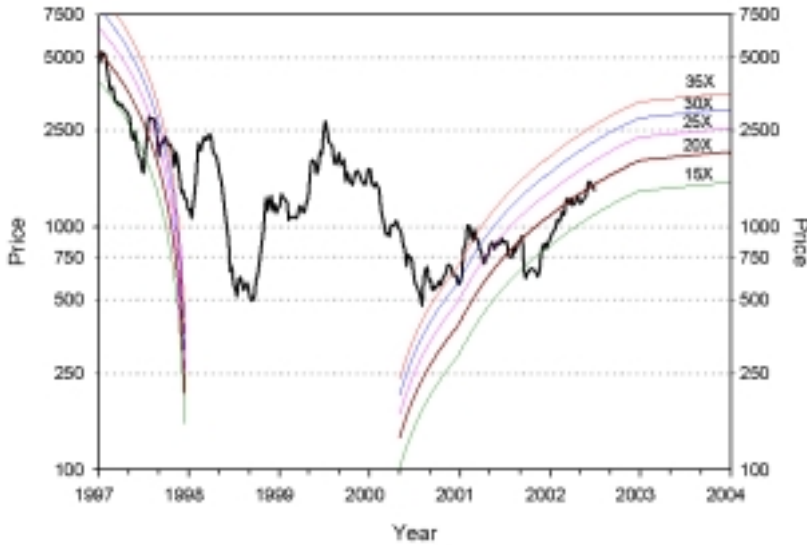


Finance PER Band
FINANCE (PER)



น้ำหนักการลงทุน

มากกว่าตลาด

SET Index	401.10
Sector Index	1,455.38
มูลค่าตลาด (%)	4.82

แรงกดดันธุรกิจเงินทุนลดลง ดอกเบี้ยต่ำกระตุ้นการใช้จ่ายซึ่งก่อให้เกิดความต้องการสินเชื่อเพื่อการบริโภคอย่างมาก เช่น ซื้อบ้าน และซื้อรถยนต์ ส่งผลให้บริษัทเงินทุนเกือบทุกแห่งเริ่มมีอัตราการขยายตัวทางด้านสินเชื่อ ขณะที่ภาระการตั้งสำรองฯ ลดน้อยลง หลังสามารถกันสำรองฯ ตามเกณฑ์ของ ธปท. แม้จะต้องตั้งสำรองฯ เพิ่มเติมจากลูกหนี้ไหลกลับ และรองรับการปล่อยสินเชื่อรายใหม่ก็ตาม แต่ก็ทำให้เริ่มเห็นโอกาสการทำกำไรบ้างในปีนี้ ขณะที่ไม่ต้องกังวลเรื่องการเพิ่มทุน เพราะยังมี CAR ที่เกิน 15%

กำไรปี 2545 เติบโต 44% ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโบรกเกอร์ นอกจากการกลับมาใช้ค่าธรรมเนียมหน้าคองที่ควบคู่กับการควบคุมค่าใช้จ่ายแล้ว มูลค่าซื้อขายของตลาดที่สูงเกินกว่าวันละ 10 พันล้านบาทซึ่งเกินคาดหมาย ทำให้ธุรกิจนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์กลับมามีกำไรอย่างก้าวกระโดด และผลักดันให้กำไรสุทธิของกลุ่ม FIN&SEC ปีนี้เติบโตถึง 70% ขณะที่ราคาหุ้นของกลุ่มซื้อขายที่ PER ประมาณ 15 เท่า ซึ่งต่ำกว่าที่เคยซื้อขายกันเกินกว่า 20 เท่าในอดีต

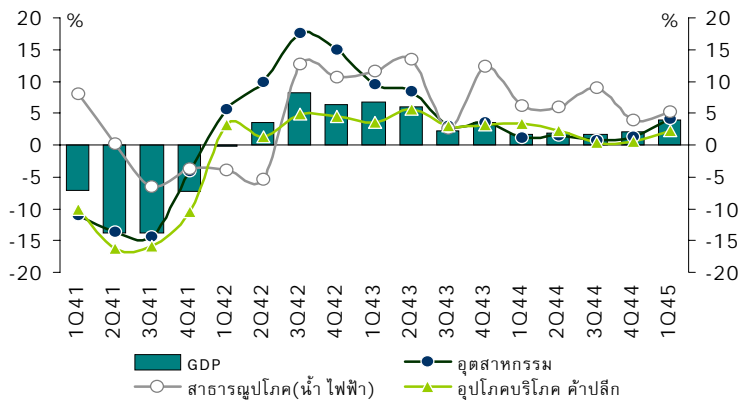
คาด SETFIN มีเป้าหมายที่ 1,800 จุด ในระยะเวลาการลงทุน 6-12 เดือนข้างหน้า คาดว่าราคาหุ้นของ SETFIN จะกลับขึ้นไปซื้อขายที่ PER ประมาณ 20 เท่า ซึ่งทำให้ราคาหุ้นในกลุ่มน่าจะจะมีโอกาสปรับตัวขึ้นไปประมาณ 25% หรือมี SETFIN ที่ 1,800 จุด ฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักการลงทุนในกลุ่ม FIN&SEC มากกว่าตลาด หุ้นแนะนำได้แก่ CNS, ZMICO, KGI, KK,NFS, SICCO และ TISCO

ยังมีความเสี่ยงจาก Share Dilution ผลกระทบจากหุ้นเพิ่มทุน (รวม warrants) ทำให้มีหุ้นใหม่เกิดขึ้นมากในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งจะเป็นอุปสรรคต่อราคาหุ้น ทั้งนี้เรียงลำดับจากที่มีความเสี่ยงมากไปน้อย คือ ASL, US และ KK

2H45 ยังเติบโตจากธุรกิจโบรกเกอร์ และสินเชื่อรายย่อย

ภาพรวมเศรษฐกิจฟื้นตัวจากการบริโภคส่วนบุคคล ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนในหลายกลุ่มมีการปรับตัวดีขึ้นนับแต่ 4Q44 และต่อเนื่องใน 1Q45 (ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนส่ง และวัสดุก่อสร้าง) คาดว่ามาจาก 2 ปัจจัยหลักคือ 1) การใช้จ่ายของภาคครัวเรือน เห็นได้จากการเติบโตของยอดขายบ้าน (บ้านเดี่ยวระดับกลางถึงบน) และรถยนต์ เพราะอัตราดอกเบี้ยในตลาด ฯ ที่อยู่ในระดับต่ำมากจนไม่จูงใจต่อการออม และ 2) นโยบายขาดดุลของภาครัฐ เพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายของภาคเอกชน ล้วนเป็นปัจจัยที่กระตุ้นให้เห็นการเจริญเติบโตเศรษฐกิจของประเทศ (GNP Growth) ใน 1Q45 ที่มีอัตราการเติบโตถึง 2.6% ดีกว่าหลายไตรมาสก่อนหน้า

GDP Growth และการเติบโตรายอุตสาหกรรม



ภาคครัวเรือนกระตุ้นให้เกิดความต้องการสินเชื่อรายย่อย การเติบโตของสินเชื่อเพื่อการซื้อบ้าน และรถยนต์ นับว่าเป็นผลดีต่อการเติบโตของบริษัทเงินทุน ซึ่งหันมาให้บริการธุรกิจนี้มากขึ้น สำหรับธนาคารพาณิชย์แม้ยังมีได้ทำธุรกิจตรงนี้โดยตรง แต่ได้ลงทุนผ่านบริษัทย่อย อย่างไรก็ตาม ความต้องการสินเชื่อรายย่อยทั้งสองนี้รวมกันยังมีมูลค่าน้อยมาก เมื่อเทียบกับสินเชื่อรวมของทั้งระบบ และมีอาจจะดูซับซ้อนสภาพคล่องส่วนเกินในระบบที่มีสูงถึง 7 แสนล้านบาทได้ การเติบโตของสินเชื่อรายย่อยจึงเป็นเพียงจุดเริ่มต้น และเป็นตัวจักรหนึ่งเท่านั้นที่จะกระตุ้นให้เศรษฐกิจเดินหน้า การฟื้นตัวเศรษฐกิจมีอาจยั่งยืนได้ หากภาคธุรกิจอื่น ๆ ไม่สามารถขับเคลื่อนต่อไป

แรงกดดันต่อธุรกิจเงินนุญน้อยลง

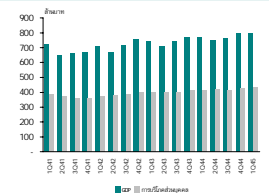
สินเชื่อรายย่อยเริ่มกระเตื้อง นับจาก 2Q45 เป็นต้นไปคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของธุรกิจเงินนุญในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป โดยอัตราการเติบโตของสินเชื่อจะเป็นบวกแม้เป็นตัวเลขหลักเดียวก็ตาม ทั้งนี้เพราะฐานสินเชื่อที่เริ่มทรงตัวในปี 2544 หลังจากที่หดตัวอย่างมากในช่วง 2541-43 โดยหากพิจารณาบริษัทเงินทุนฯ ที่จดทะเบียน 9 แห่ง (ACL, AIFT, AITCO, BC, BFIT, KK, NFS, SICCO และ TISCO) พบว่ายอดสินเชื่อสุทธิลดลงถึง 25% ในช่วงดังกล่าว อันเป็นผลจากที่ ธปท. อนุญาตให้ตัดบัญชีหนี้สูญ NPLs ที่ตั้งสำรองฯ ครบ 100% การลดขนาดของสินทรัพย์เสี่ยงลงนี้ช่วยทำให้สามารถดำรงอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) ได้เกินมาตรฐานของ BIS

การเติบโตกระจุกตัวอยู่ในสินเชื่อรายย่อย ความต้องการสินเชื่อรายย่อยที่เติบโตมากในช่วง 1-2 ปีที่ผ่านมาคือสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และ สินเชื่อส่วนบุคคล แต่สินเชื่อหลังยังมีสัดส่วนที่น้อยมาก อย่างไรก็ตามปัจจุบันสัดส่วนสินเชื่อรายย่อยของบริษัทเงินทุนได้ปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับเกือบ 50% ของพอร์ตสินเชื่อรวม เทียบกับที่เคยมีสัดส่วนเพียง 10-20% ในช่วงก่อนเกิดวิกฤต ทั้งนี้เป็นเพราะฐานสินเชื่อธุรกิจ ที่ยังมีแนวโน้มหดตัวต่อเนื่อง นอกจากความต้องการสินเชื่อธุรกิจที่ลด

GDP ที่กระเตื้องขึ้นมาก เกิดจากการใช้จ่ายของภาคครัวเรือนและการใช้จ่ายภาครัฐบาล

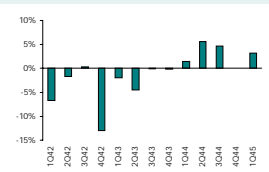
สินเชื่อรายย่อยมีส่วนสนับสนุนการบริโภคครัวเรือน

การใช้จ่ายครัวเรือน เทียบกับ GDP (ณ ราคาคงที่)



คาดว่าจะเห็นการเติบโตของสินเชื่อทุกไตรมาสข้างหน้า

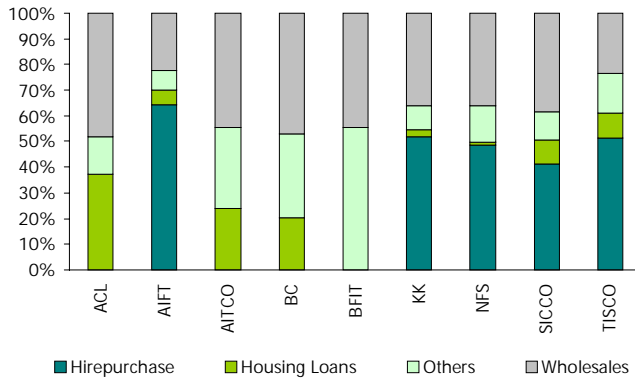
อัตราการขยายตัวสินเชื่อเทียบไตรมาสก่อนหน้า



การเติบโตของธุรกิจเงินนุญ มาจากสินเชื่อรายย่อยเป็นหลัก

น้อยลงแล้ว นโยบายการปล่อยสินเชื่อของบริษัทเงินทุนก็มีความระมัดระวังมากขึ้น ในขณะที่เดียวกันกลับหันมาให้ความสนใจกับการปล่อยสินเชื่อรายย่อยแทน

สัดส่วนสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ต่อสินเชื่อรวม 1Q45



ที่มา: หมายเหตุประกอบงบการเงิน และจากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร

ด้วยเหตุนี้ทำให้กลยุทธ์การทำธุรกิจของบริษัทเงินทุนโดยส่วนใหญ่ในระยะหลัง มีความชัดเจนมากขึ้น เช่นกลุ่มแรกคือ NFS, TISCO, SICCO และ AIFT ได้หันมาทำธุรกิจสินเชื่อรายย่อยเป็นหลัก โดยเฉพาะ NFS ให้บริการเช่าซื้อรถยนต์ทั้ง 100% หลังจากปีที่ผ่านมาได้ออนลูกค้าธุรกิจส่วนตัวที่ดีไปให้ NBANK และโอน NPLs ไปให้ NFS AMC แล้ว และปัจจุบันได้กลายเป็นผู้นำตลาด และคาดว่าส่วนแบ่งสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ในตลาดรถยนต์ใหม่สูงถึง 20% แซงหน้าผู้ประกอบการเดิม เช่น SPL, GE และ Toyota motor โดยใช้ความได้เปรียบที่มีต้นทุนทางการเงินที่ต่ำกว่า เพราะสามารถระดมทุนจากเงินฝากจากประชาชนในอัตราที่ต่ำเพียง 2.5% ขณะที่บริษัทคู่แข่งมีต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่า 1 เท่าตัว เพราะต้องระดมทุนด้วยการกู้ยืม

AIFT เป็นอีกบริษัทที่หันมาทำธุรกิจรายย่อยเต็มตัว หลังจากได้พันธมิตรคือ AIG Consumer Finance Group ได้เข้ามาถือหุ้นใหญ่ 94% โดยหันมาให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ สินเชื่อส่วนบุคคล และบัตรเครดิต ขณะเดียวกันค่อย ๆ ลดขนาดของสินเชื่อธุรกิจให้เหลือน้อยที่สุด

ขณะที่ **KK** กลับชะลอการทำธุรกิจรายย่อย เห็นได้จากพอร์ตสินเชื่อรายย่อย ซึ่งประกอบด้วยเงินกู้เพื่อซื้อรถยนต์และสินเชื่อที่อยู่อาศัยได้หดตัวลงจากสัดส่วน 55% ของพอร์ตสินเชื่อรวม ในปี 2540 เหลือเพียง 40% ในขณะนั้น โดยคาดว่าจะการทำธุรกิจนี้ก็เพียงเพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดเท่านั้น เห็นได้จากที่บริษัทให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์เฉพาะรถยนต์เก่าเท่านั้น และไม่มียุทธศาสตร์การแข่งขันการตัดราคาเหมือนกลุ่มที่กล่าวข้างต้น ในทางตรงกันข้ามกลับให้ความสนใจกับการเข้าไปซื้อลูกหนี้ที่มีปัญหาจากภายนอก (ทั้งสถาบันการเงินและมีใช้สถาบันการเงิน) มาบริหาร พร้อมกับมุ่งให้การสนับสนุนทางการเงินภายหลังการประนอมหนี้ ส่งผลให้พอร์ตสินเชื่อของ KK กลับมากระจุกตัวในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ในสัดส่วนสูงถึง 37.4% ส่วนทางกับทั้งระบบที่มีแนวโน้มลดลงมา 12.2% เป็นสินเชื่ออุตสาหกรรมและพาณิชย์ และอีก 6.8% เป็นธุรกิจสาธารณูปโภค

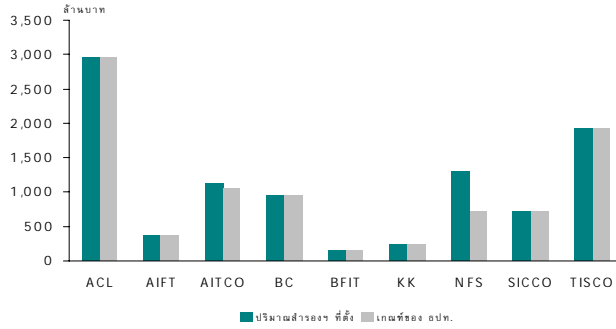
และ **ACL** มีความแตกต่างจากผู้ประกอบการรายอื่น เพราะไม่สนใจทำธุรกิจรายย่อยเลย ในขณะที่คาดว่าจะยังให้ความสำคัญกับทำธุรกิจในลักษณะ Wholesales จึงทำให้ฐานสินเชื่อส่วนใหญ่ยังกระจุกตัวอยู่ในกลุ่มสินเชื่อธุรกิจเช่นเดิม ปัจจุบันพอร์ตสินเชื่อของ ACL ยังมีแนวโน้มลดลงต่อเนื่องนับตั้งแต่เกิดวิกฤต โดยรวมขณะนี้ลดลงกว่า 50% นับจากปลายปี 2541 ทั้งนี้ ACL เคยยื่นขอใบอนุญาตประกอบธุรกิจธนาคารพาณิชย์แบบจำกัดขอบเขตธุรกิจ (Restricted Bank) เช่นเดียวกับที่ NBANK ได้ใบอนุญาตแล้ว อย่างไรก็ตามยังไม่ทราบความคืบหน้า และแผนการดำเนินงานที่แน่ชัด แต่คาดว่าแนวทางการทำธุรกิจน่าจะเป็นไปในทิศทางเดียวกับผู้ถือหุ้นใหญ่คือธนาคารโซซิเต ปารีส์ ซึ่งเป็นธนาคารพาณิชย์ฝรั่งเศส มีความชำนาญในการทำสินเชื่อธุรกิจ

NFS, TISCO, SICCO และ AIFT หันมาจับสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์เป็นหลัก

ตรงข้ามกับผู้ประกอบการรายอื่น KK กลับให้ความสนใจกับการซื้อลูกหนี้ NPLs จากสถาบันอื่น พร้อมให้การสนับสนุนสินเชื่อธุรกิจหลังประนอมหนี้

ACL ยังทำธุรกิจ Wholesales ทำให้สินเชื่อโดยรวมจึงยังหดตัว

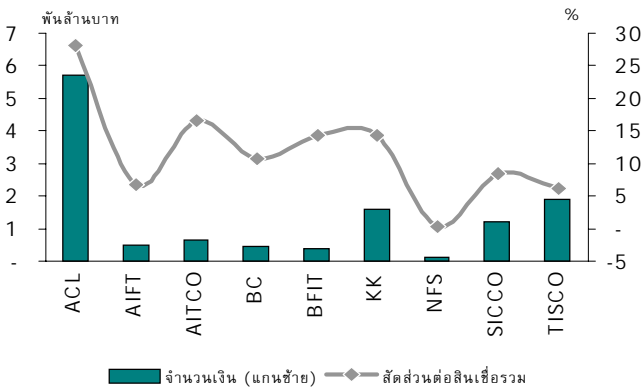
ปริมาณเงินกันสำรองเทียบกับเกณฑ์ของ ธปท. ณ 1Q45



สำรองใหม่ลดลง หากพิจารณาการตั้งสำรองหนี้ที่มีปัญหาโดยรวมเทียบกับเกณฑ์ของ ธปท. พบว่าอยู่ในระดับใกล้เคียงกัน แม้ลดลงจาก 1.2 เท่าในเดือนก่อน เป็นเพราะการปรับเพิ่มปริมาณสำรองหนี้ที่มีปัญหาของ BC ขึ้นจากเดิมกว่า 1 เท่าตัว แต่คาดว่าเป็นการปรับตัวเลขทางบัญชีเท่านั้น อย่างไรก็ตามในสภาพที่ลูกหนี้ที่มีปัญหาโดยรวมทั้งระบบยังฟื้นตัวเพียงบางกลุ่ม อาจทำให้ภาระการตั้งสำรองฯ ในแต่ละไตรมาสยังคงเกิดขึ้น แม้จำนวนจะลดน้อยลง จากลูกหนี้ที่มีปัญหาเดิมมีอาจชำระหนี้ตามแผนปรับโครงสร้างหนี้ (NPLs ไหลย้อนกลับ) และการตั้งสำรองฯ เพิ่มเติมตามการสัดส่วนการปล่อยสินเชื่อใหม่ที่เพิ่มสูงขึ้น อย่างไรก็ตามภาระค่าใช้จ่ายดังกล่าวอาจจะถูกหักล้างด้วยเงินสำรองฯ ที่โอนกลับ ในกรณีของลูกหนี้ที่มีปัญหาบางรายสามารถกลับมาชำระหนี้ได้ หลังจากที่ได้ตั้งสำรองฯ เต็มที่แล้วก่อนหน้านี้ ทำให้แรงกดดันด้านการตั้งสำรองฯ ลดน้อยลง

ปริมาณสำรองจริง เทียบกับเกณฑ์ของ ธปท. ใกล้เคียงกัน แม้การตั้งสำรองฯ เพิ่มเติมจากนี้ ยังมีความจำเป็น แต่ในปริมาณที่ลดน้อยลง

NPLs และสัดส่วนต่อสินเชื่อรวม ณ พ.ค. 2545



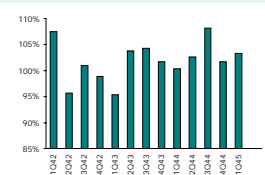
NPLs บริษัทเงินทุนเหลือเพียง 9.7% ของสินเชื่อรวม

พิจารณา NPLs ของบริษัทเงินทุนทั้งระบบลดลงจาก 3.0 แสนล้านบาทในช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ ลดลงเหลือ 13.65 พันล้านบาท ในเดือนเมษายนที่ผ่านมา หรือยอดคงค้างคิดเป็นเพียง 9.7% ของสินเชื่อรวม และคิดเป็น 3% ของ NPLs ของสถาบันการเงินทั้งระบบ นับว่าน้อยมาก

ดอกเบี้ยต่ำช่วยเพิ่มความสามารถในการชำระหนี้ และช่วยลดต้นทุนสถาบันการเงิน

ดอกเบี้ยยังเป็นปัจจัยบวก อัตราดอกเบี้ยที่ทรงตัวในระดับต่ำยังเป็นผลดีต่อสถาบันการเงินใน 2 ประเด็นคือ ลูกหนี้มีศักยภาพในการชำระหนี้ทั้งเงินต้น และดอกเบี้ย 2) ช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่าย เพราะอัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากที่อยู่ในระดับต่ำกว่า 1 เท่า การปรับลดดอกเบี้ยลงในอัตราเท่ากันทุก 1% จะช่วยลดภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เป็นตัวเงิน มากกว่าการลดลงของดอกเบี้ยรับจากสินเชื่อ

อัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก ประชาชน



เป็นที่สังเกตว่าแม้ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยในประเทศปรับตัวลดลงใน 4 ปี ที่ผ่านมา แต่ NIMs กลับมีลักษณะการแกว่งตัวสูง แม้สามารถยืนเหนือ 3% ในช่วง 2 ปีหลังก็ตาม ทั้งนี้เพราะดอกเบี้ยรับเฉลี่ยมีอัตราลดลงเร็วกว่าดอกเบี้ยจ่าย อันเป็นผลจากการประนอมหนี้ เจ้าหนี้มักจะกำหนดดอกเบี้ยจ่ายในปีต้น ๆ ในระดับต่ำเพื่อช่วยให้ลูกหนี้มีความสามารถชำระหนี้ อย่างไรก็ตามบริษัทที่เน้นทำสินเชื่อรายย่อยจะสามารถรักษา NIMs ในระดับที่สูงเกินกว่าค่าเฉลี่ย และโดยรวมแล้วก็ยังมีกำไรก่อนสำรองฯ โดยใกล้เคียง หรือทรงตัวเมื่อเทียบกับ 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา

การออกพันธบัตรรัฐบาลมูลค่า 3.05 แสนล้านบาท อัตราดอกเบี้ยประมาณ 5% ต่อปี เพื่อมุ่งหวังที่จะดูดซับสภาพคล่องที่มีส่วนเกินที่มีอยู่ 7 แสนล้านบาท น่าจะเป็นมาตรการที่ช่วยผ่อนคลายสภาพคล่องส่วนเกินในระยะสั้น เพราะหากการระดมทุนส่วนใหญ่เพื่อไปชำระหนี้ผู้ฝากเงิน และชำระหนี้ FIDF คาดว่าเงินจำนวนดังกล่าวก็จะถูกนำกลับเข้ามาสู่ระบบการเงินอีกครั้ง และในสภาพที่ความต้องการสินเชื่อธุรกิจยังอยู่ในระดับต่ำเช่นปัจจุบัน คาดสภาพคล่องส่วนเกินจึงยังมีอยู่

ไม่ต้องเพิ่มทุนอีกอย่างน้อย 3 ปีข้างหน้า เพราะอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยงโดยรวมอยู่ในระดับสูง 20% เป็นเพราะ 1) หลายบริษัทได้เพิ่มทุนสำเร็จหลังวิกฤต เช่น ACL และ TISCO โดยได้รับความช่วยเหลือเงินกองทุนชั้นที่ 1 กับทางการ ขณะที่ NFS ประสบความสำเร็จในการเพิ่มทุนก่อนวิกฤตหลายครั้ง และ 2) ยอดสินเชื่อทั้งระบบที่หดตัวอย่างมากหลังการตัดหนี้สูญด้วยฐานเงินกองทุนที่มีอยู่ในระดับสูงนี้ ทำให้บริษัทเงินทุนส่วนใหญ่สามารถปล่อยสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นจากปัจจุบันอีกเท่าตัว หรือสามารถปล่อยสินเชื่อได้ปีละ 15% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยไม่ต้องเพิ่มทุน

การฟื้นตัวได้แรงหนุนจากธุรกิจหลักทรัพย์เป็นหลัก

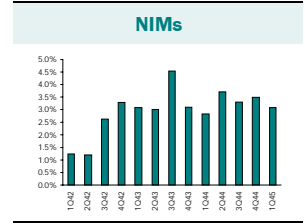
การปรับกฎเกณฑ์ใหม่เอื้อประโยชน์ต่อการทำธุรกิจหลักทรัพย์ คาด 2 ประเด็นหลักที่ทำให้ผลการดำเนินงานในปี 2545 ของทั้งกลุ่ม FIN&FIN ฟื้นตัวจากปี 2544 อย่างมาก 1) การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ของตลาด ฯ ให้กลับมาใช้ค่าธรรมเนียมนายหน้าฯ อัตราคงที่ที่ 0.25% นับแต่ 14 ม.ค. ปีนี้ ซึ่งจะเห็นว่าสูงเป็น 2 เท่าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 0.1% ตลอดปี 2544 ซึ่งเป็นช่วงที่เปิดเสรีธุรกิจหลักทรัพย์ และ 2) ควบคุมค่าใช้จ่ายพนักงานในส่วนที่เป็นแรงจูงใจในการทำงานของเจ้าหน้าที่ตลาด อัตราไม่เกิน 25% ของรายได้ค่าธรรมเนียมฯ จากเดิมที่มีได้กำหนดเพดานไว้

ผลการดำเนินงานปี 2543-2544 และคาดการณ์ปี 2545	(ล้านบาท)		
	2543	2544	2545F
รายได้ค่านายหน้า	2,131.87	1,379.22	3,670.11
รายได้รวม	2,972.66	2,369.55	4,500.27
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	2,802.61	2,454.03	2,686.12
ภาษีเงินได้	110.23	10.93	44.65
กำไรสุทธิ (ขาดทุนสุทธิ)	-120.99	-86.68	1,714.29
Net Com (%)	0.36	0.14	0.24
มูลค่าซื้อขายของตลาดต่อวัน	3,740	6,440	8,500

หมายเหตุ : บริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน 6 แห่ง

มูลค่าการซื้อขายของตลาดสูงขึ้นเกินความคาดหมาย อีกปัจจัยหนึ่งที่กระตุ้นให้โบรกเกอร์มีแนวโน้มฟื้นตัวมากกว่าคาด คือมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันนับจากต้นปีจนถึงตอนนี้เฉลี่ยสูงถึง 10.9 พันล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นเกือบเท่าตัวเมื่อเทียบกับระยะเดียวกันของปีก่อน และสูงกว่าตลอดปี 2545 ที่คาดไว้ 8.5 พันล้านบาท (สูงกว่าปี 2544 ถึง 32%) เพราะได้รับแรงสนับสนุนจากนักลงทุนต่างประเทศ ซึ่งมีมูลค่าซื้อสุทธิตลอดระยะเวลา 5 เดือนแรกของปี 2545 แม้จะมีแรงขายสุทธิในช่วงครึ่งหลังของเดือนมิถุนายนก็ตาม แต่โดยรวมตั้งแต่ต้นปี 2545 จนขณะนี้มียอดซื้อสุทธิ 28.09 พันล้านบาท เทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีขายสุทธิ 1.54 พันล้านบาท

NIMs ของบริษัทเงินทุนที่ทำสินเชื่อรายย่อย จะสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 3%



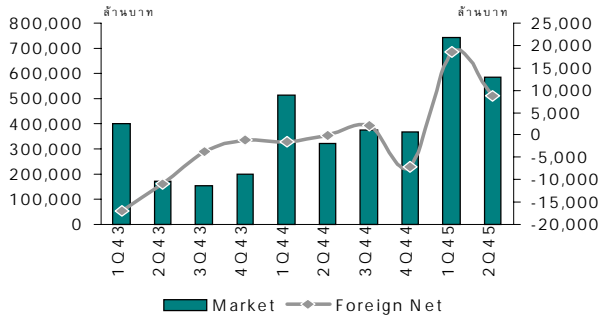
การออกพันธบัตรของภาครัฐเป็นการแก้ปัญหาสภาพคล่องส่วนเกินสั้นระบบช่วงสั้น トラบที่ความต้องการสินเชื่อของภาคธุรกิจหลัก ๆ ยังชะงักตัว

CAR Ratio อยู่ในระดับสูงถึง 20% จึงไม่ต้องกังวลเรื่องเพิ่มทุนใน 3 ปีข้างหน้า

โบรกเกอร์ฟื้นตัวจากการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่เอื้อประโยชน์ในการทำธุรกิจ

มูลค่าการซื้อขายที่เพิ่มสูงขึ้นกว่า 30% ใน 1H45 มีส่วนสนับสนุนให้โบรกเกอร์มีกำไรอย่างมาก

มูลค่าซื้อขายของตลาดเฉลี่ยต่อวัน เทียบกับยอดซื้อสุทธิของนักลงทุนต่างประเทศ



การกลับเข้ามาซื้อของนักลงทุนต่างประเทศ เอื้อประโยชน์ให้โบรกเกอร์ที่มีฐานนักลงทุนต่างประเทศในสัดส่วนที่สูง (แต่ยังต่ำกว่าฐานลูกค้ารายย่อยที่มีสัดส่วนกว่า 50%) มีส่วนแบ่งตลาดที่ดีขึ้นนับจากต้นปีจนถึงปัจจุบัน เช่น TSC (TISCO ถือหุ้น 99.99%) ส่วนแบ่งตลาดเฉลี่ยขณะนี้ 4.3% ขึ้นมาติดลำดับ 1 ใน 10 โบรกเกอร์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด เทียบกับปี 2544 มีส่วนแบ่งตลาดเพียง 2.86% และเช่นเดียวกับ NATSEC (NFS ถือหุ้น 99.99%) ส่วนแบ่งตลาดฯ ในปีนี้มีแนวโน้มที่ดีขึ้น พร้อมกับขยับขึ้นมามีลำดับ 8 ดีขึ้นจากที่อยู่ในลำดับที่ 10 ในปี 2544

ส่วนโบรกเกอร์ที่มีฐานลูกค้ารายย่อยในสัดส่วนเกินกว่า 90% ของปริมาณการซื้อขายรวม แต่มีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดติด 5 ลำดับแรกของโบรกเกอร์ที่มีมูลค่าการซื้อขายสูงสุด (แต่มีเพียง 4 แห่งเท่านั้นที่เป็นบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ได้แก่ AST, ZMICO, KGI และ CNS) จึงถือว่าเป็นกลุ่มที่น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ที่เอื้อประโยชน์ต่อผู้ประกอบการ

กลุ่มที่เน้นลูกค้ารายย่อยถัดมา คือ UOBKHST (เดิมคือ UOB แต่ถูกซื้อกิจการโดยต่างประเทศ) สัญชาติสิงคโปร์ ประสบความสำเร็จอย่างดี เห็นได้จากส่วนแบ่งตลาดที่มีแนวโน้มดีขึ้นตามลำดับ จาก 1.8% ในปี 2544 เป็น 4.6% ใน 1H45 จนมีส่วนแบ่งตลาดฯ สูงสุดติดลำดับที่ 6 ส่วนหนึ่งเพราะนโยบายเชิงรุกที่เข้าไปซื้อพอร์ตลูกค้ารายย่อยจากโบรกเกอร์อื่น เช่น BNPPP เมื่อปีที่ผ่านมามี

ในทางตรงกันข้ามก็มีโบรกเกอร์ไทยหลายรายที่กำลังประสบปัญหาสูญเสียส่วนแบ่งตลาด เช่น ASL และ KK เพราะนอกจากการแข่งขันที่รุนแรงแล้ว ยังสูญเสียซัพโบรกเกอร์ ซึ่งเป็นฐานลูกค้าสำคัญในอดีต หลังจากที่ทางการอนุญาตให้สามารถยกฐานะเป็นโบรกเกอร์ได้เสรี ปัจจุบันจึงทำให้มีโบรกเกอร์เพิ่มขึ้นอีก 7 แห่ง ได้แก่ บล. บัวหลวง, บล. ทริเน็ต, บล. ฟินันซ่า, บล. เครดิต สวิส เฟิร์สท์ บอสตัน, บล. แอสเซท พลัส, บล. ซีแอล เอส เอ และธนาคารฮ่องกงและเซี่ยงไฮ้ แบงกิ้ง คอร์ปอเรชั่น จากเดิม 28 แห่ง (รวม DSS และ YUANTA) เป็น 35 แห่ง โบรกเกอร์กลุ่มนี้ได้จึงสูญเสียโอกาสที่จะได้รับประโยชน์เต็มที่จากภาวะธุรกิจหลักทรัพย์ที่มีแนวโน้มดีขึ้น

และโบรกเกอร์ต่างประเทศ หลังจากได้ทยอยลดพอร์ตลูกค้ารายย่อย และหันมาเน้นกลุ่มลูกค้าสถาบัน แม้ส่วนแบ่งตลาดมีแนวโน้มดีขึ้นในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา แต่ก็ยังอยู่ในระดับต่ำกว่า 1%

ฐานลูกค้าของโบรกเกอร์ที่จดทะเบียนในตลาดฯ แบ่งตามประเภท

	รายย่อย	สถาบันในประเทศ	ต่างประเทศ
ASL	80%	5%	15%
CNS	85%	7%	8%
TISCO	40%	36%	24%
NFS	50%	10%	40%
SICCO	97%	3%	0%
ZMICO	80%	5%	15%
US	100%	0%	0%

ที่มา: จากการสัมภาษณ์ผู้บริหาร

TISCO และ NFS ได้รับประโยชน์จากการกลับเข้ามาลงทุนของนักลงทุนต่างประเทศ

AST, ZMICO, KGI และ CNS ได้รับประโยชน์เต็มที่จากการปรับเปลี่ยนกฎเกณฑ์การทำธุรกิจชั่วคราว

ASL และ KK เป็นตัวอย่างของโบรกเกอร์ที่กำลังสูญเสียส่วนแบ่งตลาด

ด้วยเหตุนี้ทำให้ผลการดำเนินงานเฉพาะโบรกเกอร์ 6 แห่งที่จดทะเบียนในตลาดมีแนวโน้มที่ดีขึ้นมาก เมื่อเทียบกับที่ประสิทธิภาพขาดทุนในช่วง 2 ปีก่อนหน้า ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยคาดว่าจะมีกำไรสุทธิรวม 1,774 ล้านบาท ปรับตัวดีขึ้นมากจากที่ขาดทุน 87 ล้านบาทในปี 2544 และขาดทุน 121 ล้านบาทในปี 2543 ซึ่งเป็นช่วงที่เปิดเสรีค่าธรรมเนียม

ส่วนแบ่งตลาดของโบรกเกอร์ที่ติดลำดับ 1 ใน 10 ปี 2544 เทียบกับ 1H45

2544			1H45		
1	YUANTA	10.63	1	KIMENG	11.88
2	AST	8.93	2	AST	8.47
3	ZMICO	7.98	3	ZMICO	7.23
4	KIMENG	7.84	4	KGI	6.68
5	JFT	7.60	5	CNS	5.65
6	KGI	5.11	6	UOBKHST	4.35
7	ASL	4.75	7	TSC	4.30
8	CNS	4.64	8	JPM	3.95
9	KKS	3.82	9	ASL	3.87
10	NATSEC	3.80	10	MLP	3.79

ความเสี่ยงของการลงทุนในกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์

การเพิ่มทุนเป็นอุปสรรคต่อราคาหุ้น แม้กำไรของธุรกิจโบรกเกอร์มีแนวโน้มดีขึ้น แต่อาจจะถูกกดดันด้วยหุ้นเพิ่มทุนของหลายบริษัทฯ ไม่ว่าจะเป็นการออกหุ้นสามัญใหม่ หรือจัดสรรใบสำคัญแสดงสิทธิ์ มีผลให้เกิด Share Dilution ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า ซึ่งเป็นอุปสรรคต่อราคา

ล่าสุดทั้ง **ASL** และ **US** ได้จัดสรรหุ้นเพิ่มทุนใหม่ พร้อมกับจัดสรร warrants แก่ผู้ถือหุ้นเดิมฟรี กล่าวคือ ASL ออกหุ้นใหม่ 67 ล้านหุ้น พร้อมจัดสรร ASL-W3 และ ASL-W4 (อย่างละ 100.4 ล้านหน่วย มีอายุ 1 ปี และ 3 ปี) ให้ผู้ถือหุ้นเดิมฟรี ขณะที่ยังมี ASL-W2 เหลือประมาณ 32 ล้านหน่วย (แปลงเป็นสามัญได้ประมาณ 39 ล้านหุ้น อัตราการแปลงสภาพ 1C : 1.21847W) ครอบคลุมกำหนดสิ้นปีนี้ จะทำให้มีหุ้นใหม่เพิ่มขึ้นในปีนี้ 79% และอีก 42% ในปีหน้าเมื่อ ASL-W3 ครอบคลุม ส่วน ASL-W4 ครอบคลุมในปี 2548 ซึ่งจะมีผลให้หุ้นสามัญเพิ่มขึ้น 30%

ส่วน **US** ออกหุ้นใหม่จัดสรรให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม 30.4 ล้านหุ้น พร้อมจัดสรร US-W จำนวน 60.8 ล้านหน่วย ให้ผู้ถือหุ้นเดิมฟรี มีอายุ 3 ปี เฉพาะหุ้นใหม่ในปีนี้จะเพิ่มขึ้นประมาณ 76% และเมื่อ US-W ครอบคลุมในปี 2548 จะมีหุ้นสามัญจากการแปลงสภาพเพิ่มขึ้นอีก 61%

ในกรณี **KK** ก็จะมี Share Dilution มากที่สุด เพราะปัจจุบันมี warrants 3 ชุด ยอดคงค้างรวม 280.8 ล้านหน่วย เมื่อแปลงเป็นหุ้นแม่จะทำให้มีหุ้นใหม่เพิ่มขึ้น 302 ล้านหุ้นหรือเพิ่มขึ้น 91.7% จากทุนเรียกชำระในปัจจุบัน แต่ warrants ทั้งหมดจะครบกำหนดในระยะ 6-8 ปีข้างหน้า ผลกระทบจึงค่อย ๆ เกิดขึ้น ยกเว้น KK-3 ซึ่งมียอดคงค้างจำนวน 150 ล้านหน่วย (แปลงสภาพที่ 1W : 1.13362C ที่ราคาหุ้นละ 12.35 บาท) มีเงื่อนไขให้บริษัทสามารถเรียกชำระก่อนครบกำหนดได้ หลังปีที่ 5 (มีนาคม 2547) หากราคาซื้อขายถัวเฉลี่ยสูงกว่า 200% หรือสูงกว่า 42 บาท เฉพาะส่วนนี้ทำให้มีหุ้นเพิ่มขึ้น 170 ล้านหุ้น หรือ 50% จากทุนที่เรียกชำระในปัจจุบัน

และสุดท้าย KGI เคยออก warrants หลายชุด แต่ขณะนี้เหลือเพียง KGI-W4 จำนวน 943.55 ล้านหน่วย ราคาแปลงสภาพหุ้นละ 5 บาท ครอบคลุมในวันที่ 30 เมษายน 2547 แต่กำหนดอัตราแปลงสภาพ 10W : 1C ทำให้หุ้นใหม่เพิ่มขึ้นเพียง 5% ในอีก 2 ปีข้างหน้า แต่ใน 2Q45 มีหุ้นใหม่ 340 ล้านหุ้น เกิดจากการแปลงสภาพ KGI-W3 จึงมีผลทำให้หุ้นใหม่เพิ่มขึ้น 16%

การเพิ่มทุนด้วยการออกหุ้นสามัญและให้ Warrants แก่ผู้ถือหุ้นเดิมฟรี จะทำให้มี Share Dilution ตลอด 2-3 ปีข้างหน้า

ASL และ US มีผลกระทบต่อ Share Dilution สูงสุด

หาก Warrants ของ KK ทั้ง 3 ชุดแปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญทั้งหมด คาดว่าจะมี Share Dilution ถึง 91.27%

หุ้นสามัญเพิ่มขึ้นจากการออกหุ้นใหม่ และ Warrants (%)

	45	46	47	48
KK	-	-	50	-
ASL	79	42	-	30
US	76	-	-	61
SICCO	-	9	11	-
KGI	16	-	-	-
ZMICO	37	-	-	-

หมายเหตุ :

1) SICCO เป็นผลกระทบจากการแปลงสภาพ warrants ชุดที่ 1 และชุดที่ 2 จำนวน 43.2 ล้านหน่วย และ 56.75 ล้านหน่วย ตามลำดับ

2) ZMICO ได้บังคับให้ผู้ถือหุ้น Warrants ชุดที่ 1 และ 2 แปลงสภาพเป็นหุ้นสามัญหมดเมื่อเดือนเมษายนนี้

กลยุทธ์การลงทุน น้ำหนักมากกว่าตลาด

SETFIN มีแนวโน้มขาขึ้น แม้ดัชนี SETFIN ได้ปรับตัวขึ้นเกือบ 70% ในระยะ 6 เดือนที่ผ่านมา แต่คาดว่าเป็นเพียงการตอบรับมาตรการของตลาดฯ ที่เอื้อประโยชน์ให้กับโบรกเกอร์ที่สามารถฟื้นตัวจากขาดทุนเป็นกำไร เห็นได้จากผลดำเนินงาน 1Q45 ของบริษัทหลักทรัพย์จดทะเบียน 6 ราย มีกำไรสุทธิรวมกัน 593 ล้านบาท และยังมีแนวโน้มกำไรต่อเนื่องในไตรมาสถัดๆ ไป และจะทำให้บริษัทในกลุ่ม FIN&SEC กลับมาจ่ายปันผลอีกครั้งดึงดูดความสนใจของนักลงทุน

ใช้ค่า PER ประเมินมูลค่าหุ้น แม้ธุรกิจเงินทุนยังอยู่ในช่วงฟื้นตัว แต่ธุรกิจหลักทรัพย์มีการเติบโตอย่างก้าวกระโดด และมีส่วนสำคัญทำให้กำไรสุทธิของกลุ่ม FIN&SEC ในปีนี้เติบโตถึง 70% จากปี 2544 จึงทำให้หุ้นกลุ่ม FIN&SEC กลับมาซื้อขายด้วยค่า PER ปี 2545 เพียง 15 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าที่เคยซื้อขายในระดับเกินกว่า 20 เท่าในช่วงก่อนเกิดวิกฤติการณ์ ดังนั้นหากใช้ค่า PER ที่ 20 เท่าในการประเมินมูลค่าหุ้นที่เหมาะสม คาดว่าราคาหุ้นของกลุ่มนี้ก็น่าจะมีโอกาสปรับตัวขึ้นประมาณ 25% จากปัจจุบัน หรือ SETFIN ควรจะอยู่ที่ระดับ 1,800 จุด

หุ้นที่คาดว่าจะมีโอกาสดำเนินปรับตัวขึ้นโดดเด่นพร้อมกับให้ผลตอบแทนจากการลงทุนสูงสุด 8 ลำดับแรกที่น่าจะวิจัยแนะนำซื้อ คือ CNS, ZMICO, KGI, KK, NFS, SICCO และ TISCO

SETFIN ปรับตัวขึ้น 70% รองรับ การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์ของ ตลาดฯ ที่เอื้อประโยชน์ต่อธุรกิจ หลักทรัพย์

PBV BAND



คำแนะนำ		KK	NFS	SICCO	TISCO	ASL	CNS	KGI	US	ZMICO
ราคาเป้าหมาย (บาท)		ชื่อ	ชื่อ	ทยอยชื่อ	ทยอยชื่อ	ขาย	ชื่อ	ชื่อ	ขาย	ชื่อ
		63.0	18.7	14.2	33.0	21.0	66.0	6.0	29.0	63.9
Dividend Yield (%)	2545F	3.8	3.3	2.2	-	-	2.2	-	3.0	3.7
	2546F	3.8	4.9	4.3	1.8	-	2.6	-	3.0	3.7
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	2544	1,389	492	193	836	-45	-27	22	-9	-186
	2545F	1,022	1,177	346	1,170	178	126	510	154	265
	2546F	1,133	1,452	452	1,242	179	160	519	168	268
EPS (บาทต่อหุ้น)	2544	4.59	0.37	0.39	4.59	-0.35	-0.38	0.02	-0.18	-3.54
	2545F	4.56	0.88	0.71	1.67	0.76	1.73	0.30	1.44	3.20
	2546F	3.99	1.24	0.92	1.77	0.54	2.17	0.31	1.56	3.24
BV (บาทต่อหุ้น)	2544	30.57	11.92	4.79	8.93	14.38	47.51	3.79	3.78	10.72
	2545F	27.71	12.43	5.50	10.60	13.45	49.26	3.99	6.46	20.63
	2546F	29.91	13.67	6.42	12.38	12.62	51.50	4.30	7.28	24.79
PER (เท่า)	2544	9.10	41.21	29.22	5.94	n.a.	n.a.	302.57	n.a.	n.a.
	2545F	9.16	17.20	16.26	16.34	28.58	27.85	15.15	19.29	12.83
	2546F	10.46	12.27	12.45	15.40	40.65	22.21	14.88	17.74	12.67
PBV (เท่า)	2544	1.37	1.28	2.40	3.05	1.52	1.02	1.20	7.33	3.82
	2545F	1.51	1.22	2.09	2.57	1.62	0.98	1.14	4.30	1.99
	2546F	1.40	1.11	1.79	2.20	1.73	0.94	1.06	3.81	1.65
ROA (%)	2544	6.8	0.5	1.1	1.9	-3.9	-0.7	0.3	-2.4	-13.2
	2545F	1.3	1.2	1.8	2.5	6.2	2.8	6.0	23.7	12.5
	2546F	2.7	1.5	2.2	2.6	4.5	3.4	5.4	17.9	10.0
ROE (%)	2544	15.4	3.5	8.8	14.7	-2.4	-0.8	0.4	-4.1	-23.8
	2545F	4.7	3.5	13.8	17.1	7.0	3.6	8.2	33.4	26.1
	2546F	12.9	4.0	15.5	15.4	4.9	4.4	7.4	22.8	18.2
CAR (%)	2544	26.0	16.3	13.1	14.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2545F	25.8	15.3	14.2	15.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2546F	25.0	15.3	15.6	16.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
NPLs/สินเชื่อ (%)	2544	49.9	14.6	9.0	8.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2545F	38.8	13.2	8.0	7.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2546F	37.1	12.2	7.5	6.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
สำรอง/สินเชื่อ (%)	2544	2.1	4.3	6.7	6.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2545F	2.1	4.6	7.9	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2546F	2.1	4.6	8.0	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
สินเชื่อเติบโต (%)	2544	31.4	26.4	8.2	19.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2545F	15.0	31.4	11.4	18.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	2546F	5.6	16.3	8.8	13.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ส่วนแบ่งตลาด	2544	3.8	3.8	3.4	2.9	4.8	4.3	5.1	1.8	8.0
นายหน้า (%)	2545F	3.0	2.5	2.4	4.9	4.5	5.0	7.5	3.0	8.5
	2546F	3.0	2.5	2.5	5.0	4.5	5.0	7.5	3.0	8.5
Net com (%)	2544	0.15	0.15	0.13	0.15	0.10	0.17	0.14	0.09	0.11
	2545F	0.25	0.25	0.25	0.25	0.24	0.24	0.25	0.20	0.25
	2546F	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ของบริษัทต่าง ๆ มาประกอบ และได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์เอกสารฉบับนี้ ได้พยายามยึด มาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ ทั้งทางด้านปัจจัยพื้นฐานและทางเทคนิค มาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้จดหมายที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะเหล่านี้เป็น ข้อคิดเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์หรือ บมจ.หลักทรัพย์เอบีเอ็น แอมโร เอเชีย ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป