



KS Small Cap Series

Small Caps Strategy

SET/SET50 ratio is at 1.63 or +2SD of mean



Source: KS Research, SETSMART (data as of 26 Mar 2021)

Thematic plays and top picks

Thematic plays	Top picks
Auto recovery and clean energy play	EPG
Momentum plays	CHAYO, RBF
Tourism plays	SPA
Domestic consumption plays	AEONTS, SPALI
Contractor plays	SRICHA, SEAFSCO

Source: KS Research

KS top picks

Ticker	Rec	Price (Bt)	TP (Bt)
AEONTS	Outperform	212.00	244.00
CHAYO	Neutral	11.60	10.40
EPG	Outperform	9.60	14.00
RBF	Neutral	17.90	13.60
SEAFSCO	Outperform	4.92	5.98
SPA	Outperform	8.50	9.10
SPALI	Outperform	21.70	23.50
SRICHA	Outperform	16.00	18.00

Source: Bloomberg, KS Research, price as of 25 Mar, 2021

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst
Sunthorn Thongthip
Sunthorn.t@kasikornsecurities.com

26 March 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

เรือใหญ่มักปลอดภัยกว่าในช่วงมรสุม

- ▶ ช่วง มี.ค. 2564 หุ้นกลุ่ม small caps ให้ผลตอบแทนดีกว่า large caps จากสภาวะ risk-on จากท่าที่เชิงผ่อนคลายของ Fed ที่ช่วยชะลอการปรับขึ้นของ bond yield
- ▶ ขอบกลุ่ม large caps มากกว่า small caps ในไตรมาส 2/64 หลังนักลงทุนขายหุ้นเทคโนโลยี/เดบิต เข้าหุ้น value และ SET/SET50 ratio ดึงตัวอยู่ที่ 1.63 (+2SD)
- ▶ เราแนะนำเลือกหุ้นรายตัวที่มีประเด็นเฉพาะในกลุ่ม small caps โดยเลือก EPG CHAYO RBF SPA AEONTS SPALI SRICHA และ SEAFSCO เป็นหุ้นเด่น

Investment highlights

- ▶ เดือน มี.ค. 2564 หุ้นกลุ่ม small caps ให้ผลตอบแทนดีกว่า large caps sSET Index และ SET Index ให้ผลตอบแทนที่ 12.6% และ 4.9% ในเดือน มี.ค. 2564 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่า SET50 Index ที่เติบโตขึ้น 3.4% ส่วนในเชิง YTD sSET Index และ SET Index ให้ผลตอบแทนในระดับ 25.1% และ 8.4% เทียบกับ SET50 Index ที่ 5.7% ซึ่งเป็นผลมาจากแรงขายเพื่อให้อาจหุ้น IPO ขนาดใหญ่ตัวใหม่และสถานการณ์ขายสุทธิของต่างชาติ (-3.2 หมื่นลบ. YTD) จากภาพรวมเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นและประมาณการการเติบโตด้าน GDP ของไทยที่อ่อนแอในปี 2564 ระดับ 2.6% ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์การเติบโตของโลกที่ 5.5% YoY หลังจากมีความล่าช้าด้านการฉีดวัคซีนในไทย ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการที่กลุ่มรายย่อยซื้อขายในตลาดหุ้นมากขึ้นคือปัจจัยที่ทำให้กลุ่ม small caps ให้ผลตอบแทนที่ดี ทั้งนี้ กลุ่มรายย่อยในตลาดหุ้นไทยมีสถานะซื้อสุทธิ +5.5 หมื่นลบ. YTD และ +2.17 แสนลบ. ในปี 2563 ขณะที่มูลค่าการซื้อขายก็ปรับสูงขึ้นเป็น 46% ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดในปี 2564 เทียบกับ 39% ในช่วงปี 2561-63

- ▶ แต่ในไตรมาส 2/2564 เราขอบกลุ่ม large caps มากกว่า small caps เม็ดเงินลงทุนโลกที่ออกจากกลุ่มเทคโนโลยี/หุ้นเดบิตมาเน้นด้านมูลค่ามากขึ้นจะดำเนินต่อไปจนถึงไตรมาส 2/2564 จากปัจจัยพื้นฐานของหุ้นคุณค่าที่ค่อนข้างดีกว่าจากภาพรวมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งขึ้นและราคาที่ถูกกว่า รวมถึงปัจจัยเสี่ยงจากแผนการป้องกันการควบคุมองค์กรและอำนาจผูกขาดของกลุ่มเทคโนโลยียักษ์ใหญ่ของประธานาธิบดีโจ ไบเดน ทางฝั่งของตลาดเกิดใหม่ (EM) ซึ่งรวมถึงไทย ก็มีสถานะที่จะได้ประโยชน์จากกระแสเงินทุนต่างชาติ เพราะรัฐบาลสหรัฐฯ จะปรับเพิ่มอัตราภาษีนิติบุคคลขึ้นในเร็ว ๆ นี้ ทั้งนี้ เราพบว่าการปรับตัวสูงขึ้นของหุ้นกลุ่ม small caps นั้นหนุนให้ SET/SET50 ratio และระดับ 1.63 หรือ +2SD ต่อค่าเฉลี่ยในปี 2540-2564 ดังนั้นเราจึงคาดว่ากลุ่ม large caps จะให้ผลตอบแทนดีกว่า small caps ในไตรมาส 2/2564 สืบเนื่องจากเงินทุนต่างชาติที่ไหลเข้ามาและส่วนต่างราคาที่กว้างระหว่างกลุ่ม large caps และ small caps

Preferred themes and top picks

เราถือน BCP BLA SPRC และ RCL ออกจากรายชื่อหุ้นเด่นของเรา แม้จะยังคงมุมมองเชิงบวกต่อหุ้นเหล่านี้ในระยะกลางก็ตาม ทั้งนี้ เราแทนที่หุ้นทั้ง 4 ตัวด้วยหุ้นที่เน้นการบริโภคภายในประเทศ (AEONTS และ SPALI) และกลุ่มรับเหมา (SRICHA และ SEAFSCO)

- ▶ กลุ่มที่อิงการฟื้นตัวของยานยนต์และพลังงานสะอาด (EPG) คาดว่า EPG จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของยอดขายยานยนต์ในตลาดโลก และนโยบายพลังงานสะอาดของโจ ไบเดนที่จะปรับปรุงอาคาร 4 ล้านแห่งและบ้านต่างๆ ให้เข้ากับสภาพอากาศ 2 ล้านแห่งเพื่อลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2) ลง
- ▶ หุ้นโมเมนต์ประเด็นกำไรปี 2564 (CHAYO และ RBF) เราคาดว่า CHAYO และ RBF จะรายงานอัตราการเติบโตของกำไรทั้งปี 2564 ที่ 30% และ 33% YoY ตามลำดับ
- ▶ กลุ่มท่องเที่ยว (SPA) คาดไทยจะกลับมาเปิดพรมแดนอีกครั้งในครึ่งหลังปี 2564 ซึ่งน่าจะทำให้ SPA ได้ส่วนแบ่งตลาดจากคู่แข่งที่ปิดทำการไปจากผลกระทบของโควิด-19
- ▶ กลุ่มที่อิงการบริโภคในประเทศ (AEONTS และ SPALI) คาดว่ามาตรการเยียวยาของรัฐบาลและการฉีดวัคซีนจะสนับสนุนการบริโภคภายในประเทศช่วงปีนี้ ซึ่งคาดว่าจะเป็นการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิต (AEONTS) และการใช้จ่ายกับสินค้าคงทน (SPALI)
- ▶ กลุ่มรับเหมา (SRICHA และ SEAFSCO) คาดว่ากลุ่มบริษัทเหล่านี้จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐหลังวิกฤตโควิด-19 คลี่คลายลง

KS Small Cap series

บทวิเคราะห์ KS Small Cap series

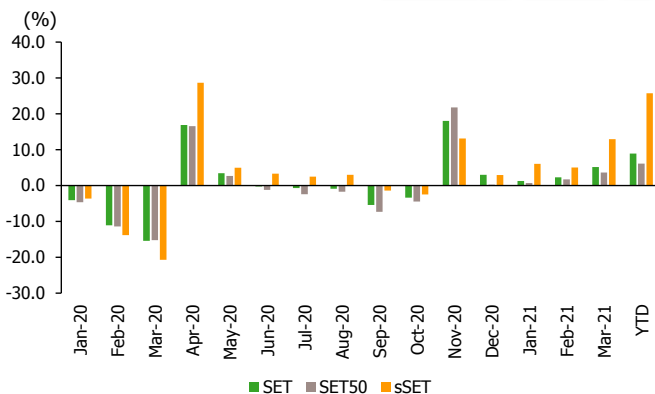
KS Small Cap series คือผลิตภัณฑ์ของแผนกวิเคราะห์หลักทรัพย์ของเราที่ครอบคลุมหุ้นมูลค่าไม่สูง (small cap) ด้วยจุดประสงค์ในการเสนอแนะการลงทุนดังนี้ 1) เฝ้าหาโอกาสในหุ้นกลุ่ม small cap ที่นักวิเคราะห์ยังออกบทวิเคราะห์ไม่มากนัก 2) มุ่งเป้าที่จะสร้างผลตอบแทนเพิ่มเติมเมื่อกลุ่มหุ้นมูลค่าสูง (large cap) มี upside จำกัด 3) มุ่งเน้นที่จะสร้างการเติบโตให้กับพอร์ตของนักลงทุนจากกลุ่ม small cap ที่อยู่ในวัฏจักรของการเติบโต ขณะที่หุ้นกลุ่ม large cap ส่วนใหญ่อาจอยู่ในวัฏจักรเติบโตเต็มที่แล้ว และ 4) เพื่อที่จะสร้างผลตอบแทนที่หลากหลายให้กับนักลงทุน ทั้งยังเป็นการกระจายความเสี่ยงให้กับพอร์ตในระยะยาวอีกด้วย อย่างไรก็ตาม หุ้นที่จะอยู่ในซีรีส์นี้จะมีเกณฑ์เฉพาะบางประการดังนี้ 1) มีมูลค่าตลาดต่ำกว่า 5.0 หมื่นลบ. 2) อัตราหมุนเวียนเฉลี่ยรายวันที่ต่ำกว่าระดับราวๆ 100 ลบ. 3) การเข้าถึงข้อมูลองค์กรที่บางครั้งเป็นไปได้ยาก และ 4) ถ้ามีความผันผวนค่อนข้างสูง

ประเด็นสำคัญด้านการลงทุน

คาด large caps จะให้ผลตอบแทนดีกว่า small caps ในไตรมาส 2/2564

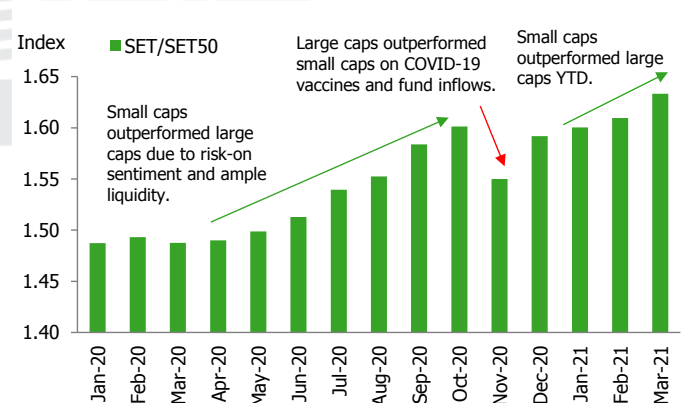
sSET Index และ SET Index ให้ผลตอบแทนที่ 12.6% และ 4.9% ในเดือน มี.ค. 2564 ตามลำดับ ซึ่งสูงกว่า SET50 Index ที่เติบโตขึ้น 3.4% ส่วนในเชิง YTD sSET Index และ SET Index ให้ผลตอบแทนในระดับ 25.1% และ 8.4% เทียบกับ SET50 Index ที่ 5.7% ซึ่งเป็นผลมาจากแรงขายเพื่อให้ออกหุ้น IPO ขนาดใหญ่ตัวใหม่และสถานการณ์ขายสุทธิของต่างชาติ (-3.2 หมื่นลบ. YTD) จากภาพรวมเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ที่แข็งค่าขึ้นและประมาณการการเติบโตด้าน GDP ของไทยที่อ่อนแอในปี 2564 ระดับ 2.6% ซึ่งต่ำกว่าคาดการณ์การเติบโตของโลกที่ 5.5% YoY หลังจากมีความล่าช้าด้านการฉีดวัคซีนในไทย ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการที่กลุ่มรายย่อยซื้อขายในตลาดหุ้นมากขึ้นคือปัจจัยที่ทำให้กลุ่ม small caps ให้ผลตอบแทนที่ดี ทั้งนี้ กลุ่มรายย่อยในตลาดหุ้นไทยมีสถานะซื้อสุทธิ +5.5 หมื่นลบ. YTD และ +2.17 แสนลบ. ในปี 2563 ขณะที่มูลค่าการซื้อขายก็ปรับสูงขึ้นเป็น 46% ของมูลค่าการซื้อขายทั้งหมดในปี 2564 เทียบกับ 39% ในช่วงปี 2561-63

Fig 1 Monthly returns from large vs. small cap indices



Source: KS Research, SETSMART (data as of 24 Mar 2021)

Fig 2 SET/SET50 ratio

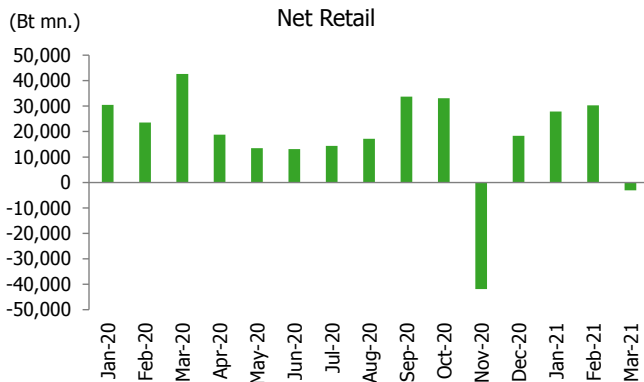


Source: KS Research, SETSMART (data as of 24 Mar 2021)

แต่แนวโน้มอาจพลิกผันในไตรมาส 2/2564 โดยเราคาดว่าเม็ดเงินลงทุนโลกที่ออกจากกลุ่มเทคโนโลยี/หุ้นเติบโตมาเน้นด้านมูลค่ามากขึ้นจะดำเนินต่อไปจนถึงไตรมาส 2/2564 จากปัจจัยพื้นฐานของหุ้นคุณค่าที่ค่อนข้างดีกว่าจากภาพรวมเศรษฐกิจที่แข็งแกร่งขึ้นและราคาที่ถูกกว่า รวมถึงปัจจัยเสี่ยงจากแผนการป้องกันการควบคุมวงจรและอำนาจผูกขาดของกลุ่มเทคโนโลยียักษ์ใหญ่ของประธานาธิบดีโจ ไบเดน ทางฝั่งของตลาดเกิดใหม่ (EM) ซึ่งรวมถึงไทย ก็มีสถานะที่จะได้ประโยชน์จากกระแสเงินทุนต่างชาติ เพราะรัฐบาลสหรัฐฯ จะปรับเพิ่มอัตราภาษีนิติบุคคลขึ้นในเร็วๆ นี้

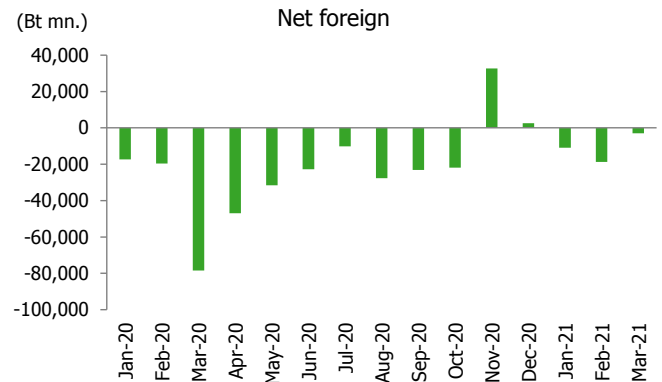


Fig 3 Retail net buy/sell



Source: CEIC, KS Research

Fig 4 Foreign net buy/sell



Source: Ministry of Public Health, KS Research

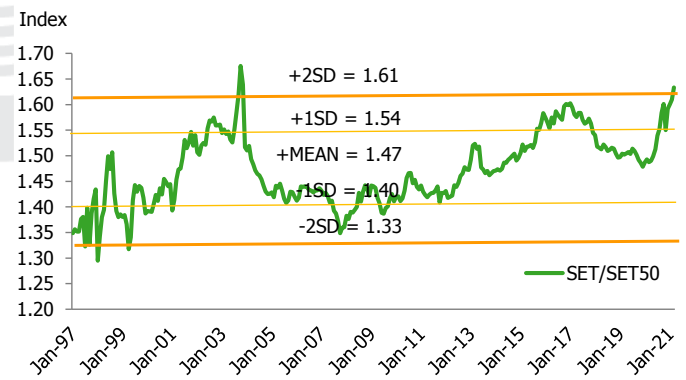
SET Index ให้ผลตอบแทนดีกว่า MSCI ACWI ในระดับ 6% YTD สอดคล้องกับมุมมองของเราเกี่ยวกับตลาดหุ้นไทยที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาดโลกในปี 2564 ซึ่งมีปัจจัยสนับสนุนมาจาก 1) กลุ่มการท่องเที่ยวที่คิดเป็นสัดส่วนระดับสูงของประเทศ (13% ต่อ GDP) ซึ่งเป็นกลุ่มที่จะได้ประโยชน์จากประเด็นวัคซีนต้านโควิด-19 2) พึ่งพาการส่งออกมาก (60% ต่อ GDP) ซึ่งจะได้ประโยชน์จากการเติบโตด้านการส่งออกทั่วโลก และ 3) ดัชนีตลาดที่เคลื่อนไหวตัวช้ากว่าค่าเฉลี่ยตลาดโลก (SET Index ให้ผลตอบแทน -8.3% เทียบ MSCI ACWI ที่ +14.2% ในปี 2563) ด้วยเหตุนี้เราจึงคาดว่ากระแสเงินต่างชาติที่ไหลเข้าสู่ตลาดหุ้นไทยในช่วงที่เหลือของปี 2564 จะเน้นไปยังหุ้นใหญ่

Fig 5 The SET Index has outperformed MSCI ACWI YTD

		25/03/2021	30/12/2020	Since 30 Dec 20
Straits Times Index	Singapore	3141.57	2869.22	9.49%
Taiwan Taie Index	Taiwan	16060.14	14687.70	9.34%
SET	Thailand	1575.26	1449.35	8.69%
Kospi Index	Korea	3008.33	2873.47	4.69%
MSCI World Index	DM	2767.26	2686.06	3.02%
Hang Seng Index	Hong Kong	27932.42	27147.11	2.89%
MSCI ACWI Index	DM+EM	662.83	645.29	2.72%
Jakarta Composite Index	Indonesia	6107.23	5979.07	2.14%
MSCI AC Asia Ex. Japan Index	Asia Ex. JP	853.74	840.92	1.52%
Bse Sensex 30 Index	India	48433.31	47746.22	1.44%
MSCI Emerging Markets Index	EM	1298.44	1289.03	0.73%
Shanghai Stock Exchange Com	China	3363.59	3414.45	-1.49%
Kuala Lumpur Comp Index	Malaysia	1597.08	1644.41	-2.88%
Psei - Philippine Se Idx	Philippines	6581.00	7139.71	-7.83%

Source: KS Research, Bloomberg (data as of 25 Mar 2021)

Fig 6 SET/SET50 ratio is at 1.63 (+2SD of mean)



Source: KS Research, SETSMART (data as of 24 Mar 2021)

ทั้งนี้ เราพบว่าการปรับตัวสูงขึ้นของหุ้นกลุ่ม small caps นั้นหนุนให้ SET/SET50 ratio และระดับ 1.63 หรือ +2SD ต่อค่าเฉลี่ยในปี 2540-2564 โดยเรามักจะเห็นการพลิกผันของค่าเฉลี่ยเพราะส่วนต่างระหว่างกลุ่ม large caps และ small caps นั้นมีอยู่ค่อนข้างมาก ทั้งนี้ เราแนะนำให้นักลงทุนออกจากกลุ่ม small caps ไปยังกลุ่ม large caps แทนในไตรมาส 2/2564 เพื่อรับผลประโยชน์จากเงินทุนต่างชาติที่ไหลเข้ามาและปัจจัยพื้นฐานของกลุ่ม large caps ที่ค่อนข้างดีกว่า small caps

หุ้นและอุตสาหกรรมที่เราชอบ

เราถือน BCP BLA SPRC และ RCL ออกจากรายชื่อหุ้นเด่นของเรา แม้จะยังคงมุมมองเชิงบวกต่อหุ้นเหล่านี้ในระยะกลางก็ตาม ทั้งนี้ เราแทนที่หุ้นทั้ง 4 ตัวด้วยหุ้นที่เน้นการบริโภคภายในประเทศ (AEONTS และ SPALI) และกลุ่มรับเหมา (SRICHA และ SEAFCO)

- ▶ **กลุ่มที่อิงการฟื้นตัวของยานยนต์และพลังงานสะอาด (EPG)** คาดว่า EPG จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของยอดขายยานยนต์ในตลาดโลก และนโยบายพลังงานสะอาดของโจ ไบเดน ที่จะปรับปรุงอาคาร 4 ล้านแห่งและบ้านต่างๆ ให้เข้ากับสภาพอากาศ 2 ล้านแห่งเพื่อลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CO2) ลง
- ▶ **หุ้นโมเมนตัมประเด็นกำไรปี 2564 (CHAYO และ RBF)** เราคาดว่า CHAYO และ RBF จะรายงานอัตราการเติบโตของกำไรทั้งปี 2564 ที่ 30% และ 33% YoY ตามลำดับ
- ▶ **กลุ่มท่องเที่ยว (SPA)** คาดไทยจะกลับมาเปิดพรมแดนอีกครั้งในครึ่งหลังปี 2564 ซึ่งน่าจะทำให้ SPA ได้ส่วนแบ่งตลาดจากคู่แข่งที่ปิดทำการไปจากผลกระทบของโควิด-19
- ▶ **กลุ่มที่อิงการบริโภคในประเทศ (AEONTS และ SPALI)** คาดว่ามาตรการเยียวยาของรัฐบาลและการฉีดวัคซีนจะสนับสนุนการบริโภคภายในประเทศช่วงปีนี้ ซึ่งคาดว่าจะเป็นการช่วยการใช้จ่ายผ่านบัตร (AEONTS) และการใช้จ่ายกับสินค้าคงทน (SPALI)
- ▶ **กลุ่มรับเหมา (SRICHA และ SEAFCO)** คาดว่ากลุ่มบริษัทเหล่านี้จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐหลังวิกฤตโควิด-19 คลี่คลายลง

Fig 7 Performance of our previous top picks

	24-Feb-21	24-Mar-21	% change in price	% total return *
BCP	28.50	26.00	-8.77%	-7.37%
BLA	25.50	26.00	1.96%	2.86%
CHAYO	9.80	11.70	19.39%	19.43%
EPG	9.90	9.95	0.51%	0.51%
RBF	13.30	18.10	36.09%	37.22%
RCL	24.30	24.40	0.41%	2.47%
SPA	7.75	8.55	10.32%	10.32%
SPRC	9.40	9.00	-4.26%	-4.26%
Simple avg			6.96%	7.65%
SET Index	1491.11	1570.83	5.35%	
SET - TRI	9959.86	10560.78		6.03%

* Price + cash dividend

sSET Index	768.41	866.71	12.79%
sSET - TRI	910.57	1036.94	13.88%

Source: Bloomberg, KS Research

กลุ่มที่อิงการฟื้นตัวของยานยนต์และพลังงานสะอาด (EPG)

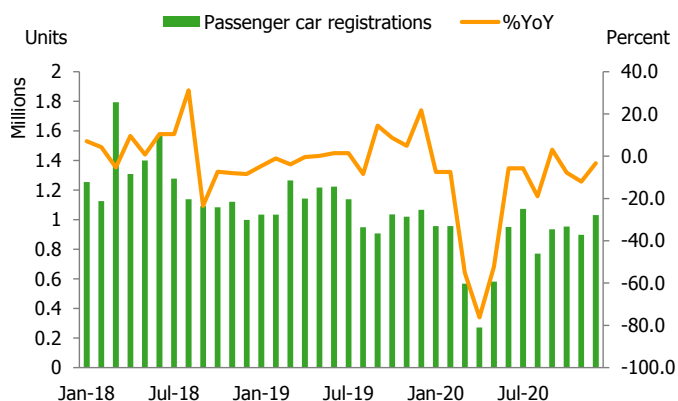
เราเลือก **EPG** เป็นหุ้นเด่นในธีมนี้เพราะคาดว่าบริษัทฯ จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของยอดขายยานยนต์ทั่วโลก (50% ของรายได้ EPG) และจากนโยบายพลังงานสะอาดของประธานาธิบดี โจ ไบเดน ที่จะปรับปรุงอาคาร 4 ล้านแห่งและบ้านต่างๆ ให้เข้ากับสภาพอากาศ 2 ล้านแห่งเพื่อลดการปล่อย CO2 ลง ที่คาดว่าจะเป็นการช่วยยอดขายธุรกิจจนวนก้นความร้อน/เย็น (30% ต่อรายได้รวม)

เราคาดว่า EPG จะรายงานอัตราการเติบโตเฉลี่ยต่อปี (CAGR) ของกำไรในปี FY2564-66 ที่ 19% ด้วยแรงหนุนจาก 1) กิจกรรมการลงทุนที่ฟื้นตัวขึ้นในสหรัฐฯ จากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตของสหรัฐฯ ที่พุ่งสูงขึ้น เราคาดว่ายอดขายในธุรกิจจนวนก้นความร้อน/เย็นของบริษัทฯ จะได้ประโยชน์จากพัฒนาการดังกล่าวตั้งแต่ปี FY2565 เป็นต้นไป 2) ยอดขายยานยนต์โลกที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่งและปริมาณสต็อกที่ต่ำ ซึ่งมองว่าจะเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจชิ้นส่วนยานยนต์ของ EPG และ 3) การใช้บริการจัดส่งอาหารที่สูงขึ้น ซึ่งคาดว่าจะช่วยกระตุ้นธุรกิจบรรจุภัณฑ์อาหารในประเทศของ EPG ขึ้นได้

เราคาดว่าผลกระทบจากราคาปิโตรเคมีที่ปรับสูงขึ้นจะมีค่อนข้างจำกัด ปัจจุบัน EPG มีสต็อกผลิตภัณฑ์จำพวกปิโตรเคมีพอเพียงไปอีกประมาณ 5-6 เดือน โดยซื้อเข้ามาด้วยต้นทุนที่ต่ำและได้รับส่วนลดจากคู่ค้า ซึ่งช่วยบรรเทาผลกระทบจากราคาปิโตรเคมีที่ปรับตัวสูงขึ้น ด้วยเหตุนี้เราจึงเห็นผลกระทบในวงแคบจากราคาปิโตรเคมีที่ปรับสูงขึ้นในครึ่งแรกของปี 2564 ทั้งนี้ EPG สามารถปรับราคาขายของ 3 หน่วยธุรกิจของตนภายใน 30-40 วันจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่า EPG จะยังสามารถรักษา GPM ที่สูงในระดับประมาณ 33% ได้จากอัตราทดการดำเนินงาน (operating leverage) ที่สูง ยอดขายที่แข็งแกร่ง และการควบคุมต้นทุนที่เข้มงวด

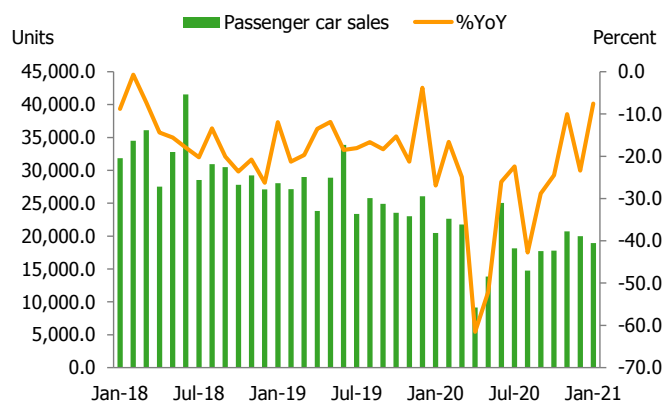


Fig 8 EU passenger car registrations



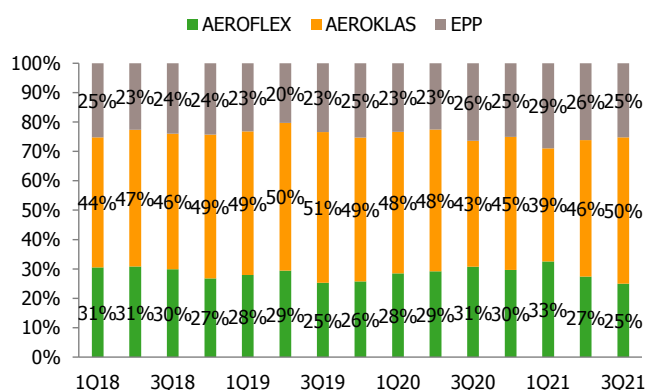
Source: Bloomberg

Fig 9 Australia passenger car sales



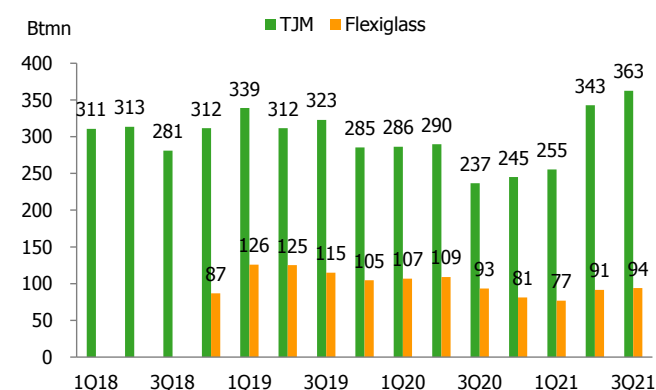
Source: Bloomberg

Fig 10 EPG sales breakdown by business



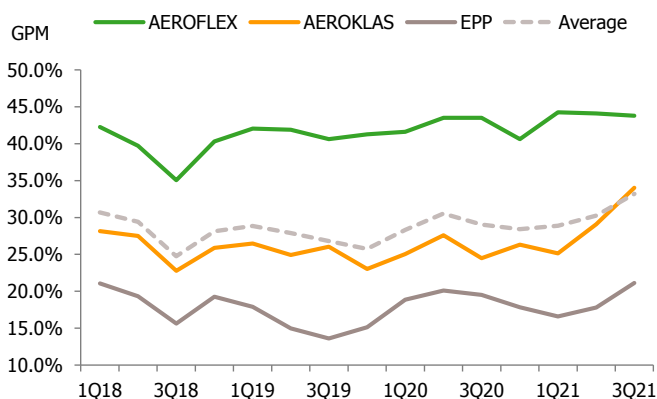
Source: Company

Fig 11 EPG's Australian subsidiaries' revenue



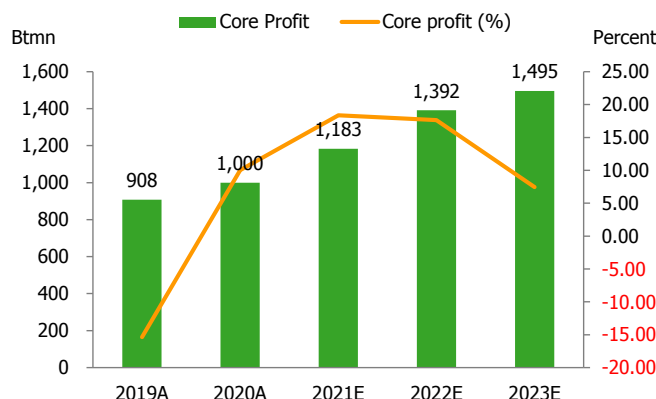
Source: Company

Fig 12 EPG GPM breakdown



Source: Company

Fig 13 Core profit and growth forecasts



Source: Company, KS Research



เราคาดว่ากำไรของ EPG ในไตรมาส 4/FY2564 จะยังคงแข็งแกร่งจาก 1) เศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่ฟื้นตัวขึ้นจากการเริ่มฉีดวัคซีนต้านโควิด-19 ซึ่งคาดว่าจะสนับสนุนการลงทุนภาคเอกชนในสหรัฐฯ และเป็นประโยชน์กับธุรกิจ AEROFLEX 2) อุปสงค์ที่แข็งแกร่งต่อกลุ่มชิ้นส่วนยานยนต์ 3) คาดว่าราคาโลหะที่ปรับสูงขึ้นจะกระตุ้นเศรษฐกิจของออสเตรเลียขึ้น รวมถึงการปรับโครงสร้างธุรกิจบริษัทย่อยของ EPG ในออสเตรเลีย (TJM และ Flexiglass) ที่คาดว่าจะกระตุ้นยอดขายและอัตรากำไรจากการดำเนินงานขึ้น EPG คาดว่ารายได้ในออสเตรเลียจะแตะระดับ 75 ล้านดอลลาร์ออสเตรเลีย (AUD) ในปี FY2564 (19% YoY) และเติบโตขึ้น 30% ในปีหน้า เมื่อดูไตรมาส 3/FY2564 TJM และ Flexiglass มีผลกำไรจากการดำเนินงานสุทธิครั้งแรกนับตั้งแต่ EPG เข้าลงทุนในออสเตรเลียเมื่อ 6 ปีก่อน แม้กำไรจะยังมีไม่มากนัก แต่เราคาดว่าจะปรับตัวขึ้นในปี FY2565 จากการที่ EPG ดำเนินการปรับโครงสร้างธุรกิจอย่างต่อเนื่องซึ่งรวมถึง 1) การย้ายฐานการผลิตจากจีนมายังไทยเพื่อหนีค่าส่งภายในกลุ่มและลด lead time ลง 2) การควบรวม TJM และช่องทางการจำหน่ายของ Flexiglass และการขยายสาขาขึ้น 3) โครงการร่วมมือกับคู่ค้าเพื่อพัฒนาห่วงโซ่อุปทาน และ 4) การลดจำนวนพนักงาน ดังนั้น เราจึงคาดว่ายอดขายจากออสเตรเลียจะแตะระดับ 1.7 พันลบ. (+19% YoY) ภายในปี FY2564 และ 2.3 พันลบ. (+35% YoY) ในปี FY2565 ในแง่ของกำไร เราคาดว่ากำไรสุทธิจะเบาบางในปี FY2564 แต่พลิกจากขาดทุน 210 ลบ. ในปี FY2563 ขณะที่เราประเมินว่ากำไรสุทธิจะอยู่ที่ 60-70 ลบ. ในปี FY2565

หุ้นโมเมนตัมประเด็นกำไรปี 2564 (CHAYO และ RBF)

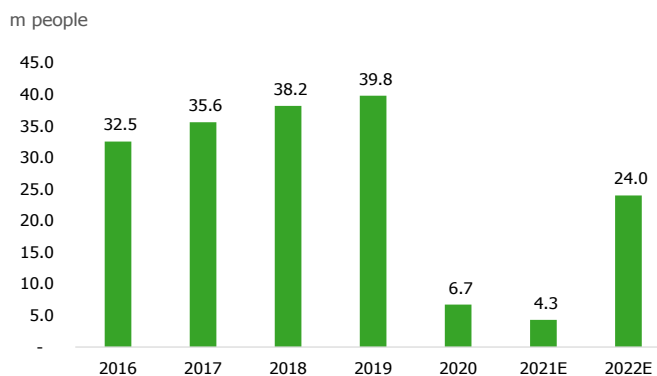
เราเลือก **CHAYO** และ **RBF** เพราะเราคาดว่าทั้ง 2 บริษัท จะรายงานกำไรสุทธิที่เติบโตขึ้น 30% YoY และ 33% YoY ตามลำดับ เราคาดว่ากำไรสุทธิของ CHAYO จะมีปัจจัยหนุนจากการเรียกเก็บเงินสดที่ดีขึ้น กำไรที่มากขึ้นจากการขายทรัพย์สินและการขายและรายได้ที่มากขึ้นจากการซื้อสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ในปี 2563 บริษัทฯ ตั้งเป้าซื้อสินเชื่อที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เข้ามาในพอร์ตธุรกิจมากขึ้นในปี 2564 บริษัทฯ ใช้เงินลงทุนที่ 700 ลบ. เพื่อซื้อ NPL มูลค่า 1.55 หมื่นลบ. ในปี 2563 เทียบกับพอร์ต NPL รวมที่ 5.35 หมื่นลบ. บริษัทฯ ตั้งเป้าลงทุนใน NPL เพิ่มขึ้น 3 เท่า มาอยู่ที่ 2 พันลบ. ผ่านงบดุลและบริษัทร่วมทุน JV เราเชื่อมั่นว่าบริษัทฯ จะบรรลุเป้าหมายที่ตั้งไว้ได้จากจำนวน NPL ในระบบธนาคารที่มากขึ้นผลจากวิกฤตโควิด-19 ปัจจัยหนุนราคาหุ้นในระยะสั้นคาดว่าจะมาจาก 1) การก่อตั้งบริษัทร่วมทุน JV ที่เสร็จสมบูรณ์ 2) กำไรสุทธิปี 2564 ที่เติบโตขึ้นแข็งแกร่งจากการขาย NPA และ 3) ธุรกิจใหม่ CHAYO เซ็นสัญญา MOU กับบริษัท ดีโอดี โบโอเทค จำกัด (มหาชน) (DOD) เพื่อขอซื้อเมล็ดพันธุ์ซึ่งจะนำมาเพาะปลูกและขายคืนให้กับ DOD นอกจากนี้ DOD จะพัฒนาอาหารเสริมจากนมและ/หรือเครื่องสำอางที่มีส่วนผสมของน้ำมันเมล็ดพันธุ์หรือน้ำมันซีพีดีให้กับ CHAYO เพื่อขายสินค้าผ่านช่องทางการตลาดของบริษัทฯ 555 ช้อปปิง จำกัด

เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2564-65 ของ RBF จะเติบโตขึ้น 33% YoY และ 23% YoY ตามลำดับ หนุนจากยอดขายของวัตถุดิบอาหารที่เติบโตขึ้นปีละ 10-15% เราคาดว่า GPM จะขยายตัวขึ้นจาก 41.9% ในปี 2563 มาอยู่ที่ 43% ในปี 2564-65 หนุนจาก GPM รวมที่สูงขึ้นจากการขาดหายไปของธุรกิจโรงแรมที่สร้างผลขาดทุน เราคาดว่าค่าใช้จ่าย SG&A จะปรับลดลงจากการขายธุรกิจโรงแรมออกไป เราเห็น upside ของกำไรสุทธิปี 2564-65 จากธุรกิจกัญชา เราเชื่อมั่นว่า RBF จะเป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากกระแสกัญชาในประเทศไทยเพราะ 1) มีผู้ผลิตกลางน้ำของน้ำมันซีพีดีแต่ไม่กระจายในประเทศไทย 2) บริษัทฯ มีทีม R&D ที่แข็งแกร่งในกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม 3) บริษัทฯ มีฐานลูกค้าที่แข็งแกร่งและ 4) บริษัทฯ เป็นเจ้าแรกที่เคลื่อนไหวในธุรกิจกัญชาในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา

กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศอีกครั้งหลังมีวัคซีนโควิด-19 (SPA)

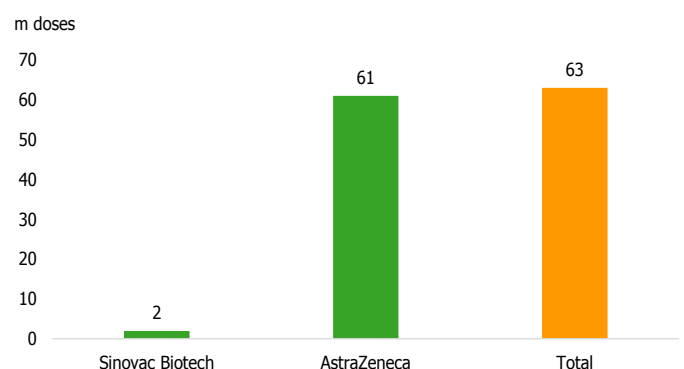
เราคาดว่ากาจัดจำหน่ายวัคซีนโควิด-19 ทั่วโลกจะช่วยให้รัฐบาลตัดสินใจเปิดประเทศรับนักท่องเที่ยวอีกครั้งในช่วงครึ่งหลังของปี 2564 ซึ่งจะส่งผลบวกต่อกลุ่มขนส่งและท่องเที่ยว ดังนั้น เราจึงคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ 4.3/24 ล้านรายในปี 2564-65 เรามองว่า SPA เป็นตัวแทนของกลุ่มท่องเที่ยวเพราะ 75% ของรายได้มาจากนักท่องเที่ยวต่างชาติ ดังนั้น จึงเป็นผู้ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการจัดจำหน่ายวัคซีนโควิด-19 และเราคาดว่ากำไรสุทธิจะกลับมาอยู่ระดับเดียวกับปี 2562 ในปี 2566

Fig 14 Tourist arrival estimates



Source: BOT, KS Research

Fig 15 Thailand's 2021 COVID-19 vaccine plan



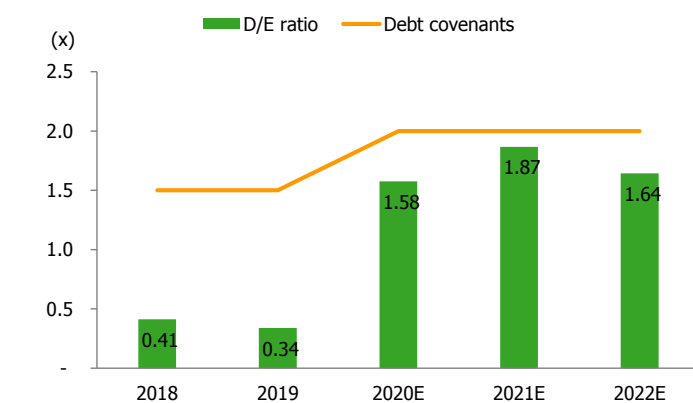
Source: Ministry of Public Health, KS Res



เราเห็นโอกาสที่ SPA จะแย่งชิงส่วนแบ่งทางการตลาดในช่วงวิกฤตโควิด-19 เพราะอุตสาหกรรมของ SPA ถูกยึดครองจากบริษัทส่วนบุคคลหรือ SME ซึ่งมีสถานะการแข่งขันที่อ่อนแอกว่าในแง่ของความแข็งแกร่งด้านการเงิน เราไม่คาดว่าจะผู้ประกอบการจะกลับมาดำเนินธุรกิจได้อีกครั้งทันทีเพราะจะต้องว่าจ้างหรือฝึกอบรมเทรนนิ่งใหม่ เราคาดว่า SPA จะขยายธุรกิจในประเทศอย่างต่อเนื่องในปี 2564-65 และคาดว่าจะจำนวนสาขาจะเพิ่มขึ้นจาก 65 แห่ง ในปี 2563 มาอยู่ที่ 67 แห่ง ในปี 2565 เราคาดว่า SPA จะขยายธุรกิจผ่านโรงแรมซึ่งจะช่วยลด capex ลงจาก 15-20 ลบ./สาขา มาอยู่ที่ 5 ลบ.

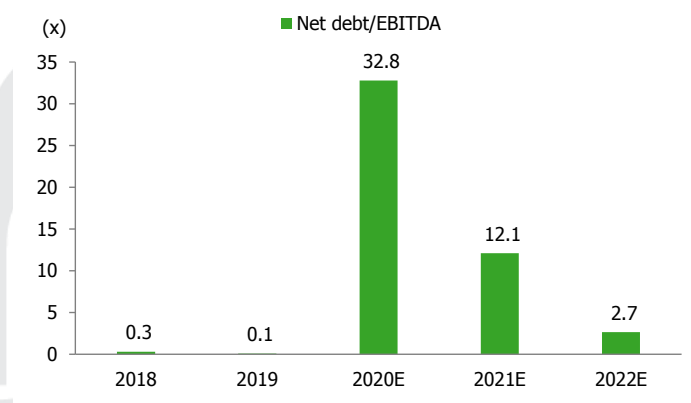
เราเห็นปัจจัยเสี่ยงเรื่องเงินทุนที่ต่ำเพราะบริษัทฯ ยังมีปริมาณเงินสดในมือที่ 114 ลบ. ในช่วงสิ้นปี 2563 และยังสามารถขอกู้เงินจากธนาคารได้อีก 100 ลบ. และจากปริมาณการใช้เงินสดที่ 50 ลบ./ไตรมาส บริษัทฯ จึงสามารถรักษาการดำเนินงานไปจนถึงสิ้นปี 2564 ได้เป็นอย่างดีน้อยที่สุด เราคำนวณราคาเป้าหมาย SPA ช่วงสิ้นปี 2564 ได้ที่ 9.15 บาท ด้วยวิธี DCF และ WACC ที่ 10.5% และอัตราเติบโตสุดท้ายที่ 3% ราคาเป้าหมายของเราสะท้อน PBV ที่ 9.1 เท่า ซึ่งเท่ากับ 0.5SD มากกว่า PBV ช่วง 12 เดือน เฉลี่ยช่วง 5 ปี

Fig 16 D/E ratio



Source: Company data, KS Research

Fig 17 Net debt/EBITDA ratio



Source: Company data, KS Research

เราคาดว่า SPA จะเป็นหนึ่งในผู้ที่ได้ประโยชน์หลักจากกระแสสัญญาณเพราะคาดว่าจะใช้น้ำมันซีบีดีในการผลิตสปาได้ อุตสาหกรรมสปาในสหรัฐฯ ใช้น้ำมัน CBD เพื่อระงับความเจ็บปวดและบรรเทาความเครียด (อาร์นิคาและอะโรมาเทอราพี) ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ซีบีดีเป็น plant-based topical ที่มีสารด้านการอักเสบ ระงับการปวดและคลายกังวล

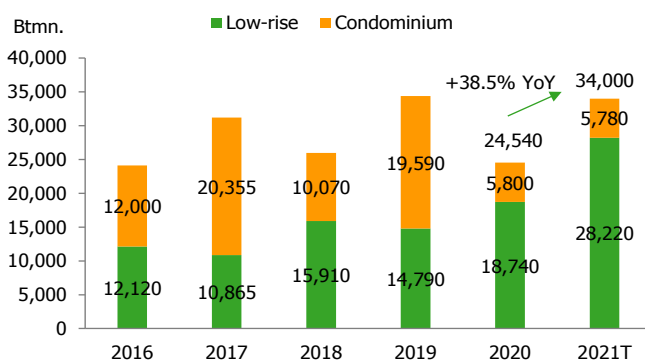


กลุ่มที่อิงการบริโภคในประเทศ (AEONTS และ SPALI)

มาตรการช่วยเหลือของรัฐบาลและการจัดจำหน่ายวัคซีนคาดว่าจะช่วยขับเคลื่อนการบริโภคในประเทศในปีนี้ เราคาดว่า การบริโภคในประเทศจะเติบโตขึ้น 4.3% YoY และ 4.5% YoY ในปี 2564-65 ตามลำดับ เราคาดว่า AEONTS จะได้รับประโยชน์จากการใช้จ่ายเงินผ่านบัตรเครดิตจากความเชื่อมั่นของผู้บริโภคที่มีต่อวัคซีน การกลับมาเปิดประเทศในช่วงครึ่งหลังของปี 2564 และกำลังซื้อที่มากขึ้นจากสถานะเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวขึ้น การใช้จ่ายเงินที่มากขึ้นของระบบ e-commerce และอิเล็กทรอนิกส์ทั้งในส่วนของการช้อปปิ้งออนไลน์และมูลค่าการซื้อผ่านบัตรเครดิตที่มากขึ้นคาดว่าจะส่งผลบวกต่อการใช้จ่ายเงินผ่านบัตรเครดิตเช่นกัน นักวิเคราะห์ของเราคาดว่า AEONTS จะรายงานกำไรสุทธิปี FY2565-66 (เดือน มี.ค. 2564 – ก.พ. 2566) จะเติบโตขึ้น 62% YoY และ 34% YoY ตามลำดับด้วยปัจจัยหนุนหลักจาก 1) ปริมาณสินเชื่อที่เติบโตขึ้น 10% YoY 2) สัดส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง (ลดลงจาก 43% ในปี FY2564 มาอยู่ที่ 40.7%/37.5% ในปี FY2565-66 และ 3) credit cost ที่ลดลง (ลดลงมาอยู่ที่ 5%/4% ในปี FY2565-66 เทียบกับที่ 7.6% ในปี FY2564) เราเชื่อมั่นว่าช่องว่างมูลค่าระหว่าง AEONTS และ KTC กว้างเกินไปเนื่องจากมูลค่าหุ้น AEONTS ขณะนี้ซื้อขายด้วย PER ปี FY2565 ที่ 10 เท่า และ PBV ปี FY2565 ที่ 2.6 เท่า เทียบกับ PER/PBV ของ KTC ที่ 31 เท่า/7.4 เท่า แต่เราคาดว่า AEONTS จะรายงานการเติบโตของกำไรสุทธิ/ROE ที่ 62%/29.9% ในปี FY2565 ซึ่งมากกว่าของ KTC ที่อยู่ที่ 21%/26.5% ดังนั้น เราจึงเชื่อมั่นว่ามูลค่าหุ้นของ AEONTS ยังจะสามารถขึ้นมาเท่ากับของ KTC ได้ เราจึงชอบ AEONTS มากกว่า KTC

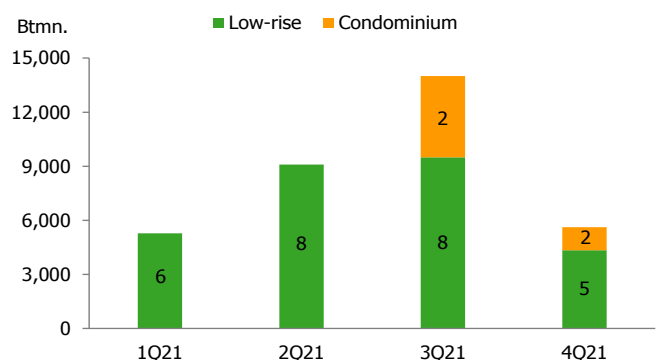
เราเลือก SPALI เพราะคาดว่าบริษัทฯ จะรายงานยอดขายและกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งในปี 2564 SPALI ตั้งเป้าหมายมูลค่าโครงการใหม่ในเชิงรุกซึ่งรวมทั้ง 31 โครงการใหม่ มูลค่ารวม 3.4 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 39% YoY และตั้งเป้าหมายยอดขายไว้ที่ 2.7 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 11% YoY เพื่อสนับสนุนเป้าหมายรายได้ปี 2564 ที่ 2.8 หมื่นลบ. (เพิ่มขึ้นมากกว่า 30%) ระดับรายได้ดังกล่าวจะใกล้เคียงกับ GPM ที่เพิ่มขึ้นมากกว่า 1% หนุนจากกำไรจากโครงการคอนโดที่มีอัตรากำไรสูง 3 โครงการ คาดจะส่งผลให้กำไรสุทธิรวมทั้งปีสูงสุดที่สุดเป็นประวัติการณ์ จากยอด backlog ที่ต่อเนื่องมาถึงปี 2564 ที่ 3.75 หมื่นลบ. แบ่งเป็นมูลค่าการโอนกรรมสิทธิ์ตามกำหนดในปี 2564 ที่ 1.62 หมื่นลบ. ซึ่งสะท้อนว่าเป้าหมายรายได้ปี 2564 มีการรับประกันที่แน่นอนแล้วที่ 57.8% ซึ่งเป็นร้อยละที่สูงที่สุดในอุตสาหกรรม เราคาดว่า SPALI จะรายงานกำไรสุทธิรายปีที่สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ที่ 6.07 พันลบ. ในปี 2564 (+43% YoY) จากมูลค่าและอัตรากำไรที่สูงของโครงการคอนโดที่จะทยอยโอนกรรมสิทธิ์ในปี 2564 ซึ่งรวมทั้งโครงการศุภาลัย พรีเมียร์ เจริญนคร (3.0 พันลบ. ขายได้แล้ว 100% และจะโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาส 2/2564) โครงการศุภาลัย ริว้า แกรนด์ (6.8 พันลบ. ขายได้แล้ว 73% และจะโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาส 2/2564) และโครงการศุภาลัย เวอเรนต้า สถานีเจริญ (4.5 พันลบ. ขายได้แล้ว 87% และจะโอนกรรมสิทธิ์ในไตรมาส 3/2564) และยอด backlog ที่เหลือต่อเนื่องมาจากโครงการศุภาลัย โอเรียนทัล สุขุมวิท 39 เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนเงินปันผลจะอยู่ที่ 5.8% ในปี 2564

Fig 18 2021E new launch value to rebound to Bt34bn



Source: Company data and KS Research

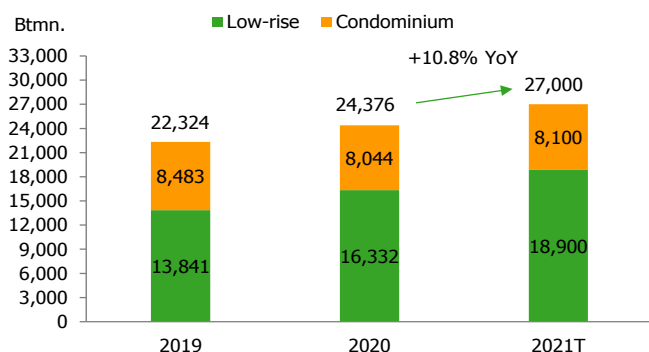
Fig 19 2021E new launches by quarter, to peak in 3Q21



Source: Company data and KS Research

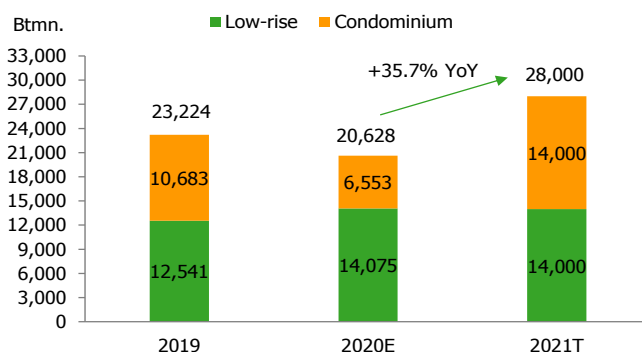


Fig 20 2021 presales target Bt27bn, up 10.8% YoY



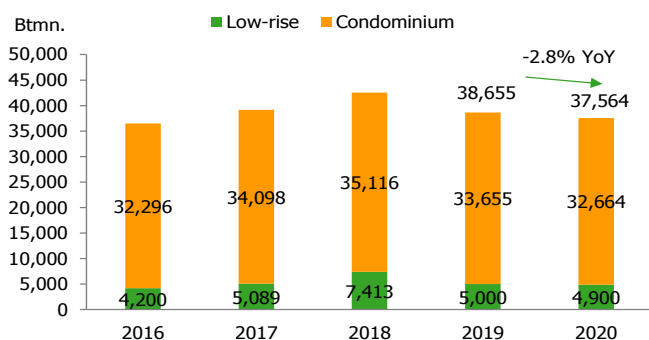
Source: Company data and KS Research

Fig 21 2021 revenue target Bt28bn, up >30% YoY



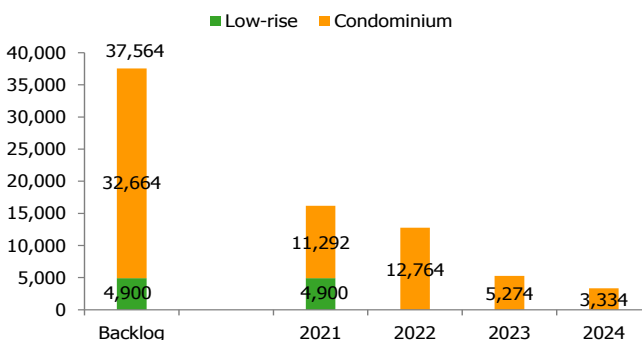
Source: Company data and KS Research

Fig 22 2020 backlog still high



Source: Company data and KS Research

Fig 23 Planned rights transfer from end-2020 backlog



Source: Company data and KS Research

กลุ่มรับเหมา (SRICHA และ SEAFCO)

เราคาดว่าจะการลงทุนของภาครัฐและเอกชนจะฟื้นตัวขึ้นหลังวิกฤตโควิด-19 คลี่คลายลง เราเลือก SRICHA เพราะคาดว่าจะรายรับจะรายจ่าย backlog และกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งในปี 2564 SRICHA รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยเมื่อวานนี้ว่าบริษัท ได้รับงานในส่วนของการประกอบและติดตั้งโครงเหล็กและเคลือบท่อมูลค่า 334 ลบ. (เพิ่มขึ้นจาก 1,090 ลบ. มาอยู่ที่ 1,424 ลบ.) จากโครงการ T3 (โรงปิโตรเคมี) นอกจากนี้ ยังได้รับงานระบบน้ำดับเพลิงและแผ่นเหล็ก มูลค่า 94 ลบ. ของโครงการเดียวกัน โครงการทั้งหมดจะสิ้นสุดการก่อสร้างในช่วงเดือน ก.ค. 2564 นอกจากนี้ บริษัท ยังได้รับงานจากโครงการร่วมทุน JV ระหว่าง PETROFAC-SAMSUNG-SAIPEM เพื่อทำงานในด้านอุปกรณ์จำพวกเหล็ก การติดตั้งท่อและงานฉนวนของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ด้วยมูลค่าเริ่มต้นประมาณ 828 ลบ. SRICHA คาดว่าโครงการนี้จะเริ่มต้นตั้งแต่เดือน มี.ค.2564 ถึง ธ.ค.2565 ดังนั้น เราจึงคาดว่าจะ backlog ของ SRICHA จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.8 พันลบ. ในไตรมาส 1/2564 เทียบกับที่ 1.6 พันลบ. ในช่วงสิ้นปี 2563 เราคาดว่าจะกำไรสุทธิปี 2564 ของ SRICHA จะเติบโตขึ้นมากกว่า 200% YoY ในปี 2564 หนุนจากยอด backlog ที่มีคุณภาพสูงและโครงการในอนาคต เราจะปรับประมาณการกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายที่ 18 บาท/หุ้น ของเราหลังจากได้รับข้อมูลจากผู้บริหารมากขึ้น

Fig 24 Backlog as of 3Q20

Project	Remaining Backlog (Btm)**	Additional Backlog (Btm)	GPM**	Project type	Location	Start**	Finish**
T3	700	300	30%	Petrochemical plant	Thailand	Apr-20	Jun-21
Harmony	600	100	16%	Petrochemical plant	Thailand	Nov-19	Feb-22
PEXCELL- Construction	200	100	44%	Mining	Madagascar	Mar-20	Dec-21
PEXCELL- Maintenance*	500		50%	Mining	Madagascar	Mar-20	Ongoing
Other project	200						
Total	2,200	500					

Remark: As of 3Q20

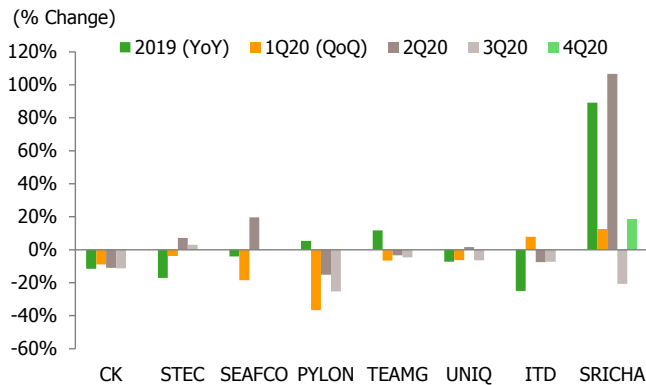
*Recurring income // GP of ~Btm 250 p.a. which would already enough to make SRICHA' earnings breakeven.

**KS estimates

Source: Company data, KS Research

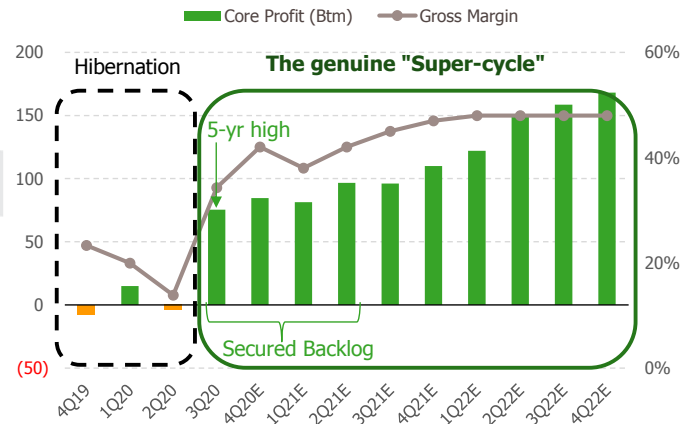


Fig 25 Backlog upcycle vs. other contractors



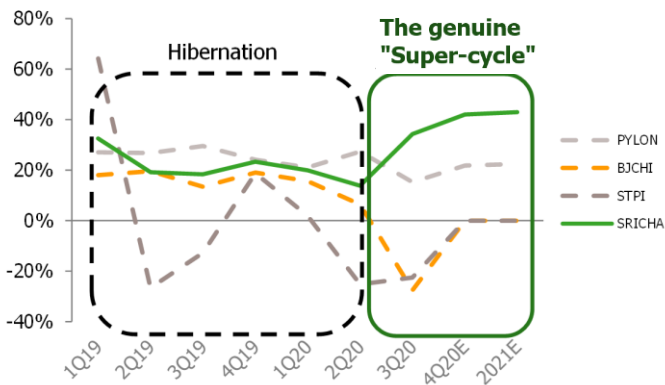
Source: Company data, KS Research

Fig 26 Sustained earnings upcycle



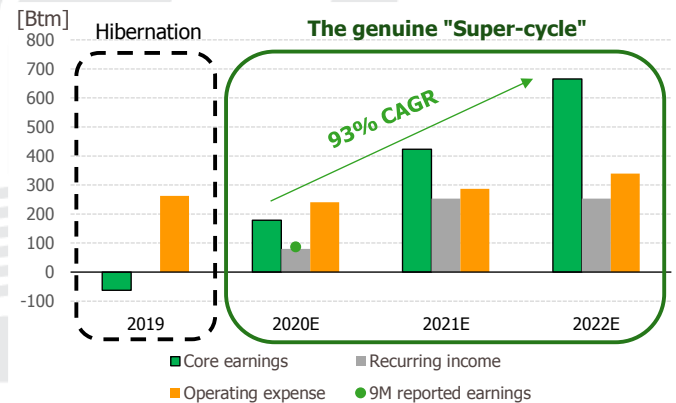
Source: Company data, KS Research

Fig 27 Highest GPM among contractors



Source: Company data, KS Research

Fig 28 Sustained earnings up-cycle



Source: Company data, KS Research

เราเลือก SEAFCO เพราะคาดว่าจะบริษัทฯ จะได้ประโยชน์จากการลงทุนของภาครัฐที่ฟื้นตัวขึ้นหลังวิกฤตโควิด-19 คลี่คลายลง บริษัทฯ เข้าร่วมการประมูลโครงการใหม่ มูลค่า 5 พันลบ. ซึ่งประกอบด้วยโครงการของภาครัฐ มูลค่า 3 พันลบ. (ไม่รวมโครงการ mega project) และโครงการของภาคเอกชน มูลค่า 2 พันลบ. ดังนั้น เราจึงคาดว่าจะ backlog ปี 2564 ของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้น 42% YoY มาอยู่ที่ 2.8 พันลบ. เทียบกับที่ 2 พันลบ. ในช่วงสิ้นปี 2563 เราคาดว่า SEAFCO จะประสบไตรมาสที่ยากลำบากในไตรมาส 4/2563 และจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนั้นหนุนจากงานก่อสร้างโครงการ Forestias ที่เริ่มต้นขึ้นเมื่อเดือน ม.ค. และงานก่อสร้างศูนย์การค้าเซ็นทรัล เอ็มบาสซีที่คาดว่าจะเริ่มต้นขึ้นในไตรมาส 2/2564 ซึ่งจะส่งผลให้อัตราการผลิตของเครื่องจักรปรับเพิ่มขึ้น ต้นทุนวัตถุดิบ เช่น เหล็กและดีเซลคาดว่าจะอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้เพราะบริษัทฯ ล็อกราคาวัตถุดิบไว้แล้วและเนื่องจากงานเสาเข็มเจาะไม่ได้ใช้เวลานาน การพูดคุยกับผู้บริหารยิ่งตอกย้ำมุมมองของเราเพราะรัฐบาลจะเปิดประมูลโครงการ mega project ในปีนี้ เช่น โครงการรถไฟฟ้า MRT สายสีส้มและรถไฟฟ้ารางคู่ มูลค่ารวม 218,000 ลบ. ซึ่งจะช่วยให้ผ่อนคลายบรรยากาศในการแข่งขันและกระตุ้นกำไรสุทธิของทั้งกลุ่มในปี 2565



Fig 29 KS earnings forecasts vs. consensus

(Btmn)	KS's forecast			Consensus estimate			%Variance		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,391.5	2,824.9	2,919.0	2,704.0	3,026.0	2,629.0	-11.6%	-6.6%	11.0%
Operating profit	260.1	377.2	440.4	299.0	379.7	284.0	-13.0%	-0.6%	55.1%
Net profit	188.8	293.6	344.6	211.3	296.7	247.0	-10.6%	-1.0%	39.5%
EPS (Bt)	0.26	0.40	0.47	0.287	0.44	0.30	-11.1%	-8.7%	55.3%
DPS (Bt)	0.08	0.14	0.18	0.16	0.20	0.20	-52.1%	-27.0%	-10.3%
GPM (%)	16.0%	19.2%	20.8%	14.7%	17.5%	17.0%			
Net margin (%)	7.9%	10.4%	11.8%	7.8%	9.8%	9.4%			
ROE (%)	10.2%	14.4%	15.3%	12.0%	15.4%	13.3%			
Net debt to equity (x)	0.48	0.45	0.42	0.17	0.09	0.10	183.3%	379.9%	324.2%

Source: Company data, KS Research



Fig 30 Valuation table for the small-cap stocks under our coverage

Stocks	Rating	Target price	Price (Bt)	EPS Growth (%)			PER (x) *			Dividend Yield (%) *			P/BV (x) *			ROE (%)		
		(Bt)	24-Mar-21	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
Agribusiness & Food																		
ASIAN	Outperform	17.70	21.80	516.49	0.15	0.79	6.50	14.44	14.33	7.65	2.01	1.95	1.52	2.90	2.53	25.94	21.62	18.87
GFPT	Neutral	12.00	12.20	13.07	(20.76)	15.87	13.17	14.28	12.33	1.41	1.75	2.03	1.22	0.99	0.93	9.63	7.14	7.81
RBF	Neutral	13.60	18.10	47.12	32.54	23.09	35.84	52.62	42.75	1.61	0.76	0.94	4.55	8.04	7.22	13.04	16.01	17.80
SAPPE	Neutral	27.00	30.00	(5.68)	18.32	14.40	15.45	20.30	17.75	5.28	3.94	4.51	2.12	3.14	2.98	14.03	15.83	17.22
TKN	Neutral	12.50	10.50	(33.96)	126.24	18.91	59.34	26.48	22.27	2.50	3.02	3.59	7.09	6.67	6.18	11.62	26.09	28.82
TVO	Neutral	34.00	32.00	17.39	30.42	(15.56)	16.48	11.98	14.19	4.94	6.76	5.64	2.99	2.71	2.61	18.62	23.15	18.77
ZEN	Outperform	16.00	13.00	n.m.	n.m.	57.24	(51.37)	35.18	22.38	0.00	1.42	2.23	2.70	3.08	2.88	(4.81)	8.95	13.31
Mean							13.63	25.04	20.85	3.34	2.81	2.98	3.17	3.93	3.62	12.58	16.97	17.51
Automotive																		
SAT	Outperform	19.00	18.40	(58.60)	104.08	25.03	18.83	10.35	8.28	3.66	5.31	6.64	0.99	1.06	1.00	5.22	10.48	12.44
Mean							18.83	10.35	8.28	3.66	5.31	6.64	0.99	1.06	1.00	5.22	10.48	12.44
Chemical																		
GGC	Outperform	12.20	10.20	495.75	2.81	60.66	17.18	18.13	11.29	3.72	2.76	4.43	0.96	1.03	0.98	5.70	5.73	8.91
Mean							17.18	18.13	11.29	3.72	2.76	4.43	0.96	1.03	0.98	5.70	5.73	8.91
Commerce																		
BEAUTY	Neutral	1.84	1.80	n.m.	n.m.	256.40	(45.30)	100.64	28.24	0.00	0.89	3.19	5.60	6.34	6.20	(10.90)	6.32	22.21
BIG	Neutral	0.59	0.78	(94.05)	1184.29	17.61	162.81	17.35	14.75	0.00	2.88	3.39	1.17	1.46	1.39	0.70	8.81	9.65
DDD	Neutral	17.80	23.10	n.m.	(85.71)	563.77	33.99	303.62	45.74	0.69	3.71	1.97	1.22	1.63	1.62	3.58	0.52	3.55
DOHOME	Neutral	18.50	18.70	(14.15)	29.95	31.55	41.72	42.88	32.60	0.66	0.92	1.01	4.28	5.37	4.81	10.25	12.53	14.76
KAMART	Neutral	4.52	4.34	(47.97)	62.99	4.23	25.64	17.24	16.54	3.69	6.44	6.44	3.85	3.83	3.89	14.16	23.29	23.31
SYNEX	Outperform	23.00	24.20	22.53	16.06	23.88	19.80	27.52	22.22	3.60	2.36	2.93	3.66	5.50	5.06	19.21	20.69	23.71
Mean							39.78	84.88	26.68	1.44	2.87	3.15	3.30	4.02	3.83	6.17	12.03	16.20
Construction Materials																		
DCC	Outperform	3.00	2.52	43.74	(5.93)	1.46	11.48	13.85	13.65	7.43	6.14	6.23	3.82	3.87	3.71	39.01	31.05	27.77
EPG	Outperform	14.00	9.95	10.89	24.42	29.30	9.83	22.33	17.27	6.25	3.13	4.05	0.93	2.51	2.38	9.62	11.53	14.14
TASCO	Underperform	18.00	21.10	14.88	(23.46)	(29.36)	7.69	12.11	17.15	9.14	6.20	4.75	1.86	2.22	2.23	25.43	18.43	12.98
Mean							9.67	16.10	16.02	7.61	5.16	5.01	2.21	2.87	2.77	24.69	20.34	18.30
Contractor																		
CK	Outperform	28.65	18.00	(65.57)	16.03	82.46	45.93	42.93	23.53	0.87	0.93	1.70	1.09	1.13	1.10	2.37	2.63	4.66
ITD	Neutral	1.10	1.55	n.m.	86.77	(100.00)	57.77	43.20	n.m.	0.00	0.00	0.00	0.42	0.59	n.a.	0.72	1.38	0.00
PYLON	Outperform	5.14	4.12	(34.25)	(1.33)	53.87	16.19	17.15	11.15	3.55	2.33	3.59	2.82	2.67	2.27	17.44	15.59	20.37
SEAFCO	Outperform	5.98	5.00	(62.29)	22.28	55.51	21.27	19.59	12.60	2.25	1.53	2.89	2.05	2.00	1.81	9.62	10.19	14.40
SRICHA	Outperform	18.00	15.50	n.m.	136.64	57.32	21.32	11.36	7.22	4.31	8.10	12.75	2.52	3.10	3.00	11.85	27.61	42.24
STEC	Outperform	20.23	15.90	(26.32)	14.74	3.11	17.72	19.33	18.75	1.69	1.67	1.70	1.34	1.58	1.49	7.57	8.18	7.97
STPI	Neutral	4.00	4.18	(95.40)	925.58	(72.40)	60.19	6.89	24.97	3.61	0.14	1.45	0.69	0.73	0.72	1.14	11.17	2.90
TEAMG	Outperform	2.82	2.22	3.38	18.05	28.92	11.85	10.71	8.31	8.17	6.07	8.42	1.56	1.57	1.47	13.03	15.04	18.27
TRC	Neutral	0.08	0.13	n.m.	n.m.	(37.94)	(1.85)	5.26	8.48	0.00	0.12	0.00	6.74	3.29	n.m.	(364.27)	62.48	(21.99)
TTCL	Neutral	4.50	6.15	(75.22)	13.10	1.67	24.89	27.96	27.50	0.00	0.00	0.00	1.04	1.28	1.24	4.62	4.65	4.57
UNIQ	Neutral	6.20	5.25	3.27	(19.17)	(100.00)	7.25	10.19	n.m.	6.49	4.86	0.00	0.58	0.64	n.a.	8.07	6.31	0.00
Mean							25.69	19.51	15.83	2.81	2.34	2.96	1.90	1.69	1.64	(26.17)	15.02	8.49
Electronics																		
SVI	Underperform	3.90	4.86	84.69	(37.36)	39.93	14.13	25.62	18.31	2.44	1.53	1.91	2.40	2.66	2.41	18.29	10.52	13.82
Mean							14.13	25.62	18.31	2.44	1.53	1.91	2.40	2.66	2.41	18.29	10.52	13.82
Energy																		
BAFS	Outperform	31.00	26.75	(99.72)	19562.35	97.94	5857.45	33.48	16.92	1.10	3.95	4.88	2.14	2.37	2.31	0.04	7.13	13.83
BCP	Outperform	31.30	26.00	n.m.	n.m.	17.57	(4.07)	13.33	11.34	1.94	3.08	3.08	0.61	0.75	0.72	(14.22)	5.69	6.45
ESSO	Underperform	7.80	8.25	n.m.	n.m.	(16.40)	(3.24)	12.30	14.72	0.00	0.00	0.00	1.78	1.71	1.53	(43.39)	14.96	11.00
SCN	Neutral	1.70	2.30	n.m.	n.m.	19.11	(287.90)	17.43	14.63	4.68	3.48	3.48	0.80	1.04	1.01	(0.27)	6.07	7.01
SPRC	Neutral	9.20	9.00	n.m.	n.m.	17.70	(5.83)	12.59	10.70	0.00	3.57	5.61	1.32	1.39	1.32	(20.39)	11.39	12.67
Mean							1111.28	17.83	13.66	1.54	2.82	3.41	1.33	1.45	1.38	(15.65)	9.05	10.19
Fashion																		
SABINA	Outperform	28.00	21.20	(33.02)	48.86	15.25	25.61	17.88	15.51	2.34	5.59	6.45	3.95	4.10	4.10	15.14	22.95	26.46
Mean							25.61	17.88	15.51	2.34	5.59	6.45	3.95	4.10	4.10	15.14	22.95	26.46
Financials																		
Finance																		
AEONTS	Outperform	244.00	219.00	13.37	(14.61)	62.24	12.77	16.13	9.94	2.46	1.86	3.02	2.45	3.33	2.68	20.12	18.00	29.76
TCAP	Neutral	54.00	36.50	(27.99)	(25.12)	n.a.	5.08	7.17	n.m.	8.70	8.22	0.00	0.53	0.56	n.a.	10.49	7.82	n.a.
Mean							8.92	11.65	9.94	5.58	5.04	1.51	1.49	1.95	2.68	15.30	12.91	29.76
Asset Management																		
CHAYO	Neutral	10.40	11.70	24.48	29.34	(2.39)	37.24	41.09	42.09	0.00	0.97	0.95	5.12	6.20	3.73	14.67	16.32	12.11
JMT	Outperform	48.00	48.00	39.80	6.61	32.30	33.56	41.97	31.73	1.16	0.95	1.26	6.14	5.33	4.81	22.96	16.61	15.93
Mean							35.40	41.53	36.91	0.58	0.96	1.11	5.63	5.76	4.27	18.82	16.47	14.02
Insurance																		
BLA	Outperform	28.50	26.00	(63.39)	191.43	15.67	22.34	9.49	8.21	1.10	2.62	3.08	0.78	0.89	0.82	3.56	9.74	10.40
Mean							22.34	9.49	8.21	1.10	2.62	3.08	0.78	0.89	0.82	3.56	9.74	10.40
Healthcare																		
CHG	Neutral	2.85	2.88	24.30	11.35	10.72	30.87	32.45	29.31	2.03	2.40	2.66	6.72	7.24	6.81	21.78	22.32	23.23
EKH	Neutral	5.90	5.75	(55.00)	87.79	(3.96)	41.42	25.47	26.52	2.20	3.53	3.39	3.60	3.83	3.80	8.68	15.04	14.31
LPH	Neutral	4.95	5.00	14.66	8.44	6.56	26.03	26.21	24.59	3.27	3.30	3.52	2.31	2.28	2.23	8.87	8.70	9.08
PR9	Outperform	11.20	9.75	(28.97)	24.28	24.41	35.02	30.53	24.54	1.22	1.51	1.87	1.72	1.79	1.71	4.91	5.87	6.98
RJH	Neutral	26.00	26.75	4.19	(8.56)	(4.62)	17.24	21.28	22.31	3.58	3.83	3.72	4.75	5.05	4.89	27.57	23.75	21.93
RPH	Neutral	5.70	5.60	(15.54)	26.32	18.01	37.21	29.73	25.19	1.80	2.53	2.98	2.25	2.24	2.17	6.06	7.53	8.63
THG	Neutral	25.70	25.00	(86.50)	98.80	93.82	350.22	171.04	88.25	1.17	0.44	0.85	2.77	2.79	2.73	0.79	1.63	3.10
Mean							76.86	48.10	34.39	2.18	2.51	2.71	3.45	3.60	3.48	11.24	12.12	12.47
ICT																		
JAS	Underperform	2.71	2.88	n.m.	n.m.	n.m.	(8.65)	(10.62)	(20.05)	7.86	0.00	0.00	7.47	18.64	265.35	(26.53)	(93.48)	(173.74)
PT	Neutral	6.00	6.50	35.90	(1.27)	32.88	7.49	8.57	6.45	6.45	9.33	12.40	2.47	2.48	2.21	33.00	28.90	34.24
THCOM	Underperform	8.35	9.60	n.m.	(67.98)	254.54	18.24	63.95	18.04	2.34	1.56	2.77	0.82	0.92	0.89	4.52	1.44	5.01
Mean							5.69	20.63	1.48	5.55	3.63	5.06	3.59	7.35	89.48	3.66	(21.05)	(44.88)



Fig 31 Valuation table for the small-cap stocks under our coverage

Stocks	Rating	Target price (Bt)	Price (Bt) 25-Mar-21	EPS Growth (%)			PER (x) *			Dividend Yield (%) *			P/BV (x) *			ROE (%)		
				2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E	2020A/E	2021E	2022E
Industrial Estate																		
AMATA	Outperform	21.60	19.00	(41.23)	24.73	13.98	16.99	15.88	13.93	1.86	2.11	2.37	1.20	1.31	1.23	7.43	8.50	9.08
FPT	Outperform	16.00	13.20	35.51	(36.42)	41.13	8.72	17.25	12.22	5.71	2.90	4.09	0.76	0.90	0.86	9.39	5.37	7.22
Mean							12.86	16.56	13.07	3.79	2.50	3.23	0.98	1.10	1.04	8.41	6.93	8.15
Infrastructure Fund																		
ABPIF	Underperform	2.04	2.58	n.m.	185.77	n.m.	34.18	10.42	(2.17)	7.70	9.59	0.00	0.85	1.12	22.76	2.07	8.57	(97.99)
BRRGIF	Neutral	5.30	5.60	(98.73)	1440.01	0.31	868.20	51.76	51.59	4.70	1.93	1.94	0.70	0.69	0.75	0.08	1.29	1.40
EGATIF	Underperform	9.10	12.00	151.32	(52.19)	(12.93)	9.72	20.49	23.53	7.03	6.98	6.93	1.13	1.17	1.21	11.87	5.64	5.05
SUPEREIF	Neutral	11.30	10.70	472.00	(44.13)	(2.80)	8.27	14.53	14.95	8.70	8.17	8.19	1.03	1.03	1.04	12.68	7.02	6.92
Mean							230.09	24.30	21.98	7.03	6.67	4.26	0.93	1.00	6.44	6.67	5.63	(21.16)
Media																		
MAJOR	Outperform	21.05	21.30	n.m.	n.m.	119.17	(31.04)	32.49	14.83	0.00	2.77	6.07	2.53	3.78	3.75	(8.15)	10.18	25.40
Mean							(31.04)	32.49	14.83	0.00	2.77	6.07	2.53	3.78	3.75	(8.15)	10.18	25.40
Packaging																		
BGC	Neutral	11.80	10.10	0.94	10.92	6.35	13.85	12.24	11.51	4.47	4.90	5.21	1.40	1.31	1.26	10.29	10.97	11.16
Mean							13.85	12.24	11.51	4.47	4.90	5.21	1.40	1.31	1.26	10.29	10.97	11.16
Personal Products & Pharmaceuticals																		
TNR	Outperform	16.00	11.70	11.27	64.89	25.99	35.81	19.10	15.16	1.80	1.59	2.62	3.17	2.53	2.30	8.97	13.91	15.91
Mean							35.81	19.10	15.16	1.80	1.59	2.62	3.17	2.53	2.30	8.97	13.91	15.91
REITs - Industrials																		
HRET	Outperform	11.00	7.90	(20.32)	(12.83)	(1.92)	8.92	10.57	10.77	10.33	8.53	8.34	0.73	0.89	0.88	8.83	8.44	8.21
Mean							8.92	10.57	10.77	10.33	8.53	8.34	0.73	0.89	0.88	8.83	8.44	8.21
REITs - Office																		
BOFFICE	Neutral	9.30	9.65	(7.64)	(57.37)	99.70	14.52	29.62	14.83	6.02	6.42	6.78	0.85	0.94	0.94	7.10	3.13	6.34
B-WORK	Outperform	14.50	10.20	59.93	(13.13)	1.61	9.52	9.98	9.82	6.92	7.87	8.29	1.07	0.96	0.94	11.50	9.69	9.66
GVREIT	Neutral	10.25	10.80	(15.89)	(17.51)	0.10	13.09	14.28	14.26	6.82	7.84	7.89	1.09	0.99	1.00	8.41	6.93	7.00
SPRIME	Outperform	9.50	8.20	n.m.	(32.38)	0.32	8.23	11.34	11.31	1.82	7.12	7.24	0.90	0.83	0.82	11.24	7.37	7.29
TPRIME	Neutral	11.15	10.90	28.73	(71.60)	7.65	8.34	25.39	23.59	4.31	4.61	5.08	1.02	0.91	0.93	12.65	3.53	3.89
Mean							10.74	18.12	14.76	5.18	6.77	7.06	0.99	0.93	0.93	10.18	6.13	6.84
REITs - Other																		
IMPACT	Outperform	30.00	20.00	(1.19)	4.41	23.18	16.62	21.81	17.71	6.37	4.14	5.16	1.34	1.83	1.81	8.06	8.37	10.22
Mean							16.62	21.81	17.71	6.37	4.14	5.16	1.34	1.83	1.81	8.06	8.37	10.22
REITs - Retail																		
ALLY	Outperform	9.00	6.55	(10.20)	1099.71	5.87	107.56	9.79	9.24	1.00	8.81	9.14	0.63	0.68	0.67	0.57	6.95	7.28
LHSC	Neutral	12.10	11.60	(75.28)	245.59	(0.80)	37.44	11.02	11.11	3.99	3.66	5.78	0.95	0.92	0.90	2.53	8.58	8.18
TLGF	Neutral	15.90	15.70	(12.34)	(40.48)	69.46	17.39	22.82	13.47	4.50	4.44	5.47	1.57	1.22	1.20	9.10	5.36	8.98
Mean							54.13	14.54	11.27	3.16	5.64	6.80	1.05	0.94	0.92	4.07	6.96	8.15
Residential																		
ANAN	Underperform	1.25	2.44	n.m.	n.m.	64.76	(30.66)	16.89	10.25	0.00	1.78	2.93	0.40	0.51	0.51	(1.30)	3.05	4.98
AP	Outperform	8.50	8.20	37.78	(13.01)	10.24	5.40	7.02	6.36	6.21	4.90	5.38	0.78	0.82	0.75	15.20	12.09	12.31
LPN	Underperform	3.50	5.15	(42.12)	5.71	11.52	9.46	9.89	8.87	30.04	6.57	7.33	0.58	0.64	0.62	5.74	6.49	7.12
ORI	Outperform	8.20	8.40	(12.07)	21.38	14.32	6.96	6.38	5.58	6.49	6.55	7.17	1.63	1.60	1.38	25.32	26.67	26.56
PSH	Neutral	12.50	13.10	(48.30)	13.38	17.26	9.87	9.13	7.78	7.68	7.62	7.98	0.64	0.65	0.63	6.44	7.22	8.25
QH	Outperform	2.55	2.48	(25.59)	19.39	8.41	11.71	10.48	9.67	5.17	6.51	7.24	0.94	0.94	0.91	7.95	9.22	9.52
SC	Outperform	2.88	3.16	(6.34)	(5.66)	10.07	6.12	7.38	6.70	6.48	5.42	5.97	0.62	0.67	0.63	10.48	9.34	9.70
SENA	Outperform	4.90	4.18	25.77	(17.70)	26.53	4.38	6.46	5.10	9.13	6.19	7.84	0.72	0.82	0.74	17.44	13.17	15.28
SIRI	Neutral	0.82	1.04	(33.46)	(16.74)	35.92	7.20	11.10	8.16	4.86	4.51	6.12	0.32	0.41	0.40	4.90	3.72	4.99
SPALI	Outperform	23.50	21.70	(13.21)	42.91	2.19	9.37	6.94	6.79	4.88	5.30	5.35	1.09	1.04	0.95	11.54	15.76	14.59
Mean							3.98	9.17	7.53	8.09	5.53	6.33	0.77	0.81	0.75	10.37	10.67	11.33
Tourism																		
CENTEL	Outperform	35.00	34.25	n.m.	n.m.	n.m.	(11.53)	(30.49)	54.34	0.00	0.00	0.88	3.22	4.76	4.57	(23.53)	(15.45)	8.58
DTC	Neutral	7.30	8.25	n.m.	n.m.	n.m.	(6.51)	(6.45)	(12.09)	0.00	0.00	0.00	1.90	2.85	3.73	(24.68)	(36.63)	(26.73)
ERW	Underperform	3.04	4.38	n.m.	n.m.	n.m.	(5.28)	(9.35)	30.03	0.00	0.00	1.33	2.38	3.66	3.41	(35.83)	(34.56)	11.75
SPA	Outperform	9.10	8.50	n.m.	n.m.	n.m.	(28.42)	(40.85)	61.24	0.00	0.00	0.65	6.56	9.99	9.10	(20.53)	(21.79)	15.55
VRANDA	Outperform	8.70	6.90	(77.55)	n.m.	n.m.	102.72	(453.71)	14.41	0.00	0.00	0.00	0.93	1.04	0.97	0.90	(0.23)	6.97
Mean							10.20	(108.17)	29.59	0.00	0.00	0.57	3.00	4.46	4.36	(20.73)	(21.73)	3.23
Transportation																		
AAV	Outperform	2.98	2.76	n.m.	n.m.	n.m.	(2.40)	(4.03)	(20.71)	0.00	0.00	0.00	0.80	1.13	1.20	(27.85)	(25.44)	(5.62)
BA	Neutral	7.50	8.25	n.m.	n.m.	n.m.	(2.54)	(4.89)	(6.66)	0.00	0.00	0.00	0.69	0.81	0.91	(21.33)	(17.31)	(12.85)
JWD	Outperform	10.00	8.80	(20.07)	34.10	13.81	29.37	23.08	20.28	2.63	2.82	3.20	2.73	2.73	2.58	9.25	12.15	13.10
PRM	Outperform	13.20	8.35	49.80	13.17	33.61	13.05	12.03	9.01	3.76	4.16	5.55	2.55	2.45	2.15	20.76	21.17	25.43
RCL	Neutral	25.00	24.70	n.m.	258.12	(52.24)	6.74	3.28	6.86	3.52	5.40	2.55	1.30	1.44	1.23	21.19	53.69	19.33
PSL	Neutral	11.20	12.70	n.m.	n.m.	3.28	(9.15)	14.81	14.34	0.00	0.00	0.00	1.17	1.73	1.54	(11.94)	12.38	11.36
THAI	Underperform	2.38	4.08	n.m.	n.m.	n.m.	(0.05)	(0.25)	(0.31)	0.01	0.00	0.00	n.m.	n.m.	n.m.	241.15	34.73	32.00
Mean							5.00	6.29	3.26	1.42	1.77	1.62	1.54	1.72	1.60	33.03	13.05	11.82
Utilities																		
BCPG	Outperform	16.90	14.90	(19.63)	(3.03)	(12.87)	19.62	21.23	24.37	2.32	3.09	2.68	1.67	1.66	1.62	10.06	8.78	6.66
DEMCO	Neutral	2.84	3.28	57.89	214.06	(4.22)	43.66	13.82	14.43	0.00	2.89	2.77	0.52	0.50	0.49	1.42	3.68	3.43
EASTW	Outperform	11.80	9.80	(26.86)	29.70	10.89	20.25	16.45	14.83	4.30	4.59	5.10	1.42	1.46	1.42	7.03	8.98	9.72
GUNKUL	Outperform	4.42	3.76	58.91	(45.86)	28.78	6.56	18.08	14.04	7.22	2.66	3.46	1.81	2.65	2.37	29.59	14.82	17.85
SPGC	Outperform	23.00	19.70	2.33	(19.12)	7.00	7.17	8.68	8.12	5.97	4.62	4.92	1.29	1.14	1.05	18.81	14.31	13.45
TPCH	Neutral	13.60	12.40	(30.20)	73.05	46.64	19.66	11.46	7.81	1.61	1.85	3.15	1.66	1.50	1.30	8.46	13.11	16.65
SSP	Neutral	9.90	14.40	32.05	(12.73)	16.69	14.53	20.66	17.71	2.56	0.18	1.10	2.54	2.55	2.33	18.45	14.81	13.77
WHAUP	Neutral	4.20	4.40	(61.97)	20.43	(2.90)	19.77	17.19	17.71	6.01	4.55	4.32	1.32	1.38	1.36	6.32	8.05	7.75
Mean							18.90	15.95	14.88	3.75	3.05	3.44	1.53	1.61	1.49	12.52	10.82	11.16
MAI - Services																		
YGG	Outperform	24.20	23.50	n.a.	46.11	58.23	56.32	51.18	32.34	1.68	1.76	2.78	8.80	11.37	10.98	15.66	22.52	34.54
Mean							56.32	51.18	32.34	1.68	1.76	2.78	8.80	11.37	10.98	15.66	22.52	34.54



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SET50, SPRC, STEC, TASCO, TISCO, TMB, TOP, TQM, TRUE, TU, VGI and WHA.