง เลขที่ 680/12 ถ.หน้าเมือง อ.เมือง ขอนแก่น 40000 โทรศัพท์: (043) 322-101-19 โทรสาร: (043) 322-120	สำนักงานสาขา นครสวรรค์ ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานครสวรรค์ เลขที่ 154/1 ถ.สวรรควิถิต ต.ปากน้ำโพ อ.เมือง นครสวรรค์ 60000 โทรศัพท์: (056) 312-412 โทรสาร: (056) 312-420
สำนักงานสาขา สุราษฎร์ธานี ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานนชนเกษม เลขที่ 337/20 ถ.ชนเกษม อ.เมือง สุราษฎร์ธานี 84000 โทรศัพท์: (077) 283-631-3 โทรสาร: (077) 216-511	สำนักงานสาขา หาดใหญ่ ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหาดใหญ่ เลขที่ 39 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 2 อ.หาดใหญ่ สงขลา 90110 โทรศัพท์: (074) 352-300, 262-000 โทรสาร: (074) 262-009
สำนักงานสาขา เบตง ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาเบตง เลขที่ 15 ถ.สฤตดิเดช ต.เบตง อ.เบตง จ.ยะลา โทรศัพท์: (073) 245-992 โทรสาร: (073) 245-990-1	

เอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ของบริษัทต่าง ๆ มาประกอบ และได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์เอกสารฉบับนี้ ได้พยายามยึด มาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ ทั้งทางด้านปัจจัยพื้นฐานและทางเทคนิค มาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้งัดตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะเหล่านี้เป็น ข้อคิดเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ของ บมจ.หลักทรัพย์เอเชีย เอ็มโร เอเชีย ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป