

PBV Band ของกลุ่ม ธ.พ.



นำหนักการลงทุน

เท่ากับตลาด

SET Index	338.37
Sector Index	149.60
มูลค่าตลาด (%)	17.51

คาด ธ.พ. ทั้ง 9 แห่ง ประกาศกำไรสุทธิงวด 3Q45 ราว 7.94 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 187% qoq และ 60% yoy ส่งผลให้กำไรสุทธิในงวด 9M45 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.87 หมื่นล้านบาท พลิกจากขาดทุนสุทธิ 284 ล้านบาทในงวดเดียวกันของปีก่อน (ส่วนใหญ่เป็นขาดทุนสุทธิของ BOA และ KTB) โดยปริมาณเงินกันสำรองหนี้ ในงวด 9M45 คาดว่าจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญเหลือเพียง 51% ของกำไรจากการดำเนินงาน จากระดับ 93% ของกำไรจากการดำเนินงานในงวด 9M44

คาด BBL, BOA และ TMB รายงานกำไรสุทธิงวด 3Q45 เพิ่มขึ้นจากงวด 2Q45 โดยมีปัจจัยเรื่องการขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้นเป็นแรงขับเคลื่อนผลกำไรสุทธิ

คาด BAY, DTDB และ SCB รายงานกำไรสุทธิค่อนข้างทรงตัวจากงวด 2Q45 โดยส่วนใหญ่มีการเติบโตของสินเชื่อที่โดดเด่นน้อยกว่ากลุ่มแรก ยกเว้น BAY ที่มีการเติบโตของสินเชื่อในเชิงรุก แต่มีประเด็นเรื่องการแข่งขันสำหรับตัวแปรสำคัญของผลกำไร

คาด KTB และ TFB รายงานกำไรสุทธิลดลงจากงวด 2Q45 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการลดลงของรายได้จากรายการพิเศษ (TFB) หรือการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายพิเศษในบางรายการ (KTB) มิใช่เกิดจากการลดลงของกำไรจากการดำเนินงาน

คงคำแนะนำน้ำหนักปานกลาง หรือเท่ากับตลาดสำหรับการลงทุนในหุ้นกลุ่ม ธ.พ. โดยเน้นไปที่ ธ.พ. ขนาดใหญ่ อาทิ TFB, BBL และ SCB (แม้จะรายงานกำไรสุทธิค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับ ธ.พ. ขนาดใหญ่อื่นๆ แต่ก็ยังเป็นผลดีในระยะยาว) ส่วน ธ.พ. ขนาดกลางและเล็กที่คาดว่าราคาหุ้นจะสามารถ outperform ตลาดฯ ได้ในช่วงประกาศผลการดำเนินงาน ได้แก่ BAY และ DTDB

คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ ธ.พ. ทั้ง 9 แห่ง

ล้านบาท	กำไรสุทธิ			กำไรจากการดำเนินงาน			เงินกันสำรองหนี้		
	3Q45E	2Q45	3Q44	3Q45E	2Q45	3Q44	3Q45E	2Q45	3Q44
BAY	500	530	10	700	679	(50)	100	200	(0)
BBL	1,650	1,548	1,779	2,850	2,703	2,866	1,200	1,101	1,502
BOA	450	(4,362)	201	500	302	137	50	4,664	(76)
BT	1,221	312	500	164	250	452	-	-	-
DTDB	72	71	41	235	241	196	120	120	110
KTB	2,000	2,283	1,351	2,200	2,178	1,367	-	(7)	-
SCB	400	363	503	3,200	3,106	2,102	2,500	2,512	1,670
TFB	1,400	1,919	503	1,800	1,569	2,166	200	400	1,290
TMB	250	102	99	750	710	120	200	472	52
รวม	7,943	2,768	4,986	12,399	11,739	9,356	4,370	9,462	4,547

ที่มา: ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและงบการเงิน

หมายเหตุ: BT ประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 และงวด 9M45 แล้ว ตัวเลขที่แสดงเป็นตัวเลขกำไรที่ธนาคารฯ แจ้งต่อ SET

คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 9M45 ของ ธ.พ. ทั้ง 9 แห่ง

ล้านบาท	กำไรสุทธิ			กำไรจากการดำเนินงาน			เงินกันสำรองหนี้		
	9M45E	9M44	%	9M45E	9M44	%	9M45E	9M44	%
BAY	1,558	217	618.4%	1,908	(677)	n.m.	300	(1,104)	n.m.
BBL	4,751	5,165	-8.0%	8,094	9,021	-10.3%	3,330	4,452	-25.2%
BOA	(3,449)	(3,309)	n.m.	1,337	316	323.1%	4,793	4,740	1.1%
BT	1,836	1,046	75.6%	708	1,082	-34.5%	8	-	n.m.
DTDB	203	114	77.8%	706	606	16.6%	360	330	9.1%
KTB	6,796	(5,696)	n.m.	6,584	4,768	38.1%	7	10,490	-99.9%
SCB	1,091	1,607	-32.2%	9,643	6,320	52.6%	8,111	5,206	55.8%
TFB	5,242	293	1689.4%	4,921	5,861	-16.0%	600	1,290	-53.5%
TMB	707	297	137.9%	2,013	872	130.7%	1,176	806	46.0%
รวม	18,734	(266)	n.m.	35,914	28,170	27.5%	18,685	26,211	-28.7%

ที่มา: ข้อมูลจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารและงบการเงิน

หมายเหตุ: BT ประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 และงวด 9M45 แล้ว ตัวเลขที่แสดงเป็นตัวเลขกำไรที่ธนาคารฯ แจ้งต่อ SET

สำหรับแนวโน้มผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ ธ.พ. ทั้ง 9 แห่ง ในเชิงเปรียบเทียบกับงวด 2Q45 สามารถสรุปผลออกได้เป็น 3 กลุ่ม ได้แก่

- 1) กลุ่มที่มีแนวโน้มว่าจะมีผลการดำเนินงานทรงตัวและไม่มียะไรโดดเด่น ได้แก่ BAY, DTDB และ SCB
- 2) กลุ่มที่มีแนวโน้มจะแสดงผลการดำเนินงานเพิ่มขึ้นจากงวด 2Q45 ที่ผ่านมา ได้แก่ BBL, BOA, BT (ประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 และงวด 9M45 แล้ว) และ TMB
- 3) กลุ่มที่มีแนวโน้มจะแสดงผลการดำเนินงานที่ลดลงคือ KTB และ TFB

คาด BBL, BOA และ TMB รายงานกำไรสุทธิงวด 3Q45 เพิ่มขึ้น qoq

สรุปภาพรวมผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ ธ.พ. แต่ละแห่ง จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารที่ผ่านมา

BAY ภาพรวมของผลการดำเนินงานในงวด 3Q45 คาดว่ารายได้ดอกเบี้ยสุทธิและรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยจะยังเติบโตอย่างต่อเนื่องจากไตรมาสก่อนหน้า โดยรายได้ดอกเบี้ยสุทธิที่เติบโตนั้น ผลักดันด้วยปัจจัยเรื่องการขยายสินเชื่อในงวด 3Q45 ของ BAY ที่ยังเติบโตในเชิงรุกต่อเนื่อง ทำให้ BAY น่าจะมี NIMs ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ต่อเนื่องจากงวดที่ผ่านมา ส่วนรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการนั้น ผู้บริหารเน้นย้ำว่ายังเติบโตในเชิงรุกอย่างต่อเนื่อง โดยรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการที่เพิ่มขึ้นนั้น มาจากธุรกรรมหลายทาง อาทิ การปล่อยสินเชื่อ ธุรกรรมด้าน Trade finance และบัตร ATM เป็นต้น โดยรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยในงวด 9M45 ของ BAY นั้น เกินกว่าปริมาณที่ทำได้สำหรับทั้งปี '44 แล้ว และแนวโน้มคาดว่าจะยังเติบโตในระดับสูงไปอย่างต่อเนื่อง ส่วนประเด็นเรื่องการกันสำรองหนี้ฯ คาดว่าในงวด 3Q45 ไม่น่าจะเพิ่มขึ้นในระดับที่มีนัยสำคัญเนื่องจากนโยบายของ BAY จะกันสำรองหนี้ฯ ในงวด 2Q และ 4Q เป็นส่วนใหญ่ โดยรวมแล้ว ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ BAY มีกำไรสุทธิราว 500 ล้านบาท ลดลงเล็กน้อยจากงวด 2Q45 แต่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากงวด 3Q44 ส่งผลให้กำไรสุทธิในงวด 9M45 คาดว่าจะมีกำไรสุทธิราว 1.55 พันล้านบาท คิดเป็น 75% ของประมาณกำไรสุทธิทั้งปี '45 ที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้

สำหรับประเด็นเรื่องค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการเกษียณอายุพนักงานก่อนกำหนด (Early Retirement Program) ซึ่ง BAY มีแผนจะลดจำนวนพนักงานลงราว 300 คนภายในงวดที่เหลือของปี '45 จากระดับปัจจุบันที่ 7.5 พันคน โดยธนาคารฯ มีเงินสำรองสำหรับค่าใช้จ่ายโครงการนี้ไว้แล้วตั้งแต่ปี '44 ที่ผ่านมา ซึ่งคงเหลืออยู่ราว 300 ล้านบาท (คาดว่าใช้ไม่ครบทั้งจำนวน) จึงไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ BAY ในงวด 2H45

BBL ภาพรวมของผลการดำเนินงานในงวด 3Q45 คาดว่าจะกระเตื้องขึ้นจากงวด 2Q45 ที่ผ่านมา เนื่องจากการเติบโตของสินเชื่อสุทธิในงวด 3Q45 ที่สามารถเติบโตได้บรรลุเป้าหมายสำหรับทั้งปี '45 ที่ระดับ 2.0% yoy แล้ว (ดังจะเห็นได้จากการขยายตัวของสินเชื่อสุทธิในตารางด้านล่างในระยะเวลา 2 เดือนแรกของงวด 3Q45 เริ่มแสดงสัญญาณที่ดีโดยแสดงยอดเป็นบวกต่อเนื่อง) เนื่องจากสินเชื่อสุทธิในงวด 1H45 ยังแสดงยอดติดลบราว 0.25% จากสิ้นปี '44 (ไม่รวมยอดหนี้ Write-back ราว 8.81 หมื่นล้านบาทในงวด 2Q45 ที่ผ่านมา ซึ่งเป็นการ Write-back หนี้ที่เคย Write-off เมื่อกันสำรองครบ 100% ตามเกณฑ์ ธปท.) แสดงถึงการขยายสินเชื่อเชิงรุกโดยเฉพาะสินเชื่อประเภท SME ซึ่ง BBL มีการปล่อยสินเชื่อดังกล่าวในสัดส่วนค่อนข้างสูงมากเทียบกับสินเชื่อรวมในปัจจุบัน อีกทั้งสินเชื่อดังกล่าวเป็นสินเชื่อที่มี Yields สูงกว่าสินเชื่อประเภท Corporate ซึ่งน่าจะเป็นผลดีต่อ NIMs ของ BBL ในงวด 3Q45 ด้วยเช่นกัน ฝ่ายวิจัยประมาณการผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ BBL ว่ามีกำไรสุทธิในระดับ 1.65 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 6.6% qoq แต่ลดลง 7.2% yoy ส่งผลให้กำไรสุทธิในงวด 9M45 เพิ่มขึ้นเป็น 4.75 พันล้านบาท ลดลงราว 8.0% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน หรือคิดเป็น 69.3% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี '45 ที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้

BOA สืบเนื่องจากการขยายสินเชื่อในงวด 3Q45 ในเชิงรุกมากขึ้น โดยสถานการณ์การปล่อยสินเชื่อสุทธิในระยะ 2 เดือนแรก (ก.ค.-ส.ค.) ของงวด 3Q45 พบว่าเพิ่มขึ้นราว 3 พันล้านบาท จากที่ปรับตัวลดลงไปราว 2.7% หรือลดลง 2.89 พันล้านบาท ในงวด 1H45 ที่ผ่านมา (จากสิ้นปี '44) โดยสินเชื่อที่ปล่อยเพิ่มขึ้นในงวด 3Q45 นั้น เป็นสินเชื่อโครงการขนาดใหญ่ 1 ราย มูลค่าราว 2 พันล้านบาท ส่วนที่เหลือเป็นสินเชื่อ Consumer loans ประกอบด้วยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัย สินเชื่อบัตรเครดิต และสินเชื่อส่วนบุคคล ทำให้ในงวด 8M45 BOA สามารถขยายสินเชื่อไปได้ราว 0.1% จากสิ้นปี '44 โดยธนาคารฯ ยังยืนยันเป้าการปล่อยสินเชื่อสุทธิสำหรับทั้งปี '45 ที่ระดับ 5.0% yoy (ฝ่ายวิจัยคาดการณ์การเติบโตของสินเชื่อสุทธิในปี '45 ในระดับต่ำกว่าคือ 3.0% yoy เท่านั้น)

ส่วนรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการที่ยังเติบโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะรายได้ที่มาจากธุรกรรมด้านเงินฝาก อาทิ บัตร ATM, Banking Assurance, บัตรเครดิต และ Cash management เป็นต้น ดังจะเห็นได้จากรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการในงวด 1Q45 และงวด 2Q45 เติบโตเพิ่มขึ้นถึง 35.0% yoy และ 36.9% yoy ตามลำดับ เทียบกับเป้าหมายการเติบโตทั้งปี '45 ในระดับมากกว่า 30% yoy แล้วคาดว่าจะบรรลุเป้าหมายได้อย่างแน่นอน ทำให้ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ว่า BOA จะมีกำไรสุทธิงวด 3Q45 ราว 450 ล้านบาท

คาด BAY มีกำไรสุทธิ 500 ล้านบาท ลดลงเล็กน้อยจากงวด 2Q45

ค่าใช้จ่ายโครงการ ER ไม่ส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิ 3Q45 เพราะได้บันทึกไปแล้วในปี '44

คาด BBL มีกำไรสุทธิในงวด 3Q45 ราว 1.65 พันล้านบาท

สถานการณ์การขยายสินเชื่อของ BOA ในงวด 3Q45 ดีขึ้นมา

คาด BOA มีผลการดำเนินงานฟื้นตัวในงวด 3Q45 พลิกจากขาดทุนสุทธิในงวดที่ผ่านมา

โดยมีการตั้งสำรองหนี้ เพียงเล็กน้อยหรือราว 50 ล้านบาท พลิกฟื้นจากการขาดทุนสุทธิถึง 4.36 พันล้านบาท ในงวด 2Q45 (สาเหตุหลักจากการกันสำรองหนี้ ถึง 4.66 พันล้านบาท) และกำไรสุทธิเพียง 201 ล้านบาทในงวด 3Q44 หรือเติบโตถึง 124.4% yoy ส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานของ BOA ในงวด 9M45 ของ BOA คาดว่าจะมีขาดทุนสุทธิลดลงเหลือเพียง 3.44 พันล้านบาท ดีกว่าประมาณการขาดทุนสุทธิสำหรับทั้งปี '45 ที่คาดการณ์ไว้ โดยฝ่ายวิจัยมีแนวโน้มจะปรับประมาณการผลการดำเนินงานของ BOA เพิ่มขึ้น (มีขาดทุนสุทธิลดลงจากเดิม) ภายหลังจากการประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 แล้ว

BT เป็น ธ.พ. แห่งแรกที่ประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 และ 9M45 แล้ว ดังที่ธนาคารฯ ได้รายงานให้ทราบก่อนหน้านี้ นักลงทุนสามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน Result Note วันที่ 10/10/45

DTDB การปล่อยสินเชื่อยังเป็นปัญหาหลักของ DTDB ในงวด 2H45 เนื่องจากในงวด 1H45 ที่ผ่านมามาธนาคารฯ สามารถขยายสินเชื่อไปได้เพียง 1.7% เท่านั้นจากสิ้นปี '44 โดยมีเป้าหมายที่ตั้งไว้อย่างท้าทายมากคือ 10% yoy โดยในระยะ 2 เดือนแรก (ก.ค.-ส.ค.) ของงวด 3Q45 นั้น DTDB ยังขยายสินเชื่อได้เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อย ซึ่งยังต่ำกว่าเป้าในงวด 2H45 ที่จะต้องกระทำอย่างมาก แสดงว่าในงวด 4Q45 ธนาคารฯ จะต้องรุกขยายสินเชื่ออย่างหนักมาก สำหรับรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการ ซึ่งแสดงการเติบโตอย่างต่อเนื่องในระยะ 2 ไตรมาสที่ผ่านมา ส่วนใหญ่เป็นรายได้ค่าธรรมเนียมจากการปล่อยสินเชื่อ แต่ในส่วนของธุรกิจ Custodian ในการจัดการหุ้นกู้ให้กับบริษัทต่างๆ นั้น เริ่มเป็นแหล่งธุรกิจที่สร้างรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการให้แก่ DTDB มากขึ้นในระยะหลังๆ ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ว่า รายได้ค่าธรรมเนียมและบริการโดยรวมในงวด 3Q45 จะยังเติบโตต่อเนื่อง โดยเฉพาะกำไรจากการซื้อขายพันธบัตรที่เพิ่มขึ้นในระยะ 2 ไตรมาสที่ผ่านมา ส่วนนโยบายกันสำรองหนี้ ผู้บริหารเปิดเผยว่าในงวด 3Q45 ปริมาณเงินกันสำรองหนี้ น่าจะอยู่ในระดับเดียวกันกับงวดที่ผ่านมา คือ 120 ล้านบาทต่อไตรมาส เช่นเดียวกับค่าใช้จ่ายขาดทุนจากการด้อยค่าของทรัพย์สินรอการขายที่ยังต้องตั้งสำรองต่อเนื่องในระดับ 50 ล้านบาทต่อไตรมาส ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิงวด 3Q45 ของ DTDB ในระดับ 72 ล้านบาท ใกล้เคียงกับงวด 2Q45 แต่เพิ่มขึ้นถึง 75.7% yoy โดยกำไรสุทธิในงวด 9M45 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 203 ล้านบาท เพิ่มขึ้นถึง 77.8% yoy หรือคิดเป็น 86.8% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี '45 ที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้ โดยฝ่ายวิจัยมีแนวโน้มจะปรับประมาณการผลการดำเนินงานของ DTDB เพิ่มขึ้น ภายหลังจากการประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 แล้ว

KTB ในระยะ 2 เดือนแรก (ก.ค.-ส.ค.) ของงวด 3Q45 การขยายสินเชื่อของ KTB ยังเป็นไปในเชิงรุกอย่างต่อเนื่องจากงวด 1H45 ที่ผ่านมา โดยเฉพาะการขยายสินเชื่อประเภทรายย่อย ซึ่งจะเป็นผลดีต่อ NII และ NIMs ของ KTB มากขึ้นในงวด 2H45 นี้ สำหรับรายได้ค่าธรรมเนียมและบริการคาดว่าน่าจะมีการขยายตัวอย่างต่อเนื่องตามฐานสินเชื่อที่เติบโต สำหรับนโยบายการกันสำรองหนี้ คาดว่าไม่มีนัยสำคัญเนื่องจากธนาคารฯ ได้ดำเนินการไปแล้วในเชิงรุกมากในช่วงที่ผ่านมา อีกทั้ง KTB อยู่ในช่วงของการแปรรูปกิจการเช่นเดียวกับ BT จึงจำเป็นต้องรักษาระดับผลกำไรไว้ไม่ให้ผันผวนมากเกินไป ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ KTB ว่ามีกำไรสุทธิราว 2 พันล้านบาท ลดลง 12.4% qoq (สาเหตุการลดลงของกำไรเนื่องจากคาดการณ์

ว่าธนาคารจะมีค่าใช้จ่ายพิเศษสำหรับบางรายการที่เพิ่มสูงขึ้น แต่ไม่ใช่ในระดับที่มีนัยสำคัญอย่างใด) แต่เพิ่มขึ้น 48.1% yoy ส่งผลทำให้กำไรสุทธิงวด 9M45 ของ KTB เพิ่มขึ้นเป็น 6.79 พันล้านบาท พลิกจากขาดทุนสุทธิ 5.69 พันล้านบาทในงวดเดียวกันของปีก่อน หรือคิดเป็น 90% ของประมาณการผลการดำเนินงานทั้งปี '45 ฝ่ายวิจัยมีแนวโน้มจะปรับประมาณการกำไรสุทธิของ KTB เพิ่มขึ้นภายหลังจากการประกาศผลการดำเนินงานงวด 3Q45 แล้ว

SCB จากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของธนาคารฯ ยังยืนยันว่าผลการดำเนินงานงวด 3Q45 น่าจะยังทรงตัวจากงวดที่ผ่านมา โดยการปล่อยสินเชื่อสุทธิโดยรวมในงวด 8M45 ยังทรงตัวจากระดับ ณ สิ้นปี '44 เนื่องจากยอด Repayment ยังเป็นไปในระดับสูงต่อเนื่อง การขยายสินเชื่อโดยรวมยังเน้นไปที่กลุ่ม Retail เนื่องจากมีศักยภาพการเติบโตและการทำกำไรในระดับสูง ส่วนสินเชื่อ Corporate นั้น ยังปล่อยได้ต่ำกว่าเป้าที่ตั้งไว้ ส่วนนโยบายการตั้งสำรองหนี้ ในงวด 3Q45 คาดว่ายังกระทำอย่างต่อเนื่องในระดับสูงเช่นเดียวกับงวด 2Q45 คือราว 2.5 พันล้านบาท เช่นเดียวกับการตั้งขาดทุนเผื่อการด้อยค่าของทรัพย์สินรอการขายที่คาดการณ์ไว้ในระดับใกล้เคียงกับงวด 2Q45 คือราว 300-400 ล้านบาท ฝ่ายวิจัยคาดการณ์

ประกาศกำไรสุทธิงวด 3Q45 เท่ากับ 1.22 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ qoq

คาดการณ์ DTDB มีกำไรสุทธิงวด 3Q45 ค่อนข้างทรงตัวจากงวด 2Q45

คาด KTB มีกำไรสุทธิงวด 3Q45 ราว 2 พันล้านบาท

โดยคาดหมายค่าใช้จ่ายพิเศษบางรายการเพิ่มสูงขึ้นแต่ไม่มีนัยสำคัญนัก

คาด SCB มีกำไรสุทธิงวด 3Q45 ราว 400 ล้านบาท โดยยังกันสำรองในระดับสูงต่อเนื่อง

ผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ SCB ราว 400 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 10.1% qoq แต่ลดลง 20.5% yoy ส่งผลทำให้กำไรสุทธิงวด 9M45 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.09 พันล้านบาท หรือคิดเป็น 94% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี '45 ที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี '45 ไว้เท่าเดิม เนื่องจากยังมีความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับนโยบายการกันสำรองหนี้ ของ SCB ในงวด 4Q45 ซึ่งธนาคารฯ เปิดเผยว่ามีแผนจะทบทวนนโยบายการตั้งสำรองหนี้ฯ ว่าจะกระทำในเชิงรุกและรวดเร็วกว่าเดิมหรือไม่ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ SCB ในงวด 4Q45 ให้ลดต่ำกว่าคาดได้

TFB สถานการณ์การปล่อยสินเชื่อสุทธิโดยรวมของ TFB ในระยะ 8 เดือนแรกปี '45 ยังไม่แสดงการเติบโตจากระดับ ณ สิ้นปี '44 เนื่องจากยอดการชำระคืน (Repayment) ของลูกหนี้ยังเป็นไปในระดับสูงต่อเนื่อง แต่ธนาคารฯ ยังมีการปล่อยสินเชื่อใหม่ๆ เพิ่มขึ้น โดยสินเชื่อด้าน Corporate นั้น TFB ตั้งเป้าเติบโต 6.0% yoy (หรือขยายสินเชื่อใหม่เพิ่มขึ้น 7.27 พันล้านบาท) แต่ในงวด 8M45 เติบโตเพิ่มขึ้นเพียง 3.0% (ytd) เท่านั้น แต่ในส่วนของการปล่อยสินเชื่อ Retail หรือรายย่อย ซึ่งตั้งเป้าเติบโต 4.5% yoy (หรือขยายสินเชื่อใหม่เพิ่มขึ้น 7.55 พันล้านบาท) ในงวด 8M45 ธนาคารฯ สามารถปล่อยสินเชื่อเกินกว่าเป้าไปแล้วคือเพิ่มขึ้นถึง 5.6% จากสิ้นปี '44 ซึ่งน่าจะเป็นผลดีต่อ NIMs ของ TFB เนื่องจากสินเชื่อประเภท Retail นั้นให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าสินเชื่อ Corporate

สำหรับนโยบายเรื่องการกันสำรองหนี้ ของ TFB ในงวด 3Q45 คาดว่าจะมีการตั้ง Normalized provisioning ในระดับปกติคือ 200 ล้านบาท นอกจากนี้ ยังมีประเด็นเรื่องการรับรู้ส่วนแบ่งผลขาดทุนจาก AMC ทั้ง 2 แห่ง โดยผู้บริหารได้เปิดเผยถึงข้อมูลล่าสุดว่า AMC ทั้ง 2 แห่ง น่าจะบันทึกผลขาดทุนสุทธิ (ส่วนใหญ่เป็นการบันทึกขาดทุนจากการปรับโครงสร้างหนี้) ในงวด 3Q45 ราว 200 ล้านบาท โดยคาดการณ์ว่า AMC ทั้ง 2 แห่ง จะมีผลขาดทุนสุทธิในปี '45 ในระดับตั้งแต่ 400 ล้านบาท ถึง 1.3 พันล้านบาท (ขึ้นกับว่า AMC ทั้ง 2 แห่ง จะสามารถเจรจากับลูกหนี้จนได้ข้อยุติหรือไม่ ซึ่งจะมีผลต่อการคำนวณ PV Loss) โดยในงวด 1H45 นั้น AMC ทั้ง 2 แห่ง มีผลกำไรสุทธิเกิดขึ้นแล้วเท่ากับ 343 ล้านบาท ดังนั้นในงวด 2H45 น่าจะมีผลขาดทุนสุทธิขั้นต่ำคือ 700 ล้านบาท ซึ่งยังมีความไม่แน่นอนสูงมากสำหรับการบันทึกผลขาดทุนสุทธิของ AMC ทั้ง 2 แห่ง ในงวด 4Q45 ในส่วนที่เหลืออีก 500 ล้านบาทหรือมากกว่า

ฝ่ายวิจัยได้ปรับเพิ่มการคาดการณ์กำไรสุทธิงวด 3Q45 จากเดิมที่คาดไว้ในระดับเพียง 900 ล้านบาท ในงวด 3Q45 เป็น 1.4 พันล้านบาท เนื่องจากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิในงวด 9M45 ของ TFB คาดว่าเพิ่มขึ้นเป็น 5.24 พันล้านบาท สูงกว่าประมาณการกำไรสุทธิที่ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ไว้สำหรับทั้งปี '45 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยจะทำการปรับประมาณกำไรสุทธิปี '45 ภายหลังประกาศงบการเงินงวด 3Q45 แล้ว

สำหรับประเด็นเรื่องค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการเกษียณอายุพนักงานที่คาดการณ์จำนวนพนักงานไว้ราว 900 คน โดยมีค่าใช้จ่ายคงเหลือมาจากงวด 4Q44 อีกราว 700 ล้านบาทนั้น ธนาคารฯ ได้เปิดโครงการแล้วในเดือน ต.ค. ซึ่งจะไม่มีผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในงวด 3Q45 ซึ่งหากพนักงานเข้าร่วมโครงการทั้งหมด จะทำให้จำนวนพนักงานลดลงเหลือเพียง 9.5 พันคน จากเดิม 1.04 หมื่นคน

TMB สามารถปล่อยสินเชื่อสุทธิในงวด 8 เดือนแรกปี '45 ไปได้ราว 2 หมื่นล้านบาท จากเป้าทั้งปี '45 ที่ 3 หมื่นล้านบาท หรือขยายตัว 10% yoy สำหรับสินเชื่อที่ปล่อยไปในงวด 8M45 ส่วนใหญ่เป็นสินเชื่อ Corporate loans ซึ่งปล่อยได้ถึง 40% ของสินเชื่อใหม่ทั้งหมดและสูงกว่าเป้าไปมาก ทำให้ในงวด 2H45 ธนาคารฯ จะต้องเร่งปล่อยสินเชื่อ SME และสินเชื่อ Retail มากขึ้น เนื่องจากเป็นสินเชื่อที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่า ซึ่งจะส่งผลดีต่อ NIMs ด้วยเช่นกัน

สำหรับตัวแปรของผลการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ TMB ขึ้นกับตัวแปร 2 ประการ ได้แก่ 1) ค่าใช้จ่ายสำหรับโครงการ Early Retirement และ 2) การตั้งสำรองหนี้ โดย TMB ได้เปิดเผยถึงโครงการเกษียณอายุพนักงานก่อนกำหนดที่จะดำเนินการในงวด 2H45 โดยคาดว่าจะมีพนักงานเข้าร่วมโครงการราว 1,025 คน มีค่าใช้จ่ายราว 600 ล้านบาท ซึ่งจะทยอยบันทึกในเดือน ก.ค. ต.ค. และ ธ.ค. แต่คาดว่า จะบันทึกในงวดสุดท้ายเป็นจำนวนมาก (ส่งผลทำให้จำนวนพนักงานของ TMB ลดลงเหลือเพียง 6 พันคนในปัจจุบัน) ส่วนแนวโน้มยังไม่มีความชัดเจนว่าธนาคารฯ จะเปิดโครงการดังกล่าวอีกหรือไม่ สำหรับนโยบายเรื่องการกันสำรองหนี้ ขึ้นกับผลการดำเนินงานงวด 2H45 ซึ่งจะแปรผันตามผลกำไรที่ทำได้ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากธนาคารฯ มีค่าใช้จ่ายพนักงานจำนวนมากดังกล่าวข้างต้น ทำให้คาดว่าในงวด

ขยายสินเชื่อรายย่อยได้เกินเป้า และสินเชื่อ Corporate ยังต่ำกว่าเป้า

คาด TFB กันสำรองหนี้ตามปกติ ราว 200 ล้านบาท และคาดผลขาดทุนจาก AMC 2 แห่งราว 200 ล้านบาท ในงวด 3Q45

คาด TFB มีกำไรสุทธิราว 1.4 พันล้านบาทในงวด 3Q45

โครงการ ER ไม่ส่งผลกระทบต่อกำไรงวด 3Q45 ของ TFB

TMB สามารถปล่อยสินเชื่อได้ในเชิงรุกมากในงวด 8M45

ตัวแปรของกำไรงวด 3Q45 ของ TMB ขึ้นกับการตั้งสำรองหนี้ และ ค่าใช้จ่ายโครงการ ER

2H45 TMB ไม่น่าจะกันสำรองหนี้ เพิ่มขึ้นในระดับสูงเช่นเดียวกับงวด 1H45 ที่กันสำรองฯ ไปแล้วถึง 1.15 พันล้านบาท ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิงวด 3Q45 ของ TMB ในระดับ 250 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 154% qoq และ 153% yoy ส่งผลทำให้กำไรสุทธิไตรมาส 9M45 คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 707 ล้านบาท หรือคิดเป็น 97.4% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี '45 อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานปี '45 ไว้เท่าเดิม เนื่องจากผลการดำเนินงานงวด 4Q45 ยังมีความเสี่ยงจะลดลงจากเหตุผลดังกล่าวข้างต้น

สรุปการเติบโตของสินเชื่อบริษัทและเงินฝากของกลุ่ม ธ.พ. ในระยะ 8 เดือนแรกปี 2545

หน่วย: ล้านบาท

NET LOANS (AFTER PROVISION)								
	31/1/02	28/2/02	31/3/02	30/4/02	31/5/02	30/6/02	31/7/02	31/8/02
BAY	332,025 0.2%	336,123 1.2%	339,096 0.9%	342,259 0.9%	342,067 -0.1%	341,528 -0.2%	339,712 -0.5%	342,035 0.7%
BBL	645,089 -0.7%	646,172 0.2%	642,059 -0.6%	648,019 0.9%	647,050 -0.1%	648,800 0.3%	654,648 0.9%	658,265 0.6%
BOA	104,357 -0.7%	103,795 -0.5%	101,265 -2.4%	101,654 0.4%	102,534 0.9%	96,691 -5.7%	99,754 3.2%	101,544 1.8%
BT	118,310 -1.7%	117,428 -0.7%	116,865 -0.5%	118,637 1.5%	118,869 0.2%	116,127 -2.3%	113,635 -2.1%	112,817 -0.7%
DTDB	71,641 -1.0%	72,173 0.7%	73,065 1.2%	72,677 -0.5%	74,707 2.8%	73,691 -1.4%	74,495 1.1%	74,355 -0.2%
KTB	378,266 -3.1%	667,118 76.4%	666,753 -0.1%	720,611 8.1%	702,208 -2.6%	717,505 2.2%	728,217 1.5%	733,874 0.8%
SCB	424,631 -1.9%	426,817 0.5%	420,011 -1.6%	422,624 0.6%	419,901 -0.6%	420,972 0.3%	417,784 -0.8%	419,114 0.3%
TFB	435,256 -0.5%	433,118 -0.5%	431,050 -0.5%	432,880 0.4%	430,747 -0.5%	427,981 -0.6%	428,432 0.1%	428,499 0.0%
TMB	269,215 2.0%	275,702 2.4%	276,013 0.1%	278,471 0.9%	276,968 -0.5%	280,207 1.2%	281,628 0.5%	282,317 0.2%
DEPOSITS								
BAY	372,904 0.2%	372,800 0.0%	370,196 -0.7%	374,877 1.3%	379,680 1.3%	383,758 1.1%	394,397 2.8%	404,546 2.6%
BBL	1,076,742 0.4%	1,080,349 0.3%	1,081,156 0.1%	1,082,707 0.1%	1,084,927 0.2%	1,083,110 -0.2%	1,086,579 0.3%	1,105,191 1.7%
BOA	140,261 0.6%	139,340 -0.7%	140,637 0.9%	141,135 0.4%	142,250 0.8%	142,462 0.1%	140,384 -1.5%	142,571 1.6%
BT	179,600 6.3%	185,267 3.2%	195,187 5.4%	189,690 -2.8%	190,101 0.2%	196,374 3.3%	188,273 -4.1%	186,606 -0.9%
DTDB	77,906 0.9%	78,623 0.9%	78,391 -0.3%	77,837 -0.7%	77,176 -0.8%	76,468 -0.9%	75,947 -0.7%	76,830 1.2%
KTB	905,604 4.5%	924,787 2.1%	936,185 1.2%	941,151 0.5%	961,616 2.2%	943,925 -1.8%	973,004 3.1%	995,199 2.3%
SCB	604,573 0.6%	609,357 0.8%	607,846 -0.2%	609,539 0.3%	604,169 -0.9%	601,043 -0.5%	600,116 -0.2%	601,819 0.3%
TFB	675,809 1.6%	679,776 0.6%	676,076 -0.5%	678,484 0.4%	677,733 -0.1%	679,367 0.2%	679,559 0.0%	684,148 0.7%
TMB	304,610 1.2%	307,431 0.9%	310,924 1.1%	312,049 0.4%	310,127 -0.6%	314,417 1.4%	323,779 3.0%	335,739 3.7%

ที่มา: รายงาน ธ.พ. 1.1

สรุปข้อมูลการลงทุนของ ธ.พ. ทั้ง 9 แห่ง

	BAY	BBL	BOA	BT	DTDB	KTB	SCB	TFB	TMB
ราคา (บาท)	6.10	43.75	4.58	9.90	5.55	9.05	23.60	23.40	4.60
ราคาเป้าหมาย	10.81	81.46	7.24	-	8.39	11.78	41.37	31.37	5.98
Upside Gains	77.3%	86.2%	58.1%	-	51.2%	30.2%	75.3%	34.1%	30.0%
คำแนะนำ	ทยอยซื้อ	ซื้อ	-	-	ซื้อ	ทยอยซื้อ	ซื้อ	ซื้อ	ขาย
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)									
2544	(2,667)	6,484	(3,812)	1,071	170	(4,416)	405	1,008	655
2545E	2,070	6,857	(3,715)	2,109	234	7,545	1,165	4,355	725
2546E	2,878	7,775	1,135	1,382	332	8,109	3,321	5,148	1,442
EPS (บาท)									
2544	(1.44)	4.42	(1.02)	0.73	0.10	(0.39)	0.50	0.43	0.16
2545E	1.12	4.67	(0.73)	1.41	0.14	1.31	0.37	1.85	0.18
2546E	1.56	5.30	0.22	0.93	0.20	1.41	1.06	2.19	0.36
PBV (เท่า)									
2544	0.7	1.5	2.0	1.3	2.3	1.6	1.2	2.0	1.4
2545E	0.7	1.2	2.1	1.1	2.1	1.6	1.2	1.7	1.3
2546E	0.6	1.1	1.9	1.0	2.0	1.5	1.1	1.5	1.2
PER (เท่า)									
2544	(4.2)	9.9	(4.5)	13.6	55.4	(22.9)	47.2	54.4	28.8
2545E	5.5	9.4	(6.3)	7.0	40.4	6.9	63.4	12.7	25.4
2546E	3.9	8.3	20.5	10.7	28.4	6.4	22.3	10.7	12.8

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย

PBV Band ของกลุ่ม ธ.พ.



ที่มา: ฝ่ายวิจัย

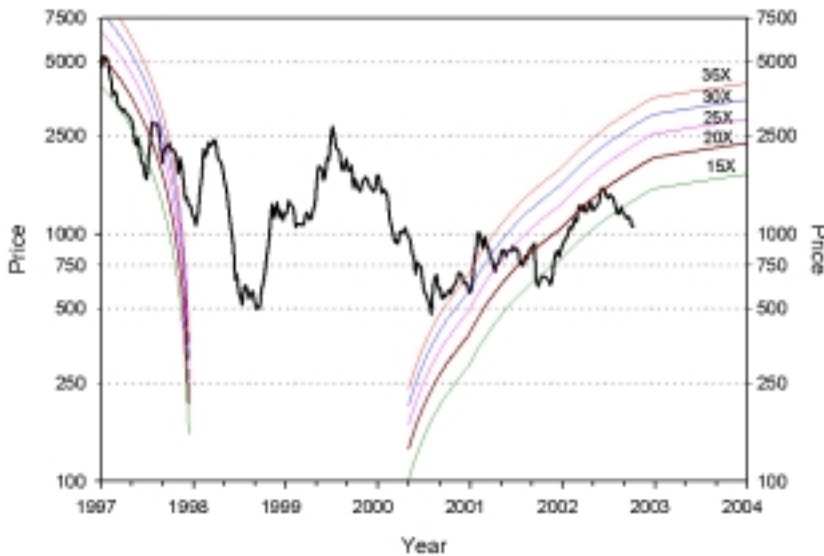
กลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์



16 ตุลาคม 2545

คาดการณ์ไตรมาส 3 และ 4 ปี 2545

FINANCE (PER)



หน้าหนักการลงทุน

เท่ากับตลาด

SET Index	332.80
Sector Index	1,044.53
มูลค่าตลาด (%)	4.59

คาดผลกำไรใน 3Q45 ของบริษัทหลักทรัพย์ 7 แห่งตกต่ำลง โดยคาดว่ากำไรสุทธิรวมจะลดลง 56.5% จาก 2Q45 เพราะมูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยต่อวันของตลาดหดตัวลง 43% และส่วนแบ่งตลาดของโบรกเกอร์ทุกราย ลดตัวอย่างมาก เพราะผลกระทบจากการเข้ามาแข่งขันของโบรกเกอร์ใหม่ 7 ราย

ธุรกิจเงินทุนยังขยายตัวจากธุรกิจเช่าซื้อรถยนต์ คาดว่าบริษัทเงินทุนหลักทรัพย์ 5 แห่ง จะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 15.6% จาก 2Q45 เพราะคาดว่า ACL จะสามารถรายงานกำไร หลังจากที่ประสิทธิภาพผลขาดทุนใน 2Q45 ขณะที่ TISCO รายงานมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 6% QoQ ส่วนอีก 3 บริษัท คาดว่าจะมีกำไรสุทธิทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า เพราะยังมีการขยายสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ต่อเนื่อง ชดเชยกับภาวะตกต่ำของธุรกิจหลักทรัพย์

คาดผลกำไรทั้งกลุ่มยังหดตัวใน 3Q45 และต่อเนื่องใน 4Q45 โดยคาดว่าผลกำไรของ 12 บริษัทรวมกันใน 3Q45 จะลดลง 11% QoQ และใน 4Q45 คาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง 2% QoQ แม้ธุรกิจเงินทุนยังคงขยายตัวต่อเนื่อง แต่ธุรกิจหลักทรัพย์ยังชะลอตัวลง ตามมูลค่าซื้อขายของตลาดเฉลี่ยต่อวันใน 4Q45 ที่หดตัวจาก 3Q45 แม้จะไม่มากนักก็ตาม

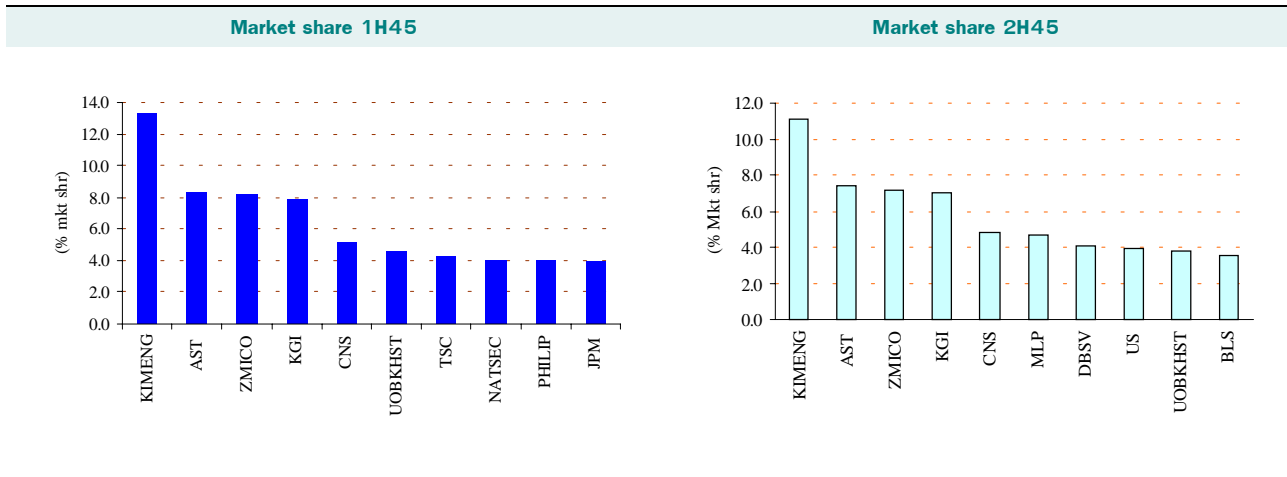
แม้ SETFIN จะตกต่ำลงมากแต่ยังมีความเสี่ยงจากปัจจัยภายนอก ในระยะกว่า 1 ไตรมาสที่ผ่านมา SETFIN ได้ตกต่ำกว่า 30% นับจากที่สูงสุดเมื่อเดือนมิถุนายนที่ผ่านมา ซึ่งเชื่อว่าน่าจะสะท้อนผลกำไรใน 2H45 ที่คาดว่าชะลอตัวลงแล้ว แต่อย่างไรก็ตามปัจจัยความเสี่ยงจากภายนอกประเทศที่ยังคงเหลืออยู่ และเป็นสิ่งสำคัญที่สร้างความกังวลใจต่อนักลงทุน เราจึงให้หน้าหนักการลงทุนเท่ากับตลาดเท่านั้น

หุ้นลงทุน KK และ TISCO แนะนำหุ้นลงทุนที่คาดว่าจะมีผลกำไรใน 2H45 ทรงตัวเมื่อเทียบกับ 1H45 และยังจ่ายปันผล เช่น KK, TISCO และให้แก๊งกำไรใน NFS, KGI, CNS, ZMICO, ASSET, CNS และ SICCO ที่เหลือแนะนำให้ถือ คือ US และ SSEC ยกเว้น ASL ให้ขายเพราะคาดว่า บล. ไอบี ยังเป็นตัวจุดรั้งที่สำคัญ ขณะที่ ACL มุ่งทำธุรกิจ Wholesale ทั้งเงินทุนและหลักทรัพย์ จึงมีกำไรน้อยในช่วงที่เศรษฐกิจยังไม่ฟื้นตัว

ใน 3Q45 ธุรกิจหลักทรัพย์หดตัวมากที่สุด

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ว่าผลกำไรสุทธิของบริษัทหลักทรัพย์ 8 แห่ง (ไม่รวม ASSET) จะเท่ากับ 185 ล้านบาท ลดลงในอัตราสูงถึง 56.5% เมื่อเทียบกับ 2Q45 ทั้งนี้เพราะ 2 เหตุผลหลักคือ 1) มูลค่าการซื้อขายของตลาดต่อวันที่หดตัวลงจากเฉลี่ยวันละ 10.07 พันล้านบาทใน 2Q45 เหลือ 5.74 พันล้านบาท ใน 3Q45 หรือลดลง 43% 2) ส่วนแบ่งตลาดของโบรกเกอร์ทุกราย ลดลงอย่างมาก เพราะผลกระทบจากการเข้ามาแข่งขันของโบรกเกอร์ใหม่ 7 ราย (BLS, CSFS, ASSET, HSBC-S, TRINITY, SYRUS และ FINANSA) และ 3) ค่าใช้จ่ายพนักงาน เมื่อคิดเป็นสัดส่วนเทียบกับรายได้ค่าธรรมเนียมนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ คาดว่าจะอยู่ในระดับที่สูงขึ้นจากไตรมาสก่อนหน้า หลังจากในตลาดฯ อนุญาตให้ใช้ Profit sharing แก่การดำเนินงานที่สาขาได้

ส่วนแบ่งตลาดของโบรกเกอร์รายใหญ่ 10 ลำดับแรก ใน 1H45 เทียบกับ 2H45



รวบรวมโดย ฝ่ายวิจัยไทย บริษัทหลักทรัพย์เอบีเอ็นแอมโรเอเชีย จำกัด

ZMICO ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียน ดูเหมือนจะเป็นบริษัทที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด เห็นได้จากส่วนแบ่งตลาดที่ตกต่ำลงอย่างรวดเร็ว กล่าวคือ จากระดับ 8.7% ใน 2Q45 เหลือ 7.5% ใน 3Q45 และเหลือเพียง 6% ในไตรมาสถัด 4 เดือนนี้ ด้วยเหตุนี้จึงคาดว่าผลกำไรใน 3Q45 จะตกต่ำมากที่สุดในกลุ่มฯ โดยคาดว่าจะลดลงในอัตรา 86% QoQ

ส่วนบริษัทคาดว่าจะมีผลการดำเนินงานตกต่ำในลำดับรองลงมาคือ KGI และ SSEC โดยคาดว่าจะลดลงประมาณ 70% QoQ และ 65% QoQ ทั้งนี้เพราะส่วนแบ่งตลาดนายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ของ KGI หดตัวลงจาก 7.9% ในไตรมาสก่อนหน้านี้อีกเหลือ 7.03% ซึ่งก็ถือว่าลดลงไม่มากนัก เมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ลดรุนแรงกว่าหลายแห่ง ส่วน SSEC แม้ส่วนแบ่งตลาดลดลงอย่างมากจากเกือบ 3% ในไตรมาสก่อนหน้า เหลือเพียง 2.26% ใน 3Q45 และเหลือเพียง 1.8% ใน 4Q45 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการตลอดปี 2545 ที่ทำไว้ที่ 2.53% อย่างมาก แต่เพราะโครงสร้างค่าใช้จ่ายที่อยู่ในระดับต่ำกว่าคู่แข่งทำให้การลดลงของกำไรในไตรมาส 3 นี้มีอัตราน้อยกว่า KGI

ส่วน CNS เนื่องจากรอบบัญชีจะแตกต่างจากบริษัททั่วไป โดยการเงินล่าสุดที่ประกาศสิ้นสุดเดือนพฤษภาคม 2545 หรือ 3Q44/45 ทำให้งบล่าสุดตกต่ำเพียง 24% อย่างไรก็ตามคาดในไตรมาสสุดท้ายของปี (ระหว่างเดือนมิถุนายน-เดือนสิงหาคม 2545) กำไรสุทธิน่าจะตกต่ำในอัตราสูงถึง 84%QoQ เพราะเป็นช่วงที่ Set Index และระดับสูงสุด แล้วจึงปรับตัวลดลง จึงทำให้รับรู้ผลกระทบเต็มที่จากมูลค่าซื้อขายของตลาดที่หดตัวลง

ขณะที่ ASL จะเป็นบริษัทเดียวในกลุ่มที่คาดว่าจะรายงานขาดทุนสุทธิ 5.69 ล้านบาท (โดยไม่รวมผลของขาดทุนจากการซื้อขายหลักทรัพย์) นับว่าตกต่ำลงเมื่อเทียบกับที่มีกำไรจากการดำเนินงาน 18.75 ล้านบาทใน 2Q45 เพราะนอกจากปัจจัยลบข้างต้นแล้ว ASL ยังมีค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจากการที่เข้าไปซื้อ บริษัทหลักทรัพย์ ไอบี ซึ่งเป็นโบรกเกอร์ที่ทำธุรกิจรายย่อยอีกแห่งหนึ่ง ในระยะเริ่มต้นต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก ในการเข้าไปลงทุนขยายห้องค้า (รวมถึงการตัดจ่ายค่าเสื่อมราคา) ซึ่งจะมีผลทำให้ต้องบันทึกค่าใช้จ่ายดำเนินงานใน 2H45 เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับ 1H45

ในทางตรงกันข้ามคาดว่า US น่าจะรายงานผลกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นจาก 2Q45 ถึง 1 เท่าตัว เพราะส่วนแบ่งตลาดฯ ได้เพิ่มขึ้นถึง 2 เท่าตัวจาก 2% ใน 2Q45 เป็น 4.05% ในไตรมาสนี้ สามารถชดเชยกับมูลค่าการซื้อขายของตลาดที่หดตัวลงได้ อย่างไรก็ตามกำไรดังกล่าว ยังมิได้รวมผลขาดทุนจากหลักทรัพย์ โดยเฉพาะหุ้น IPO ของ SSEC ที่ขายให้กับประชาชนไม่หมด คาดว่าต้องรับผลขาดทุนเป็นหลักล้านบาท (หากขาดทุนหุ้นละ 6 บาท) ซึ่งเมื่อรวมผลขาดทุนส่วนนี้คาดว่ากำไรสุทธิใน 3Q45 อาจจะไม่เพิ่มขึ้นในอัตราที่ต่ำกว่าที่ฝ่ายวิจัยได้รายงานไว้ข้างต้น

บริษัทเงินทุนยังเติบโตต่อเนื่องเพราะสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์

ส่วนทางด้านบริษัทเงินทุนซึ่งทุกแห่งจะถือหุ้นใหญ่ในบริษัทหลักทรัพย์ จากการศึกษา 5 แห่ง พบว่าจะมีกำไรสุทธิรวมกันเท่ากับ 842 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 3% เมื่อเทียบกับ 2Q45 ทั้งนี้เป็นผลจากที่คาดว่า ACL จะสามารถรายงานกำไร 20 ล้านบาท แทนที่จะรายงานขาดทุน 71.7 ล้านบาท ใน 2Q45 ขณะที่อีก 3 บริษัทคาดว่าจะมีกำไรสุทธิทรงตัวในระดับใกล้เคียงกับไตรมาสก่อนหน้า เพราะเกือบทุกแห่งยังมีการขยายตัวทางด้านธุรกิจเงินทุนต่อเนื่อง โดยเฉพาะการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ ซึ่งถือว่าเป็นธุรกิจเงินทุนรายย่อยส่วนเดียวที่ยังมีโอกาสดำเนินการเติบโตตามยอดขายรถยนต์ที่เติบโตในอัตราสูงเกือบ 30% ในระยะ 9 เดือนแรกของปีนี้

พิจารณาจากรายงานงบการเงินใน ถ.พ. 1.1 พบว่าอัตราการเติบโตของสินเชื่อสุทธิในระยะ 2 เดือนแรกของ 3Q45 มีการขยายตัวในระดับสูง เช่น กรณีของ KK มียอดการปล่อยสินเชื่อสุทธิเติบโตในอัตราสูงถึง 7.4% เมื่อเทียบกับไตรมาสก่อนหน้า ใกล้เคียงกับที่ทำได้เฉลี่ยไตรมาสละ 7.5% ใน 1H45 อันเป็นผลจากนโยบายของการมุ่งทำธุรกิจเงินทุน 3 ประเภทหลักคือ รับซื้อ และบริหารหนี้ที่มีปัญหา สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ และ Refinancing loans ด้วยเหตุนี้จึงเป็นไปได้ที่ตลอดไตรมาส 3 นี้ KK จะสามารถปล่อยสินเชื่อได้อัตราเฉลี่ยประมาณ 10% QoQ

ขณะที่ NFS คาดว่าจะสามารถปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อในอัตรา 6.5% ใน 3Q45 แม้ว่าในระยะ 2 เดือนแรกของ 3Q45 พบว่าอัตราการเติบโตของสินเชื่อสุทธิจะสูงถึง 8% เมื่อเทียบกับสิ้น 2Q45 ก็ตาม ส่วน SICO พบว่าสามารถปล่อยสินเชื่อสุทธิเพิ่มขึ้นในอัตรา 5% เมื่อเทียบกับ 2Q45 และตลอดไตรมาส 3 นี้ คาดว่าอัตราการขยายของสินเชื่อจะอยู่ในระดับ 7% QoQ และ TISCO เป็นบริษัทเงินทุน 1 ใน 2 แห่งที่ได้รายงานงบการเงิน 3Q45 แล้ว ซึ่งพบว่าสินเชื่ออัตราเติบโตประมาณ 3% QoQ ต่ำกว่าฝ่ายวิจัยคาดเล็กน้อย

สุดท้าย ACL เป็นบริษัทเงินทุนแห่งเดียวที่มีได้หันมาทำธุรกิจการเงินรายย่อยเช่นบริษัทอื่น ๆ ทำให้สินเชื่อสุทธิของบริษัทยังคงหดตัวต่อเนื่อง นับจากวิกฤตการณ์ทางการเงินเป็นต้นมา จึงเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้การเติบโตของการทำกำไรน้อยมาก และเช่นเดียวกับ FNS ที่จะยังไม่เห็นการเติบโตของสินเชื่อใน 2H45 เพราะเพิ่งได้รับใบอนุญาตประกอบธุรกิจเงินทุน หลังการเข้าซื้อบริษัทเงินทุนไพรมัส พร้อมกับเปลี่ยนชื่อเป็นบริษัทเงินทุนพินันชียังเป็นทางการในต้น 4Q45 (ใช้เงินทุนที่ได้จากการขายหุ้น IPO ที่ผ่านมา) เราคาดว่า จะเริ่มเห็นการเติบโตในการทำธุรกิจเงินทุนอย่างเป็นทางการเป็นรูปธรรมในต้นปี 2546 เป็นต้นไป

ผลกำไรรวมของ 12 บริษัทหดตัวเพียง 12%

หากรวมผลประกอบการของทั้งกลุ่ม หรือจากที่ศึกษา 12 บริษัทเงินทุน และ หลักทรัพย์ พบว่าจะมีกำไรสุทธิประมาณ 1.03 พันล้านบาท ลดลงเพียง 11% QoQ ไม่แตกต่างมากเหมือนกับธุรกิจหลักทรัพย์อย่างเดียว แสดงให้เห็นว่าแนวการกระจายความเสี่ยงในการทำธุรกิจจะช่วยลดความผันผวนของผลการดำเนินงานโดยรวมลงได้

แนวโน้มผลกำไรใน 4Q45 จะตกต่ำต่อเนื่อง

ภายใต้สภาพตลาดที่ซบเซา โดยมูลค่าการซื้อขายของตลาดฯ ที่เฉลี่ยเพียงวันละ 4.008 พันล้านบาทใน 4Q45 ลดลง 30% QoQ และ 32.2% YoY ซึ่งทำให้มีความเป็นไปได้ที่มูลค่าการซื้อขายของตลาดฯ เฉลี่ยต่อวันใน 4Q45 อาจต่ำกว่าประมาณการที่ 6.253 พันล้านบาท (ตัวเลขมูลค่าการซื้อขายจากต้นปีจนถึงปัจจุบันเท่ากับวันละ 8.9 พันล้านบาท เทียบกับสมมติฐานเดิมที่ประมาณไว้ 8.5 พันล้านบาท) ขณะที่ส่วนแบ่งตลาดฯ ของโบรกเกอร์รายเก่ายังคงต่ำต่อเนื่อง ดังกล่าวข้างต้น อันเป็นผลกระทบจากการที่มีผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามาแย่งธุรกิจที่มีอยู่จำกัด อย่างไรก็ตามหากยังคงใช้สมมติฐานเดิม โดยให้มูลค่าการซื้อขายเฉลี่ยของตลาดจะยังอยู่ในระดับที่กำหนดข้างต้น เราก็คาดว่ากำไรสุทธิใน 4Q45 ของบริษัทหลักทรัพย์ 7 แห่ง ก็มีแนวโน้มลดลงประมาณ 31.4% เมื่อเทียบกับ 3Q45 โดยคาดว่า CNS (สิ้นสุด 4Q45 ในช่วง มิ.ย.-ส.ค.) จะมีผลกำไรลดลงมากที่สุด เพราะเป็นช่วงที่มูลค่าการซื้อขายของตลาดตกต่ำมากที่สุดดังกล่าวข้างต้น และรองลงมาคือ US เพราะนอกจากนี้ส่วนแบ่งตลาดของ US เริ่มหดหายลงใน 4Q45 แล้ว ยังมีข่าวว่ากลุ่มพันธมิตร 5 รายที่เข้าลงทุนในต้นปี 2545 (ราคาเฉลี่ยหุ้นละ 9.8 บาท) อาจจะขายหุ้น และ ลดสัดส่วนการถือครองลง เนื่องจากการลงทุนดังกล่าวมิได้มีข้อผูกพันใด ๆ ทำให้หุ้น US ลดลงมากที่สุดในกลุ่มฯ ตลอดเดือนตุลาคมนี้

ด้วยเหตุที่คาดว่าผลประกอบการของบริษัทหลักทรัพย์ที่ตกต่ำต่อเนื่อง อาจจะทำให้ฝ่ายวิจัยต้องปรับลดประมาณการกำไรในปี 2545 ของบริษัทหลักทรัพย์บางแห่งลง เช่น SSEC, ASL และ ZMICO เป็นต้น ส่วนบริษัทที่เลือกคาดว่ากำไรสุทธิตลอดปีจะเป็นไปตามประมาณการเดิม กลุ่มนี้จะต้องปรับประมาณการได้แก่ ASL คาดว่าจะต้องปรับประมาณการกำไรเดิมลงในอัตราสูงถึง 50% ของประมาณการเดิม เพราะนอกจากมูลค่าการซื้อขายที่ตกต่ำอย่างมากข้างต้นแล้ว ผลกำไรในงวด 9M45 คาดว่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำมาก หรือคิดเป็นเพียง 38.5% ของประมาณการเดิม จึงเป็นไปได้ที่จะต้องปรับราคาเป้าหมายเดิมลงจากเดิมที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 9 บาทอีกครั้ง

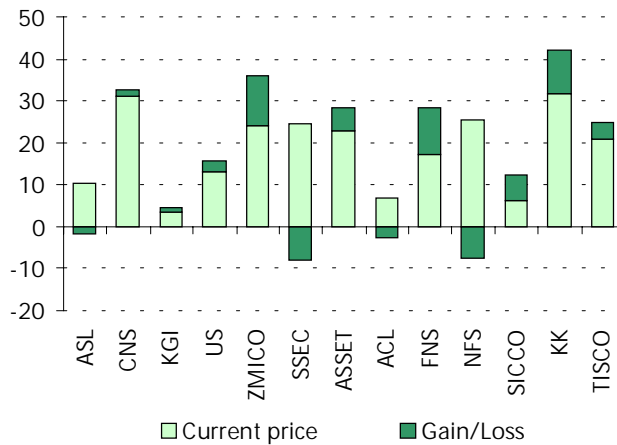
ส่วน SSEC และ ZMICO คาดว่าจะปรับลดประมาณกำไรสุทธิในปี 2545 ลงประมาณ 25% ในอัตราใกล้เคียงกัน เพราะคาดว่ากำไร 9M45 จะต่ำกว่าประมาณการ จึงมีแนวโน้มจะปรับลดราคาเป้าหมายเดิมลงเช่นกัน

อย่างไรก็ตามในส่วนของธุรกิจเงินทุน คาดว่ายังขยายตัวต่อเนื่องใกล้เคียงกับ 3Q45 และจะช่วยทำให้ผลการดำเนินงานโดยรวมของทั้งกลุ่มใน 4Q45 ทรงตัว หรือ ตกต่ำลงไม่มากนัก คือเพียง 2% เท่านั้น

ให้นำหนักเท่าตลาด และปรับราคาเป้าหมายใหม่ลงอิง PER 15 เท่า

นอกจากต้องปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 2545 ลดลง ดังกล่าวข้างต้นแล้ว คาดว่าจะต้องปรับราคาเป้าหมายของทุกบริษัทลง อย่างไรก็ตามหากพิจารณา SETFIN ในระยะ 4 เดือนที่ผ่านมา จะเห็นว่าได้ปรับตัวลดลงกว่า 30% นับจากที่สูงเมื่อต้นเดือนมิถุนายนที่ผ่านมาก็ตาม ซึ่งเราคาดว่าได้สะท้อนผลประกอบการใน 3Q45 ที่คาดว่าจะตกต่ำลงอย่างมาก รวมถึงแนวโน้มผลประกอบการที่คาดว่าจะอ่อนตัวต่อเนื่องใน 4Q45 และหากพิจารณาราคาหุ้นของกลุ่มนี้ซื้อขายด้วย PER ประมาณ 10 เท่า เท่านั้น ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับก่อนเกิดวิกฤตการณ์ทางการเงิน และที่เคยซื้อขายในระดับเกินกว่า 20 เท่า เมื่อช่วง 1H45 ดังนั้นเพื่อให้การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมของหุ้นกลุ่มนี้มีความระมัดระวังมากขึ้น ฝ่ายวิจัยขอปรับลดค่า PER ของกลุ่มที่เคยใช้ที่ประมาณ 20 เท่าลงมาที่ 15 เท่าแทน ซึ่งในภาพถัดไปจะแสดงให้เห็นถึงราคาเป้าหมายที่ควรจะเป็น กับราคาตลาดปัจจุบันของหุ้นแต่ละบริษัท

ราคาที่เหมาะสมใหม่ PER ที่ 15 เท่า



อย่างไรก็ตามเนื่องจากตลาดหลักทรัพย์ยังมีความเสี่ยงหลงเหลืออยู่หลายประการ ซึ่งจะมีผลต่อการลงทุนในหุ้นกลุ่มเงินทุนหลักทรัพย์ ความเสี่ยงประการแรก เกิดจากปัจจัยภายนอก ซึ่งคาดการณ์ยาก และยังไม่อาจจะหาข้อสรุปได้ในขณะนี้ และจะยังเป็นประเด็นสำคัญที่จะสร้างความกังวลใจต่อนักลงทุนไทย และ นักลงทุนต่างประเทศ ทำให้ภาวะการซื้อโดยรวมไม่อาจกลับจะมาคึกคักเช่นที่เคยเกิดขึ้นใน 1H45 และความเสี่ยงประการที่ 2 เกิดจากลักษณะตัวหุ้นที่อยู่ในกลุ่มฯ เอง เนื่องจากเป็นหุ้นที่มีค่า Beta สูง ด้วยเหตุนี้ฝ่ายวิจัยจึงให้นำหนักการลงทุนกลุ่มนี้เท่ากับตลาดเท่านั้น จนกว่าจะสามารถคาดการณ์เหตุในต่างประเทศได้ชัดเจนกว่านี้ จึงอาจปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนอีกครั้ง ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยจึงขอแบ่งลักษณะการลงทุนออกเป็น 4 กลุ่ม รายละเอียดดังปรากฏในตารางข้างล่าง

คำแนะนำ	หุ้น	เหตุผล
ซื้อลงทุน	KK, TISCO	กำไรใน 2H45 ทรงตัวเมื่อเทียบกับ 1H45 พร้อมกับคาดว่าจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้
ซื้อเก็งกำไร	KGI, CNS NFS ZMICO ASSET SICCO	ส่วนแบ่งตลาดตกต่ำไม่มาก แม้การแข่งขันจะรุนแรง เป็นผู้นำในการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ใหม่ พร้อมกับล้างขาดทุนสะสมได้หมดแล้ว ส่วนแบ่งตลาดตกต่ำมาก แต่ราคาตลาดตกต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมมาก ธุรกิจหลักทรัพย์กำลังเติบโตทั้งด้าน IB และ ธุรกิจโบรกเกอร์ ธุรกิจเงินทุนยังเติบโตจากสินเชื่อเช่าซื้อ แม้จะกระทบจากธุรกิจหลักทรัพย์ที่ชะลอตัวก็ตาม
ถือ	SSEC US	ราคาหุ้นต่ำกว่าราคาที่เหมาะสมเล็กน้อย ขณะที่ธุรกิจหลักทรัพย์ยังอ่อนแอ ราคาต่ำกว่าที่ควรจะเป็น แต่มีความเสี่ยง 2 ประการคือ ส่วนแบ่งตลาดที่กำลังหดหาย และ ความไม่แน่นอนของกลุ่มผู้ออกหุ้นใหญ่ 5 รายจะถอนตัวจากการร่วมทุนเมื่อใด
ขาย	ASL ACL	ยังมีภาระค่าใช้จ่ายจากการลงทุนในบริษัทหลักทรัพย์ ไอบี ใน 2H45 ไม่ทำธุรกิจรายย่อยทั้งด้านเงินทุน และ หลักทรัพย์ ทำให้เติบโตยาก

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทหลักทรัพย์ รายไตรมาส

		ASL	CNS	KGI	SSEC	US	ZMICO
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1Q45	55.86	-0.80	247.34	31.12	17.72	112.28
	2Q45	3.75	48.55	164.00	22.68	26.12	74.87
	3Q45F	-5.69	37.09	49.74	8.00	54.34	10.57
	4Q45F	-10.02	5.85	55.73	7.98	24.79	10.52
	Operating income (ล้านบาท)						
	1Q45	57.10	-2.77	157.85	50.84	-16.06	112.63
	2Q45	18.57	28.52	90.71	43.30	25.18	73.31
	3Q45F	-5.69	48.74	48.94	42.87	137.14	15.95
	4Q45F	-10.02	31.83	53.93	-75.36	56.01	15.90
EPS (บาทต่อหุ้น)	1Q45	0.42	-0.01	0.17	0.62	0.29	2.19
	2Q45	0.02	0.66	0.11	0.45	0.33	1.12
	3Q45F	-0.03	0.50	0.03	0.13	0.69	0.16
	4Q45F	-0.16	0.08	0.04	0.13	0.14	0.15
	Market share (%)	1Q45	4.19%	4.95%	7.89%	2.55%	3.96%
2Q45		3.35%	5.10%	7.85%	2.58%	1.99%	7.49%
3Q45F		3.77%	5.18%	7.03%	2.26%	4.05%	7.27%
4Q45F		3.50%	5.12%	7.10%	2.20%	2.00%	7.00%
Average Com (%)		1Q45	0.22%	0.15%	0.22%	0.23%	0.07%
	2Q45	0.24%	0.21%	0.22%	0.25%	0.24%	0.24%
	3Q45F	0.24%	0.25%	0.22%	0.25%	0.22%	0.24%
	4Q45F	0.24%	0.25%	0.22%	0.25%	0.23%	0.24%
	Trading volume	1Q45	11,955	4,739	11,955	11,955	11,955
2Q45		10,074	11,620	10,074	10,074	10,074	10,074
3Q45F		5,741	9,896	5,741	5,741	5,741	5,741
4Q45F		6,235	10,280	6,235	6,235	6,235	6,235
Personal expenses to total fee income		1Q45	0.31	1.18	0.55	0.41	0.52
	2Q45	0.63	0.60	0.79	0.41	0.38	0.50
	3Q45F	0.66	0.60	0.97	0.43	0.38	0.54
	4Q45F	0.66	0.58	0.93	0.43	0.44	0.54
	Operating cost to total fee income	1Q45	0.54	2.23	0.87	0.60	1.06
2Q45		1.01	0.98	1.15	0.64	0.69	0.73
3Q45F		1.24	0.88	1.70	0.85	0.57	0.95
4Q45F		1.27	0.98	1.59	0.85	0.99	0.95

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทเงินทุน รายไตรมาส

		ACL	FNS	NFS	SICCO	KK	TISCO
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1Q45	83.25	n.a.	373.97	102.83	377.36	302.46
	2Q45	-71.71	n.a.	668.75	101.22	374.08	324.53
	3Q45F	20.11	127.21	512.31	101.78	374.98	344.83
	4Q45F	34.57	n.a.	637.14	108.74	374.71	363.82
	กำไรสุทธิก่อนสำรอง (ล้านบาท)	1Q45	79.73	n.a.	474.94	113.87	511.74
2Q45		73.89	n.a.	912.99	110.20	355.48	523.92
3Q45F		85.42	n.a.	604.37	113.32	424.98	332.11
4Q45F		100.52	n.a.	684.36	124.61	424.71	462.11
EPS		1Q45	0.99	n.a.	0.28	0.42	1.25
	2Q45	-0.86	n.a.	0.50	0.41	1.13	1.20
	3Q45F	0.01	2.20	0.38	0.21	1.09	0.49
	4Q45F	0.02	n.a.	0.48	0.22	1.13	0.52
	อัตราการเติบโตของสินเชื่อ	1Q45	0.7%	n.a.	3.8%	2.8%	9.6%
2Q45		26.7%	n.a.	4.5%	2.2%	5.5%	12.2%
3Q45F		1.0%	n.a.	6.5%	7.0%	8.8%	2.1%
4Q45F		1.0%	n.a.	6.0%	7.0%	8.1%	3.9%

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทเงินทุน รายไตรมาส (ต่อ)

	ACL	FNS	NFS	SICCO	KK	TISCO
อัตราการเติบโตของเงินฝาก						
1Q45	0.8%	n.a.	3.7%	16.2%	7.1%	1.4%
2Q45	17.1%	n.a.	4.5%	-3.4%	-5.8%	3.0%
3Q45F	3.0%	n.a.	2.0%	2.1%	11.0%	-12.5%
4Q45F	4.0%	n.a.	2.0%	2.1%	10.0%	1.0%
อัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝาก						
1Q45	128.0%	n.a.	75.97%	77.00%	51.61%	94.1%
2Q45	166.7%	n.a.	73.45%	82.45%	57.82%	102.5%
3Q45F	163.4%	n.a.	72.04%	84.01%	56.66%	119.7%
4Q45F	129.9%	n.a.	70.66%	88.04%	55.67%	123.1%
ปริมาณการสำรอง ฯ ต่อสินเชื่อรวม						
1Q45	26.5%	n.a.	4.2%	6.8%	2.1%	7.4%
2Q45	45.1%	n.a.	4.3%	6.9%	2.5%	14.1%
3Q45F	46.2%	n.a.	4.4%	5.9%	2.4%	13.6%
4Q45F	46.0%	n.a.	4.4%	5.6%	2.2%	13.3%

หมายเหตุ : ผลกำไรใน 3Q45 ของ TISCO และ FNS เป็นตัวเลขจริง

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทหลักทรัพย์ รายปี

	ASL	ASSET	CNS	KGI	SSEC	US	ZMICO
ราคาปิด (16/10/45)	10.30	22.70	30.50	3.60	14.30	12.90	23.80
ราคาเป้าหมาย (PER 15X)	8.69	28.48	32.59	4.49	16.62	15.66	35.96
% upside (downside)	-19%	20%	6%	20%	14%	18%	34%
คำแนะนำระยะสั้น	ขาย	ซื้อ	ซื้อ	ซื้อ	ถือ	ถือ	ซื้อ
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)							
2544	-44.91	11.64	-27.04	22.41	-27.05	-9.14	-185.80
2545F	135.04	92.55	90.69	509.76	89.66	111.97	264.71
2546F	145.63	118.78	137.60	519.23	88.54	43.85	227.29
EPS (บาทต่อหุ้น)							
2544	-0.35	0.26	-0.38	0.02	-0.54	-0.18	-3.54
2545F	0.58	1.90	1.25	0.30	1.42	1.04	3.20
2546F	0.44	1.98	1.87	0.31	1.41	0.41	2.74
Market share							
2544	4.80%	1.80%	4.30%	5.11%	3.40%	1.80%	8.00%
2545F	4.50%	1.80%	5.00%	7.50%	2.53%	3.00%	8.50%
2546F	4.50%	2.50%	5.00%	7.50%	2.53%	3.00%	8.00%
Average Com							
2544	0.10%	0.10%	0.17%	0.14%	0.13%	0.09%	0.11%
2545F	0.24%	0.14%	0.24%	0.25%	0.25%	0.15%	0.25%
2546F	0.24%	0.23%	0.25%	0.25%	0.25%	0.15%	0.25%
Operating cost to total fee income							
2544	1.38	4.87	2.49	2.80	1.26	2.36	1.74
2545F	0.68	1.54	1.06	0.95	0.66	0.85	0.63
2546F	0.66	0.96	1.06	0.95	0.67	0.84	0.66
ROE							
2544	-2.37%	3.06%	-0.79%	0.40%	-8.74%	-4.12%	-23.79%
2545F	5.37%	19.16%	2.62%	8.19%	20.05%	25.43%	26.08%
2546F	4.01%	17.36%	3.83%	7.37%	14.36%	6.43%	15.67%
ROA							
2544	-2.11%	1.22%	-0.67%	0.30%	-4.62%	-2.39%	-13.19%
2545F	4.77%	8.41%	2.14%	5.98%	11.02%	17.74%	12.46%
2546F	3.72%	9.04%	3.05%	5.42%	9.02%	4.91%	8.58%
Fully BV per share							
2544	14.38	6.57	47.51	3.79	5.93	3.78	10.72
2545F	13.27	11.17	49.20	3.99	9.49	6.06	20.63
2546F	12.47	11.64	51.12	4.30	10.08	6.66	24.16
Fully PER							
2544	-39.43	96.67	24.24	249.26	-26.43	-71.84	-7.49
2545F	23.83	13.17	16.20	12.48	10.05	12.16	8.29
2546F	31.61	12.63	16.99	12.26	10.18	11.30	9.66

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทหลักทรัพย์ รายปี (ต่อ)

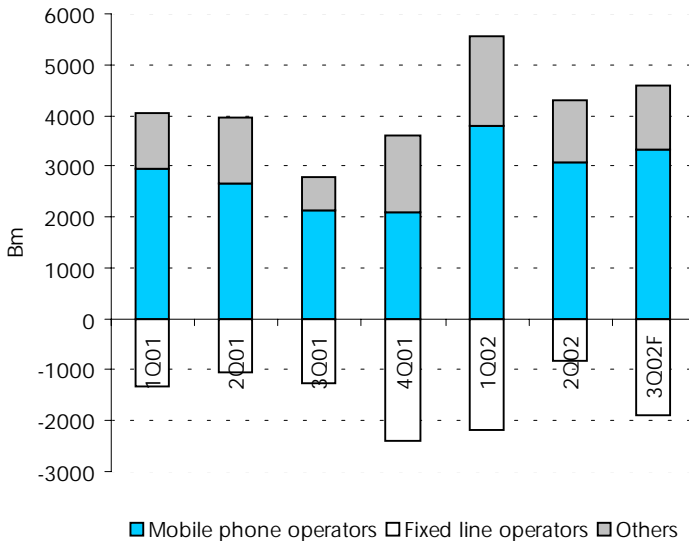
		ASL	ASSET	CNS	KGI	SSEC	US	ZMICO
PBV	2544	0.96	3.81	0.61	0.99	2.41	3.36	2.47
	2545F	1.04	2.24	0.59	0.94	1.51	2.09	1.28
	2546F	1.11	2.15	0.57	0.87	1.42	1.91	1.10

คาดการณ์ผลประกอบการของบริษัทหลักทรัพย์ รายปี

		ACL	FNS	NFS	SICCO	KK	TISCO
ราคาปิด (16/10/45)		6.95	17.2	12.4	6.61	31.5	20.6
ราคาเป้าหมาย		4.39	28.32	18	12.48	42.29	24.73
% upside (downside)		-58.28%	39.26%	31.11%	47.04%	25.51%	16.69%
คำแนะนำระยะสั้น		ขาย	-	ซื้อเก็งกำไร	ซื้อเก็งกำไร	ซื้อ	ซื้อ
กำไรสุทธิ(ล้านบาท)	2544	365	146.87	492	193	1,389	836
	2545F	349	133.91	2,004	412	1,344	1,172
	2546F	380	188.77	2,743	516	1,318	1,246
EPS (บาทต่อหุ้น)	2544	4.50	20.40	0.37	0.39	2.18	4.59
	2545F	1.53	1.34	1.50	0.83	2.11	1.65
	2546F	1.67	1.89	2.06	0.87	2.07	1.74
Loan growth	2544	-9.72%	n.a.	24.59%	8.31%	30.68%	18.28%
	2545F	5.32%	n.a.	31.78%	14.48%	4.77%	14.60%
	2546F	2.30%	n.a.	16.36%	10.25%	4.91%	13.54%
L/D ratio	2544	128.04%	n.a.	74.81%	87.09%	50.41%	91.81%
	2545F	139.73%	n.a.	91.04%	122.63%	47.58%	111.64%
	2546F	139.56%	n.a.	101.13%	129.35%	46.22%	112.62%
Market share	2544	4.25%	4.25%	4.25%	3.40%	4.25%	4.25%
	2545F	4.25%	4.25%	4.25%	2.53%	4.25%	4.25%
	2546F	4.25%	4.25%	4.25%	2.53%	4.25%	4.25%
ROE	2544	3.87%	n.a.	3.16%	8.76%	14.88%	14.70%
	2545F	3.59%	16.51%	12.04%	15.94%	14.13%	17.02%
	2546F	3.75%	12.21%	14.61%	15.49%	13.89%	15.26%
ROA	2544	1.22%	n.a.	0.54%	1.06%	14.88%	1.90%
	2545F	1.21%	12.64%	1.96%	2.16%	14.13%	2.50%
	2546F	1.28%	9.55%	2.48%	2.50%	13.89%	2.57%
Fully BV per share	2544	5.98	23.62	11.92	4.79	22.62	8.93
	2545F	6.26	14.52	13.05	5.71	21.54	10.74
	2546F	6.50	16.41	15.11	6.46	22.55	12.59
Fully PER	2544	29.85	0.83	33.35	15.63	14.19	4.40
	2545F	31.20	12.62	8.18	7.39	14.66	12.25
	2546F	28.63	8.95	5.98	7.09	14.95	11.61
PBV	2544	1.15	0.72	1.03	1.28	1.37	2.26
	2545F	1.09	1.16	0.94	1.08	1.44	1.88
	2546F	1.05	1.03	0.81	0.95	1.37	1.60

คาดการณ์ผลประกอบการ 3Q45

Aggregated Normalised Profits



น้ำหนักการลงทุน

เท่ากับตลาด

SET Index	332.80
Sector Index	34.73
มูลค่าตลาด (%)	9.07

บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่น่าสนใจที่สุดในกลุ่มสื่อสาร

เราคาดว่าธุรกิจในกลุ่มบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะยังขยายตัว 57% yoy ใน 3Q45F เนื่องจากฐานสมาชิกเฉลี่ยที่ขยายตัวราว 136% yoy มากพอที่จะชดเชยกับ ARPU ที่คาดว่าจะลดลง 46% yoy ผลการดำเนินงานที่ส่งตลาดฯ ของ ADVANC น่าจะดีขึ้นมากจากจุดตกต่ำใน 2Q45 และ 3Q44 ในขณะที่การขยายฐานสมาชิกเชิงรุกของ TAC ในปีที่ผ่านมาจะเริ่มสร้างรายได้ และกำไรในปีนี้

บริการโทรศัพท์พื้นฐานยังไม่มีปัจจัยบวกด้านผลประกอบการ

กลุ่มบริการโทรศัพท์พื้นฐานยังไม่น่าสนใจลงทุน TT&T เริ่มมีกำไร แต่ธุรกิจหลักขยายตัวช้า ส่วน TA แม้จะขยายตัวไปยังบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ แต่คาด TA Orange จะยังขาดทุนต่อเนื่อง และจะเป็นภาระต่อ TA ประเด็นเก็งกำไรใน TT&T จะขึ้นกับความคืบหน้าในการแปรสภาพหุ้น ส่วน TA จะเริ่มน่าสนใจมากขึ้นเมื่อเห็นแนวทางการแก้ปัญหาที่อยู่ในระดับสูง และ/หรือ TA Orange เข้าใกล้จุดคุ้มทุน

SHIN, SATTEL และ UCOM น่าจะมีกำไรทรงตัว q-o-q

คาดกำไรที่แท้จริงของกลุ่มนี้จะทรงตัวจาก 2Q45 โดยกำไรของ SATTEL มีแนวโน้มลดลง 35% yoy เพราะธุรกิจหลักทรงตัว และเริ่มเสียภาษีปกติหลังล้างขาดทุนสะสมหมด ส่วน SHIN (ไม่รวม ADVANC + SATTEL) จะมีขาดทุนลดลง และขึ้นกับผลการดำเนินงานของ ADVANC เป็นหลัก สำหรับ UCOM น่าจะมีกำไรทรงตัวจาก 2Q45 และ 3Q44 รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากการจำหน่ายโทรศัพท์, ธุรกิจ on-line และจาก TAC จะชดเชยรายได้จาก RTS ที่หายไป ค่าแนะนำสำหรับ SHIN คือ เปลี่ยนไปซื้อ ADVANC ส่วนคำแนะนำสำหรับ SATTEL และ UCOM คือถือลงทุน แต่ในระยะสั้น SATTEL มีความเสี่ยงจากผลจากการลดทุนของ CS Communications ในขณะที่ UCOM มีความเสี่ยงจากการรับรู้ผลขาดทุนจาก Interwave ทั้ง 2 รายการดังกล่าวเป็นรายการทางบัญชี และในกรณีของ UCOM ไม่กระทบส่วนของผู้ถือหุ้น

กลุ่มสื่อสารยังมีความเสี่ยงในการลงทุนในระยะสั้น

แนวทางล่าสุดที่เสนอโดย รมต. กระทรวงเทคโนโลยีให้โอนสัญญาสัมปทานไปให้กระทรวงการคลังดูแล เป็นการจุดประเด็นการแปรสัญญาสัมปทานขึ้นมาใหม่อีกรอบหนึ่ง และน่าจะถูกต้องในหลักการความเป็นธรรมในการแข่งขันระหว่าง เอกชน กับ TOT และ CAT ซึ่งจะต้องแปรสภาพฯ เข้าจดทะเบียนในตลาดฯ และมีฐานะเท่ากับผู้ประกอบการเอกชนรายอื่นๆ แต่ข้อเสนอดังกล่าวยังต้องมีการพิจารณาในรายละเอียด และเราไม่คิดว่าจะสามารถหาข้อสรุปได้ในเร็ววัน จึงทำให้การลงทุนในกลุ่มนี้ในระยะสั้นยังมีความเสี่ยง แต่คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าในปีหน้า นักลงทุนที่สนใจกลุ่มนี้จึงน่าจะจะสามารถถือลงทุนในระยะยาวได้

คาดการณ์การดำเนินงาน 3Q45 ของหุ้นในกลุ่มสื่อสารขยายตัว 76% yoy

ABN AMRO Asia คาดว่าผลการดำเนินงานโดยรวมของหุ้นหลักในกลุ่มสื่อสารใน 3Q45 น่าจะขยายตัว 76% yoy เนื่องจากการเติบโตของ ADVANC และ TAC ซึ่งอยู่ในกลุ่มบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ สำหรับกลุ่มบริการโทรศัพท์พื้นฐาน (TA และ TT&T) ยังขาดทุน โดย TT&T เริ่มมีกำไรเล็กน้อย แต่ TA ขาดทุนมากขึ้นเนื่องจากต้องรวมผลขาดทุนของ TA Orange เข้าในงบการเงิน สำหรับกลุ่มอื่นๆ (SATTEL, SHIN และ UCOM) น่าจะมีผลการดำเนินงานโดยรวมทรงตัวจาก 2Q45

ผลการดำเนินงานโดยรวมของกลุ่มสื่อสารใน 3Q45 น่าจะเติบโตจาก ADVANC และ TAC เป็นหลัก

ฐานสมาชิกเฉลี่ยที่ขยายตัว 136% yoy ยังทำให้กำไรเติบโต แม้ ARPU จะลดลง 46% yoy

	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
ADVANC	2251	2301	1674	1889	3285	2393	2545	52%	6%
SATTEL	381	399	490	397	359	305	320	-35%	5%
SHIN	700	729	213	1402	1397	782	797	274%	2%
TA	-984	-883	-600	-1913	-2108	-858	-1906	nm	122%
TAC	705	365	457	223	512	696	796	74%	14%
TT&T	-353	-154	-670	-500	-65	30	15	nm	-50%
UCOM	404	546	455	106	372	434	447	-2%	3%
Total	2724	2904	1529	1206	3393	3477	2695	76%	-22%

	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
Mobile phone operators	2956	2666	2132	2112	3797	3089	3341	57%	8%
Fixed line operators	-1336	-1037	-1270	-2413	-2172	-829	-1891	nm	nm
Others	1104	1274	668	1508	1769	1217	1245	86%	2%

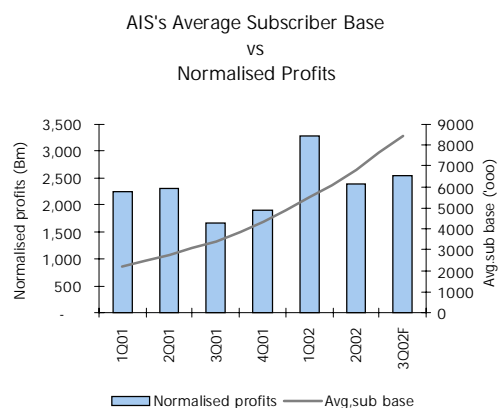
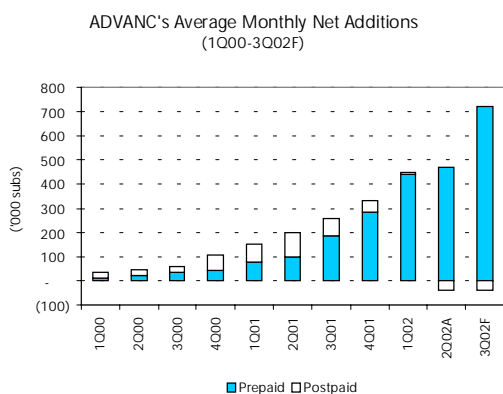
บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่... เติบโตในอัตราชะลอตัวสู่ระดับปกติ

เราคาดว่าธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ยังเป็นธุรกิจในกลุ่มสื่อสารที่ยังมีศักยภาพในการขยายตัว แม้ว่าการแข่งขันจะรุนแรงขึ้น แต่บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มนี้ (ไม่รวม TA Orange ซึ่งยังน่าจะขาดทุนต่อเนื่องอีกไม่ต่ำกว่า 12 เดือนข้างหน้า) คือ ADVANC และ TAC น่าจะมีผลการดำเนินงานที่แท้จริงใน 3Q45 ที่ดีขึ้นเฉลี่ย 57% yoy และสูงกว่า 2Q45 ราว 8% ทั้งนี้เนื่องจากฐานสมาชิกรวมเฉลี่ยที่ขยายตัว 136% yoy และสูงกว่า 2Q45 อยู่ 25% ในขณะที่รายได้เฉลี่ย/เลขหมาย/เดือน (blended ARPU) มีแนวโน้มลดลง 46% yoy และลดลงต่อเนื่องจาก 2Q45 ราว 15-18% โดยส่วนต่างระหว่าง blended ARPU ของ ADVANC กับของ TAC หดแคบลงมาเรื่อยๆ จนทำให้ blended ARPU ของ ADVANC มีแนวโน้มสูงกว่าของ TAC เพียงเล็กน้อย

ฐานสมาชิกที่ขยายตัวอย่างก้าวกระโดด (แม้จะมาจาก การขยายตัวของลูกค้า prepaid ก็ตาม) ทำให้รายได้จากการให้บริการโดยรวมยังคงเพิ่มขึ้นราว 28% yoy และสูงกว่า 2Q45 ราว 3% แม้ว่า ARPU จะลดลงดังกล่าว ดังนั้น มุมมองโดยรวมของเราจึงยังไม่เปลี่ยนคือ ธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่มีแนวโน้มที่ยังขยายตัว แต่ในอัตราที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับอดีตที่ผ่านมา โดยผลการดำเนินงานของ ADVANC ใน 3Q45 น่าจะดีขึ้นมากจากจุดตกต่ำใน 2Q45 เนื่องจากการบันทึกรายการทางบัญชี ส่วนของ TAC ก็น่าจะดีขึ้นมากเมื่อเทียบกับระยะเดียวกันของปีก่อนเพราะการขยายฐานสมาชิกเชิงรุกในปีที่ผ่านมาจะเริ่มสร้างรายได้เต็มที่ในปีปัจจุบันเป็นต้นไป

	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
Avg.sub base ('000)	3761	4591	5577	6832	8469	10547	13178	136%	25%
- AIS	2204	2730	3421	4313	5487	6808	8478	148%	25%
- TAC	1557	1861	2156	2519	2982	3739	4701	118%	26%
Blended ARPU (B)									
- AIS	1317	1159	981	843	762	647	529	-46%	-18%
- TAC	1038	920	911	815	718	582	495	-46%	-15%
Monthly Additions ('000)	253.2	300.3	357.3	479.2	612.3	772.8	981.7	175%	27%
- AIS	151.0	199.6	261.2	333.4	449.6	430.8	682.3	161%	58%
- TAC	102.2	100.7	96.2	145.8	162.7	342.0	299.3	211%	-12%
Service Revenue (Bm)	13,550	14,623	15,960	17,066	18,973	19,746	20,424	28%	3%
- AIS	8,705	9,489	10,066	10,909	12,548	13,214	13,443	34%	2%
- TAC	4,845	5,133	5,893	6,157	6,425	6,532	6,981	18%	7%
Normalised Profits (Bm)	2,956	2,666	2,132	2,112	3,797	3,089	3,341	57%	8%
- AIS	2,251	2,301	1,674	1,889	3,285	2,393	2,545	52%	6%
- TAC	705	365	457	223	512	696	796	74%	14%

ADVANC [31.25 บาท: ซื้อ] เราคาดว่า ADVANC จะมีฐานสมาชิกเฉลี่ยราว 8.4 ล้านราย เพิ่มขึ้น 148% yoy และ 25% qoq โดยใน 3Q45 น่าจะมีสมาชิกใหม่เฉลี่ยที่สูงเป็นประวัติการณ์ คือราวเดือนละ 6.82 แสนราย และเป็นการเติบโตจากลูกค้าประเภท prepaid ทำให้สัดส่วนลูกค้า prepaid เพิ่มขึ้นราว 76% ของฐานลูกค้ารวม สัดส่วนลูกค้า prepaid ที่เพิ่มขึ้นนี้น่าจะทำให้รายได้/เลขหมาย/เดือนเฉลี่ย (blended ARPU) ใน 3Q45 มีแนวโน้มลดลง 46% yoy และลดลงจาก 2Q45 ราว 18% โดยรวม เราคาดว่าผลจากฐานสมาชิกที่ขยายตัวอย่างก้าวกระโดดจะมากพอที่จะชดเชยผลจากการลดลงของ ARPU และยังทำให้รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (เกิน 70% ของรายได้รวม) ใน 3Q45 ของ ADVANC มีแนวโน้มขยายตัว 34% yoy แต่ทรงตัวจาก 2Q45



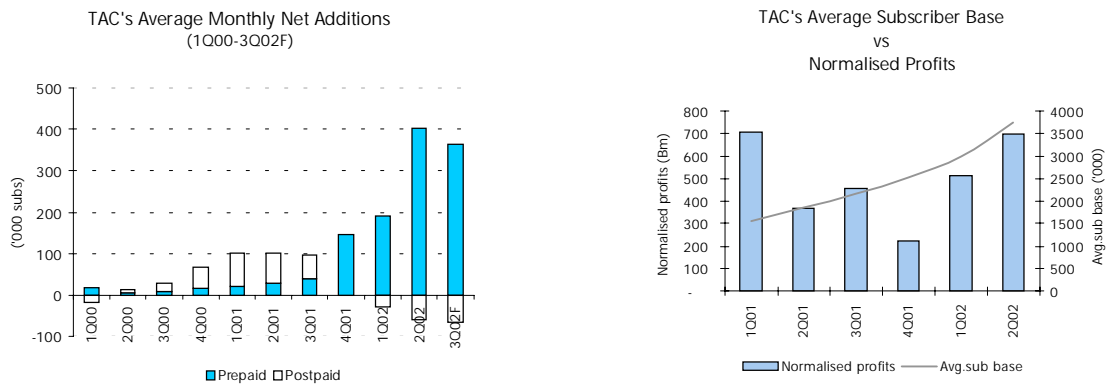
ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่า ADVANC จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติ (normalised profit) ใน 3Q45 ราว 2.5 พันล้านบาท เพิ่มขึ้น 52% yoy และสูงกว่า 2Q45 ราว 6% โดยใน 2Q45 ADVANC รายงานกำไรสุทธิต่อตลาดฯ เพียง 1.5 พันล้านบาทเนื่องจากมีรายการค่าใช้จ่ายทางบัญชี เช่น สำรองเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ, ผลจากการตัดค่าเสื่อมราคาเครือข่าย NMT เร็วขึ้น และค่าความนิยมตัดจำหน่ายจากการคืนไลเซนส์ Advance Paging - APG ให้ TOT รวมทั้งสิ้นราว 867 ล้านบาท ซึ่งทำให้ราคาหุ้นตกต่ำนับจากนั้น สำหรับ 3Q45 เราคาดว่า ADVANC จะยังมีรายการทางบัญชี (สุทธิ) ราว 385 ล้านบาท (ประกอบด้วย

ผลการดำเนินงานที่แท้จริงใน 3Q45 ของ ADVANC น่าจะดีขึ้น 52% yoy และกำไรที่ส่งตลาดฯ น่าจะดีขึ้นมากจากจุดตกต่ำใน 2Q45

กำไรจากการขาย APG จำนวน 25 ล้านบาท, ค่าใช้จ่ายในการโอนลูกค้าในระบบ NMT เป็น GSM รว 600 ล้านบาท, ผลขาดทุนจากการร่นระยะเวลาตัดค่าเสื่อมราคาเครือข่าย NMT จำนวนสุดท้ายอีกราว 260 ล้านบาท และประโยชน์ทางภาษีจากการคืนโลเซนส์ APG ให้ TOT ราว 450 ล้านบาท) และจะทำให้ ADVANC นำจะรายงานกำไรสุทธิต่อตลาดฯ ราว 2.1 พันล้านบาท ซึ่งจะทำให้ดูดีขึ้นมากเมื่อเทียบกับที่กำไร 1.1 พันล้านบาทใน 3Q44 และ 1.5 พันล้านบาทใน 2Q45 และเรายังแนะนำให้ซื้อลงทุนในระยะยาวโดยมีเป้าหมายเบื้องต้นที่ 37.5 บาท และเป้าหมายในระยะยาวอิง NPV/หุ้นที่ 50 บาท

(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F
ADVANC						
Normalised profits	2301	1674	1889	3285	2393	2545
Reported net profits	2301	1104	-1839	3208	1526	2160

TAC [0.61 เหรียญสหรัฐ] เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่รายใหญ่อันดับ 2 ของประเทศ และน่าจะมีฐานสมาชิกเฉลี่ย ณ สิ้น 3Q45 เท่ากับ 4.7 ล้านราย เพิ่มขึ้น 118% yoy และ 26% qoq โดยมีสมาชิกใหม่เฉลี่ยเดือนละ 2.99 แสนราย ซึ่งเพิ่มขึ้นมาจาก 3Q45 แต่ลดลง 12% จากระดับสูงสุดใน 2Q45 และคาดว่า blended ARPU จะลดลง 45% yoy และ 15% qoq เป็น 495 บาท ซึ่งจะทำให้รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ (81% ของรายได้) ใน 3Q45 เพิ่มขึ้น 18% yoy และสูงกว่า 2Q45 เล็กน้อย



เราคาดว่า TAC จะมีกำไรจากการดำเนินงานปกติใน 3Q45 ราว 796 ล้านบาท ซึ่งเท่ากับขยายตัวถึง 74% yoy และดีขึ้นโดยลำดับจาก 2Q45 แต่หากรวมขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่คาดว่าจะเกิดขึ้นอีกราว 66 ล้านบาท (TAC ได้ swap เงินกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐส่วนใหญ่ เป็นเงินบาท คงเหลือเพียงยอด 36.7 ล้านเหรียญสหรัฐที่อาจได้รับผลกระทบจากเงินบาทอ่อนตัวใน 3Q45) จะทำให้ TAC น่าจะมีกำไรสุทธิที่รายงานตลาดฯ ราว 730 ล้านบาท

ผลการดำเนินงานของ TAC น่าจะดีขึ้นโดยลำดับ แต่เนื่องจาก TAC ซื้อ-ขายในตลาดสิงคโปร์ทำให้นักลงทุนขาดความเข้าใจถึงธุรกิจของ TAC ในไทยอย่างถ่องแท้จนทำให้ความกังวลเกี่ยวกับการแข่งขันในธุรกิจบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และความสับสนในภาพใหญ่ของธุรกิจสื่อสารของไทยขยายตัวเกินขอบเขตที่น่าจะเป็น ส่งผลให้ราคา TAC ในสิงคโปร์ลดต่ำลงต่อเนื่อง และกระทบต่อราคา UCOM ในกระดานซื้อ-ขายของตลาดฯ ไทย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า ผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวต่อเนื่องของ TAC น่าจะสะท้อนปัจจัยพื้นฐานที่แท้จริง และทำให้ราคา TAC สามารถปรับตัวขึ้น โดยเราประเมินเป้าหมายในระยะยาวของ TAC ไว้ที่ 2.09 เหรียญสหรัฐ (อิง WACC ที่ 13%)

การขยายฐานสมาชิกเชิงรุกของ TAC ในปีที่ผ่านมาเริ่มสร้างรายได้ และกำไรในปีนี้เป็นต้นไป

(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F
TAC						
Normalised profits	365	457	223	512	696	796
Reported net profits	646	579	93	502	761	730

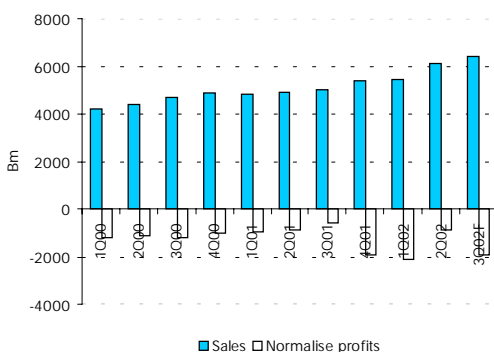
บริการโทรศัพท์พื้นฐาน... ยังไม่น่าสนใจลงทุนในระยะยาว

เรายังเห็นว่า ธุรกิจบริการโทรศัพท์พื้นฐานยังไม่น่าสนใจลงทุน แม้ว่า TT&T จะเริ่มมีกำไร แต่อัตรการขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ต่ำมาก ส่วน TA ยังมีขาดทุน และยังไม่เห็นแนวทางแก้ปัญหาหนี้สินจำนวนมาก ตลอดจนถึงความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการเพิ่มทุน นอกจากนี้ การขยายธุรกิจไปยังบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ของ TA (คือ TA Orange) นั้น แม้จะเป็นผลดีในระยะยาว แต่จะทำให้ TA มีผลขาดทุนมากขึ้น และยาวนานกว่าเดิม

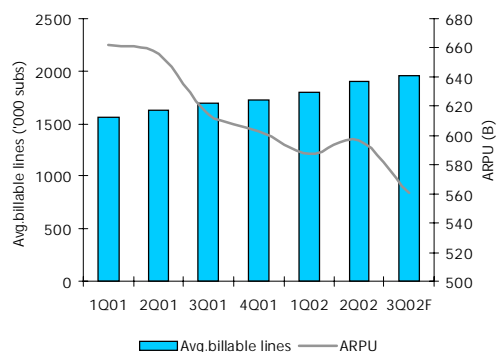
	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02	% Chng yoy	% Chng qoq
Avg.sub base ('000)	2756	2831	2892	2925	2998	3098	3158	9%	2%
- TA	1560	1630	1690	1729	1800	1895	1953	16%	3%
- TT&T	1196	1201	1202	1196	1198	1203	1205	0%	0%
ARPU (B)									
- TA	662	656	615	603	587	597	561	-9%	-6%
- TT&T	623	620	566	570	577	578	578	2%	0%
Monthly Additions ('000)									
- TA	25	25	15	7	42	25	14		
- TT&T	1	3	-2	-2	3	0	0		
Service Revenue (Bm)									
- TA	4982	5088	5141	5425	5591	6627	6899	34%	4%
- TT&T	1667	1643	1546	1724	1608	1726	1712	11%	-1%
Normalised Profits (Bm)									
- TA	-984	-883	-600	-1913	-2108	-858	-1906		
- TT&T	-353	-154	-670	-500	-65	30	15		

TA [5.85 บาท: ขาย] เราคาดว่าธุรกิจหลักของ TA คือบริการโทรศัพท์พื้นฐานยังมีอัตราการขยายตัวที่ต่ำ โดยฐานสมาชิกที่เรียกเก็บเงิน (cumulative billable lines) น่าจะขยายตัว 16% yoy เป็น 1.95 ล้านราย ณ สิ้น 2Q45 และ ARPU น่าจะลดลง 9% yoy เหลือ 561 บาท

TA's Quarterly Performance



TA's Average Billable Lines & ARPU



สำหรับ TA Orange น่าจะมีฐานสมาชิกเฉลี่ยราว 6.74 แสนราย เพิ่มขึ้น 115% qoq และมีผลขาดทุนใกล้เคียงกับ 2Q45 คือเกือบ 1 พันล้านบาท เมื่อหักรายการบวกกลับค่าความนิยมติดลบ (ทางบัญชี) ก่อนสุดท้ายที่เหลืออีก 898 ล้านบาท จะทำให้ TA ต้องรับรู้ผลขาดทุนจาก TA Orange ใน 3Q45 ราว 100 ล้านบาท (ค่าความนิยมติดลบในปีนี้รวม 2.3 พันล้านบาทที่จะมาหักล้างกับผลขาดทุนของ TA Orange ได้บางส่วน แต่ในปีหน้า จะไม่มีรายการบวกกลับทางบัญชีเหล่านี้ และจะทำให้ TA ต้องรับรู้ผลขาดทุนจาก TA Orange ตามที่เป็นจริง)

ผลขาดทุนของ TA Orange จะ เป็นภาระต่อผลการดำเนินงานโดยรวมของ TA โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายหลังจากที่ TA รับรู้กำไรจากค่าความนิยมบวกกลับก่อนสุดท้ายใน 3Q45

ผลขาดทุนจาก TA Orange และขาดทุนจากธุรกิจหลักน่าจะทำให้ TA รายงานผลขาดทุนจากการดำเนินงานปกติ (ไม่รวมผลกระทบจาก FX และควมกลับค่าความนิยมติดลบของ TA Orange จำนวน 898 ล้านบาท) ราว 1.9 พันล้านบาท จึงเท่ากับว่า ผลการดำเนินงานของธุรกิจหลักของ TA น่าจะมีขาดทุนลดลงเล็กน้อย แต่เมื่อรวมผลขาดทุนจาก TA Orange เข้าไว้ด้วย จะทำให้ TA มีแนวโน้มที่จะขาดทุนเพิ่มขึ้น จนกว่า TA Orange จะเข้าใกล้จุดคุ้มทุน ซึ่งเราคาดว่าต้องใช้เวลาอีกไม่ต่ำกว่า 1 ปี

TA มีหนี้สกุลดอลลาร์สหรัฐราว 531 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (กำลังอยู่ระหว่าง re-finance เป็นหุ้นกู้สกุลบาท) และเงินกู้สกุลเยนอีกราว 42,609 ล้านบาท ซึ่งน่าจะทำให้เกิดขาดทุนจาก Fx ใน 3Q45 อีกราว 625 ล้านบาท เมื่อรวมกับค่าความนิยมบวกกลับอีก 898 ล้านบาท น่าจะทำให้ขาดทุนสุทธิที่จะรายงานตลาดฯ อยู่ในราว 1.6 พันล้านบาท

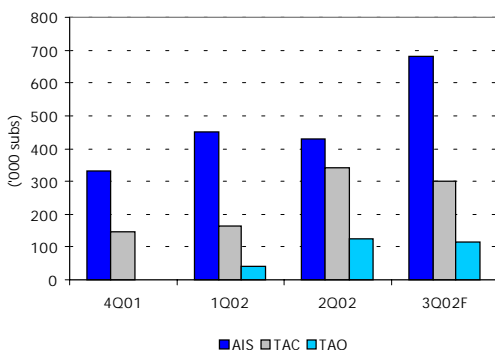
(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F
TA						
Normalised profits	-883	-600	-1913	-2108	-858	-1906
Reported net profits	-1371	-521	-255	-6253	1011	-1633

เป็นที่น่าสังเกตว่า ใน 2Q45 ซึ่งเป็นช่วงที่ TA Orange เปิดให้บริการเชิงพาณิชย์นั้น ลูกค้านใหม่ของ PCT กลับลดลงมาจากเฉลี่ย 32,390 ราย/เดือนใน 4Q44-1Q45 เหลือเพียงเฉลี่ย 6,140 ราย/เดือนใน 2Q45 และคาดว่าลูกค้าของ PCT จะหดตัวเฉลี่ยราวเดือนละราว 10,000 ราย ซึ่งมีความเป็นไปได้ว่าเป็นเพราะลูกค้า PCT อาจถอนตัวเพื่อไปใช้บริการของ TA Orange แทน โดยในช่วง 2Q45-3Q45 รายได้/เลขหมาย/เดือนของ PCT ที่เฉลี่ย 367 บาทก็ลดลง 18% yoy จนน่าจะเป็นระดับที่ใกล้เคียงกับของ TA Orange

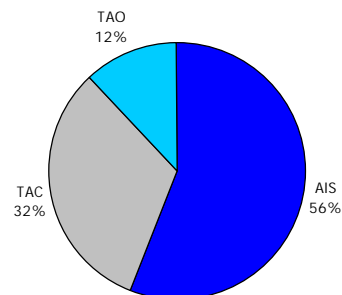
อนึ่ง จะเห็นได้ว่า ในช่วงที่ TA Orange เปิดตัวนั้น ไม่ได้กระทบการขยายฐานสมาชิกใหม่ของ ADVANC และ TAC ในทางตรงกันข้าม ทั้ง 2 ผู้ประกอบการเดิมกลับมีลูกค้าใหม่เพิ่มขึ้น ข้อสังเกตเหล่านี้ น่าจะชี้ให้เห็นว่า:-

1. การเปิดตัวของ TA Orange โดยเสนอค่าบริการที่ถูกกว่ามากไม่ได้ทำให้ลูกค้าเก่าของ ADVANC และ TAC เปลี่ยนไปใช้เครือข่ายของ TA Orange เนื่องจากลูกค้าเหล่านี้ยังต้องการเครือข่ายที่ครอบคลุมพื้นที่บริการทั่วประเทศซึ่ง TA Orange ยังมีพื้นที่บริการที่จำกัด นอกจากนี้ ยังไม่กระทบต่อการขยายฐานลูกค้าใหม่ของทั้ง 2 ผู้ประกอบการเดิม จะเห็นได้จากจำนวนลูกค้าใหม่ของ ADVANC และ TAC ในช่วง 2Q45-3Q45 ที่กลับเพิ่มสูงขึ้นทำสถิติใหม่ โดยในช่วง 2Q45-3Q45F นั้น เราคาดว่าจะมีจำนวนผู้ใช้โทรศัพท์เคลื่อนที่ใหม่เกือบ 6 ล้านราย โดย ADVANC จะมีส่วนแบ่งตลาดสูงสุดราว 56% รองลงมาคือ TAC ที่ราว 32% ส่วน TA Orange มีส่วนแบ่งตลาดราว 12%

Monthly Net Additions

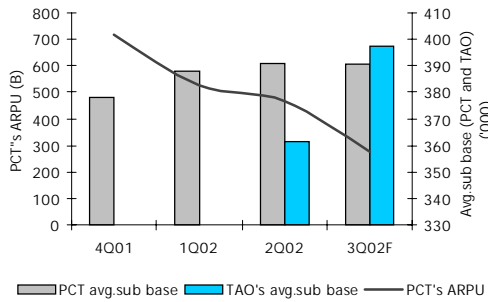


Market Share of new subscribers (2Q45-3Q45F)

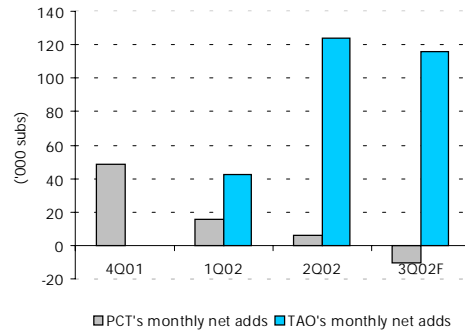


2. การเปิดตัวของ TA Orange ดูเสมือนหนึ่งเป็นการดึงฐานลูกค้าเก่าของ PCT (และกลุ่มพนักงาน CP Group) มาเป็นลูกค้า TA Orange แทน ซึ่งหากเป็นเช่นนั้น จะทำให้ TA Orange ต้องเพิ่มความพยายามในการหาลูกค้าใหม่มากขึ้นทุกขณะหากจากฐานสมาชิกของ PCT หดตัวลงเรื่อยๆ

PCT and TAO Average Subscriber Base & PCT's ARPU



Monthly Net Additions (PCT vs TAO)

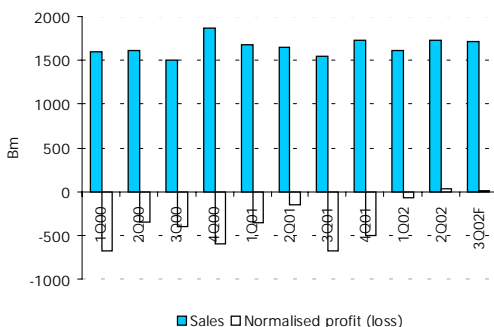


TA กำลังอยู่ระหว่างเพิ่มทุน โดยไม่น่าจะมีผู้ใช้สิทธิซื้อหุ้นเพิ่มทุนจำนวน 538.7 ล้านหุ้น ที่จะจัดสรรให้ผู้ถือหุ้นเดิมในสัดส่วน 6 (เดิม): 1 (ใหม่) เนื่องจากราคาใช้สิทธิที่ 6.5 บาทสูงกว่าราคาตลาดมาก อย่างไรก็ตาม CPG แสดงความประสงค์ที่จะซื้อหุ้นเพิ่มทุนนี้จำนวนไม่เกิน 484 ล้านหุ้น ในวงเงินไม่เกิน 3 พันล้านบาท ซึ่งเท่ากับเพิ่มทุนได้ราวครึ่งหนึ่งของที่ TA ต้องการ และจะทำให้ส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้น 77% เป็น 6.9 พันล้านบาท และหลุดพ้นจากความเสี่ยงที่ส่วนของผู้ถือหุ้นจะติดลบในปีหน้า ในขณะที่ TA มีแผนที่จะชำระคืนหนี้ปีนี้อยู่ที่ 4 พันล้านบาท และซื้อคืนหนี้ในราคาส่วนลดอีกราว 6 พันล้านบาท ทำให้หนี้ลดลงจากปัจจุบันราว 15% เหลือ 57.4 พันล้านบาท ส่วนของผู้ถือหุ้นที่เพิ่มขึ้นจากเงินเพิ่มทุน 3 พันล้านบาทของ CPG และหนี้ที่ลดลง 10 พันล้านบาทดังกล่าวจะทำให้สัดส่วนหนี้สิน (สุทธิ)/ทุนของ TA ลดลงจาก 17 เท่าในปัจจุบัน เหลือราว 8 เท่าหากเป็นไปตามแผนที่ TA วางไว้

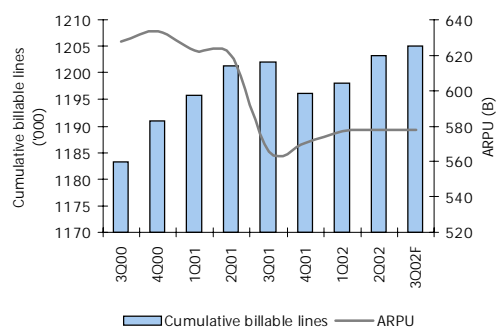
	end 2Q02	Fresh funds from CPG	YE02F
Networth (Bm)	3,903	3000	6,903
	end 2Q02	Expected debt reduction	YE02F
Net debt (Bm)	(67,462)	10000	(57,462)
Gearing (x)	17.3		8.3

TT&T [2.28 บาท: ขาย] เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 3Q45 จะใกล้เคียงกับ 2Q45 คือมีฐานลูกค้าที่เรียกเก็บเงิน (billable lines) เฉลี่ยราว 1.2 ล้านราย และมีรายได้เลขหมาย/เดือน (ARPU) เฉลี่ยราว 578 บาท ซึ่งจะทำให้รายได้จากการให้บริการใน 3Q45 มีแนวโน้มทรงตัวจาก 2Q45 แต่เพิ่มขึ้น 11% yoy และคาดว่าจะมีกำไรราว 15 ล้านบาท แต่จากการที่ TT&T มีเงินกู้สหรัฐราว 407 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (ราว 54% ของเงินกู้รวม) และเงินบาทอ่อนตัวมาปิดที่ 43.4 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ณ สิ้น 3Q45 ทำให้คาดว่า TT&T จะมีขาดทุนทางบัญชีจากอัตราแลกเปลี่ยนราว 735 ล้านบาท ซึ่งจะทำให้หน้าจะรายงานผลขาดทุนต่อตลาดฯ ราว 720 ล้านบาทใน 3Q45

TT&T's Quarterly Performance (1Q00-3Q02F)



TT&T's Cumulative Billable lines vs ARPU



(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F
TT&T						
Normalised profits	-154	-670	-500	-65	30	15
Reported net profits	1164	-583	-49	245	836	-720

โดยรวม ถึงแม้ธุรกิจของ TT&T จะไม่ซับซ้อนเท่า TA และเริ่มมีกำไรแล้วในจำนวนที่เล็กน้อย แต่ก็ยังขาดประเด็นที่ทำให้น่าสนใจลงทุนในระยะยาว จนกว่าจะมีความคืบหน้าในเรื่องการแปรสัญญาสัมปทานสำหรับ TA แม้ว่าสามารถขยายธุรกิจไปยังบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ซึ่งเป็นกลุ่มธุรกิจสื่อสารที่มีศักยภาพขยายตัวสูงสุด แต่ก็ยังเร็วเกินไปที่จะลงทุนใน TA จนกว่า TA Orange เริ่มใกล้จุดคุ้มทุน และ/หรือสามารถมองเห็นแนวทางในการแก้ปัญหาหนี้สินจำนวนมากของ TA ได้

TT&T เริ่มกำไรเล็กน้อย แต่ธุรกิจหลักขยายตัวในอัตราต่ำ

บริการอื่นในกลุ่มสื่อสาร

ผลการดำเนินงานของบริษัทกลุ่มสื่อสารที่ไม่ใช่ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ และโทรศัพท์พื้นฐาน คือ SATTEL, SHIN (ไม่รวม ADVANC + SATTEL) และ UCOM ใน 3Q45 มีแนวโน้มอ่อนตัวเล็กน้อยจาก 2Q45 แต่ดีขึ้นจากระดับต่ำใน 3Q44 โดยรายได้จากการขายและบริการมีแนวโน้มลดลง 16% yoy และอ่อนตัวลงเล็กน้อยจาก 2Q45 ทั้งนี้ SATTEL น่าจะมีกำไรลดลงจาก 3Q45 และทรงตัวจาก 2Q45 ส่วน UCOM น่าจะมีกำไรที่แท้จริงทรงตัวทั้งเมื่อเทียบกับ 3Q44 และ 2Q45 สำหรับ SHIN (ไม่รวม ADVANC + SATTEL) น่าจะมีขาดทุนลดลงจาก 3Q44 และยังคงอยู่ในระดับใกล้เคียงขาดทุนใน 2Q45

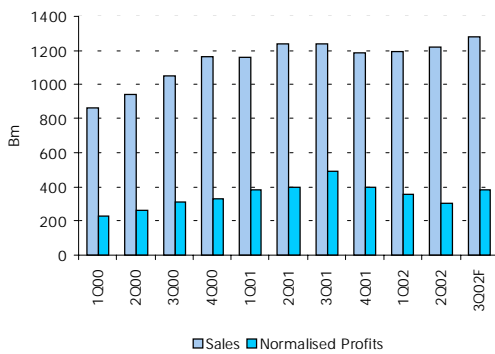
	1Q01	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02 % Chng yoy & Chng qoq		
Service Revenue (Bm)	6936	8394	7934	6823	6536	7041	6698	-16%	-5%
- SATTEL	1158	1239	1236	1184	1194	1221	1280	4%	5%
- SHIN	2096	2427	2220	1899	2130	2264	2366	7%	5%
- UCOM	3682	4728	4477	3740	3212	3556	3052	-32%	-14%
Normalised Profits (Bm)	319	477	184	887	528	334	304	65%	-9%
- SATTEL	381	399	490	397	359	305	320	-35%	5%
- SHIN excluding AIS & SATTEL	-466	-468	-760	384	-203	-405	-464	nm	nm
- UCOM	404	546	455	106	372	434	447	-2%	3%

SATTEL คาดผลการดำเนินงานที่แท้จริงใน 3Q45 ลดลง 35% yoy และราคาใกล้อิ่มตัว

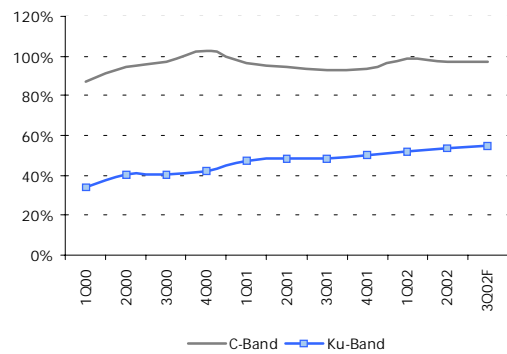
เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 3Q45 ของ SATTEL [17.3 บาท: ถือ] อาจไม่น่าตื่นเต้นนัก ทั้งนี้รายได้หลักเกือบ 70% ของรายได้รวมมาจากธุรกิจให้เช่าช่องสัญญาณดาวเทียมซึ่งมีอัตราการใช้ที่ทรงตัว กล่าวคือ อัตราการใช้ช่องสัญญาณ Ku-Band น่าจะอยู่ที่ราว 54% ในขณะที่ของ C-Band น่าจะอยู่ที่ 97% ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ารายได้หลักของ SATTEL จะค่อนข้างนิ่ง หรืออาจอ่อนตัวลงเล็กน้อย สำหรับแหล่งรายได้ใหม่ที่เติบโตเร็วกว่าคือ รายได้จากธุรกิจในตลาดต่างประเทศแต่ยังมีสัดส่วนรายได้ราว 20% ของรายได้รวม จึงยังไม่มีความสำคัญต่อการเติบโตของรายได้โดยรวม ส่วนการขายอุปกรณ์รับ-ส่งสัญญาณภาคพื้นดิน (users terminals) สำหรับดาวเทียม iSTAR นั้น ก็อาจต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ที่ 10,000 ชุดในปี นี้ จึงยังไม่น่าจะสร้างรายได้ที่สำคัญต่อ SATTEL ในปีนี้

ธุรกิจหลักทรงตัว ผลการดำเนินงานใน 2-3 ปีข้างหน้า อาจถูกกดดันจากรายได้ iSTAR ที่ค่อยๆ เข้ามา ในขณะที่ต้องบันทึกค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและค่าเสื่อมราคาเดิมที่

SATTEL's Quarterly Performance



Transponder Utilisation



เราจึงคาดว่าใน 3Q45 นี้ SATTEL จะมีรายได้เพิ่มเพียง 4% yoy เป็น 1.28 พันล้านบาท และต้องเริ่มเสียภาษีในอัตราปกติเพราะจะล้างขาดทุนสะสมหมดใน 3Q45 นี้ ซึ่งจะทำให้ SATTEL มีกำไรสุทธิราว 320 ล้านบาท ลดลง 35% yoy แต่บริษัทไม่น่าจะมีความผันผวนในเรื่องอัตราแลกเปลี่ยนเพราะเงินกู้เกือบทั้งหมดเป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐ

(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
SATTEL								
Normalised profits	399	490	397	359	305	320	-35%	5%
Reported net profits	363	530	392	389	414	320	-40%	-23%

* assume loss from CSC's capital decrease to be booked in 4Q02F

ประมาณการดังกล่าวยังไม่ได้รวมผลขาดทุนจากการลดทุนของ CS Communications (ถือหุ้น 99.49% ผ่าน ShinBroadband Internet) ซึ่งกำลังอยู่ระหว่างรวมกิจการกับ LoxInfo โดย CSC ประกาศลดทุนจดทะเบียนจาก 970 ล้านบาท (97 ล้านหุ้น) พาร์ 10 บาท เหลือ 242.5 ล้านบาท แบ่งเป็น 24.25 ล้านหุ้น พาร์ 10 บาท ทั้งนี้เพื่อล้างขาดทุนสะสม โดยภายหลังการรวมกิจการแล้ว จะทำให้บริษัทใหม่คือ CS Loxinfo อยู่ในสภาพปลอดหนี้ และเริ่มมีกำไรเพราะสามารถลดต้นทุนค่าเช่าวงจรต่างประเทศ และต้นทุนพนักงานลง การรวมกิจการดังกล่าวจะเป็นการแลกหุ้นระหว่างกัน ซึ่งจะทำให้ Shin Broadband Internet ถือหุ้น CS Loxinfo ในสัดส่วน 51% ที่เหลืออีก 49% จะเป็นการถือโดยกลุ่ม PointAsia การลดทุนของ CSC จะทำให้ SATTEL ต้องรับรู้ผลขาดทุนราว 727.5 ล้านบาท หรือราว 1.66 บาท/หุ้น โดยคาดว่าบริษัทจะรับรู้ผลขาดทุนดังกล่าวใน 3Q45 หรือ 4Q45 อย่างไรก็ตาม รายการดังกล่าวเป็นรายการทางบัญชีที่ไม่มีกระแสเงินสดไหลออกจริง จึงไม่กระทบประมาณการผลการดำเนินงานที่แท้จริงของเรา

สำหรับโครงการ iPSTAR นั้น ที่ประชุมคณะกรรมการอนุมัติให้กู้เงินในวงเงิน 390.2 ล้านเหรียญสหรัฐ แบ่งเป็นเงินกู้ระยะเวลา 8 ปีจาก Exim Bank (สหรัฐ) 184.5 ล้านเหรียญสหรัฐ, เงินกู้ ระยะเวลา 8 ปีจาก Coface (ฝรั่งเศส) 80.7 ล้านเหรียญสหรัฐ และเงินกู้ syndicated loans ระยะเวลา 4.5 ปี อีก 125 ล้านเหรียญสหรัฐ เราจึงคาดว่า SATTEL จะไม่มีปัญหาแหล่งเงินทุนสำหรับจัดสร้าง iPSTAR แต่คิดว่าเมื่อ iPSTAR เริ่มเปิดให้บริการเชิงพาณิชย์ในราวปี 2547 จะทำให้เกิดความไม่สมดุลย์ระหว่างรายได้-รายจ่าย (ดอกเบี้ยจ่าย และค่าเสื่อมราคาจาก iPSTAR) จนกว่า iPSTAR จะเริ่มเข้าใกล้จุดคุ้มทุนในราวปี 2550

ราคา SATTEL ที่อ่อนตัวลงจนเข้าใกล้มูลค่าที่น่าจะเป็นในระยะสั้น-ปานกลางที่ 17.3 บาททำให้เราแนะนำ ถือลงทุนในระยะยาว

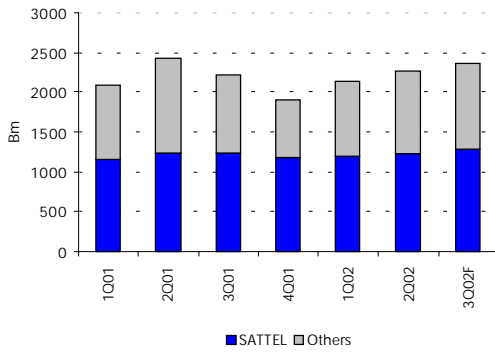
SHIN น่าจะมีกำไรที่แท้จริงดีขึ้นจาก ADVANC แต่กำไรที่ส่งตลาดฯ อาจลดลง

ผลการดำเนินงานที่แท้จริงของ SHIN [10.6 บาท: ระยะยาว - เปลี่ยนตัวเล่น] ใน 3Q45 ไม่รวม ADVANC (ที่ SHIN ถือหุ้น 43.1%) และ SATTEL (SHIN ถือหุ้น 51.5%) น่าจะขาดทุนลดลงจาก 760 ล้านบาทใน 3Q44 เหลือราว 464 ล้านบาทใน 3Q45

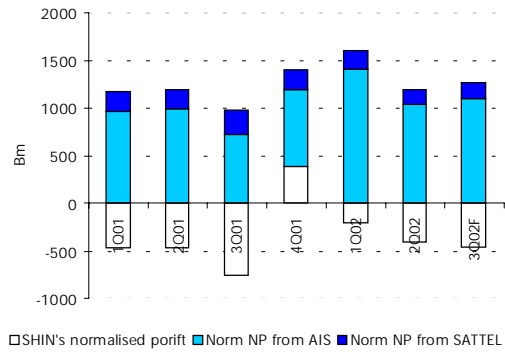
สินทรัพย์ที่ดีที่สุด และทำกำไรให้ SHIN มากที่สุดคือ ADVANC

ใน 3Q45 นี้ เราคาดว่า SHIN จะได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC เพิ่มขึ้นถึง 52% yoy เป็น 1 พันล้านบาท แต่ส่วนแบ่งกำไรจาก SATTEL มีแนวโน้มลดลง 35% yoy เหลือราว 165 ล้านบาท แต่กำไรที่ส่งตลาดฯ (reported profits) ใน 3Q45 อาจดูอ่อนตัวลงจาก 3Q44 เนื่องจากใน 3Q44 SHIN มีกำไรจากการขายเงินลงทุนจำนวน 1.6 พันล้านบาท ในขณะที่เราไม่คาดว่าจะมีรายการดังกล่าวใน 3Q45 ที่กำลังจะประกาศ

SHIN's Consolidated Revenue



SHIN's Consolidated Normalised Profits



ราคา SHIN ต่ำกว่าราคาที่น่าจะเป็นที่ 16.2 บาทค่อนข้างมาก แต่เนื่องจากกำไร 3Q45 ที่รายงานต่อตลาดฯ (ที่คาดว่าจะลดลงเพราะไม่มีกำไรจากการขายเงินลงทุนใน 3Q45) อาจทำให้ราคาหุ้นยากที่จะปรับตัวขึ้นได้แรงๆ อย่างต่อเนื่อง ยิ่งกว่านั้น ผลการดำเนินงานที่ขึ้นกับ ADVANC ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่มีมูลค่ามากที่สุด และสร้างกำไรให้กับ SHIN มากที่สุดทำให้ SHIN น่าสนใจลงทุนในระยะยาวน้อยกว่าการลงทุนโดยตรงใน ADVANC เราจึงแนะนำให้เปลี่ยนไปลงทุนโดยตรงใน ADVANC อย่างไรก็ตาม นักลงทุนที่ต้องการเก็งกำไรจากราคาหุ้น SHIN ที่ปรับลงมาค่อนข้างลึกนี้อาจซื้อ-ขายเก็งกำไรในช่วงสั้นเป็นรอบๆ โดยให้พิจารณาสัญญาณทางเทคนิคประกอบ

(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
SHIN								
Normalised profits	729	213	1402	1397	782	797	274%	2%
Norm NP excl.AIS & SATTEL	-468	-760	384	-203	-405	-464	nm	nm
Reported net profits	725	1880	-765	1704	782	797	-58%	2%

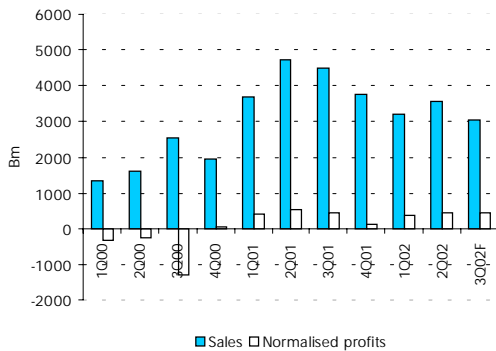
* assume loss from CSC's capital decrease to be booked in 4Q02F

คาดกำไรที่แท้จริงของ UCOM ทรงตัว แต่อาจบันทึกขาดทุนจาก Interwave

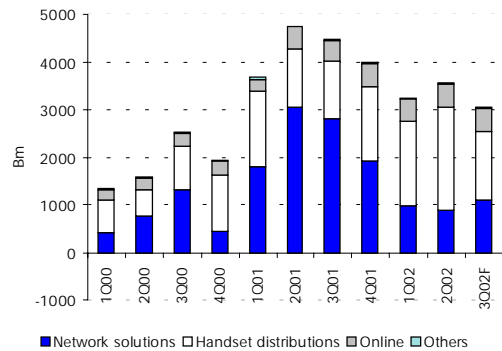
รายได้โดยรวมของ UCOM [12.8 บาท: ระยะยาว-ถือ] ใน 3Q45 น่าจะอ่อนตัวลง 32% yoy เนื่องจากรับรู้รายได้จากการก่อสร้างเครือข่ายโครงการโทรศัพท์สาธารณะ RTS ทั้งหมดใน 2Q45 โครงการดังกล่าวเป็นรายได้หลักในปีที่ผ่านมา โดยเฉพาะอย่างยิ่งใน 2H44 การเปรียบเทียบ 3Q45 กับ 3Q44 จึงน่าจะสะท้อนการหดตัวของรายได้จากงานติดตั้งอุปกรณ์เครือข่าย (network solutions) ถึง 61% yoy ซึ่งน่าจะทำให้สัดส่วนรายได้จาก network solutions ลดลงจาก 51% ใน 3Q44 เหลือ 36% ใน 3Q45

รายได้จากการจำหน่ายโทรศัพท์, ธุรกิจ on-line และกำไรจาก TAC จะชดเชยรายได้จาก network solutions ที่หดหายไป ทำให้กำไรทรงตัว

UCOM's Quarterly Performance



UCOM's Quarterly Performance



สำหรับรายได้ส่วนอื่นที่คาดว่าจะขยายตัวคือ รายได้จากธุรกิจจำหน่ายโทรศัพท์ (และบัตรเติมเงิน) ซึ่งน่าจะขยายตัว 20% yoy และรายได้จากธุรกิจ on-line ซึ่งคาดว่าจะขยายตัว 10% yoy ทำให้สัดส่วนรายได้ของทั้ง 2 ธุรกิจนี้เพิ่มขึ้น (จาก 42% และ 13%) เป็น 47% และ 16% ตามลำดับ

อย่างไรก็ตาม UCOM น่าจะได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก TAC (ตามสัดส่วนการถือหุ้น 41.6%) จำนวน 304 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 37% yoy และช่วยลดทอนผลกระทบจากการหดตัวของรายได้ในส่วน network solutions ได้ระดับหนึ่ง จนทำให้กำไรสุทธิใน 3Q45 ทรงตัวจาก 3Q44 ที่ 447 ล้านบาทแม้ว่ายอดขายจะลดลงถึง 32% yoy ก็ตาม

(Bm)	2Q01	3Q01	4Q01	1Q02	2Q02	3Q02F	% Chng yoy	% Chng qoq
UCOM								
Normalised profits	546	455	106	372	434	447	-2%	3%
Reported net profits*	481	520	281	394	302	474	-9%	57%

* assume loss from investment in Interwave of B762m to be written-off in 4Q02F

ในการประเมินผลการดำเนินงาน 3Q45 นี้ ยังไม่ได้รวมผลขาดทุนจากการลงทุนใน Interwave ราว 762 ล้านบาทที่บริษัทมีนโยบายจะรับรู้เต็มจำนวนในงบกำไร-ขาดทุน ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นใน 3Q45 หรือ 4Q45 อย่างไรก็ตาม การรับรู้ขาดทุนจากสินทรัพย์ดังกล่าวจะไม่มีผลต่อมูลค่าทางบัญชีของ UCOM เนื่องจาก UCOM ได้สำรองเผื่อการลดมูลค่าของ Interwave แล้วในส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อสะท้อนราคา Interwave ที่ลดลงในตลาดหุ้น NASDAQ ผลขาดทุนที่บริษัทจะบันทึกนี้จึงน่าจะเป็นเพียงผลกระทบด้านจิตวิทยาเท่านั้น แต่ไม่มีผลต่อการประเมินมูลค่า UCOM ของเรา โดยหากอิง NPV/หุ้นของ TAC ที่ 2.09 เหรียญสหรัฐ และใช้ PER ที่ราว 5 เท่าสำหรับธุรกิจหลัก เราคาดว่าราคาที่เหมาะสมของ UCOM คือ 21.5 บาทซึ่งสูงกว่าราคาปัจจุบันมาก ฉะนั้น ราคา UCOM ในขณะนี้จึงสะท้อนผลการดำเนินงานในปีนี้อาจทรงตัวจากปีที่ผ่านๆ มาไปแล้ว และน่าจะมีศักยภาพในการปรับขึ้นสะท้อนมูลค่าที่น่าจะเป็นในระยะยาว (รายละเอียด อ่าน Company Update เรื่อง "UCOM" วันที่ 7/10/45) แม้การลงทุนในระยะสั้นยังมีปัจจัยเสี่ยงจากราคาหุ้นที่อาจอ่อนตัวลงสะท้อนผลขาดทุนทางบัญชีที่บริษัทจะบันทึก แต่นักลงทุนระยะยาวยังสามารถถือลงทุน โดยเราคาดว่าโอกาสที่ราคา UCOM จะปรับลดลงจากนี้อาจมีไม่มากนัก

	No.shrs	Closed 15-Oct-02	Normalised Profits		PER		P/BV		EV/EBITDA		Rec	Target (B)
			02F (Bm)	03F (Bm)	02F (x)	03F (x)	02F (x)	03F (x)	02F (x)	03F (x)		
ADVANC	2,935	31.25	8,384	11,210	10.9	8.2	2.0	1.7	4.0	3.1	Accu Buy	37.5
SATEL	438	17.3	1,563	1,445	4.8	5.2	1.1	1.0	3.8	2.8	Hold	17.29
SHIN	2,966	10.6	3,357	3,634	9.4	8.7	1.3	1.2	6.2	3.9	Switch	16.17
TA	3,232	5.85	(6,292)	(1,933)	nm	nm	13.4	nm	17.8	10.0	L/T Sell	na
TAC	474	26.23	2,429	2,977	5.1	4.2	0.5	0.4	5.2	4.9	na	US\$2.09
TT&T	2,812	2.28	32	49	nm	nm	0.7	0.7	7.9	7.2	L/T Sell	na
UCOM	435	12.8	1,463	1,725	3.8	3.2	0.7	0.6	3.8	2.8	Hold	21.49
Total/Avg			9,372	17,660	17.8	9.4	1.4	1.3	6.2	4.7		

น้ำหนักการลงทุน

มากกว่าตลาด



SET Index	330.41
Sector Index	77.20
มูลค่าตลาด (%)	6.35

การปรับตัวลดลงของหุ้น Property ไม่น่ากลัว การปรับฐานของราคาหุ้นกลุ่ม Property ที่เกิดขึ้นในขณะนี้ ถือเป็น การปรับฐานราคาอย่างมีนัยสำคัญครั้งแรก หลังจากปรับตัวขึ้นมาต่อเนื่องนานเกือบ 9 เดือน อีกทั้งสถานการณ์ปัจจุบันอยู่ในช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้นหลังจากอยู่ในแนวโน้มลงมานานกว่า 8 ปี การปรับฐานราคาที่เกิดขึ้นในช่วงระยะเวลานี้ จึงน่าจะถือเป็นกลไกปกติของตลาด นอกจากนี้จากการตรวจสอบปัจจัยพื้นฐานพบว่าไม่มีพัฒนาการในเชิงลบเกิดขึ้น การปรับตัวลดลงของราคาหุ้น Property ที่เกิดขึ้นในขณะนี้จึงไม่เป็นประเด็นที่น่ากังวล

อัตราดอกเบี้ยยังอยู่ในแนวโน้มลง ถึงแม้รัฐบาลจะออกพันธบัตรช่วยชาติกว่า 3 แสนล้านบาทมาดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินในระบบ แต่จากการสำรวจข้อมูลสิ้นเดือนสิงหาคม 2545 พบว่ายังมีสภาพคล่องส่วนเกินในตลาดการเงิน 4.8-5 แสนล้านบาท เชื่อว่าสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวจะยังทำหน้าที่สร้างแรงกดดันทำให้อัตราดอกเบี้ยยังอยู่ในแนวโน้มลงต่อไป ซึ่งสถานการณ์ดังกล่าวเป็นผลดีต่ออุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

เชื่อรัฐต่อมาตรการกระตุ้นอสังหาฯ บางส่วน มาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาฯของภาครัฐที่จะหมดอายุลงในวันที่ 31 ธันวาคม 2545 เชื่อว่าจะมีการประกาศขยายระยะเวลาออกไปเกือบทุกมาตรการ ยกเว้นอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะซึ่งปัจจุบันจัดเก็บในอัตรา 0.11% อาจจะมีการปรับอัตราเรียกเก็บเพิ่มขึ้น แต่ก็ยังไม่น่าจะขึ้นไปสู่ระดับเดิมที่ 3.3% เรื่องการประกาศมาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จึงนับเป็นประเด็นที่ต้องติดตาม ในช่วงปลายปี 2545

ผลประกอบการ 3Q45 ขยายตัวต่อเนื่อง 15 บริษัทชั้นนำในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ มีผลประกอบการงวด 3Q45 ที่ขยายตัวต่อเนื่อง โดยคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติจะขยายตัวกว่า 112% YoY แต่จะขยายตัวเพียง 4.6% QoQ ซึ่งถือเป็นอัตราการขยายตัวที่น่าพอใจ ส่วนหุ้นที่มีการขยายตัวอย่างโดดเด่นได้แก่ LH, QH, AP, GOLD, NOBLE, STECON และ SUPALI

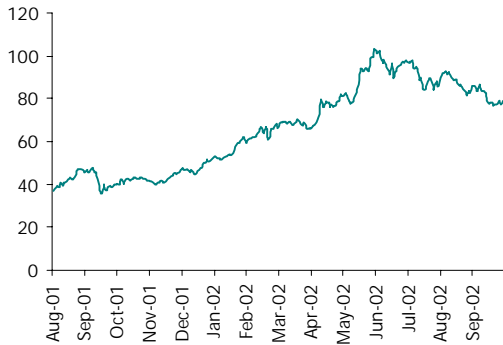
ลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด ภายใต้สถานการณ์ปกติคิดว่า Property Index น่าจะสามารถสร้างฐานราคาอยู่ที่ระดับ P/BV 1.5-2 เท่าได้ ซึ่งที่บริเวณดังกล่าวสิ้นปี 2545 Property Index ควรจะอยู่ที่ระดับ 82-109 จุด ซึ่งยังมี Upside จากระดับบัดชีในปัจจุบัน แนะนำ ลงทุนน้ำหนักมากกว่าตลาด

การปรับตัวลดลงของราคาหุ้น Property ไม่น่ากลัวอย่างที่คิด

3Q45 หุ้นกลุ่ม Property ให้ผล
ตอบแทน Underperform ตลาดฯ

3Q45 หุ้น Property ปรับตัวลดลง 18.45%: ช่วง 3Q45 การลงทุนในหุ้นกลุ่ม Property โดยรวมให้ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด (Underperform) กล่าวคือ ในช่วงเวลาดังกล่าว Property Index ปรับตัวลดลง 18.45% เทียบกับ SET Index ที่ปรับตัวลดลง 14.73% การปรับตัวลดลงของหุ้นกลุ่ม Property มีประเด็นที่น่าสนใจดังนี้

การเคลื่อนไหวของ Property Index



ที่มา: ABN AMRO ASIA

หุ้น Property ที่ Outperform กลุ่มอุตสาหกรรม

	26-Jun-02	30-Sep-02	% Chg
SET Index	389.10	331.79	-14.7%
Property Index	94.08	76.72	-18.5%
NWR	3.90	4.84	24.1%
MBK-PD	29.50	30.50	3.4%
NOBLE	7.70	7.80	1.3%
AMATA	18.60	16.80	-9.7%
SUPALI	19.00	17.00	-10.5%
CPN	103.00	92.00	-10.7%
ITD	30.50	26.25	-13.9%
LH	75.00	63.00	-16.0%
AP	45.25	37.25	-17.7%

- Property Index เริ่มกลับตัวเป็นแนวโน้มขึ้นอย่างจริงจังในช่วงเดือนกันยายน 2544 โดยที่จุดเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น Property Index อยู่ที่ระดับประมาณ 36-37 จุด และได้อยู่ในแนวโน้มขึ้นโดยไม่มี การปรับฐานราคาอย่างมีนัยสำคัญ เป็นระยะเวลาเกือบ 9 เดือน จนสร้างจุดสูงสุดที่ 105.09 จุด เมื่อวันที่ 12 มิ.ย.45 การปรับฐานราคาที่เกิดขึ้นในครั้งนี้อาจถือเป็นการปรับฐานราคาอย่างจริงจัง เป็นครั้งแรก การปรับตัวลดลงดังกล่าวหากมองในแง่ดี ก็น่าจะเป็นการลดความร้อนแรงของการ เก็งกำไรในหุ้น Property ลง เนื่องจากในช่วงที่ราคาหุ้นปรับตัวลดลง การเข้าไปซื้อขายเพื่อเก็งกำไรก็ ลดลงตามลำดับ แต่อย่างไรก็ตามจากระดับการปรับตัวลดลงของราคาที่เกิดขึ้น ไม่อาจถือได้ว่าเป็น การเปลี่ยนจากแนวโน้มขึ้นเป็นแนวโน้มลง
- หากมองภาพการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นที่กว้างไกลออกไป พบว่าปัจจุบันราคาหุ้น Property อยู่ใน ช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น หลังจากอยู่ในแนวโน้มลงมานานกว่า 8 ปี ความผันผวนของราคาหุ้นที่อยู่ใน ช่วงเริ่มต้นของการเปลี่ยนแนวโน้มถือเป็นเรื่องปกติ
- การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นที่เกิดขึ้น ไม่ได้มีสาเหตุมาจากปัจจัยพื้นฐานที่มีพัฒนาการในเชิงลบ แต่ในทางตรงข้าม สัญญาณต่างๆ ที่เกิดขึ้น ไม่ว่าจะเป็นเรื่องของอัตราดอกเบี้ย, ยอดจองบ้าน (Presale) ของผู้ประกอบการ ตลอดจนผลประกอบการที่ประกาศออกมา ล้วนแสดงพัฒนาการในเชิง บวกทางปัจจัยพื้นฐานของหุ้นในกลุ่ม Property การปรับตัวลดลงของราคาหุ้นที่เกิดขึ้น จึงกล่าวได้ว่าเป็น การปรับตัวลดลงสวนทางกับปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งสาเหตุหนึ่งของการปรับตัวลดลงของหุ้น Property น่าจะมาจากระดับความเสี่ยงของตลาดโดยรวม (Market Risk) ที่มีมากขึ้นภายใต้สถานการณ์ ปัจจุบัน

การปรับฐานราคาที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน นับเป็นการปรับฐานราคาอย่างมีนัยสำคัญครั้งแรก หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อเนื่องมาเกือบ 9 เดือน

Property Index ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นแนวโน้มขึ้น หลังปรับตัวลดลงมานานกว่า 8 ปี

การปรับฐานราคาที่เกิดขึ้น ไม่ได้มีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐาน

อัตราดอกเบี้ยระดับต่ำยังเป็นปัจจัยที่ขับเคลื่อนธุรกิจ

อิทธิพลของอัตราดอกเบี้ย: อัตราดอกเบี้ยนับเป็นเครื่องบ่งชี้ที่สำคัญที่สุด ในการกำหนดทิศทางของกำลังซื้อที่อยู่อาศัย โดยจากการศึกษาพบว่า ทุก 1% ของอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง จะสามารถเพิ่มกำลังซื้อให้กับผู้ที่ต้องการซื้อบ้านได้ 4-7% ซึ่งกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้นดังกล่าว มีผลทำให้ฐานของผู้ที่ต้องการซื้อบ้านขยายใหญ่ขึ้น, ทำให้สามารถซื้อบ้านในระดับราคาที่สูงขึ้นได้ 37-53% เมื่อเทียบกับช่วง 3 ปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังเป็นการลดภาระทางการเงินของผู้ประกอบการในอีกทางหนึ่งด้วย

อัตราดอกเบี้ยที่ลดลง 1% ช่วยเพิ่มกำลังซื้อ 4-7%

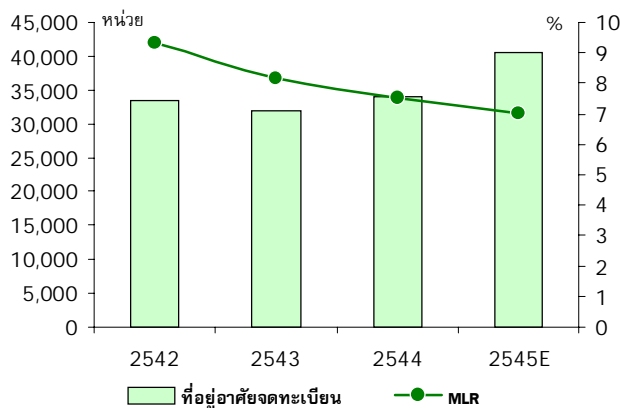
ตารางการผ่อนชำระ สำหรับเงินกู้ 1 ล้านบาท ภายใต้เงื่อนไขต่าง ๆ

อัตราดอกเบี้ย	ระยะเวลากู้ 10 ปี	ยอดผ่อนลดลง	ระยะเวลากู้ 20 ปี	ยอดผ่อนลดลง
10%	13,215.07	-4.06%	9,650.22	-6.51%
9%	12,667.56	-4.14%	8,997.26	-6.77%
8%	12,132.76	-4.22%	8,364.40	-7.03%
7%	11,610.85	-4.30%	7,752.99	-7.31%
6%	11,102.85	-4.38%	7,164.31	-7.59%
5%	10,606.55	-4.47%	6,599.56	-7.88%
ลดลงเฉลี่ย		-4.26%		-7.18%

ที่มา: ABN AMRO ASIA

ดอกเบี้ยลด-ยอดจดทะเบียนบ้านใหม่เพิ่ม: ผลจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำทำให้อุตสาหกรรมบ้านเพิ่มสูงขึ้น ดังจะเห็นได้จากยอดจดทะเบียนบ้านใหม่ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2545 ซึ่งอยู่ที่ระดับสูงถึง 18,467 หน่วย และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ระดับสูงกว่า 4 หมื่นหน่วย ณ สิ้นปี 2545 เพิ่มขึ้นจากปี 2544 ประมาณ 19.41% ซึ่งการเพิ่มดังกล่าวสอดคล้องกับอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ ดังแสดงในกราฟต่อไปนี้

ความสัมพันธ์ระหว่างอัตราดอกเบี้ยกับบ้านจดทะเบียน



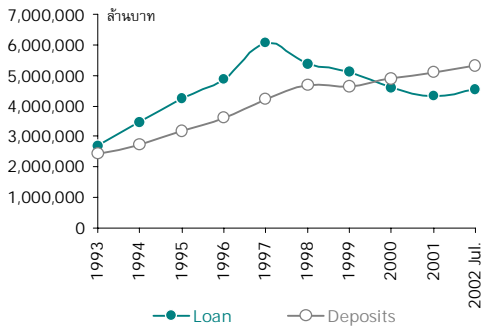
ที่มา: ธ.อ.ส. / SCB

ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่เพิ่มขึ้น สวนทางกับอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดต่ำลง

แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยทรงตัวระดับต่ำ: ถึงแม้รัฐบาลจะออกพันธบัตรกว่า 3 แสนล้านบาท เพื่อใช้ในการดูดซับสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงิน แต่ภาวะสภาพคล่องที่ล้นระบบก็ยังไม่หมดไป โดยสิ้นเดือนสิงหาคม 2545 ประเมินว่า สภาพคล่องส่วนเกินยังคงอยู่ที่ระดับประมาณ 4.8-5 แสนล้านบาท เชื่อว่าสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวจะเป็นแรงกดดันสำคัญที่ให้อัตราดอกเบี้ยทรงตัวในระดับต่ำ หรืออาจจะมีแนวโน้มปรับลดลงได้อีกครั้งหนึ่งในช่วงปลายปี 2545 ซึ่งสภาพแวดล้อมดังกล่าวเป็นผลดีโดยตรงต่อธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

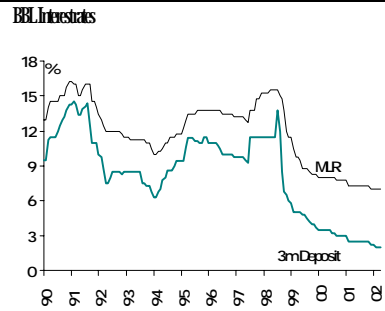
สภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงิน ประมาณ 5 แสนล้านบาท เป็นปัจจัยที่กดดันทิศทางของอัตราดอกเบี้ยให้ลดต่ำลง

เงินฝาก และ สินเชื่อในระบบสถาบันการเงิน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

อัตราดอกเบี้ยเงินฝาก และ อัตราดอกเบี้ยเงินกู้



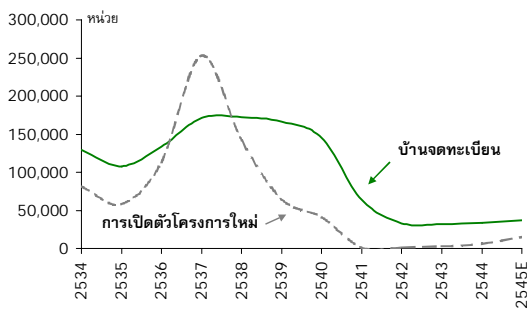
ที่มา: BBL

บ้านใหม่ยังขาดตลาด

Supply ลดลงเร็วกว่า Demand: ความซบเซาของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ที่เกิดขึ้นต่อเนื่องกันมานานกว่า 8 ปี ทำให้ผู้ประกอบการในตลาดหายไปมากกว่า 70% จำนวนผู้ประกอบการที่ลดลงดังกล่าวส่งผลให้ตัวเลขการเปิดตัวโครงการใหม่ในปี 2544 อยู่ในระดับที่ต่ำกว่า 3% เมื่อเทียบกับจุดสูงสุด กล่าวคือในปี 2537 มีการเปิดตัวโครงการใหม่สูงสุดถึง 2.53 แสนหน่วย ขณะที่ปี 2544 มีการเปิดตัวโครงการใหม่เพียง 6,157 หน่วย ส่วนทางด้านความต้องการที่อยู่อาศัยซึ่งแสดงผ่านตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ (ปกติจะเกิดขึ้นหลังมีรายการซื้อขายประมาณ 8-10 เดือน แต่มีแนวโน้มว่าจะระยะเวลาจะสั้นลงหลังมีบ้านสร้างก่อนขายมากขึ้น) ก็มีการปรับลดลงมาเช่นกัน แต่ระดับความรุนแรงไม่เท่ากับการลดลงของการเปิดตัวโครงการใหม่ และที่น่าสนใจก็คือถึงแม้จะอยู่ในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ ตัวเลขการจดทะเบียนที่อยู่อาศัยใหม่ก็ไม่เคยปรับลดลงต่ำกว่าระดับ 32,000 หน่วย ขณะที่ในปี 2544 เริ่มเห็นการฟื้นตัวขึ้นอย่างชัดเจน โดยมีตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ 34,023 หน่วย ส่วนปี 2545 คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 40,627 หน่วย เพิ่มขึ้น 19.41% จากปีที่ผ่านมา

คาดว่าตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่ปี 2545 จะอยู่ที่ระดับ 40,627 หน่วย เพิ่มขึ้น 19.41% ขณะที่การเปิดตัวโครงการใหม่งวด 6 เดือนแรกของปี 2545 อยู่ที่ 8,016 หน่วย คาดว่าสินค้าในตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะขาดตลาดในช่วง 12 เดือนข้างหน้า

อุปสงค์และอุปทานตลาดบ้านใหม่



ที่มา: ธนาคารอาคารสงเคราะห์

ตัวเลขการจดทะเบียนบ้านใหม่สูงกว่าการเปิดตัวโครงการใหม่เป็นครั้งแรกในปี 2538 และมีส่วนต่างเพิ่มมากขึ้นตามลำดับตัวเลขส่วนต่างดังกล่าว สามารถใช้เป็นเครื่องบ่งชี้ได้ว่าตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะที่ไม่เพียงพอต่อความต้องการ และมีศักยภาพในการขยายตัวสูง

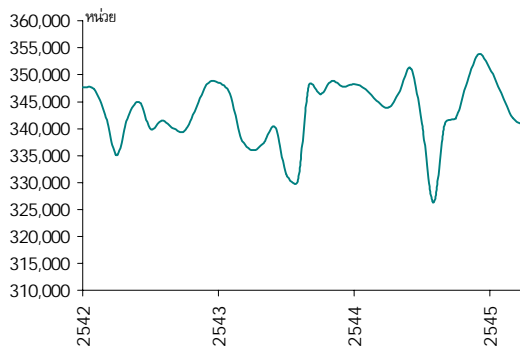
แนวโน้มบ้านใหม่ยังขาดตลาดใน 12 เดือนข้างหน้า: ตัวเลขบ้านจดทะเบียนใหม่ที่สูงกว่า การเปิดตัวโครงการใหม่ มากถึง 27,866 หน่วย ในปี 2544 ยังคงจะมีอยู่ต่อไปหรืออาจจะเพิ่มขึ้นในช่วง 12 เดือนข้างหน้า ทั้งนี้เนื่องจากจำนวนผู้ประกอบการที่มีอยู่ค่อนข้างจำกัดหลังวิกฤติเศรษฐกิจ, พ.ร.บ.การจัดสรรที่ดินที่เข้มงวดขึ้น และข้อจำกัดทางการเงินของผู้ประกอบการ ขณะที่ทางฝ่ายผู้ซื้อที่มีแรงจูงใจหลายประการที่ทำให้ตัดสินใจซื้อได้เร็วขึ้นไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ยสำหรับเงินกู้ซื้อที่อยู่อาศัยที่ต่ำมาก และสิทธิประโยชน์ทางภาษี ที่รัฐบาลจัดสรรให้ ซึ่งภายใต้สถานการณ์ดังกล่าวทำให้เชื่อว่า ตลาดบ้านใหม่ยังอยู่ในภาวะที่มีอุปสงค์ส่วนเกิน (Excess Demand) อยู่เป็นจำนวนมาก

บ้านเก่าอาจเข้ามามีอิทธิพลต่อตลาดที่อยู่อาศัยมากขึ้น

ประเมินบ้านว่างในตลาดมีถึง 3.42 แสนหน่วย: ประเมินจากสถิติการใช้ไฟฟ้าของการไฟฟ้านครหลวง พบว่าบ้านที่มีประวัติการใช้ไฟฟ้าที่ผิดปกติได้แก่ มีการติดตั้งมิเตอร์แต่ไม่มีการใช้ไฟฟ้า, การติดตั้งมิเตอร์แต่ถูกยกเลิก และมีการใช้ไฟฟ้าน้อยกว่าปกติ มีอยู่จำนวนทั้งสิ้น 3.42 แสนหน่วย ณ สิ้นเดือนมิถุนายน 2545 ซึ่งจำนวนดังกล่าวมีเหตุอันควรเชื่อได้ว่าเป็นบ้านว่างที่มีอยู่ในตลาด นับจากช่วงวิกฤติเศรษฐกิจเป็นต้นมา พบว่าตัวเลขของบ้านว่างอยู่ในระดับที่สูงกว่า 3 แสนหน่วยมาโดยตลอด แสดงให้เห็นถึงสภาพคล่องในการซื้อขายเปลี่ยนมือบ้านเก่า ที่อยู่ในระดับค่อนข้างต่ำในช่วงเวลาที่ผ่านมา สำหรับผู้ที่ครอบครองและจัดการบ้านว่างอยู่ในมือปัจจุบัน น่าจะแบ่งออกได้เป็น 4 กลุ่มได้แก่ สถาบันการเงิน, กรมบังคับคดี, บรรษัทบริหารสินทรัพย์ไทย และผู้ประกอบการพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย โดยมูลค่าของสินทรัพย์เหล่านี้ น่าจะอยู่ในระดับประมาณ 5 แสนล้านบาท

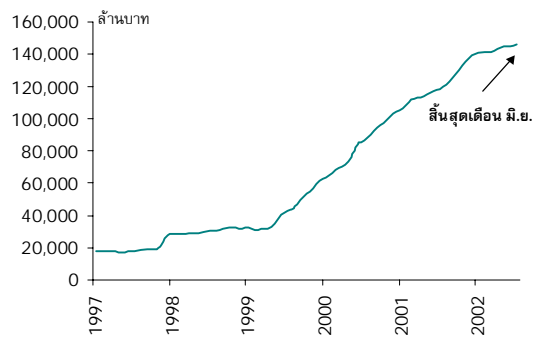
แนวทางการระบายบ้านเก่า 3.42 หน่วยออกมาสู่ตลาด เป็นสิ่งที่ต้องจับตามองอย่างใกล้ชิด เพราะหากไม่ได้รับการจัดการที่ดี อาจมีผลเสียต่ออุตสาหกรรมพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ตัวเลขบ้านว่าง จากสถิติการใช้ไฟฟ้า



ที่มา: การไฟฟ้านครหลวง / ออส.

สินทรัพย์รอการขายของสถาบันการเงิน



ที่มา: ธนาคารแห่งประเทศไทย

บทบาทของตลาดบ้านมือสองมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น: ยอดสินทรัพย์รอการขายของสถาบันการเงินที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและต่อเนื่อง แสดงถึงอัตราการระบายสินทรัพย์รอการขายของสถาบันการเงิน ที่ช้ากว่าอัตราการเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์ดังกล่าว และจากการประเมินสถานการณ์เรื่องการแก้ปัญหา NPLs คาดว่ายอดสินทรัพย์รอการขายดังกล่าวยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อไป โดยอาจจะมียอดสูงสุดในช่วงกลางปี 2546 การเพิ่มขึ้นของสินทรัพย์รอการขายอย่างรวดเร็ว เป็นแรงกระตุ้นสำคัญที่ทำให้สถาบันการเงินตลอดจนผู้ครอบครองสินทรัพย์ประเภทอื่น เพิ่มความพยายามในการที่จะขายสินทรัพย์ดังกล่าวออกมาในตลาดให้ได้มากที่สุด และในระยะเวลาอันรวดเร็ว ซึ่งด้วยแรงผลักดันของผู้ขายที่มีมากขึ้น น่าจะทำให้บทบาทของตลาดบ้านมือสองมีมากขึ้นตามลำดับ ปัจจุบันช่องทางการจำหน่ายบ้านมือสองมีอยู่ 3 ลักษณะได้แก่ การขายโดยการจัดงานประมูลขึ้นมา, การขายผ่านโบรกเกอร์ และการขายโดยตรงจากผู้ครอบครองโดยการจัดตั้งหน่วยงานขึ้นมารับผิดชอบ ผลการสำรวจล่าสุดของศูนย์วิจัยกสิกรไทย พบว่าสัดส่วนของผู้ที่ต้องการซื้อบ้านมือสองอยู่ที่ระดับ 30% แต่อย่างไรก็ตาม ช่องว่างที่ทำให้การซื้อบ้านมือสองยังไม่เกิดขึ้นมากเท่าที่ควร พบว่าเกิดจากความคาดหวังเรื่องราคาซื้อขายของผู้ซื้อ และผู้ขายที่ยังต่างกันอยู่ค่อนข้างมาก

จากการสำรวจของ ศูนย์วิจัย กสิกรไทย พบว่า ผู้บริโภคที่ต้องการซื้อบ้านมือสองมีสัดส่วนอยู่ที่ระดับประมาณ 30%

บ้านมือสองเป็นความเสี่ยงประการหนึ่งในการฟื้นตัวของธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย: ด้วยปริมาณของบ้านมือสอง หรือบ้านว่าง ในตลาดที่มีอยู่เป็นจำนวนมาก อาจจะทำให้กลายเป็นอุปสรรคประการหนึ่งสำหรับธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ หากบ้านมือสองดังกล่าวไม่ได้รับการจัดการที่ดีในเรื่องการระบายออกมาสู่ตลาด

พฤติกรรมผู้บริโภค

ศูนย์วิจัยกสิกรไทย ได้สำรวจพฤติกรรมผู้บริโภคที่ต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจำนวน 985 คน ในช่วงวันที่ 19 - 28 ก.ค.45 ซึ่งมีผลการสำรวจที่น่าสนใจดังนี้

- 1. การซื้อบ้านจากโครงการจัดสรรได้รับความสนใจสูงสุด:** ผู้บริโภคสัดส่วน 49.9% ให้ความสนใจที่จะซื้อที่อยู่อาศัยจากโครงการจัดสรร ขณะที่สัดส่วนของผู้ที่ซื้อบ้านมือสองอยู่ที่ระดับ 30% ประเด็นที่น่าสนใจก็คือในช่วงปลายปี 2544 ภาควิชาเคหะการ คณะสถาปัตยกรรมศาสตร์ จุฬาลงกรณ์มหาวิทยาลัย ได้ทำการสำรวจพฤติกรรมผู้บริโภค พบว่า สัดส่วนของผู้ที่ต้องการซื้อบ้านมือสองอยู่ที่ระดับ 22.9% ซึ่งจะเห็นว่าบทบาทของตลาดบ้านมือสองมีเพิ่มมากขึ้น
- 2. ผู้บริโภคต้องการซื้อบ้านเดี่ยวมากที่สุด:** รูปแบบบ้านที่ผู้บริโภคสนใจซื้อสูงสุดได้แก่ บ้านเดี่ยวโดยมีสัดส่วนประมาณ 40.2% ขณะที่ทาวน์เฮ้าส์อยู่ที่ระดับ 33.7% ซึ่งยังถือเป็นสัดส่วนที่สูง และอาจจะเป็นเครื่องบ่งชี้ได้ว่าตลาดทาวน์เฮ้าส์กำลังจะขยายตัว ภายใต้สถานการณ์ที่ผู้ประกอบการหันไปพัฒนาบ้านเดี่ยวเป็นส่วนใหญ่
- 3. ผู้บริโภคส่วนใหญ่ยังซื้อบ้านเพื่ออยู่อาศัยเอง:** ผลการสำรวจประการหนึ่งที่ยังทำให้เกิดความมั่นใจในตลาดที่อยู่อาศัยก็คือ พบว่า ผู้ที่ตัดสินใจซื้อบ้านในปัจจุบันมีสัดส่วนประมาณ 70.4% ที่มีวัตถุประสงค์การซื้อบ้านเพื่ออยู่อาศัยเอง ขณะที่สัดส่วน 11.7% ซื้อเพื่อเตรียมไว้ให้กับลูกหลาน และมีสัดส่วน 17.9% ที่ซื้อเพื่อการลงทุนหรือเก็งกำไร ผลการสำรวจดังกล่าวยังคงแสดงให้เห็นว่ากำลังซื้อที่อยู่อาศัยส่วนใหญ่ยังเป็นกลุ่มที่มีความต้องการที่แท้จริง อันเป็นสิ่งที่สร้างความมั่นคงให้กับตลาดที่อยู่อาศัย ซึ่งอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว

ผลสำรวจพฤติกรรมผู้บริโภคโดยศูนย์วิจัยกสิกรไทย

ความสนใจในการซื้อที่อยู่อาศัย	
ซื้อจากโครงการจัดสรร	49.9%
ซื้อบ้านมือสอง	30.0%
สร้างบ้านเอง	20.1%
ยอดรวม	100.0%
รูปแบบที่อยู่อาศัยที่ต้องการซื้อ	
บ้านเดี่ยว	40.2%
ทาวน์เฮ้าส์	33.7%
คอนโดมิเนียม	10.8%
อาคารพาณิชย์	15.3%
ยอดรวม	100.0%
วัตถุประสงค์ในการซื้อที่อยู่อาศัย	
เพื่ออยู่อาศัยเอง	70.4%
เพื่อให้ลูกหลาน	11.7%
เพื่อลงทุนหรือเก็งกำไร	17.9%
ยอดรวม	100.0%

มาตรการภาครัฐประเด็นที่ต้องติดตาม

สรุปมาตรการภาครัฐในการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัย			
นโยบายภาครัฐ	เดิม	ใหม่	ผู้รับประโยชน์
อัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ	3.30%	0.11%	ผู้ประกอบการ
ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน	1.00%	0.01%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
ค่าธรรมเนียมการโอน	2.00%	0.01%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
ค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษี(ดอกเบี้ย)	10,000	50,000	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบ
ค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษี(เงินดาวน์)	0	200,000	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ
การปล่อยสินเชื่อ/สินทรัพย์ค้ำประกัน	80.00%	100.00%	ผู้ซื้อ- ผู้ประกอบการ

ที่มา:รวบรวมโดย ABN Amro Asia Securities

กว่า 70% ของผู้ที่สนใจซื้อบ้าน เป็นกลุ่มที่ซื้อเพื่ออยู่อาศัยเอง ขณะที่กลุ่มที่ซื้อเพื่อการลงทุนหรือเก็งกำไรอยู่ที่ 17.9%

มาตรการกระตุ้นธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ เป็นมาตรการชั่วคราว โดยจะสิ้นสุดวันที่ 31 ธ.ค.45

จะต่ออายุมาตรการหรือไม่ ? : มาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ของภาครัฐบาล ที่ประกาศออกมาถือเป็นมาตรการที่มีส่วนช่วยทั้งด้าน ผู้ซื้อ และผู้ประกอบการ และถือได้ว่ากลไกสำคัญประการหนึ่งที่มีส่วนช่วยให้ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ฟื้นตัว แต่อย่างไรก็ตาม มาตรการดังกล่าวเป็นเพียงมาตรการชั่วคราว ที่จะครบกำหนดอายุในช่วงปลายปี 2545 สาเหตุดังกล่าวทำให้เรื่องการขยายอายุมาตรการเป็นประเด็นที่ต้องติดตามดูอย่างใกล้ชิด ในเบื้องต้นจากการสอบถามความเห็นของผู้ประกอบการหลายรายพบว่าส่วนใหญ่มีความเห็นว่า มาตรการในส่วนของการกระตุ้นกำลังซื้อ ไม่ว่าจะเป็นค่าธรรมเนียมการโอน, ค่าธรรมเนียมการจดทะเบียน และค่าลดหย่อนในการคำนวณภาษี น่าจะมีการประกาศขยายอายุมาตรการออกไปอีก 1 ปี ส่วนในประเด็นเรื่องอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ มีความเห็นเป็นหลายแนวทาง โดยบางส่วนเชื่อว่าจะไม่ขยายอายุมาตรการ แล้วกลับไปจัดเก็บที่อัตรา 3.3% ขณะที่บางส่วนเห็นว่า อาจจะมีการปรับขึ้นมาบางส่วน เช่น 2 - 2.5% เป็นต้น

นักลงทุนต้องติดตามอย่างใกล้ชิด: การประกาศเรื่องมาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ถือเป็นประเด็นที่นักลงทุนต้องติดตามอย่างใกล้ชิด เฉพาะอย่างยิ่งประเด็นเรื่องภาษีธุรกิจเฉพาะ เนื่องจากจะเป็นประเด็นที่มีผลกระทบต่อขีดความสามารถในการทำกำไรของบริษัทจดทะเบียน เพราะหากกลับไปจัดเก็บที่ 3.3% ทันทันในปี 2546 ก็อาจจะทำให้อัตรา Net Profit Margin ของผู้ประกอบการลดลง ส่วนจะลดลงมากเพียงใด ขึ้นอยู่กับขีดความสามารถในการปรับราคาขายของผู้ประกอบการแต่ละราย และมีความเป็นไปได้ที่นักวิเคราะห์หลักทรัพย์ ส่วนใหญ่จะมีการปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2546 ลดลง ซึ่งเป็นผลเสียต่อราคาหุ้น

ประเด็นที่ต้องติดตามก็คือ รัฐบาลจะขยายอายุมาตรการต่างๆ ออกไปหรือไม่ ในเบื้องต้นเชื่อว่า มาตรการส่วนใหญ่ น่าจะถูกขยายระยะเวลาออกไป เว้นแต่เรื่องอัตราภาษีธุรกิจเฉพาะ ที่อาจปรับเพิ่มอัตราการจัดเก็บ แต่ยังคงต่ำกว่า 3.3%

ผลประกอบการและฐานะการเงินของบริษัทจดทะเบียนกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
รายได้จากการดำเนินงานธุรกิจ	74,491	81,226	79,434	60,770	50,106	60,634	40,656
รายได้อื่น	4,474	3,599	4,192	2,889	2,632	1,851	1,705
ต้นทุนขายและบริการ	53,656	65,370	67,819	48,926	43,778	47,050	29,921
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	9,966	14,285	9,762	8,737	8,689	7,844	4,259
ดอกเบี้ยจ่าย	5,191	9,270	15,600	13,466	12,166	5,476	2,309
ค่าเสื่อมราคา	4,230	5,052	4,556	4,442	4,042	3,620	1,962
EBITDA	19,573	10,221	10,601	10,440	4,313	11,211	10,143
รายการพิเศษ	-191	-42,895	-2,453	-5,541	-5,673	1,130	6,045
กำไรสุทธิ	7,043	-50,776	-8,952	-12,509	-13,826	1,805	10,692
สินทรัพย์รวม	315,722	357,961	333,603	316,432	278,252	210,864	225,512
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	135,172	194,888	196,468	196,374	172,850	95,326	92,982
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	117,636	82,194	70,918	59,170	35,650	56,399	74,782
อัตราส่วนทางการเงิน	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
Gross Margin	27.97%	19.52%	14.62%	19.49%	12.63%	22.40%	26.40%
SG&A/Sales	13.38%	17.59%	12.29%	14.38%	17.34%	12.94%	10.48%
EBITDA Margin	26.28%	12.58%	13.35%	17.18%	8.61%	18.49%	24.95%
EBITDA / IE (X)	3.77	1.10	0.68	0.78	0.35	2.05	4.39
Net Gearing	1.15	2.37	2.77	3.32	4.85	1.69	1.24
Book Value/ Share	325.08	209.28	70.66	50.00	31.07	45.19	50.47
P/BV (X)	1.61	0.46	0.80	1.09	0.83	1.13	1.52

ครึ่งแรกปี 2545 ผลประกอบการฟื้นตัวชัดเจน: กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ประกาศผลประกอบการ 6 เดือนแรกของปี 2545 มีกำไรสุทธิ 10,692 ล้านบาท โดยกำไรสุทธิดังกล่าวได้รวมรายการพิเศษอยู่ 6,045 ล้านบาท ซึ่งเมื่อหักรายการพิเศษออกไป กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ก็สามารถแสดงกำไรจากการดำเนินงานได้ในอัตราที่สูงถึง 4,647 ล้านบาท ซึ่งเป็นตัวเลขที่สูงกว่าผลประกอบการปี 2544 ทั้งปีซึ่งมีกำไรสุทธิ 1,805 ล้านบาท และมีกำไรจากการดำเนินงานปกติเพียง 675 ล้านบาท แสดงถึงการฟื้นตัวของผลประกอบการอย่างชัดเจน

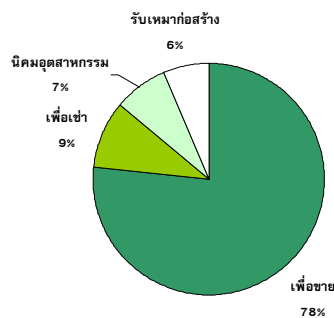
ครึ่งแรกของปี 2545 กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ มีกำไรจากการดำเนินงานสูงกว่าปี 2544 ทั้งปี

ฐานรายได้ขยายตัว ขณะที่ความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น: 1H45 กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์บันทึกรายได้จากการดำเนินงานธุรกิจหลัก 40,656 ล้านบาท เทียบกับปี 2544 ทั้งปีที่มีรายได้จากธุรกิจหลักเพียง 60,634 ล้านบาท ส่วน EBITDA Margin ซึ่งบ่งชี้ถึงขีดความสามารถในการทำกำไรพบว่าเพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ 24.95% ในงวดครึ่งแรกของปี 2545 เทียบกับ 18.49% ในงวดปี 2544

โครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้น: ความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้ของหลายบริษัท เฉพาะอย่างยิ่ง ITD ทำให้อัตรา Net Debt ลดลงจากระดับ 95,326 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2544 มาอยู่ที่ระดับ 92,982 ล้านบาท ขณะที่ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 56,399 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2544 มาเป็น 74,782 ล้านบาท ณ สิ้นปี 2Q45 ซึ่งการเพิ่มสูงขึ้นเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างหนี้ที่มีการแปลงหนี้เป็นทุน ประกอบกับผลประกอบการงวด 1H45 ที่มีกำไรจากการดำเนินงานปกติสูงขึ้น และการบันทึกรายการพิเศษที่อยู่ในระดับสูง การปรับปรุงโครงสร้างการเงินที่เกิดขึ้นทำให้อัตราส่วน Net Gearing ของกลุ่มลดลงจาก 1.69 เท่า สิ้นปี 2544 เหลือ 1.24 เท่า สิ้นปี 2Q45

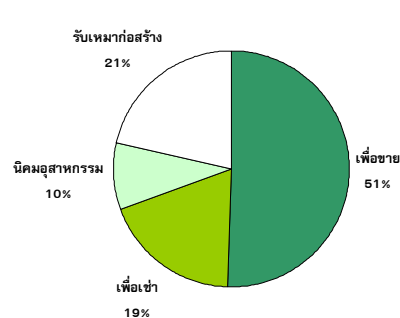
ฐานรายได้และความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้น สะท้อนการฟื้นตัวของธุรกิจ ขณะที่โครงสร้างการเงินที่แข็งแกร่งขึ้น สะท้อนความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้

โครงสร้างหนี้สินสุทธิ 92,982 ล้านบาท



ที่มา: รวบรวมโดย ABN AMRO ASIA

โครงสร้างส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ 74,782 ล้านบาท



ที่มา: รวบรวมโดย ABN AMRO ASIA

ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย 1H45 กำไรมากกว่า ปี2544

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
รายได้จากการดำเนินงานธุรกิจ	28,561	26,287	17,908	18,822	15,163	19,525	14,128
รายได้อื่น	1,891	718	1,791	1,482	1,320	537	462
ต้นทุนขายและบริการ	17,356	19,846	16,327	11,611	13,777	13,312	9,389
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริการ	6,135	8,752	5,360	5,076	4,329	3,176	1,802
ดอกเบี้ยจ่าย	2,139	4,204	9,432	8,754	8,253	2,850	1,046
ค่าเสื่อมราคา	1,715	1,750	1,304	1,115	887	703	288
EBITDA	8,676	157	-684	4,730	-736	4,277	3,687
รายการพิเศษ	-184	-31,589	-2,955	-1	-6,252	690	382
กำไรสุทธิ	3,514	-39,705	-12,393	-5,450	-11,200	1,296	2,430
สินทรัพย์รวม	209,812	235,061	217,580	212,366	186,697	114,650	123,511
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	105,145	141,232	153,378	156,041	143,918	67,639	71,348
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	75,245	51,506	36,118	30,921	16,952	32,434	37,801
อัตราส่วนทางการเงิน	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
Gross Margin	39.23%	24.50%	8.82%	38.31%	9.14%	31.82%	33.54%
SG&A/Sales	21.48%	33.29%	29.93%	26.97%	28.55%	16.27%	12.76%
EBITDA Margin	30.38%	0.60%	-3.82%	25.13%	-4.85%	21.91%	26.10%
EBITDA / IE (X)	4.06	0.04	-0.07	0.54	-0.09	1.50	3.52
Net Gearing	1.40	2.74	4.25	5.05	8.49	2.09	1.89

ที่มา: ABN Amro Asia Securities

พัฒนาการเชิงบวกทั้งรายได้และความสามารถในการทำกำไร: งวด 1H45 ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขายสามารถแสดงตัวเลขกำไรสุทธิ และกำไรจากการดำเนินงานสูงกว่า ผลประกอบการงวดปี 2544 ทั้งปี กล่าวคือ 1H45 สามารถทำกำไรสุทธิได้ที่ระดับ 2,430 ล้านบาท แยกเป็นกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ 2,048 ล้านบาท เทียบกับผลประกอบการที่สูงกว่างวดปี 2544 ซึ่งมีกำไรสุทธิ 1,296 ล้านบาท และมีกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ 606 ล้านบาท การเพิ่มขึ้นของกำไรดังกล่าวข้างต้น เป็นผลมาจากพัฒนาการในเชิงบวกทั้งทางด้านการสร้างรายได้ และขีดความสามารถในการทำกำไร โดยในงวด 1H45 มีฐานรายได้ที่ระดับ 14,128 ล้านบาท ขณะที่ EBITDA Margin เพิ่มขึ้นจาก 21.19% ในปี 2544 เป็น 26.10%

โครงสร้างการเงินดีขึ้นเล็กน้อยแต่ความสามารถในการชำระหนี้ดีขึ้นมาก: อัตราส่วน Net Gearing ปรับตัวลดลงจาก 2.09 เท่า ณ สิ้นปี 2544 มาอยู่ที่ 1.89 เท่า ใน 2Q45 สะท้อนภาพโครงสร้างทางการเงินที่แข็งแกร่งขึ้นตามลำดับ แต่เมื่อพิจารณาที่อัตราส่วน EBITDA/IE (ดอกเบี๋ยจ่าย) พบว่าได้เพิ่มสูงขึ้นจาก 1.50 เท่า ในปี 2544 เป็น 3.52 เท่าในงวด 1H45 ซึ่งก็หมายความว่าโครงสร้างกำไรจากการดำเนินงานปกติอยู่ในระดับที่สูงกว่าภาวะดอกเบี๋ยจ่ายถึง 3.52 เท่า ซึ่งนับเป็นพัฒนาการในเชิงบวกที่น่าสนใจ

1H45 ธุรกิจพัฒนาที่อยู่อาศัยเพื่อขาย มีกำไรจากการดำเนินงานรวม 2,048 ล้านบาท เทียบกับปี 2544 ทั้งปี ซึ่งมีกำไรจากการดำเนินงานเพียง 606 ล้านบาท

Net Gearing ลดลงมาอยู่ที่ 1.89 เท่า ขณะที่อัตราส่วน EBITDA/IE งวด 1H45 อยู่ที่ 3.52 เท่า

พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า ขยายตัวต่อเนื่องและโดดเด่น

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
รายได้จากการดำเนินธุรกิจ	5,540	6,411	5,751	5,761	6,712	7,164	6,269
รายได้อื่น	931	774	521	391	327	318	439
ต้นทุนขายและบริการ	3,088	3,857	3,401	3,257	3,877	3,995	3,732
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	934	1,109	1,235	1,017	1,035	1,252	980
ดอกเบี๋ยจ่าย	913	1,198	1,512	972	858	614	317
ค่าเสื่อมราคา	669	811	951	979	994	986	795
EBITDA	3,118	3,030	2,587	2,857	3,121	3,221	2,792
รายการพิเศษ	-148	-1,899	1,204	-1,680	-202	-418	152
กำไรสุทธิ	863	-1,218	775	184	637	723	1,353
สินทรัพย์รวม	36,202	38,426	37,031	36,424	33,143	36,394	36,502
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	7,926	13,297	7,615	9,787	7,461	8,332	8,700
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	16,076	14,214	15,726	15,026	12,994	13,684	14,214
อัตราส่วนทางการเงิน	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
Gross Margin	44.26%	39.84%	40.87%	43.46%	42.23%	44.24%	40.47%
SG&A/Sales	16.86%	17.30%	21.47%	17.65%	15.41%	17.48%	15.63%
EBITDA Margin	56.28%	47.26%	44.99%	49.59%	46.50%	44.96%	44.53%
EBITDA / IE (X)	3.41	2.53	1.71	2.94	3.64	5.25	8.80
Net Gearing	0.49	0.94	0.48	0.65	0.57	0.61	0.61

กำไรสุทธิขยายตัวต่อเนื่องและโดดเด่น: นับแต่ปี 2542 เป็นต้นมา กลุ่มธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า มีการขยายตัวของผลประกอบการที่ต่อเนื่อง และมีความโดดเด่นเป็นอย่างมาก โดยล่าสุด งวด 1H45 แสดงยอดกำไรสุทธิที่ระดับ 1,353 ล้านบาท (กำไรสุทธิที่แสดงประกอบด้วยตัวเลขของ MBK-PD ซึ่งเป็นผลประกอบการงวดปี เพราะสิ้นงวดบัญชี 30 มิ.ย.ของทุกปี) ทั้งนี้อาจเนื่องมาจากลักษณะการดำเนินธุรกิจที่มีความผันผวนของรายได้ และต้นทุนในการดำเนินงานอยู่ในเกณฑ์ต่ำ ในงวด 1H45 ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่ามีอัตราส่วน EBITDA Margin อยู่ที่ระดับ 44.53% ใกล้เคียงกับปี 2544 ซึ่งอยู่ที่ระดับ 44.96%

โครงสร้างการเงิน แข็งแรงไม่เปลี่ยนแปลง: อัตราส่วน Net Gearing ของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่าอยู่ที่ระดับ 0.61 เท่า คงที่เมื่อเทียบกับสิ้นปี 2544 ขณะที่อัตราส่วน EBITDA/IE เพิ่มขึ้นจาก 5.25 เท่าในงวดปี 2544 มาเป็น 8.80 เท่า แสดงถึงขีดความสามารถในการรับภาระทางการเงินที่ดีมาก

ธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อเช่า จัดเป็นกลุ่มที่มีความมั่นคงของฐานรายได้สูง และมีการขยายตัวต่อเนื่องในอัตราที่น่าสนใจ

Net Gearing ของกลุ่ม ณ สิ้น 2Q45 อยู่ที่ 0.61 เท่า

ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม ผลประกอบการพลิกจากขาดทุนเป็นกำไร

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
รายได้จากการดำเนินธุรกิจ	3,799	2,827	552	2,168	2,302	3,563	3,151
รายได้อื่น	155	668	253	183	113	123	327
ต้นทุนขายและบริการ	2,080	1,509	410	1,492	1,364	2,469	2,100
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	530	1,086	705	643	580	679	387
ดอกเบี้ยจ่าย	235	698	754	693	491	332	190
ค่าเสื่อมราคา	69	121	90	102	102	108	84
EBITDA	1,413	1,020	-220	319	574	646	1,075
รายการพิเศษ	141	-1,217	719	-434	-544	90	697
กำไรสุทธิ	846	-1,258	762	-915	-735	-63	1,272
สินทรัพย์รวม	11,616	18,453	16,905	15,520	15,065	15,105	18,748
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	4,187	8,250	6,811	6,282	6,447	4,713	6,937
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	5,541	6,102	7,111	6,586	5,678	5,610	6,819
อัตราส่วนทางการเงิน	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
Gross Margin	45.25%	46.61%	25.78%	31.21%	40.76%	30.72%	33.37%
SG&A/Sales	13.94%	38.43%	127.69%	29.64%	25.18%	19.06%	12.28%
EBITDA Margin	37.19%	36.08%	-39.80%	14.71%	24.92%	18.14%	34.12%
EBITDA / IE (X)	6.01	1.46	-0.29	0.46	1.17	1.95	5.65
Net Gearing	0.76	1.35	0.96	0.95	1.14	0.84	1.02

ผลประกอบการพลิกจากลบเป็นบวก: 6 เดือนแรกของปี 2545 ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมประกาศกำไรสุทธิ 1,272 ล้านบาท แยกเป็นกำไรจากการดำเนินธุรกิจปกติ 575 ล้านบาท นับเป็นตัวเลขที่สะท้อนการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อเทียบกับผลประกอบการปี 2544 ซึ่งมีผลขาดทุนสุทธิ 63 ล้านบาท คิดเป็นผลขาดทุนจากการดำเนินธุรกิจปกติ 153 ล้านบาท การฟื้นตัวของผลประกอบการดังกล่าวเป็นผลมาจากฐานรายได้ที่ขยายตัวอย่างรวดเร็ว โดยในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2545 มีฐานรายได้ใกล้เคียงกับปี 2544 ทั้งปี นอกจากนี้ยังเป็นผลมาจาก Gross Margin ที่เพิ่มสูงขึ้นจาก 30.72% มาเป็น 33.37% ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารปรับลดลงจาก 19.06% ของยอดขาย เหลือเพียง 12.28% ของยอดขาย

มีการก่อภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น: ช่วง 1H45 ผู้ประกอบการในธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมมีการก่อภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น โดยที่ยอด Net Debt เพิ่มขึ้นจาก 4,713 ล้านบาท ช่วงสิ้นปี 2544 มาเป็น 6,937 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q45 (ส่วนใหญ่มาจาก ROJANA ที่ต้องทางการเงินรวม) แต่ด้วยฐานส่วนของผู้ถือหุ้นที่สูงขึ้น ทำให้อัตราส่วน Net Gearing เพิ่มขึ้นเพียงเล็กน้อยจาก 0.84 เท่า มาเป็น 1.02 เท่า แต่อย่างไรก็ตามยังถือเป็นโครงสร้างการเงินที่ ปลอดภัย ซึ่งแสดงผ่านทางอัตราส่วน EBITDA/IE ซึ่งสูงถึง 5.65 เท่า ในงวด 6M45

นิคมอุตสาหกรรม ผลประกอบการพลิกจากขาดทุน เป็น กำไร สะท้อนภาพ ยอดขาย และความ สามารถในการทำอะไรที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตามพบว่า Net Debt เพิ่มขึ้นจาก 4,713 ล้านบาท เป็น 6,937 ล้านบาท ส่วนใหญ่ เกิดจาก ROJANA ซึ่งต้องจัดทำทางการเงินรวม

ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างโครงสร้างการเงินแข็งแกร่งขึ้นมากหลัง ITD ปรับโครงสร้างหนี้เสร็จ

(หน่วย : ล้านบาท)	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
รายได้จากการดำเนินธุรกิจ	36,591	45,700	55,224	34,019	25,928	30,382	17,108
รายได้อื่น	1,497	1,440	1,627	833	872	873	477
ต้นทุนขายและบริการ	31,133	40,158	47,681	32,566	24,760	27,275	14,700
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	2,368	3,338	2,462	2,001	2,745	2,736	1,090
ดอกเบี้ยจ่าย	1,904	3,169	3,902	3,046	2,564	1,681	755
ค่าเสื่อมราคา	1,778	2,371	2,210	2,248	2,058	1,823	795
EBITDA	6,366	6,015	8,918	2,533	1,355	3,066	2,589
รายการพิเศษ	0	-8,190	-1,420	-3,426	1,325	768	4,814
กำไรสุทธิ	1,819	-8,593	1,904	-6,327	-2,527	-150	5,637
สินทรัพย์รวม	58,093	66,021	62,087	52,122	43,347	44,715	46,751
หนี้สินสุทธิ (Net Debt)	17,915	32,109	28,665	24,264	15,023	14,643	5,998
ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ	20,773	10,372	11,963	6,637	26	4,671	15,948

อัตราส่วนทางการเงิน	2539	2540	2541	2542	2543	2544	6M45
Gross Margin	14.92%	12.13%	13.66%	4.27%	4.51%	10.23%	14.07%
SG&A/Sales	6.47%	7.30%	4.46%	5.88%	10.59%	9.01%	6.37%
EBITDA Margin	17.40%	13.16%	16.15%	7.45%	5.22%	10.09%	15.13%
EBITDA / IE (X)	3.34	1.90	2.29	0.83	0.53	1.82	3.43
Net Gearing	0.86	3.10	2.40	3.66	576.56	3.13	0.38

Gross Margin เพิ่มขึ้นเป็น 14.07%: ถึงแม้ฐานรายได้จะไม่ขยายตัวในระดับเดียวกับภาคธุรกิจอื่นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แต่การที่ Gross Margin ของธุรกิจรับเหมาก่อสร้างฟื้นตัวจากระดับ 10.23% ในปี 2545 มาเป็น 14.07% ในงวด 1H45 ก็ส่งผลทำให้กลุ่มอุตสาหกรรมนี้มีผลประกอบการพลิกจากขาดทุนสุทธิ 150 ล้านบาท ในปี 2544 มาเป็นกำไร 5,637 ล้านบาท ในงวด 1H45 หากพิจารณาในแง่ของผลประกอบการจากการดำเนินธุรกิจปกติ ก็จะพบว่าธุรกิจรับเหมาก่อสร้างมีกำไรสุทธิ 823 ล้านบาท เทียบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงาน 918 ล้านบาทในปี 2544

การปรับโครงสร้างหนี้ของ ITD เปลี่ยนภาพโครงสร้างการเงินของกลุ่ม: ความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้ของ ITD ซึ่งมีทั้งกระบวนการแปลงหนี้เป็นทุน, การลดหนี้ และการซื้อคืนหนี้ ทำให้ภาพโครงสร้างการเงินของกลุ่มธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเปลี่ยนแปลงไปในทางที่ดีขึ้น กล่าวคือ มีส่วนของผู้ถือหุ้นเพิ่มขึ้นจาก 4,671 ล้านบาท สิ้นปี 2544 เป็น 15,948 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q45 ขณะที่ Net Debt ลดลงจาก 14,643 ล้านบาท มาอยู่ที่ระดับ 5,998 ล้านบาท ผลการเปลี่ยนแปลงดังกล่าวทำให้ Net Gearing ปรับลดลงจาก 3.13 เท่า มาอยู่ที่ระดับ 0.38 เท่า ถือเป็นการเปลี่ยนภาพโครงสร้างการเงินของกลุ่มอย่างสมบูรณ์ และทำให้มุมมองของกลุ่มธุรกิจรับเหมาก่อสร้างดีขึ้น

ความสำเร็จในการปรับโครงสร้างหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของ ITD ทำให้ภาพรวมของอุตสาหกรรม ดีขึ้นอย่างชัดเจน ทั้งในเรื่องผลประกอบการ และโครงสร้างทางการเงิน

แนวโน้มผลประกอบการ 3Q45 ขยายตัวเล็กน้อย QoQ แต่ก้าวกระโดด YoY

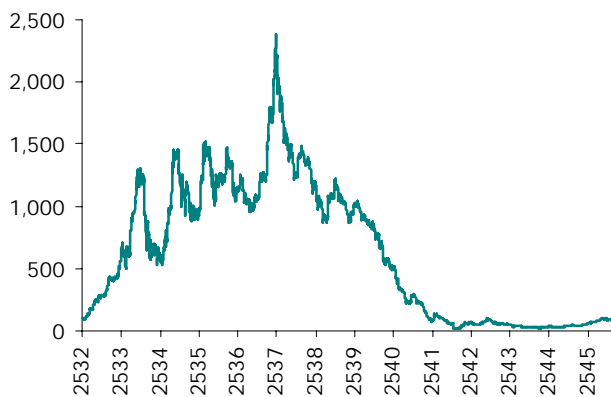
ล้านบาท	กำไรสุทธิ				กำไรจากการดำเนินงาน			
	3Q45E	2Q45	3Q44	%QoQ	3Q45E	2Q45	3Q44	%QoQ
AMARIN	8	31	(4)	-73.2%	70	31	(5)	124.7%
AMATA	184	415	18	-55.6%	174	150	28	16.0%
AP	127	192	76	-34.1%	127	147	76	-13.7%
GOLD	111	22	124	404.5%	111	22	114	404.5%
HEMRAJ	(196)	454	(215)	NM	16	5	(212)	220.0%
ITD	196	5,820	316	-96.6%	196	259	376	-24.3%
LH	898	1,049	504	-14.4%	868	943	532	-8.0%
LPN	24	65	5	-63.1%	24	89	0	-73.0%
MK	19	53	1	-64.2%	19	10	(6)	90.0%
NOBLE	77	64	(35)	20.3%	77	49	(30)	57.1%
QH	156	179	58	-12.8%	156	147	56	6.1%
SAMCO	31	(1)	14	NM	31	(1)	14	NM
SIRI	17	(10)	(46)	-270.0%	17	(11)	(10)	-254.5%
STECON	80	102	103	-21.6%	71	58	88	22.4%
SUPALI	222	743	94	-70.1%	84	52	(61)	61.5%
ยอดรวม	1,954	9,178	1,013	-78.7%	2,040	1,950	959	4.6%

กำไรจากการดำเนินงานขยายตัว 4.6% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 112.72% YoY: ฝ่ายวิจัยได้ทำประมาณการกำไรสุทธิและกำไรจากการดำเนินงานงวด 3Q45 ของ 15 บริษัทจดทะเบียนในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ พบว่ามีกำไรจากการดำเนินงานปกติรวมกัน 2,040 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 4.6% QoQ และ 112.72% YoY ตัวเลขดังกล่าวแสดงการฟื้นตัวอย่างชัดเจนของกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ แต่การที่อัตราขยายตัว QoQ อยู่ในระดับที่ไม่สูง เกิดจากบริษัทส่วนใหญ่ได้สร้างฐานการดำเนินงาน 2Q45 ขึ้นมาเป็นบวกในระดับที่สูงอยู่แล้ว แต่อย่างไรก็ตามยังมีหลายบริษัทที่ยังสามารถแสดงอัตราการขยายตัว QoQ ในระดับที่สูงเกิน 20% อย่างเช่น AMARIN, GOLD, HEMRAJ, MK, NOBLE, SAMCO, STECON และ SUPALI ซึ่งหุ้นในกลุ่มนี้เป็นหุ้นที่น่าจับตามองในช่วงที่มีการประกาศตัวเลขผลประกอบการ ซึ่งคาดว่าส่วนใหญ่มักจะประกาศออกมาในช่วงกลางเดือนพฤศจิกายน 2545

จากการศึกษาบริษัทจดทะเบียน 15 แห่งพบว่า กำไรจากการดำเนินงานงวด 3Q45 จะขยายตัวในอัตรา 112.72% YoY แต่จะขยายตัวเพียง 4.6% เมื่อเทียบกับ 2Q45

แนะนำ เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

Property Index สูงสุด 2,329.47 จุด และต่ำสุดที่ 19.21 จุด



ที่มา: ABN AMRO ASIA

เชื่อว่า Property Index อยู่ในช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น หลังจากอยู่ในแนวโน้มลงมานานกว่า 8 ปี

Property Index อยู่ในช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น: Property Index เคลื่อนไหวอยู่ในแนวโน้มลงเป็นระยะเวลายาวนานกว่า 8 ปี ก่อนที่จะเริ่มฟื้นตัวอย่างจริงจังในช่วง 4Q44 ทั้งนี้ด้วยแรงผลักดันของปัจจัยบวกต่างๆ ที่เข้ามาแวดล้อมราคาหุ้น ไม่ว่าจะเป็นอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ, ยอดขายบ้านของผู้ประกอบการที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ จากภาพปัจจัยพื้นฐานที่ยังแสดงแนวโน้มที่ดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง และรูปแบบการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น เชื่อว่าในปัจจุบัน Property Index อยู่ในช่วงเริ่มต้นของแนวโน้มขึ้น ซึ่งในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า ฝ่ายวิจัยยังมองเห็น Upside ของราคาหุ้นอยู่ค่อนข้างกว้าง

Property Index น่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในช่วง P/BV 1.5-2 เท่า: ภายใต้สถานการณ์ปกติ (ไม่มีสงครามหรือเหตุการณ์ที่คาดไม่ถึง) ดัชนีราคาหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์น่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในช่วง P/BV 1.5-2 เท่า ได้ไม่ยาก ซึ่งหากเป็นไปตามคาด การลงทุนในกลุ่ม Property น่าจะให้ผลตอบแทนในระดับที่น่าพอใจ ฝ่ายวิจัย แนะนำ เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่ม Property

ภายใต้สถานการณ์ปกติ Property Index น่าจะเคลื่อนไหวอยู่ในช่วง P/BV 1.5 - 2 เท่า ซึ่งที่บริเวณดังกล่าว ณ สิ้นปี 2545 Property Index ควรอยู่ที่ 82-109 จุด

Property Price to Book Value Bands

Property Index ณ ระดับ P/BV ต่าง ๆ



P/BV (X)	เป้าหมาย Index 2545	เป้าหมาย Index 2546
1.00	54.87	65.61
1.50	82.31	98.42
2.00	109.74	131.23
2.50	137.18	164.03
3.00	164.62	196.84

ที่มา: ABN AMRO ASIA

ความเสี่ยงในการลงทุน: ถึงแม้การเคลื่อนไหวของราคาหุ้น Property จะยังมีแนวโน้มที่สดใส แต่การลงทุนในหุ้นกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ก็ยังมีความเสี่ยงที่นักลงทุนต้องคำนึงถึง ดังนี้

- มูลค่าสินทรัพย์รอการขายของธนาคารพาณิชย์ ประมาณ 1.4 แสนล้านบาท, สินทรัพย์ที่อยู่ระหว่างการขายทอดตลาดของกรมบังคับคดีกว่า 2.4 แสนล้านบาท และสินทรัพย์ที่พร้อมระบายออกมาสู่ตลาดจาก TAMC อีกไม่ต่ำกว่า 1 แสนล้านบาท หากถูกขายออกมาสู่ตลาดโดยไม่มีการจัดการที่ดีพอ อาจสร้างแรงกดดันต่อราคาอสังหาริมทรัพย์ในท้องตลาดได้ ทั้งนี้เนื่องจากธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว จึงอาจไม่สามารถรับแรงกดดันจากสินค้าจำนวนมากได้
- สัญญาณการฟื้นตัวของธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่ชัดเจนขึ้นตามลำดับ ทำให้ผู้ประกอบการหลายรายเริ่มขยายการลงทุนโดยการก่อภาระหนี้สินเพิ่มขึ้น จนทำให้เริ่มเกิดความกังวลขึ้นว่า อาจจะเป็นการขยายการลงทุนที่เร็วเกินไป และอาจก่อปัญหาขึ้นได้ในระยะยาว หากสถานการณ์ไม่เป็นไปตามความคาดหมาย
- หลังกระบวนการปรับโครงสร้างหนี้พบว่า ฐานทุนจดทะเบียนของผู้ประกอบการส่วนใหญ่เพิ่มขึ้นในระดับที่มีนัยสำคัญ ซึ่งฐานทุนที่ใหญ่ดังกล่าวมีผลดีในการทำให้โครงสร้างการเงินปลอดภัยขึ้น แต่ก็มีผลเสียในด้านที่ทำให้การสร้างผลตอบแทนให้กับผู้ถือหุ้นในระดับสูงทำได้ยากขึ้นด้วย ทั้งนี้ทั้งในด้านของ ROE และการเคลื่อนไหวของราคาหุ้น
- มาตรการกระตุ้นธุรกิจพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ที่สำคัญหลายมาตรการที่รัฐบาลผลักดันออกมา ส่วนใหญ่เป็นมาตรการชั่วคราว และสิ้นสุดในช่วงสิ้นปี 2545 ดังนั้นหากมีการเปลี่ยนแปลงมาตรการ อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นในกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์

ความเสี่ยงในการลงทุนที่ต้องระวัง มีอยู่ 4 ประการหลัก แต่ประเด็นที่น่าสนใจที่สุดก็คือ การประกาศขยายมาตรการของภาครัฐ และ แนวทางการจัดการ สินทรัพย์รอการขายของสถาบันการเงิน

บมจ. อัมรินทร์ พลาซ่า

AMARIN

บมจ. อัมรินทร์ พลาซ่า		AMARIN		
ชื่อลงทุนระยะยาว				
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	2,803	3,255	3,332	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(283)	332	485	
Norm. Profit (ลบ)	95	394	485	
EPS (บาท)	(1.17)	1.38	2.01	
PER (X)	(8.78)	7.48	5.12	
Book Value (บาท)	11.35	12.73	14.05	
P/BV (X)	0.91	0.81	0.73	
Fair Value (บาท)	25.45			
ราคา	10.30	บาท		
มูลค่าตลาด	2,484	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	746	695	761
กำไรขั้นต้น	234	281	328
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(139)	(155)	(165)
ดอกเบี้ยจ่าย	(89)	(69)	(65)
กำไรจากการดำเนินงาน	(5)	31	70
กำไรสุทธิ	(4)	31	8
รายการพิเศษ	1.64	0.00	(61.40)
EPS (บาท)	(0.02)	0.13	0.03
Gross Margin	31.4%	40.5%	43.1%
SG&A/Sales	18.7%	22.3%	21.7%

- ธุรกิจโรงแรมมีอัตราการเข้าพัก (Occupancy Rate) เพิ่มขึ้นจาก 2Q45 โดยงวด 3Q45 Grand Hyaat Erwan อยู่ที่ 60% และ JW Marriott อยู่ที่ 85%
- ฐานรายได้จากการให้เช่าทรงตัวจาก 2Q45 เนื่องจากทั้งอัตราค่าเช่า และ Occupancy Rate ไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างมีนัยสำคัญ
- ถึงแม้การเซ็นสัญญาขายทรัพย์สินจะเกิดขึ้นในช่วงต้น 4Q45 แต่ผู้สอบบัญชี ให้บันทึกผลขาดทุนจากขาย 61.40 ล้านบาทในงบการเงิน 3Q45
- 3Q45 คาดว่ากำไรสุทธิอยู่ที่ 8 ล้านบาท เพราะรับรู้ผลขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ ส่วนกำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 70 ล้านบาท



บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น

AMATA

บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น		AMATA		
ชื่อ				
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	1,020	2,294	2,468	
กำไรสุทธิ (ลบ)	336	945	718	
Norm. Profit (ลบ)	216	665	718	
EPS (บาท)	1.57	4.43	3.36	
Norm. EPS (บาท)	1.01	3.12	3.36	
PER (X)	11.69	4.15	5.47	
P/BV (X)	1.82	1.37	1.20	
Fair Value (บาท)	26.84			
ราคา	18.90	บาท		
มูลค่าตลาด	4,033	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	259	502	612
กำไรขั้นต้น	85	248	263
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(63)	(84)	(76)
ดอกเบี้ยจ่าย	(12)	(13)	(8)
กำไรจากการดำเนินงาน	28	150	174
กำไรสุทธิ	18	415	184
รายการพิเศษ	(10)	265	10
EPS (บาท)	0.08	1.95	0.86
Gross Margin	32.8%	49.3%	43.0%
SG&A/Sales	24.4%	16.8%	12.5%

- ยอดขายพื้นที่ในนิคมฯยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยในงวด 3Q45 คาดว่าจะมียอดขายพื้นที่รวม 206 ไร่ (77% อยู่ในนิคมฯอมตะนคร) ส่วนการบันทึกรายได้จากการขายที่ดินอยู่ที่ 562 ล้านบาท, รายได้จากค่าบริการประมาณ 50 ล้านบาท ทรงตัวจากไตรมาสที่ผ่านมา
- Gross Margin อยู่ที่ระดับ 43% ซึ่งน่าจะถือเป็นเกณฑ์ปกติ แต่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะยาว ส่วนค่าใช้จ่ายในการขายอยู่ที่ 12.5% ของยอดขาย
- คาดหมายกำไรสุทธิ 184 ล้านบาท สำหรับงวด 3Q45 แยกเป็นกำไรจากการดำเนินงานปกติ 174 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 5.2 เท่าตัวจากปีที่ผ่านมา



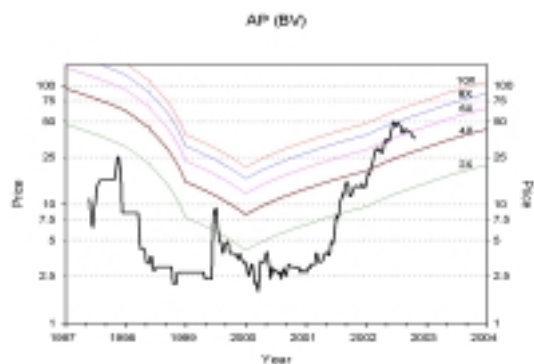
บมจ. เอเชียัน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์

AP

บมจ. เอเชียัน พร็อพเพอร์ตี้	AP		
ชื่อ			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย(ลบ)	1,281	2,626	3,523
กำไรสุทธิ (ลบ)	265	653	684
Norm. Profit (ลบ)	239	608	684
EPS (บาท)	1.40	3.37	3.51
PER (X)	26.32	10.91	10.48
Book Value (บาท)	4.82	8.23	11.74
P/BV (X)	7.63	4.47	3.13
Fair Value (บาท)	47.15		
ราคา	36.75	บาท	
มูลค่าตลาด	7,166	ล้านบาท	

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	321	655	526
กำไรขั้นต้น	123	244	195
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(39)	(88)	(58)
ดอกเบี้ยจ่าย	(12)	(11)	(12)
กำไรจากการดำเนินงาน	76	147	127
กำไรสุทธิ	76	192	127
รายการพิเศษ	0	45	0
EPS (บาท)	0.40	0.98	0.65
Gross Margin	38.3%	37.3%	37.0%
SG&A/Sales	12.1%	13.5%	11.1%

- ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้สิ้น 2Q45 อยู่ที่ระดับประมาณ 1.8 พันล้านบาท คาดว่าส่วนใหญ่จะทยอยบันทึกรายได้ในช่วง 4Q45 ส่วน 3Q45 อาจเห็นการอ่อนตัวลงของฐานรายได้ เมื่อเทียบกับ 2Q45 แต่ยังขยายตัวก้าวกระโดดจากช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา
- Gross Margin คาดว่าจะอยู่ที่ระดับประมาณ 37% ซึ่งถือเป็นระดับที่สูงมาก
- คาดหมายกำไรจากการดำเนินงานที่ระดับ 127 ล้านบาท ไหวด 3Q45 เทียบกับระดับ 76 ล้านบาทในช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา ส่วน 4Q45 คาดว่าจะเห็นการขยายตัวของผลประกอบการแบบก้าวกระโดดอีกครั้งหนึ่ง



บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์

GOLD

บมจ. แผ่นดินทอง พร็อพเพอร์ตี้	GOLD		
ชื่อ			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย(ลบ)	1,283	1,516	2,879
กำไรสุทธิ (ลบ)	253	296	747
Norm. Profit (ลบ)	263	286	747
EPS (บาท)	0.54	0.51	0.85
PER (X)	16.30	17.50	10.39
Book Value (บาท)	7.77	8.32	9.81
P/BV (X)	1.14	1.06	0.90
Fair Value (บาท)	16.63		
ราคา	8.85	บาท	
มูลค่าตลาด	5,222	ล้านบาท	

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขายและบริการ	663	243	446
กำไรขั้นต้น	236	90	181
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(116)	(62)	(64)
ดอกเบี้ยจ่าย	(13)	(26)	(25)
กำไรจากการดำเนินงาน	114	22	111
กำไรสุทธิ	124	22	111
รายการพิเศษ	10	0	0
EPS (บาท)	0.23	0.04	0.19
Gross Margin	35.6%	37.2%	40.5%
SG&A/Sales	17.5%	25.4%	14.3%

- การขายที่เกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว ขณะที่การก่อสร้างล่าช้าเนื่องจากปัญหาการส่งมอบพื้นที่ ทำให้ GOLD มียอด Presale ที่ยังไม่บันทึกเป็นรายได้สิ้น 2Q45 สูงถึง 1.17 พันล้านบาท ผลดังกล่าวทำให้การบันทึกรายได้งวด 2Q45 อยู่ในระดับที่ต่ำ อย่างไรก็ตาม 3Q45 เชื่อว่าการก่อสร้างจะเป็นไปตามกำหนดการ และจะทำให้สามารถบันทึกรายได้จากการขายเพิ่มขึ้นเป็น 424 ล้านบาท เทียบกับ 223 ล้านบาทในงวด 2Q45
- การบันทึกรายได้จากโครงการบ้านลาดพร้าว 2 ในสัดส่วนที่สูง คาดว่าจะทำให้ Gross Margin งวด 3Q45 อยู่ที่ระดับประมาณ 40% ส่วนกำไรจากการดำเนินงานอยู่ที่ 111 ล้านบาท เทียบกับ 22 ล้านบาทใน 2Q45



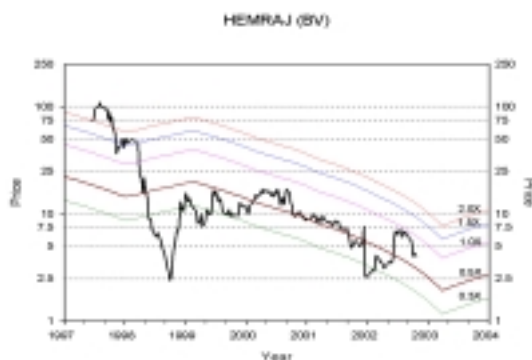
บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน

HEMRAJ

บมจ. เหมราชพัฒนาที่ดิน	HEMRAJ			
	ชื่อ	2544	2545F	2546F
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
รายได้ธุรกิจหลัก	938	949	1,406	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(493)	477	732	
Norm. Profit (ลบ)	(171)	(73)	75	
EPS (บาท)	(2.12)	1.37	2.06	
Norm. EPS (บาท)	(0.73)	(0.21)	0.21	
PER (X)	(1.97)	3.05	2.03	
P/BV (X)	0.44	1.11	0.72	
Fair Value (บาท)	5.75			
ราคา	4.18	บาท		
มูลค่าตลาด	1,483	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	354	225	181
กำไรขั้นต้น	105	53	54
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(59)	(60)	(48)
ดอกเบี้ยจ่าย	(55)	(26)	(27)
กำไรจากการดำเนินงาน	(212)	5	16
กำไรสุทธิ	(215)	454	(196)
รายการพิเศษ	(4)	449	(212)
EPS (บาท)	(3.04)	1.28	(0.56)
Gross Margin	29.5%	23.7%	29.8%
SG&A/Sales	16.5%	26.8%	26.4%

- รายการขายที่ดินแปลงใหญ่ 160 ไร่ที่มีการเซ็นสัญญาช่วงปลายเดือน ก.ย.45 ยังไม่สามารถบันทึกรายได้ใน 3Q45 เนื่องจากตามหลักการบัญชีจะต้องมีการรับเงินเข้ามาขั้นต่ำ 20% ก่อน รายการดังกล่าวคาดว่าจะสามารถบันทึกรายได้ในงวด 4Q45 ประมาณ 80% ของมูลค่าการขาย ผลดังกล่าวทำให้ฐานรายได้ในงวด 3Q45 ยังอยู่ที่ระดับต่ำ แต่อย่างไรก็ตามค่าใช้จ่ายในการจัดการที่ดินดังกล่าวทำให้ HEMRAJ สามารถแสดงผลกำไรจากการดำเนินงานที่สูงขึ้นจาก 2Q45
- รายการพิเศษที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่จะเป็นผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ซึ่ง HEMRAJ มีภาระหนี้ที่เป็นสกุลต่างประเทศค้างอยู่ประมาณ 38 ล้านบาทเหรียญ ไม่นับรวมหนี้สกุลต่างประเทศในบริษัทย่อย



บมจ. อิตาเลียนไทย ดีเวลลอปเม้นท์

ITD

บมจ. อิตาเลียนไทย	ITD			
	ชื่อ	2544	2545F	2546F
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
รายได้ก่อสร้าง(ลบ)	17,936	20,926	22,217	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(2,528)	6,611	1,581	
Norm. Profit (ลบ)	(758)	789	1,581	
EPS (บาท)	(9.17)	19.95	4.23	
PER (X)	(2.89)	1.33	6.27	
Book Value (บาท)	(3.42)	25.91	30.15	
P/BV (X)	(7.74)	1.02	0.88	
Fair Value (บาท)	49.25			
ราคา	26.5	บาท		
มูลค่าตลาด	9,907	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	5,264	5,483	5,530
กำไรขั้นต้น	743	658	618
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(303)	(203)	(332)
ดอกเบี้ยจ่าย	(397)	(270)	(142)
กำไรจากการดำเนินงาน	376	259	196
กำไรสุทธิ	316	5,820	196
รายการพิเศษ	(60)	5,561	0
EPS (บาท)	1.26	20.93	0.52
Gross Margin	14.1%	12.0%	11.2%
SG&A/Sales	5.8%	3.7%	6.0%

- ฝ่ายวิจัยยึดหลัก Conservative ในการจัดทำประมาณการ โดยกำหนดให้ Gross Margin ในงวด 3Q45 อยู่ที่ระดับ 11.2% เทียบกับ 12% ในงวด 2Q45 และ 11.6% ในงวด 1Q45
- การบันทึกรายได้จากการรับเหมาก่อสร้าง คาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 5.53 พันล้านบาท ทรงตัวจาก 2Q45
- ภายใต้สมมุติฐานดังกล่าวคาดว่า ITD จะมีกำไรจากการดำเนินงาน 196 ล้านบาท สำหรับ 3Q45 ลดลงจาก 2Q45 แต่หากปรับตัวเลข Gross Margin ให้สูงขึ้น ก็น่าจะได้ตัวเลขผลประกอบการที่ใกล้เคียงกับ 2Q45



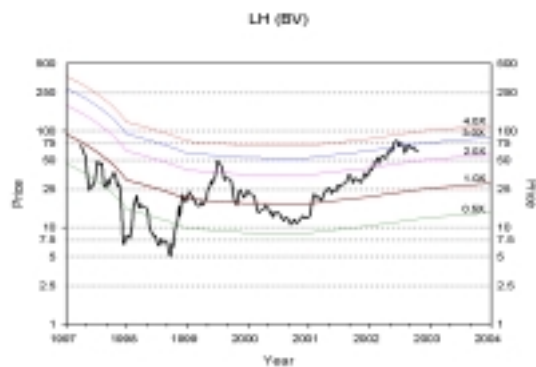
บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์

LH

บมจ. แลนด์แอนด์เฮาส์	ชื่อ			LH
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	10,410	12,308	12,623	
กำไรสุทธิ (ลบ)	1,551	3,183	3,214	
Norm. Profit (ลบ)	2,140	3,074	3,137	
EPS (บาท)	2.49	5.10	5.15	
PER (X)	25.12	12.25	12.13	
Book Value (บาท)	20.71	25.44	28.55	
P/BV (X)	3.02	2.46	2.19	
Fair Value (บาท)	76.32			
ราคา	62.50	บาท		
มูลค่าตลาด	39,398	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	2,624	3,793	3,815
กำไรขั้นต้น	854	1,400	1,411
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(272)	(319)	(313)
ดอกเบี้ยจ่าย	(92)	(64)	(69)
กำไรจากการดำเนินงาน	532	943	868
กำไรสุทธิ	504	1,049	898
รายการพิเศษ	(29)	106	30
EPS (บาท)	0.81	1.67	1.44
Gross Margin	32.6%	36.9%	37.0%
SG&A/Sales	10.4%	8.4%	8.2%

- ยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ 1.7 พันล้านบาท ณ สิ้น 2Q45 และการขายบ้านพร้อมอยู่ในสัดส่วนที่สูงกว่า 90% ทำให้ LH สามารถบันทึกรายได้จากการขายได้ที่ระดับ 3.8 พันล้านบาทในงวด 3Q45 ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับสมมติฐานว่ายอด Presale งวด 3Q45 อยู่ที่ประมาณ 3 พันล้านบาท
- Gross Margin ยังอยู่ในแนวโน้มขึ้น คาดว่า 3Q45 น่าจะอยู่ที่ 37%
- กำไรจากการดำเนินงาน 3Q45 คาดว่าอยู่ที่ระดับ 868 ล้านบาท ลดลงจาก 943 ล้านบาทในงวด 2Q45 เนื่องจากในช่วง 2Q45 มีการบันทึกกำไรจากการขายที่ดินแปลงใหญ่จำนวน 60 ล้านบาท เข้ามารวมอยู่ในรายได้อื่น



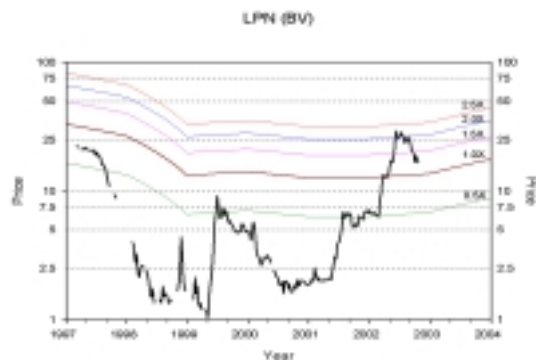
บมจ. แอล.พี.เอ็น. ดีเวลลอปเม้นท์

LPN

บมจ. แอล.พี.เอ็น.	ลงทุนระยะยาว			LPN
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	410	1,018	1,730	
กำไรสุทธิ (ลบ)	301	187	399	
Norm. Profit (ลบ)	(34)	161	399	
EPS (บาท)	4.80	2.35	4.38	
PER (X)	3.67	7.48	4.02	
Book Value (บาท)	12.71	13.42	17.80	
P/BV (X)	1.38	1.31	0.99	
Fair Value (บาท)	26.84			
ราคา	17.60	บาท		
มูลค่าตลาด	1,603	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	127	690	161
กำไรขั้นต้น	17	129	40
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(22)	(46)	(22)
ดอกเบี้ยจ่าย	(1)	(3)	(4)
กำไรจากการดำเนินงาน	(0)	89	24
กำไรสุทธิ	5	65	24
รายการพิเศษ	5	(23)	0
EPS (บาท)	0.10	0.93	0.26
Gross Margin	13.5%	18.7%	24.6%
SG&A/Sales	17.0%	6.6%	13.4%

- LPN พัฒนาโครงการประเภทอาคารชุดพักอาศัย ซึ่งปกติจะมีการบันทึกรายได้หลังการขายประมาณ 1 ปี สำหรับงวด 3Q45 คาดว่าจะมีการบันทึกรายได้จาก 2 โครงการคือ ลุมพินีเซ็นเตอร์ แอสปี้แลนด์ และลุมพินีเพลส สาทร ซึ่งคาดว่าจะมีรายได้จากการขายทางบัญชีเพียง 161 ล้านบาท เทียบกับ 690 ล้านบาทใน 2Q45 ซึ่งเป็นจุดสูงสุดของปี 2545
- คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานตั้งแต่ช่วง 3Q45 จนถึงครึ่งแรกของปี 2546 น่าจะอยู่ในระดับที่ต่ำ และไม่สนใจสำหรับการลงทุน เนื่องจากเมื่อพิจารณากำหนดการเปิดตัวโครงการ พบว่าส่วนใหญ่สามารถบันทึกรายได้ใน 2H46
- คาดว่ากำไรจากการดำเนินงาน 3Q45 จะอยู่ที่ 24 ล้านบาท ลดจาก 2Q45



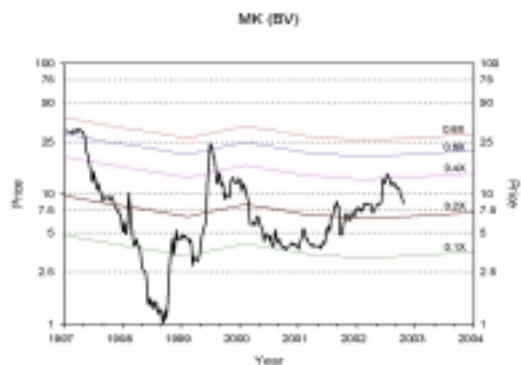
บมจ. มั่นคงเคหะการ

MK

บมจ. มั่นคงเคหะการ	ชื่อ			MK
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	560	789	1,044	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(115)	146	160	
Norm. Profit (ลบ)	(150)	55	160	
EPS (บาท)	(2.34)	2.45	2.37	
PER (X)	(3.76)	3.59	3.72	
Book Value (บาท)	32.23	33.83	36.20	
P/BV (X)	0.27	0.26	0.24	
Fair Value (บาท)	23.68			
ราคา	8.80	บาท		
มูลค่าตลาด	511	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	148	169	233
กำไรขั้นต้น	45	54	70
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(33)	(32)	(40)
ดอกเบี้ยจ่าย	(33)	(23)	(23)
กำไรจากการดำเนินงาน	(6)	10	19
กำไรสุทธิ	1	53	19
รายการพิเศษ	7	43	0
EPS (บาท)	0.01	0.91	0.32
Gross Margin	30.6%	31.9%	30.0%
SG&A/Sales	22.1%	18.7%	17.0%

- คาดหมายว่ายอด Presale ในงวด 3Q45 จะอยู่ที่ระดับสูงกว่า 400 ล้านบาท ขณะที่ยอด Presale ส่วนที่ยังไม่บันทึกรายได้สิ้น 2Q45 อยู่ที่ 430 ล้านบาท ผลดังกล่าวจะทำให้ MK สามารถบันทึกรายได้จากการขาย 233 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 38% QoQ และ 57%YoY ซึ่งขยายตัวแบบก้าวกระโดด
- บ้านที่ขายโดยมีส่วนลด ส่วนใหญ่ถูกบันทึกรายได้หมดแล้วในช่วงครึ่งแรกของปี 2545 ซึ่งจะทำให้ Gross Margin ในช่วงครึ่งหลังของปีนี้อยู่ที่ไม่ต่ำกว่า 30%
- คาดว่ากำไรจากการดำเนินงานจะเพิ่มจาก 10 ล้านบาทในงวด 2Q45 มาเป็น 19 ล้านบาท ใน 3Q45 ซึ่งเป็นการขยายตัวแบบก้าวกระโดด



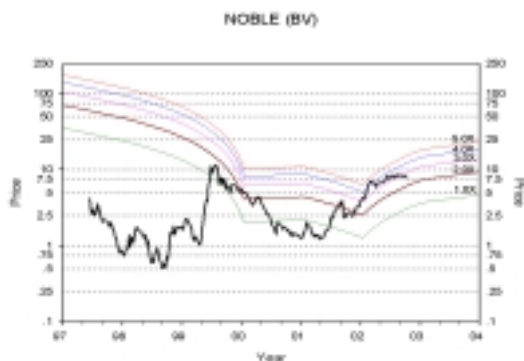
บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์

NOBLE

บมจ. โนเบิล ดีเวลลอปเม้นท์	ชื่อ			NOBLE
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	141	1,347	2,744	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(131)	241	453	
Norm. Profit (ลบ)	(144)	202	453	
EPS (บาท)	(0.52)	0.69	0.99	
PER (X)	nm	11.41	7.92	
Book Value (บาท)	1.26	3.68	4.67	
P/BV (X)	6.25	2.13	1.68	
Fair Value (บาท)	11.05			
ราคา	7.85	บาท		
มูลค่าตลาด	3,586	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	33	251	429
กำไรขั้นต้น	(5)	73	138
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(19)	(28)	(55)
ดอกเบี้ยจ่าย	(5)	(12)	(14)
กำไรจากการดำเนินงาน	(30)	49	77
กำไรสุทธิ	(35)	64	77
รายการพิเศษ	(5)	15	0
EPS (บาท)	(0.06)	0.23	0.17
Gross Margin	-16.4%	29.1%	32.3%
SG&A/Sales	55.7%	11.0%	12.9%

- 2 โครงการหลักได้แก่ Noble Wana-ปิ่นเกล้า และ Noble Tara เอกมัย-พระราม9 จะสามารถบันทึกรายได้ทางบัญชีรวมกัน 429 ล้านบาท ในงวด 3Q45 ซึ่งทั้ง 2 โดยหลังการบันทึกรายได้ 3Q45 แล้วคาดว่า NOBLE จะมี ยอด Presale ที่ยังไม่บันทึกรายได้คงค้างอยู่ประมาณ 700-800 ล้านบาท
- ภายใต้อมติฐานว่า ไม่มีการบันทึกรายการพิเศษเข้ามา คาดหมายว่า 3Q45 NOBLE จะประกาศตัวเลขกำไรสุทธิที่ระดับ 77 ล้านบาท
- ด้วยโครงการที่อยู่ในแผนงาน 10 โครงการ จะผลักดันให้ NOBLE ขยายตัวอย่างก้าวกระโดดในปี 2546



บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์

QH

บมจ. ควอลิตี้เฮ้าส์	QH		
ชื่อ			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย(ลบ)	2,781	4,140	5,583
กำไรสุทธิ (ลบ)	208	568	650
Norm. Profit (ลบ)	137	497	670
EPS (บาท)	0.34	0.70	0.80
PER (X)	20.71	9.94	8.67
Book Value (บาท)	2.63	4.12	4.93
P/BV (X)	2.64	1.69	1.41
Fair Value (บาท)	12.37		
ราคา	6.92	บาท	
มูลค่าตลาด	5,641	ล้านบาท	

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
รายได้จากการขาย	567	908	962
รายได้ค่าเช่า-บริการ	141	145	148
กำไรขั้นต้น	217	318	349
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(114)	(148)	(157)
ดอกเบี้ยจ่าย	(52)	(41)	(41)
กำไรจากการดำเนินงาน	56	147	156
กำไรสุทธิ	58	179	156
รายการพิเศษ	2	33	0
EPS (บาท)	0.07	0.22	0.19
Gross Margin	38.4%	35.0%	36.3%
SG&A/Sales	20.1%	16.3%	16.4%

- ประเมินว่า QH น่าจะสามารถบันทึกรายได้จากการขายในงวด 3Q45 ที่ระดับ 962 ล้านบาท ทั้งนี้เป็นเพราะยอด Presale ที่ยังไม่ถูกบันทึกเป็นรายได้ ณ สิ้น 2Q45 อยู่ที่ระดับประมาณ 1 พันล้านบาท ขณะที่ยอด Presale ในช่วง 3Q45 อยู่ที่ ประมาณ 1 พันล้านบาทเช่นกัน โดย 90% เป็นบ้านสร้างก่อนขาย
- รายได้ค่าเช่าและบริการ อยู่ในระดับที่ทรงตัว เนื่องจากทั้ง Occupancy Rate และอัตราค่าเช่า ของอาคารสำนักงาน และ Service Apartment ไม่มีการเปลี่ยนแปลงจากไตรมาสที่ผ่านมาอย่างมีนัยสำคัญ
- คาดหมายกำไรจากการดำเนินงาน 156 ล้านบาท เพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ



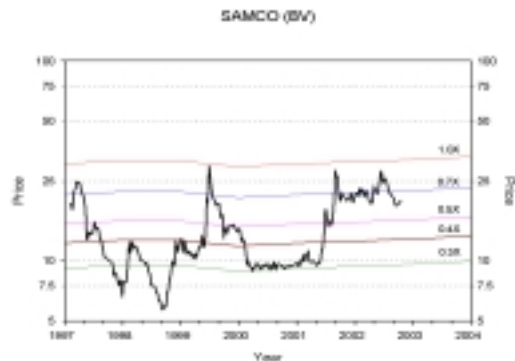
บมจ. สัมมากร

SAMCO

บมจ. สัมมากร	SAMCO		
ชื่อ			
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F
ยอดขาย(ลบ)	363	426	467
กำไรสุทธิ (ลบ)	73	55	94
Norm. Profit (ลบ)	73	55	94
EPS (บาท)	1.63	1.23	2.08
PER (X)	12.28	16.25	9.60
Book Value (บาท)	31.30	31.53	32.61
P/BV (X)	0.64	0.63	0.61
Fair Value (บาท)	31.53		
ราคา	20.00	บาท	
มูลค่าตลาด	900	ล้านบาท	

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	93	88	136
กำไรขั้นต้น	48	57	64
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(20)	(22)	(22)
ดอกเบี้ยจ่าย	(5)	(4)	(4)
กำไรจากการดำเนินงาน	14	(1)	31
กำไรสุทธิ	14	(1)	31
รายการพิเศษ	0	0	0
EPS (บาท)	0.32	(0.02)	0.68
Gross Margin	51.26%	64.33%	47.01%
SG&A/Sales	21.76%	24.62%	16.18%

- 2Q45 SAMCO มีภาระต้องบันทึกรายการแก้ไขภาษีเงินได้นิติบุคคลเพิ่มเข้ามา 26.7 ล้านบาท ซึ่งหากไม่รวมรายการดังกล่าว SAMCO น่าจะมีกำไรจากการดำเนินงานกว่า 25 ล้านบาท สำหรับงวด 3Q45 เชื่อว่า ผลประกอบการน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้เป็นผลจากการโอนกรรมสิทธิ์ในบ้านที่เร็วขึ้น หลังประสบปัญหาในช่วงครึ่งแรกของปี 2545
- คาดว่า SAMCO จะบันทึกรายได้รวม 136 ล้านบาทใน 3Q45 และด้วย Gross Margin เฉลี่ยที่สูงกว่า 47% ทำให้ผลกำไรจากการดำเนินงานน่าจะอยู่ที่ระดับ 31 ล้านบาท ทั้งนี้ภายใต้สมมติฐานว่า SAMCO ไม่มีการบันทึกรายการพิเศษเข้ามาในงวด 3Q45



บมจ. แอสเสทอินวิสต์เม้นท์

SIRI

บมจ. แอสเสทอินวิสต์เม้นท์	ชื่อ			SIRI
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	510.9	1,024.0	1,766.7	
กำไรสุทธิ (ลบ)	(88.8)	38.5	259.1	
Norm. Profit (ลบ)	(61.3)	15.3	259.1	
EPS (บาท)	(0.32)	0.08	0.30	
PER (X)	(14.76)	59.88	15.66	
Book Value (บาท)	2.11	3.72	4.02	
P/BV (X)	2.22	1.26	1.16	
Fair Value (บาท)	11.17			
ราคา	4.68	บาท		
มูลค่าตลาด	4,058	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	117	156	293
กำไรขั้นต้น	30	39	74
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(38)	(49)	(56)
ดอกเบี้ยจ่าย	(4)	(3)	(3)
กำไรจากการดำเนินงาน	(10)	(11)	17
กำไรสุทธิ	(46)	(10)	17
รายการพิเศษ	(36)	1	0
EPS (บาท)	(0.17)	(0.04)	0.03
Gross Margin	26.0%	25.1%	25.3%
SG&A/Sales	32.2%	31.7%	19.2%

- โครงการบ้านนาราสิริ-วัชรพล และปิ่นเกล้า คาดว่าจะสามารถบันทึกรายได้ทางบัญชีได้มากขึ้นในงวด 3Q45 ซึ่งจะส่งผลทำให้ฐานรายได้มีการขยายตัวอย่างก้าวกระโดดใน 3Q45 และน่าจะเพิ่มสูงขึ้นในงวด 4Q45
- เนื่องจากการเป็นการบันทึกรายได้จากโครงการเดิม ทำให้ Gross Margin อยู่ในระดับที่ทรงตัวจากงวด 1H45 กล่าวคืออยู่ที่ประมาณ 25%
- คาดว่า SIRI จะสามารถแสดงผลประกอบการที่มีกำไรจากการดำเนินงาน 17 ล้านบาทในช่วง 3Q45 ซึ่งนับเป็นไตรมาสแรกที่เริ่มมีกำไรจากการดำเนินงาน และถือเป็นจุดเปลี่ยนที่สำคัญสำหรับ SIRI



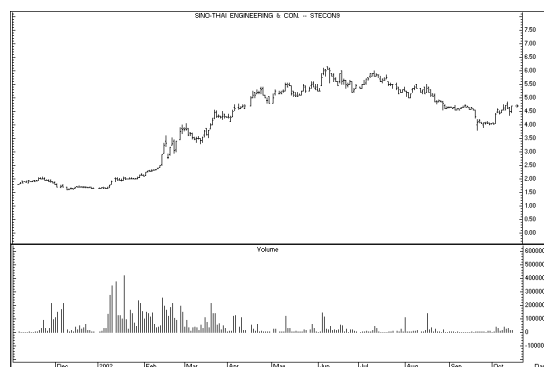
บมจ. ซีโน-ไทย เอ็นจิเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น

STECN

บมจ. ซีโน-ไทย	ชื่อ			STECN
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	3,495	3,915	4,306	
กำไรสุทธิ (ลบ)	354	378	408	
Norm. Profit (ลบ)	299	348	381	
EPS (บาท)	0.42	0.44	0.48	
PER (X)	11.04	10.34	9.58	
Book Value (บาท)	2.23	2.66	3.13	
P/BV (X)	2.06	1.73	1.47	
Fair Value (บาท)	6.67			
ราคา	4.60	บาท		
มูลค่าตลาด	3,910	ล้านบาท		

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	910	911	1,000
กำไรขั้นต้น	121	119	131
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(49)	(69)	(72)
ดอกเบี้ยจ่าย	(1)	(1)	(2)
กำไรจากการดำเนินงาน	85	58	71
กำไรสุทธิ	103	102	80
รายการพิเศษ	18	44	9
EPS (บาท)	0.12	0.12	0.09
Gross Margin	13.3%	13.1%	13.1%
SG&A/Sales	5.3%	7.5%	7.2%

- ประเมินว่า Backlog Order ก่อนการบันทึกรายได้สิ้น 3Q45 ควรอยู่ที่ระดับประมาณ 1.1 หมื่นล้านบาท ด้วยมูลค่า Backlog Order ดังกล่าวเป็นไปได้ที่ STECON จะสามารถบันทึกรายได้ประมาณ 1 พันล้านบาท หรือประมาณ 9% ของมูลค่า Backlog Order ที่มีอยู่
- Gross Margin ทรงตัวที่ระดับเหนือ 13% เช่นเดียวกับ 2Q45 ขณะที่การบันทึกหนี้สูญรับคืนจะอยู่ที่ประมาณ 9 ล้านบาท ในงวด 3Q45
- คาดว่า STECON จะมีกำไรจากการดำเนินงาน 71 ล้านบาท ในงวด 3Q45 เพิ่มขึ้นจากระดับ 58 ล้านบาทในช่วงไตรมาสก่อนหน้า



บมจ. ศุภาลัย

SUPALI

บมจ. ศุภาลัย	ชื่อ	SUPALI		
สิ้นสุด ธ.ค.	2544	2545F	2546F	
ยอดขาย(ลบ)	776	1,702	2,297	
กำไรสุทธิ (ลบ)	415	954	362	
Norm. Profit (ลบ)	(129)	198	362	
EPS (บาท)	6.82	14.77	5.60	
PER (X)	2.45	1.13	2.98	
Book Value (บาท)	13.25	28.85	34.44	
P/BV (X)	1.26	0.58	0.48	
Fair Value (บาท)	28.85			
ราคา	16.70	บาท		
มูลค่าตลาด	1,079	ล้านบาท		

- การบันทึกรายได้งวด 3Q45 ของ SUPALI จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากยอด Presale ที่เกิดขึ้นในช่วงปลายปี 2544 ต่อเนื่องถึง 1Q45 เริ่มสามารถทยอยบันทึกเป็นรายได้ โดยในงวด 3Q45 คาดว่าฐานรายได้จะอยู่ที่ 544 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 46.63% QoQ
- Gross Margin น่าจะยืนอยู่ที่ระดับ 29-30% ต่อเนื่อง เหตุเพราะการขายบ้านที่มี Margin ต่ำได้ถูกบันทึกรายได้ทางบัญชีไปหมดแล้ว
- คาดว่ากำไรสุทธิงวด 3Q45 จะอยู่ที่ระดับ 222 ล้านบาท โดยมีกำไรบันทึกกำไรจากการซื้อคืนหุ้นกู้เข้ามาเป็นรายการพิเศษ 138 ล้านบาท

Key Data (ล้านบาท)	3Q44	2Q45	3Q45E
ยอดขาย	197	371	544
กำไรขั้นต้น	59	113	159
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(56)	(48)	(52)
ดอกเบี้ยจ่าย	(65)	(39)	(43)
กำไรจากการดำเนินงาน	(61)	52	84
กำไรสุทธิ	94	743	222
รายการพิเศษ	155	692	138
EPS (บาท)	1.45	11.47	3.41
Gross Margin	29.9%	30.5%	29.2%
SG&A/Sales	28.7%	12.9%	9.5%

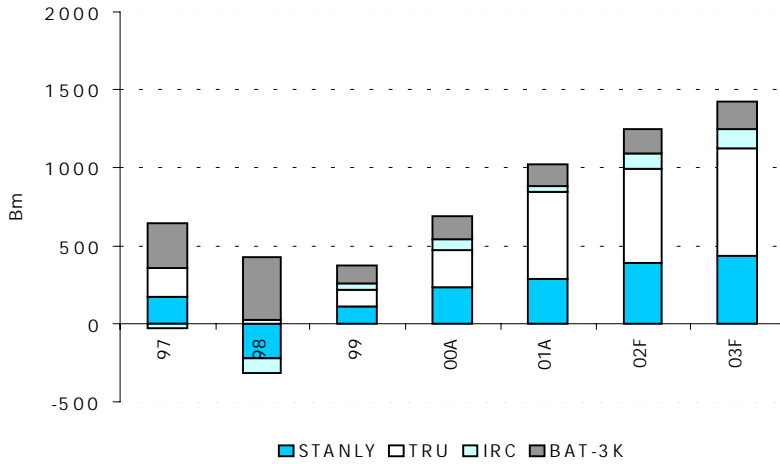


เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในอุตสาหกรรมยานยนต์



16 ตุลาคม 2545

Normalised Profits of the Selected Thai Vehicle Companies



น้ำหนักการลงทุน

เพิ่มน้ำหนักการลงทุน

SET Index	332.80
Sector Index	197.49
มูลค่าตลาด (%)	0.77

คาดการณ์รถยนต์ในประเทศปีนี้ขยายตัว 25% yoy ยอดจำหน่ายรถยนต์ ก.ย. 45 ที่ทำสถิติใหม่ในปีที่ 36,585 คัน เพิ่มขึ้น 63% yoy และยังมีแนวโน้มการขยายตัวที่สดใสต่อเนื่องหลังการเปิดตัวปิกอัพรุ่นใหม่ D-MAX ของ Isuzu, การเตรียมออกรถรุ่นใหม่ของ Honda, แนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ตลอดจนนโยบายเชิงรุกในการปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์ จะทำให้ตลาดในช่วงที่เหลือของปีสดใสต่อเนื่อง เราจึงคาดว่ายอดขายรถยนต์ในประเทศจะขยายตัว 25% ในปีนี้ โดยยอดจำหน่ายรถยนต์ใน 3Q45 ที่ขยายตัว 55% yoy น่าจะทำให้ผลประกอบการ 3Q45 ของกลุ่มยานยนต์ออกมาดีต่อเนื่อง

ระดับการผลิตของไทยเพิ่มเกือบเท่าระดับก่อนวิกฤติเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมรถยนต์ไทยยังมีแนวโน้มสดใสทั้งตลาดในประเทศ และศักยภาพในตลาดส่งออก และคาดว่าจะระดับการใช้กำลังการผลิตของประเทศในปีนี้จะเพิ่มขึ้นเป็นราว 44% ซึ่งเข้าใกล้ระดับช่วงก่อนวิกฤติเศรษฐกิจเมื่อปี 2539 ระดับการผลิตที่เพิ่มขึ้นนี้ก่อให้เกิดการประหยัดต่อขนาด และทำให้มาร์จิ้นของผู้ประกอบการดีขึ้นมาก

กลุ่มยานยนต์มีแนวโน้มสดใสต่อเนื่องใน 2-5 ปีข้างหน้า การขยายตัวของตลาดในประเทศราวเฉลี่ย 20% ต่อปีในช่วง 2545-47 และการขยายตัวของตลาดส่งออกในอัตราเฉลี่ยราว 32% ต่อปีในช่วงดังกล่าวจะเป็นปัจจัยบวกต่อเนื่องต่อกลุ่มยานยนต์ของไทย: **เพิ่มน้ำหนักการลงทุน**

STANLY และ IRC ได้ประโยชน์โดยตรง การขยายตัวของอุตสาหกรรมยานยนต์ของไทยจะเป็นประโยชน์โดยตรงต่อ STANLY และ IRC จึงยังแนะนำซื้อลงทุน ส่วน BAT-3K ยังแนะนำให้ซื้อเพราะมีศักยภาพขยายตัวทั้งตลาดในประเทศ และส่งออก สำหรับ TRU ยังเป็นหุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง อย่างไรก็ตาม บริษัทที่ราคาน่าจะสามารถปรับขึ้นได้มากคือ STANLY, BAT-3K และ TRU เพราะมีส่วนลดจากราคาเป้าหมายราว 20%

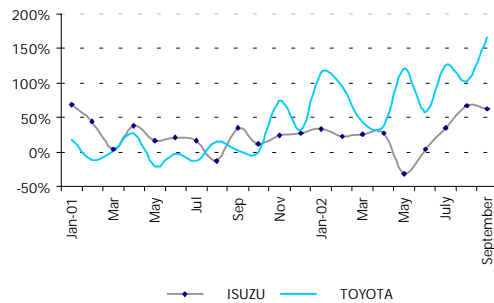
Toyota Motors (Thailand) รายงานยอดขายจำหน่ายรถยนต์ในเดือน ก.ย. ที่สูงทำสถิติใหม่ในปีนี้ที่ 36,585 คัน เพิ่มขึ้น 63% yoy โดยการขยายตัวในเดือนนี้ยังมาจากการขยายตัวของยอดขายรถปิกอัพ ทั้งจากค่าย Toyota และ Isuzu (ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดรวมกันราว 68% ของตลาดรถปิกอัพ) ทำให้ยอดขายรถปิกอัพในเดือน ก.ย. เพิ่มขึ้น 81% yoy และคิดเป็น 58% ของยอดขายจำหน่ายรถยนต์รวมในเดือนนี้ ส่วนรถยนต์นั่งโดยสารส่วนบุคคลขยายตัว 33% yoy และคิดเป็น 32% ของยอดขายจำหน่ายรวมของเดือนดังกล่าว

รวมยอดขายจำหน่ายรถยนต์ใน 9 เดือนแรกเท่ากับ 288,337 คัน เพิ่มขึ้น 38% yoy และคิดเป็นราว 77% ของประมาณทั้งปี โดยยอดขายจำหน่ายใน 3Q45 เท่ากับ 106,708 คัน เพิ่มขึ้นถึง 55% yoy ซึ่งจะเป็ปัจจัยที่ทำให้ผลประกอบการ 3Q45 ของหุ้นในกลุ่มยานยนต์น่าจะออกมาสดใสต่อเนื่อง และแม้ว่ายอดขายในเดือน ก.ย. จะสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ราวเดือนละ 30,000 คัน แต่เพื่อยึดหลัก conservative เราจึงยังคงประมาณการการเติบโตของยอดขายจำหน่ายในประเทศปีนี้ที่ราว 25% yoy เป็น 3.71 แสนคัน ทั้งนี้เพื่อรอดูผลกระทบจากน้ำท่วมในเดือนนี้

Domestic Car Sales
(July 1997 - September 2002)

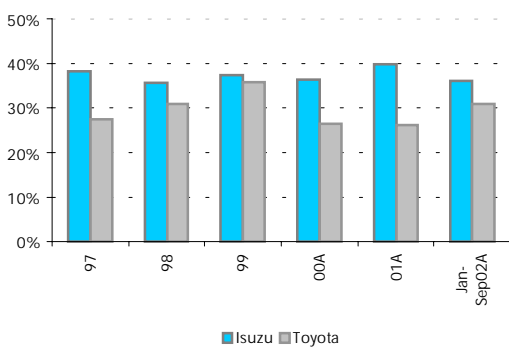


Growth in Isuzu and Toyota's Small Trucks Sales
(yoy)

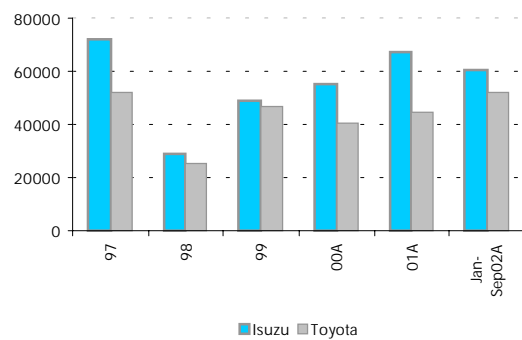


จากรูปข้างบน จะเห็นได้ว่า การขยายตัวที่สูงถึง 167% yoy ของยอดขายจำหน่ายรถปิกอัพของ Toyota ทำให้เห็นภาพการเติบโตแซงหน้า Isuzu (ที่ขยายตัว 63% yoy) ติดต่อกันเป็นเดือนที่ 11 และทำให้ Toyota มีส่วนแบ่งตลาดสำหรับรถปิกอัพในไทยเพิ่มจากเฉลี่ย 23.4% ใน 9M44 เป็น 30.9% ใน 9M45 ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของ Isuzu ลดลงจาก 40.5% เป็น 36% ในช่วงดังกล่าว

Market Shares of the Two Big Players in
Domestic Small Trucks Sales



Domestic Small Trucks Sale of the Isuzu and
Toyota



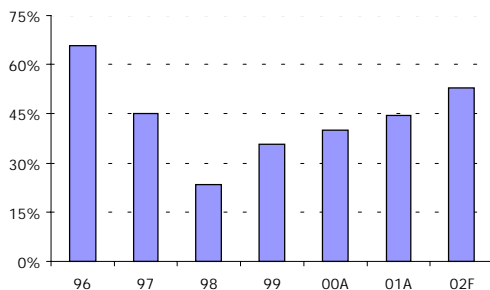
จากการที่ Isuzu ประสบความสำเร็จค่อนข้างมากในการออกรถปิกอัพรุ่น D-MAX ซึ่งบริษัทได้เพิ่มการผลิตจากเดือนละ 6,000 คัน เป็นราว 10,000 คันในปัจจุบัน และอาจเพิ่มเป็น 12,000 คัน/เดือนในอนาคตอันใกล้ ทำให้เราคาดว่า ตลาดรถยนต์ในช่วงที่เหลือของปีจะยังคงสดใสต่อเนื่อง เราจึงได้ปรับขึ้นประมาณการยอดขายจำหน่ายรถยนต์ในประเทศจากเดิมที่คาดว่าจะขยายตัว 22% yoy เป็น 25% yoy หรือเท่ากับราว 3.71 แสนคันในปี

สำหรับยอดส่งออกรถยนต์ในปีนั้นๆ เรายังคงประมาณการไว้ที่เดิมคือราว 1.75 แสนคัน ซึ่งเท่ากับว่าระดับการผลิตรวมของประเทศจะเพิ่มเป็น 5.7 แสนคัน เพิ่มขึ้น 24.4% yoy และเท่ากับอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มจาก 44.6% ในปีที่ผ่านมา เป็นราว 53% ในปีนี้จากกำลังการผลิตรวม 1.07 ล้านคันของผู้ประกอบการทั้ง 14 ราย (อ่านรายละเอียดใน Industry Update ใน NewsTalk วันที่ 12/09/45) ซึ่งเป็นระดับการผลิตที่สูงกว่าในช่วงปี 2540 แต่ยังต่ำกว่าช่วงก่อนวิกฤติในปี 2539 ที่ราว 65% และยังมีแนวโน้มใน 2-4 ปีข้างหน้าที่สุดโต่งเนื่องทั้งตลาดภายในประเทศ และตลาดส่งออก โดยตลาดภายในประเทศจะยังได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก:-

1. อัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งหมายถึงกำลังซื้อที่เพิ่มขึ้น
2. นโยบายเชิงรุกของสถาบันการเงินในการปล่อยกู้ไฟแนนซ์รถยนต์
3. การซื้อเพื่อทดแทนรถรุ่นเก่าที่ทยอยหมดอายุ และ
4. การทยอยออกรถยนต์รุ่นใหม่ ๆ ของค่ายผู้ผลิตต่างๆ โดยเร็ว ๆ นี้ คาดว่าจะเป็นรถรุ่นใหม่ของ Honda Accord

สำหรับตลาดส่งออกนั้นก็มีความท้าทายในการขยายตัวในระยะยาวทั้งจากนโยบายของ Isuzu ที่จะเริ่มผลิตรถปิกอัพรุ่น D-MAX เพื่อส่งออกไปทั่วโลก (ยกเว้นอเมริกาเหนือ) หลังจากเปิดตัวในตลาดไทยปีนี้ และนโยบายย้ายฐานการผลิตของค่ายผู้ผลิตรถยนต์ต่างๆ โดยล่าสุด Toyota มีแผนขยายการลงทุนเป็น 3 หมื่นล้านบาท เพื่อผลิตรถยนต์รุ่นใหม่เพื่อส่งออก รวมทั้งแผนเตรียมเพิ่มสัดส่วนการใช้ชิ้นส่วนภายในประเทศจาก 70% ในปัจจุบัน เป็น 100% ใน 3-5 ปีข้างหน้า ส่วนค่าย Honda ก็มีการกำหนดกลยุทธ์เชิงรุกเพื่อขยายการลงทุน และเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

Thailand's Capacity Utilisation

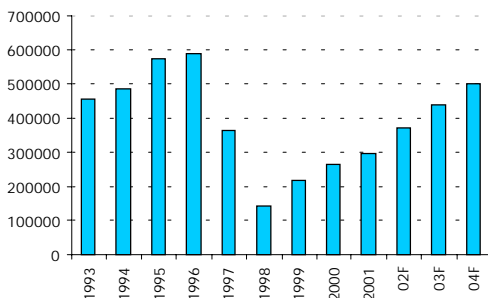


การขยายตัวของตลาดภายในประเทศ และตลาดส่งออกน่าจะทำให้ระดับการใช้กำลังการผลิตในปีนี้เพิ่มเป็น 53% ซึ่งสูงกว่าเมื่อปี 2540 แต่ยังต่ำกว่าระดับเมื่อปี 2539 ที่ 65%

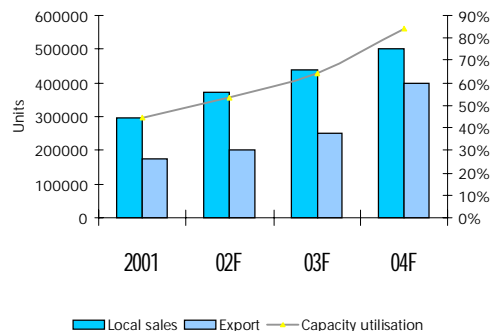
ระดับการผลิตที่เกินจุดคุ้มทุนในปัจจุบันจะเป็นผลต่ออย่างยิ่งต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ เพราะจะทำให้เกิดการประหยัดต่อขนาดการผลิต (economies of scale) และทำให้มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นมาก

ทั้งหมดนี้จะทำให้อุตสาหกรรมรถยนต์ของไทยสดใสต่อเนื่องในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า โดยเราคาดว่ายอดขายจําหน่ายรถยนต์ในประเทศจะกลับไปสู่ระดับก่อนวิกฤติที่ปีละราว 5 แสนคันในปี 2547 ซึ่งหมายถึงอุตสาหกรรมรถยนต์จะขยายตัวในอัตราเฉลี่ยปีละเกือบ 20% ในช่วง 2545-47 ส่วนแนวโน้มการส่งออกจะขยายตัวในอัตราเฉลี่ยปีละ 32% ในช่วงดังกล่าวเป็นราว 4 แสนคันในปี 2547

Domestic Vehicle Sales (1993-2004F)



Thailand Auto Industry and Capacity Utilisation



ด้วยเหตุผลดังกล่าว เราจึงยังแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุน (overweight) หุ้นในกลุ่มยานยนต์ โดยหุ้นเด่นที่จะได้ประโยชน์โดยตรงคือ **STANLY [101 บาท: ชื้อ]** และ **IRC [30.25 บาท: ชื้อ]** เพราะ STANLY เป็นผู้ผลิตอุปกรณ์ส่องสว่างให้แก่ค่ายรถยนต์ใหม่แทบทุกค่าย โดยมีลูกค้าหลักคือ Isuzu, Honda, Mitsubishi และ Ford สำหรับ Toyota ซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่ที่มีส่วนแบ่งตลาดราว 32% ของยอดขายจำหน่ายรถยนต์ในประเทศ และมีกำลังการผลิตสูงสุดคือราว 22% ของกำลังการผลิตรวมของไทย ก็มีแนวโน้มที่จะเพิ่มสัดส่วนการสั่งซื้อจาก STANLY จาก 7-8% ของความต้องการของ Toyota ในปัจจุบัน เป็นราว 40% ใน 3-4 ปีข้างหน้า เนื่องจาก supplier หลักของ Toyota ในปัจจุบันคือ Thai Koito มีต้นทุนการผลิตที่สูงกว่าของ STANLY ศักยภาพในการขยายตัวในระยะยาว ทำให้เรายังคงแนะนำ ชื้อ STANLY โดยมีเป้าหมายที่ 121 บาท ส่วน IRC นั้น เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนยางในรถยนต์ให้กับค่ายผู้ผลิตรถยนต์ใหม่เกือบทุกค่ายเช่นกัน และยังมีแนวโน้มขยายตัวจากการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ และการร่วมมือระหว่าง IRC (Japan) กับ Bridgestone โดยเรายังคงเป้าหมายราคาของ IRC ไว้ที่ 34.6 บาท (รายละเอียด อ่าน NewsTalk วันที่ 11/09/45)

สำหรับ **TRU [8.5 บาท: ชื้อเพื่อเงินปันผล]** นั้น ผลการดำเนินงานในปีนี้จะทรงตัวเนื่องจากรายได้จากการตัดแปลงรถกระบะอาจลดลง ส่วนหนึ่งเป็นเพราะ Isuzu มีโรงงานตัดแปลงของตนเอง และส่วนหนึ่งจากการที่ TRU ไม่มีโครงการประมูล ดังเช่นในปีที่ผ่านมาซึ่งได้ส่งมอบรถตัดแปลงให้แก่กรมตำรวจจำนวน 2,400 คัน แม้ TRU จะมีรายได้จากการตัดแปลงรถกระบะของค่าย Nissan และส่งออก SKD kits ไปยังต่างประเทศ (ตลาดหลักคือ จีน) แต่รายได้จากแหล่งใหม่เหล่านี้ยังไม่เพียงพอที่ชดเชยรายได้ที่ขาดหายไปจากธุรกิจตัดแปลงรถกระบะซึ่งมีมาร์จินสูง และเคยคิดเป็น 61% ของรายได้รวมในปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าแหล่งรายได้ของ TRU จะมีลักษณะกระจายตัวเพื่อลดความผันผวนได้มากขึ้น แม้มาร์จินจะลดลง แต่ก็น่าจะเป็นผลดีในระยะยาวต่อ TRU และเนื่องจากราคาปัจจุบันมีส่วนลด 19% จากราคาที่เหมาะสมที่ 10.4 บาท และยังคงคาดว่าจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงราว 8.2% ในปีหน้า เราจึงแนะนำซื้อเพื่อรับเงินปันผล

ในกรณีของ **BAT-3K [35.5 บาท: ชื้อ]** แม้จะไม่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากยอดขายใหม่ที่ขยายตัว แต่จะเติบโตจากตลาดทดแทน และการออกสินค้าใหม่ (maintenance free batteries) เพื่อจำหน่ายภายในประเทศ ในขณะที่ศักยภาพในตลาดส่งออกยังสดใสต่อเนื่อง เราจึงคาดว่าผลการดำเนินงานของ BAT-3K จะยังขยายตัวต่อเนื่องในอัตราเฉลี่ยปีละ 15% ในช่วง 2545-46 และยังคงเป้าหมายราคาที่เหมาะสมไว้ที่ 49 บาท (รายละเอียด ใน NewsTalk ในที่ 15/08/45)

	Mkt Cap	Closed	Normalised Profits (Bm)		PER (x)		P/BV (x)		P/Sales 03F (x)	Yield 03F (%)	Target (B)	
			02F	03F	02F	03F	02F	03F				
STANLY	3,870	16-Oct-02	101	387	431	10.0	9.0	1.8	1.6	0.8	4.5%	121.0
TRU	4,250		8.5	610	697	7.0	6.1	1.6	1.4	1.0	8.2%	10.4
IRC	605		30.25	54	60	11.2	10.2	1.2	1.2	0.3	3.0%	34.6
BAT-3K	710		35.5	155	177	4.6	4.0	0.6	0.6	0.4	7.5%	49.0
Total/Avg	9,435			1,207	1,364	7.8	6.9	1.5	1.3	0.7	6.3%	

จากราคาเป้าหมายของหุ้นทั้ง 4 บริษัทในกลุ่มนี้ เราคาดว่า หุ้นที่น่าจะมี upside ค่อนข้างมากคือ STANLY, BAT-3K และ TRU เพราะมีส่วนลดจากราคาที่ควรจะเป็นทางปัจจัยพื้นฐานเฉลี่ยราว 20% ส่วนราคา IRC ยังมีส่วนลดจากเป้าหมายราว 13%

เอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและเอกสารต่าง ๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนการสัมภาษณ์ผู้บริหาร ของบริษัทต่าง ๆ มาประกอบ และได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์หรือการแนะนำนี้ ได้พยายามยึด มาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ ทั้งทางด้านปัจจัยพื้นฐานและทางเทคนิค มาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ข้อเสนอแนะเหล่านี้เป็น ข้อคิดเห็นส่วนตัวของนักวิเคราะห์ของ บมจ.หลักทรัพย์เอบีเอ็น แอมโร เอเชีย ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป