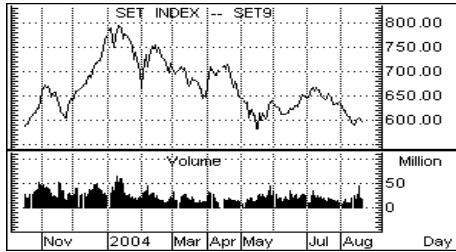


23 สิงหาคม 2547


บทวิเคราะห์

- IRCP : ผลประกอบการไตรมาสสาม และ ครึ่งปีหลังคาด “ทยอยสะสม”
หมายความว่าฟื้นตัวอย่างโดดเด่น
- TOC : ข้อ BPE จะส่งผลดีในระยะยาว “ทยอยสะสม”
- MAKRO : กำไรไตรมาส 2/47 เติบโต 50% “ซื้อลงทุน”

ตลาดหุ้นไทย

	ปิด	เปลี่ยน	%เปลี่ยน
SET	598.55	-3.99	-0.66
SET 50	41.25	-0.25	-0.60
มูลค่า (ด้านหุ้น)	1,834.23	-161.81	-8.11
มูลค่า (ด้านบาท)	7,402.46	-3,815.46	-34.01

กลุ่มผู้ลงทุน

(ด้านบาท)	สถาบัน	ต่างประเทศ	รายย่อย
รายวัน			
ซื้อ	368	1,870	5,165
ขาย	585	1,516	5,302
สุทธิ	-217.0	+353.3	-136.3
ตั้งแต่ต้นเดือน			
ซื้อ	14,722	33,116	98,028
ขาย	14,038	37,606	94,223
สุทธิ	+684.3	-4,489.6	+3,805.3
ตั้งแต่ต้นปี			
ซื้อ	286,424	659,039	2,385,161
ขาย	256,447	718,949	2,355,228
สุทธิ	+29,977.4	-59,910.0	+29,932.5

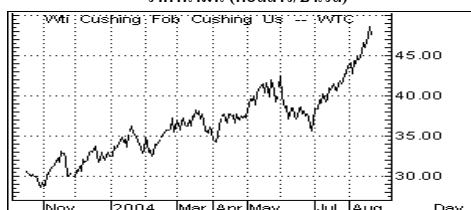
ตลาดหุ้นโลก

	ปิด	เปลี่ยน	%เปลี่ยน
ดาวโจนส์	10,110	+69.3	+0.69
แนสแด็ก	1,838	+18.1	+1.00
นิคกี	10,889	-14.4	-0.13
ฮั่งเส็ง	12,377	-19.8	-0.16

ตลาดเงิน

	ปิด	ก่อน	เปลี่ยน
บาท/ดอลลาร์	41.44	41.43	+0.01
เยน/ดอลลาร์	109.12	109.36	-0.24
MLR	5.75	5.75	+0.00
Interbank O/N	1.05	1.06	-0.01

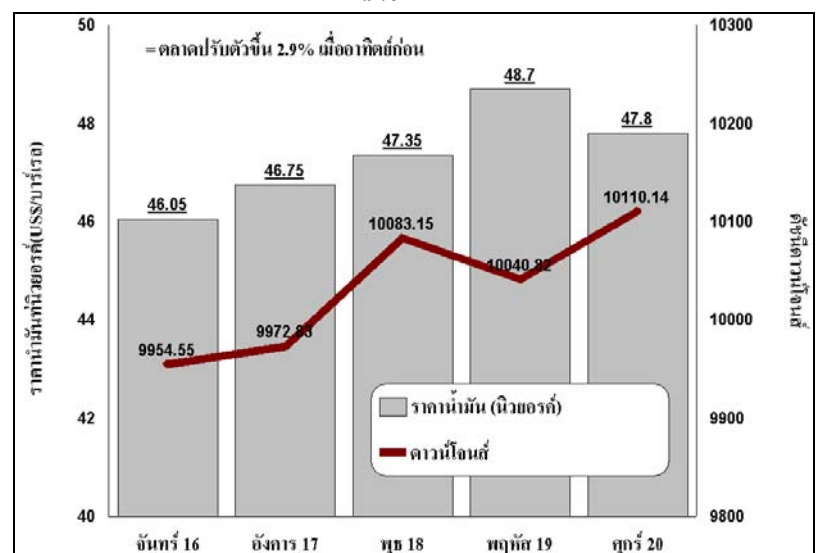
ราคาน้ำมัน (ดอลลาร์/บาร์เรล)


สรุปปัจจัยกระทบตลาด/ประเมินแนวโน้มตลาด

➤ เรามีมุมมองตลาดในทางบวก- แม้ความแปรผันจากน้ำมัน และ การก่อการร้ายทางใต้ จะเข้ามารบกวน

เรามองกรณีสัมพันธ์ความกดดันของราคาน้ำมันกับตลาดดาวโจนส์เมื่อสัปดาห์ก่อน ตลาดหุ้นได้รับผลลบจากแนวโน้มการขึ้นต่อเนื่องของราคาน้ำมันเป็นนัยยะสำคัญในช่วงที่สูงจาก 30 US\$ ปลาย ๆ มาจนถึง 45-46 ทำให้ตลาดดาวโจนส์ตกลงไปต่ำกว่า 10,000 จุด แต่อย่างไรก็ดี เมื่อราคาน้ำมันสูงเกิน 45 US\$ และ พุ่งขึ้นอย่างรวดเร็วจนถึงปัจจุบันตลาดหุ้นได้ฟื้นตัวขึ้นมาอย่างเห็นได้ชัดเจน โดยราคาน้ำมันได้ไปแตะจุดสูงสุดที่ 49.5 US\$ ในช่วงโมงซื้อขายวันศุกร์ แต่ได้ตกลงมาปิดที่ 47.8 จากแรงขายทำกำไร

ผลงานของตลาดดาวโจนส์ปรับตัวขึ้น 2.9% เมื่อสัปดาห์ก่อน



ตลาดดาวนโจนในปัจจุบันน่าจะให้น้ำหนักกับการเก็งกำไรกลับตัวของน้ำมัน และ เริ่มให้ความสำคัญกับตัวหุ้นมากขึ้น นอกจากนั้น ตัวเลขเศรษฐกิจอเมริกันออกมาเป็นเชิงบวกกับตลาด ก็มีการเติบโตต่อเนื่อง และ ไม่ได้มีภาวะเงินเฟ้อที่เป็นอันตราย อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงถึง 78% โดยราคาน้ำมันได้เข้ามาชะลอการเติบโตทำให้มีเงินเฟ้อในระดับต่ำ ทำให้โอกาสที่การทำกำไรจะมีเสถียรภาพในครึ่งปีหลังมากกว่าที่ตลาดได้คาดการณ์เอาไว้

การประกาศตัวเลขดัชนีเศรษฐกิจสหรัฐต่างๆ เมื่อวันที่ 17 กรกฎาคม			
	ตัวเลข กรกฎาคม-2547	เติบโต	คาดการณ์
ดัชนีราคาผู้บริโภค	-0.1%		0.2%
ดัชนีราคาผู้บริโภคหลัก(ตัดอาหาร และ พลังงาน)	0.1%		0.2%
ยอดขายบ้านใหม่	1.978 ล้าน	8.3%	1.935 ล้าน
การขออนุญาตก่อสร้าง	2.055 ล้าน	8.6%	1.930 ล้าน
ดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม	0.4%		0.7%
กำลังการผลิต	77.1%		77.7%

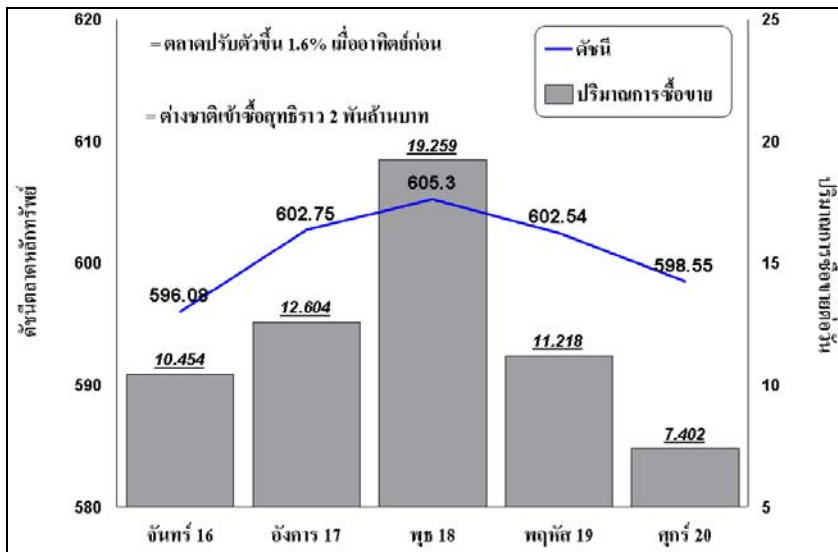
ในสัปดาห์นี้จะมีการประกาศตัวเลขอีกหลายชุด แต่เราเห็นว่าไม่ได้มีนัยยะสำคัญในระดับมหภาคหากตัวเลขไม่ได้เปลี่ยนแปลงจากคาดมากนัก แม้แต่การประกาศตัวเลขรายได้ประชาชาติเบื้องต้นที่คาดไว้ราว 2.7-3.0% ก็เป็นตัวเลขก่อนการขึ้นขนานใหญ่ของราคาน้ำมัน ตลาดน่าจะมองไปข้างหน้าในไตรมาส 3-4 โดยตัวเลขสินค้าคงทน และ ดัชนีความเชื่อมั่นน่าจะออกมาปรับตัวอ่อนลงบ้าง (โดยไม่มากจนเกินไป) จะเป็นผลทำให้การขึ้นอัตราดอกเบี้ยในเดือนหน้ามีโอกาสน้อยลง เป็นผลบวกต่อตลาด

ตารางการประกาศตัวเลขเศรษฐกิจสหรัฐต่างๆ ในสัปดาห์นี้			
(ตัวเลขเดือนกรกฎาคม 2547)	วันประกาศ	คาดการณ์	ตัวเลขเดือนก่อน
ยอดขายบ้านเก่า	อังคาร 24	6.78 ล้าน	6.95 ล้าน
ยอดขายสินค้าคงทน	พุธ 25	0.8%	0.9%
ยอดโอนบ้าน	พุธ 26	1.28 ล้าน	1.33 ล้าน
รายได้ประชาชาติ ไตรมาส 2/47	ศุกร์ 27	2.7%	3.0%
(ตัวเลขเดือนสิงหาคม)			
ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค	ศุกร์ 27	94.5	94.0

➤ ตลาดไทยปรับขึ้น 1.6% อาทิตย์ก่อนจากการซื้อสุทธิของต่างชาติ 2 พันล้าน

ตลาดไทยได้รับผลจากเม็ดเงินที่เข้ามาถึงกำไรในลักษณะเดียวกันกับตลาดดาวนโจนส์โดยนักลงทุนต่างชาติ แต่ ประเทศไทยมีการพึ่งพิงน้ำมันมากที่สุดแห่งหนึ่งในเอเชีย และ นักลงทุนภายใน และ กองทุนในประเทศยังชะลอการลงทุน เนื่องจากตลาดถูกแต่ไม่มีปัจจัยมหภาคเข้ามา ในสัปดาห์นี้ นอกจากโอกาสที่การไหลเข้าของเม็ดเงินจากต่างชาติแล้ว ปัจจัยภายในที่สำคัญมีดังต่อไปนี้

ผลงานของตลาดไทยปรับตัวขึ้น 1.6% เมื่อสัปดาห์ก่อน



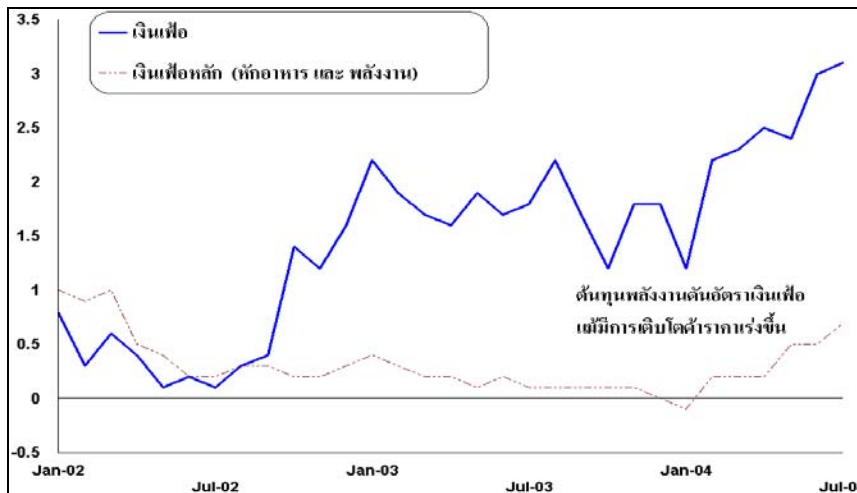
- (ผลปานกลาง) เราคาดว่า ธปท.มีโอกาสปรับลดดอกเบี้ย 0.25% แต่ในระยะกลางดอกเบี้ยไทยสามารถอยู่ต่ำกว่าสหรัฐได้ 0.25-0.5% (ดูรายละเอียดใน: รายงานกระแสข่าว และ กลยุทธ์ในวันพุธที่ 18 สิงหาคม) เราคาดการณ์ว่ามีโอกาสสูงที่ทางธปท. จะปรับลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืน 14 วัน จาก 1.25% เป็น 1.5% ในวันพุธที่ 25 โดยน่าจะมุ่งเน้นเพื่อรักษาคุณภาพอัตราแลกเปลี่ยนจากส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยในสหรัฐที่ 1.50% ซึ่งที่จริงแล้วระบบเศรษฐกิจไทยยังมีความยืดหยุ่นพอในระยะ 6-9 เดือนที่หากที่ดอกเบี้ยอเมริกันโตเร็วกว่าการเติบโตของอุปสงค์สินเชื่อในประเทศ เนื่องจาก

1. สภาพคล่องในประเทศราว 9 แสนล้านจะสามารถยันอัตราดอกเบี้ยได้ในระยะกลาง
2. การใช้สินเชื่อน่าจะได้อย่างต่อเนื่อง มากกว่า ก้าวกระโดดในอีก 6 เดือนข้างหน้า
3. อัตราเงินเฟ้อที่เกิดจากแรงดันอุปสงค์ยังไม่สูง และ อาจถูกกดดันด้วยต้นทุนน้ำมัน
4. แต่ ผู้นำที่ต่อการบริหารการเงินบาทเป็นตัวสนับสนุนการปรับอัตราดอกเบี้ยมากกว่า

การปรับสมดุลของอัตราดอกเบี้ยเล็กน้อยในระยะสั้น ความยืดหยุ่นในระยะกลาง และ โอกาสของการขึ้นดอกเบี้ยจะมาจาก การเติบโตภายในเศรษฐกิจ จะไม่สร้างผลลบต่อระบบ หรือ มีเวลาพอให้กับการปรับตัว โดยในระยะยาวตลาดน่าจะให้น้ำหนักต่อการขยายตัวทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ที่จะต้องประกอบกับแนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้น

- (ผลลบ -) เหตุการณ์ระเบิดทางภาคใต้เป็นลบทางจิตวิทยา แต่ตลาดน่าจะซึมซับเหตุการณ์เหล่านี้ไว้มาตั้งแต่ต้นปีแล้วจึงไม่น่าจะเป็นผลกระทบต่อตลาดมากนัก
- (ผลลบ -) ผลกระทบของราคาน้ำมันต่อภาวะเงินเฟ้อทางต้นทุน และ มาตรการประหยัดพลังงานของรัฐอาจกดดันการใช้จ่ายในระบบอีก ตัวเลขเงินเฟ้อหลัก (หักอาหาร และ พลังงาน) จะออกมาเพียง 0.7% เมื่อเดือนมิถุนายนที่ผ่านมา ซึ่งภาวะเงินเฟ้อหลักได้ปรับตัวขึ้นแค่จากไตรมาส 4/47 แต่พลังงานเป็นตัวดันเงินเฟ้อโดยรวมให้สูงเป็น 3.1% เป็นแรงผลักดันด้านต้นทุน

อัตราเงินเฟ้อโดยรวม และ อัตราเงินเฟ้อหลัก (หักอาหาร และ พลังงาน)- เงินเฟ้อแท้จริงยังไม่มาก



มาตรการที่รัฐบาลพยายามลดการใช้พลังงานโดยการกำหนดเวลาปิดปั๊มน้ำมัน และ ห้างสรรพสินค้าเป็นความตั้งใจที่ดี แต่การปฏิบัติ อาจจะเป็นผลให้การจ้างงานเป็นชั่วโมงน้อยลง และ ธุรกิจซบเซา ควรจะปล่อยให้ภาคเอกชนเป็นคนจัดการประสิทธิภาพของตนเองจะ ดีกว่า โดยรัฐบาลรู้สึกถึงแรงกดดันในส่วนนี้มากเนื่องต้องรับภาระการสนับสนุนค่าปลีกน้ำมันโดยการขาดดุลของกองทุนน้ำมันเกือบ 3 หมื่นล้านบาทในขณะนี้

- (ผลบวก +) การควบรวมกิจการ และ ความคืบหน้าการปรับโครงสร้าง TPI เป็นบวกต่อตลาด ล่าสุดทาง BBL ได้มีความคืบหน้าที่จะสรุปการขายโรงงานปลาบ่ คือ BPE- Bangkok Polyethylene ให้แก่กลุ่ม PTT/TOC ที่เป็นผู้ส่งวัตถุดิบให้ BPE (ดูรายงานวิจัยของ TOC) PTT จะเข้าไปปรับโครงสร้าง โรงกลั่นระยอง (จากการร่วมทุนกับ เชลล์) โดยใช้เงินสด และ เครดิตเข้าไปค้ำประกันโรงกลั่นที่เริ่มทำกำไร และ การฟื้นฟู TPI ที่ยืดเยื้อ และ มีความเสี่ยงอยู่ก็ตาม

➤ แนะนำ หุ้นหลัก 4 ตัวที่มีโอกาสรับเม็ดเงินต่างชาติ- PTT, BBL, SHIN และ ITD

- **PTT (เป้าหมาย 227)** เรายังให้น้ำหนักต่อ PTT ในฐานะหุ้นที่มีมูลค่าธุรกิจดีที่สุดในตลาด และมีเป็นตัวถ่วงน้ำหนักตลาดจากเม็ดเงินจากต่างประเทศ มีฐานกำไรจากการเติบโตของความต้องการใช้พลังงานในประเทศ โดยเฉพาะ ไฟฟ้า และ ก๊าซหุงต้ม โดยนักวิเคราะห์ เราได้คาดการณ์กำไรต่อหุ้น PTT ที่ 15.9 บาท และ ในครั้งแรกปีนี้ได้ 9.4 บาท หรือ 59% ของประมาณการทั้งปี PE ของ PTT จึงคาดเป็น 9.4 เท่า จากประมาณการเติบโตที่ 13% ต่อเนื่องจากการขยายตัวถึง 61% ในปีที่แล้ว โดยทั้งธุรกิจของ PTTEP โรงกลั่นต่าง ๆ และ ปีโตรเคมีจากบริษัทในเครือยังดี
- **BBL (เป้าหมาย 133)** มีพื้นฐานที่ดี แม้จะมีความผกผันมากกว่า PTT เนื่องจากลักษณะธุรกิจที่กว้างกว่า โดยเราคาด BBL กำไรสุทธิในปีนี้ได้ 8.6 บาท ดู PE เพียง 10 เท่า และ มีการตั้งสำรองต่อมูลค่าหุ้นเพียง 2.1 เท่า (มีตั้งหนี้สูญสูงถึง 69% มีการตั้งสำรองที่ต่อเนื่องในจากทำกำไรไตรมาสละราว 1 พันล้านบาท) นอกจากนั้น ตัวเลขเบื้องต้นจากมูลหนี้ของธนาคารใน TPI ที่มี BBL จะถือสัดส่วนหนี้ 30% ของ TPI รวมทั้ง BAY และ SCIBที่รายละเอียด 5% หรือแม้ว่าจะมีการลดมูลค่าหุ้นลงไปธนาคารเหล่านี้ก็จะได้รับเงินสดโดยการตั้งสำรองเป็นไป แล้วตามจำนวน

ประมาณมูลหนี้ของธนาคารหลักตามสัดส่วนมูลค่าหุ้น

	มูลหนี้ (ล้านบาท)	มูลหนี้ต่อหุ้น
BBL	36,000	18.9
BAY	6,000	2.1
SCIB	6,000	2.8

- **SHIN (เป้าหมาย 48)** มีฐานธุรกิจใหญ่บนมือถือ การสื่อสาร และ โทรทัศน์ ที่ไม่ได้มีผลกระทบจากน้ำมัน และ ดอกเบี้ยมากนัก แต่มีข้อดีในปัจจุบันคือ ธุรกิจบัตรเครดิต แยกปีตลอด OK และ สาขาการบินราคาเยา-แอร์เอเชีย ที่เพิ่งเริ่มดำเนินการและยังไม่ทำกำไร แต่หากมองอนาคตก็น่าจะดี โดย SHIN จะมีการปันผล 0.90 ต่อหุ้นขึ้น XD ในวันที่ 25 สิงหาคม (วันสุดท้ายที่ซื้อได้สิทธิ์คืออังคาร 24) ควรจะรับปันผล โดยเราเห็นว่าจะไม่ขาดทุนเหมือนเมื่อต้นปี เนื่องจากตลาดไม่ได้อยู่ในขาลงหนักอีกต่อไป

การประเมินราคาเหมาะสมหุ้น SHIN ด้วยวิธีแยกเป็นส่วนธุรกิจ (NAV)				
	% Hold	Fair price (Bt/share)	Value (Btmn)	Bt/share
ADVANC	43%	104.0	131,420	41.9
SATTEL	40%*	19.0	8,276	2.6
ITV	43%*	18.2	12,194	3.9
รวม			151,890	48.4
หักหนี้สินสุทธิ			890	0.3
NAV			150,999	48.1

Source: ประมาณการ SHIN and KELIVE

อนึ่ง * คาดการณ์แปลง SHIN-W1 ทั้งจำนวน

- **ITD (เป้าหมาย 11.5)** จากราคาปัจจุบัน ITD มีโอกาสสร้างผลงานดีกว่าตลาดได้จากปัจจัยต่อไปนี้
 1. แนวโน้มงานในมือที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง ตั้งแต่ต้นปี ITD ได้งานใหม่มูลค่ารวม 2.7 หมื่นล้านบาท จากงานในมือที่ 4 หมื่นล้านบาทเมื่อปลายปีที่แล้ว งานในมือของ ITD เพิ่มขึ้น 62% เป็น 6.5 หมื่นล้านบาท
 2. อัตราค่าโง่มีโอกาสที่จะดีกว่าตลาดเนื่องจาก 1) โครงการหนองห่าส่วนที่ทำอยู่ (ต่อขยาย) มีกำไรสูงกว่าส่วนแรก 2) การผลิตวัสดุได้เอง เช่น เหล็ก พื้นสำเร็จ หรือ โรงปูน ช่วยทำกำไรได้ดีขึ้น 3) งานนอกประเทศ คิดเป็น 28% ของจำนวนงานยังได้กำไรดี 4) งานประมูลใหม่มีอัตราค่าโง่สูงขึ้น

ราคาที่เหมาะสมของ ITD เท่ากับ 11.50 บาทต่อหุ้นคิดจาก PER ปี 2548 ที่ 15 เท่า เนื่องจากมีลักษณะงานใหญ่ และ ยาวคือ 2-3 ปี ปัจจุบัน PE ในปีที่หน้ายังอยู่ที่ 9.5 เท่า

ประมาณการกำไรของ ITD โต 33% ปี 2547 และ 134%ปี 2548					
	2001	2002	2003	2004F	2005F
รายได้	17,936	21,034	17,920	27,075	39,468
กำไรสุทธิ	(2,528)	6,336	921	1,376	3,217
กำไรต่อหุ้น	(0.92)	2.31	0.25	0.33	0.77
เติบโต (%)	36%	351%	(89%)	33%	134%
PER (X)	-	3.3	30.7	22.3	9.5
มูลค่าบัญชีต่อหุ้น	(0.3)	3.4	2.8	3.9	4.6

ข่าวกระทบทิศทางหุ้น

- **IRCP < 8.7 บาท : ทอยยสะสม > ผลประกอบการไตรมาสสาม และ ครึ่งปีหลังคาดหมายว่าจะฟื้นตัวอย่างโดดเด่น**

บมจ. อินเทอร์เน็ตชั้นนำ รีเสริช คอร์ปอเรชั่น (IRCP) ได้จัดประชุมนักวิเคราะห์เมื่อสัปดาห์ก่อน โดยผู้บริหารได้ชี้แจงถึงสาเหตุที่ผลประกอบการไตรมาส 2/47 ที่น่าผิดหวังอย่างมาก คือ ขาดทุนเท่ากับ 3 ล้านบาท (ขาดทุนต่อหุ้น 0.05 บาท) ในขณะที่มียอดขายที่ต่ำเพียง 109 ล้านบาท ทั้งนี้เนื่องจาก งานประเภทโครงการต่างๆยังอยู่ในระหว่างดำเนินการและมีความล่าช้าในการรับรู้รายได้ รวมถึง มีการบันทึกค่าใช้จ่ายต่างๆล่วงหน้า

อย่างไรก็ตามในไตรมาสสาม และ ครึ่งปีหลังคาดหมายว่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมาก เนื่องจากมีงานในมือถึง 326 ล้านบาท แบ่งเป็นจะรับรู้รายได้ในไตรมาสสามจำนวน 286 ล้านบาท และ ในไตรมาสสี่จำนวน 40 ล้านบาท ซึ่งเมื่อรวมงานประเภทที่ไม่ใช่โครงการเราประเมินว่า ยอดขายในไตรมาสสามนี้จะพุ่งขึ้นเป็น 386 ล้านบาท และมีกำไรจากการดำเนินงานปกติเท่ากับ 33 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 0.59 บาท) รวมแล้วในปีนี้อาจประเมินว่า IRCP จะมียอดขายเท่ากับ 937 ล้านบาท พุ่งขึ้น 30% และมีกำไรสุทธิเท่ากับ 52 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 0.81 บาท) เพิ่มขึ้น 19%

เราประเมินราคาเหมาะสมระยะยาวโดยใช้วิธีส่วนลดกระแสเงินสด (DCF) โดยใช้ WACC เท่ากับ 11.52% และ รวมผลของ Dilution effect จากหุ้นเพิ่มทุน และ วอร์แรนท์ จะได้ราคาเหมาะสมใหม่เท่ากับ 12 บาท เรายังคงคำแนะนำ "ทอยยสะสม" โดยเรายังคาดหวังศักยภาพในอนาคตยังมีแนวโน้มที่จะเติบโตสูง ตามอุตสาหกรรม ICT <เอกสารแนบ>

- **TOC <53.50 บาท : ทอยยสะสม>ซื้อ BPE จะส่งผลดีในระยะยาว**

เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา บมจ. ไทยโอเลฟินส์ (TOC) ได้ประกาศว่าที่ประชุมคณะกรรมการของบริษัทได้มีมติให้บริษัทร่วมกับ บมจ. ปตท. (PTT) เข้าซื้อหุ้นของ บริษัท บางกอกโพลีเอททีลิน (BPE) จากผู้ถือหุ้นของ BPE ทั้งหมด โดยมีมูลค่าการเข้าซื้อหุ้นในครั้งนี้เป็นจำนวน 3,400 ล้านบาท ซึ่ง PTT และ TOC จะเข้าถือหุ้นฝ่ายละ 50% ใน BPE สำหรับเงินลงทุนในส่วนของ TOC จำนวน 1,700 ล้านบาท บริษัทจะใช้กระแสเงินสดภายในบริษัท (ปกติบริษัทมีกระแสเงินสดประมาณ 3-4 พันล้านบาท/ปี) และอาจจะมีการใช้เงินบางส่วนเพื่อรักษาระดับอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนไม่ให้ต่ำเกินไป ซึ่งจะไม่มีผลกระทบต่อการจ่ายเงินปันผลของบริษัทและจะไม่มีการเพิ่มทุนเพื่อใช้ในโครงการนี้อย่างแน่นอน

การเข้าซื้อหุ้นของ BPE จำนวน 170 ล้านหุ้น ที่ราคาหุ้นละ 20 บาท ซึ่งสูงกว่ามูลค่าทางบัญชี ณ สิ้นไตรมาส 2/47 ที่อยู่ 10 บาท นั้นจะไม่เกิดรายการค่าความนิยมตัดจ่ายขึ้น เนื่องจากในการเข้าซื้อหุ้นในครั้งนี้มีการคำนวณมูลค่าของหุ้น TOC ที่ทาง BPE ถือหุ้นอยู่ประมาณ 58.36 ล้านหุ้น หรือ 7.11% โดยคำนวณจากราคาตลาดย้อนหลังที่ 57 บาท/หุ้น มาเป็นส่วนหนึ่งในการคิดคำนวณราคาซื้อขายหุ้นด้วย

เราเชื่อว่าตลาดฯ อาจมีความกังวลและมีข้อสงสัยในระยะสั้นเกี่ยวกับฐานะการเงิน, หนี้สินที่มีอยู่ค่อนข้างมาก, ต้นทุนทางการเงินที่สูง, ความสามารถในการทำกำไรที่ค่อนข้างต่ำในสถานการณ์ปัจจุบันที่ราคาวัตถุดิบเอทิลีนมีราคาสูงกว่าหรือใกล้เคียงกับราคาของ HDPE ซึ่งทำให้ Spread margin ต่ำมากจนบางครั้งคิดลบ ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของ BPE ไม่น่าจะดีนักในช่วงที่ผ่านมา

แต่หากมองไปในระยะยาวแล้วเราเชื่อว่าการเข้าซื้อหุ้นของ BPE ในครั้งนี้จะนำมาซึ่งผลดีให้กับบริษัทในอนาคต โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลายประการดังนี้ 1) ผลกระทบขึ้นต้นของบริษัท (เอทิลีน) จะมีตลาดที่แน่นอน 2) เป็นการช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับผลิตภัณฑ์ขึ้นต้น 3) เพิ่มความยืดหยุ่นในเรื่องความสามารถในการทำกำไรให้ได้ผลสูงสุด 4) ช่วยลดผลกระทบต่อผลกำไรเมื่อราคาปิโตรเคมีมีวัฏจักรเป็นขาลง 5) สินค้า HDPE ของ BPE เป็นที่รู้จักและยอมรับในตลาดทั้งในประเทศและต่างประเทศ รวมถึงมีช่องทางจำหน่ายที่แข็งแกร่งอีกด้วย 6) TOC จะได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก BPE บันทึกเข้ามาในแบบของ Equity method 7) ช่วยประหยัดเวลาในการก่อสร้างโรงงานใหม่และยังสามารถรับรู้ผลกำไรได้ทันที ซึ่งยังอยู่ในช่วงวัฏจักรขาขึ้นอยู่

เราคาดว่าฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของ BPE จะค่อยๆ แข็งแกร่งขึ้นตามลำดับในอนาคตหลังจากที่ได้ผู้ถือหุ้นใหม่ที่มีศักยภาพสูง และมีประสิทธิภาพในธุรกิจปิโตรเคมียาวนาน อีกทั้งยังเป็นบริษัทที่ Supply วัตถุดิบให้กับ BPE อีกด้วย มาช่วยสนับสนุนการดำเนินงานของบริษัท โดยคาดว่าผู้ถือหุ้นใหม่จะเข้ามาช่วยปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานเพื่อให้สามารถรักษาล้างการผลิตได้เต็มที่มากขึ้น รวมทั้งแผนการลดต้นทุนทางการเงินโดยการรีไฟแนนซ์ ซึ่งคาดว่าจะได้เห็นความคืบหน้าในไตรมาส 4/47 นี้

โดยปกติ BPE สามารถทำกำไรที่เป็นเงินสด (EBITDA) ได้ประมาณปีละ 400 ล้านบาท ในช่วง 3 ปีหลังที่ผ่านมา แต่ผู้บริหารของ TOC คาดว่า BPE จะสามารถทำ EBITDA ได้เพิ่มขึ้นเป็น 2 พันล้านบาทหลังจากที่ได้มีการปรับปรุงประสิทธิภาพให้

สามารถใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจากปัจจุบันที่ 87% เป็น 90% และรีไฟแนนซ์หนี้สินแล้ว ประกอบกับวัฏจักรปีโตรเคมีที่เป็นขาขึ้นในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า จะส่งผลให้ Spread margin ของบริษัทสูงขึ้นและผลกำไรดีขึ้นด้วย

เราเชื่อว่าการเข้าซื้อ BPE จะเป็นการช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับ TOC ในระยะยาว อย่างไรก็ตามเรายังไม่ได้มีการประเมินมูลค่าส่วนเพิ่มที่ BPE จะช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับ TOC ในขณะนี้เนื่องจากกำลังอยู่ในระหว่างการประเมินมูลค่า จากผลดังกล่าวทำให้เรายังคงประมาณการผลกำไรในปีนี้ของ TOC ไว้ที่ 2,797 ล้านบาทหรือ 3.41 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้น 99% yoy ดังนั้นมูลค่าที่เหมาะสมของ TOC ประเมินด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) ของเรายังคงไว้ที่ 75 บาท และเราคาดว่าบริษัทจะจ่ายเงินปันผลสำหรับผลการดำเนินงานของปีนี้ได้อย่างน้อย 1 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราเงินปันผลตอบแทน 1.9% จากการที่ราคาหุ้นยังมี Upside อยู่ 40% จากราคาที่เหมาะสมของเรา ทำให้เรายังคงคำแนะนำ **ทยอยสะสม <เอกสารแนบ>**

- **MAKRO < 47.50 บาท : ซื้อลงทุน > กำไรไตรมาส 2/47 เติบโต 50% yoy**

บมจ. สยาม แม็คโคร (MAKRO) รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/47 จำนวน 244 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8% จากไตรมาสแรก (qoq) และ 50% จากช่วงเดียวกันปีก่อน (yoy) เนื่องจากการเปิดสาขา 4 แห่งตั้งแต่ไตรมาส 3/46 แต่ยอดขายต่อสาขา (Same-store sales) ไม่มีการเติบโตจากการที่บริษัทมีการปรับปรุงสาขาที่เชียงใหม่และหาดใหญ่ สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นดีขึ้นจาก 5.6% ในไตรมาส 2/46 เป็น 6.3% จากการต่อรองกับซัพพลายเออร์ได้ดีขึ้น

กำไรในช่วง 6 เดือนแรกของปีคิดเป็น 45% ของกำไรที่เราคาดทั้งปี เรายังคงไม่ปรับประมาณการ โดยคาดว่าบริษัทจะทำกำไรสุทธิได้ 1,044 ล้านบาท (4.35 บาท/หุ้น) ในปี 2547 เพิ่มขึ้น 11% จากปีที่ผ่านมา นอกจากนั้น บริษัทยังประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล 1 บาท/หุ้น โดยเราคาดว่าเงินปันผลสำหรับผลประกอบการทั้งปีจะเท่ากับ 2 บาท/หุ้นซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทน 4.2% เรายังคงคำแนะนำ **"ซื้อลงทุน"** โดยให้ราคาที่เหมาะสม 50 บาท <เอกสารแนบ>

สาขากรุงเทพฯ

สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เมอร์คิวรี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330
โทร 0-2658-6300
โทรสาร 0-2658-6301

สาขาพารุค

125 อาคารดิโอดีศยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน
พารุค แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร
กรุงเทพฯ 10200
โทร 0-2225-0242
โทรสาร 0-2225-0523

สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย
กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2664-9800
โทรสาร 0-2664-9811

สาขายาวราช

215 อาคารแกรนด์ไชน่า ชั้น 4
ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100
โทร 0-2622-9412
โทรสาร 0-2622-9383

สาขาพานิชย์นิคม

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปีนิคม)
ถนนศรีวิภา แขวงวังทองหลาง
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310
โทร 0-2935-6111
โทรสาร 0-2935-6070

สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสีมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3
ห้อง 3B ถนนมัสยิด อำเภอเมือง
จังหวัดนครราชสีมา 30000
โทร (044) 269-400
โทรสาร (044) 269-410

สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี
จังหวัดชลบุรี 20000
โทร (038) 792-479
โทรสาร (038) 792-493

สาขาสุมทรวงกรม

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000
โทร. (034) 724-062 ถึง 67
โทรสาร (034) 724-068

สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิคมพลาซ่า
ถนนหลวงพ่อดำ เขตคลองใหญ่
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000
โทร (076) 355-730-6
โทรสาร (076) 355-737

สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110
โทร 0-2665-7000
โทรสาร 0-2665-7050

สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพลินทาวเวอร์ ชั้น 3
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ
อำเภอเมืองสมุทรปราการ
จังหวัดสมุทรปราการ 10270
โทร 0-2758-7003
โทรสาร 0-2758-7248

สาขาฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ฟิวเจอร์ พาร์ค รังสิต ห้อง 118
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ประชาธิ
ราช อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130
โทร 0-2958-0591
โทรสาร 0-2958-0590

สาขานิยะ

52 อาคารนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700
โทรสาร 0-2231-2349-50

สาขาค้างจังหวัด

สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3
ถนนวิบูลย์ ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่
จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-000
โทรสาร (053) 284-019

สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000
โทร (044) 288-455
โทรสาร (044) 288-466

สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามัคคี ชั้น 2
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110
โทร (038) 862-022-9
โทรสาร (038) 862-043

สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนคูคูทิส 3
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 346-400
โทรสาร (074) 239-509

สาขาอุบลราชธานี

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์
ตำบลอุบลราชธานี อำเภออุบลราชธานี
จังหวัดสระแก้ว 27120
โทร (037) 226-347-8
โทรสาร (037) 226-346

สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2231-2700
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน
อำเภอเมืองนนทบุรี
จังหวัดนนทบุรี 11000
โทร 0-2550-0577
โทรสาร 0-2550-0566

สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600
โทร 0-2876-6500
โทรสาร 0-2876-6531

สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700
โทร 0-2884-9847
โทรสาร 0-2884-6920

สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนพหลโยธิน ตำบลหายยา
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100
โทร (053) 284-138
โทรสาร (053) 284-138

สาขาสุรินทร์

137/5-6 ถนนศิริรัฐ ตำบลในเมือง
อำเภอเมือง จังหวัดสุรินทร์ 32000
โทร (044) 531-600-3
โทรสาร (044) 519-378

สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย
ถนนขวาง ตำบลลาด อำเภอมืองจันทบุรี
จังหวัดจันทบุรี 22000
โทร (039) 346-626-30
โทรสาร (039) 346-631

สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เดินพลาซ่า
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110
โทร (074) 247-199
โทรสาร (074) 247-701

สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง
อำเภอมือง จังหวัดยะลา 95000
โทร (073) 255-493-7
โทรสาร (073) 255-498

สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260
โทร 0-2721-9949
โทรสาร 0-2721-8320

สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900
โทร 0-2541-1411
โทรสาร 0-2541-1108

สาขางาแฟ

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค
กรุงเทพฯ 10160
โทร 0-2804-4235
โทรสาร 0-2804-4251

สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก
กรุงเทพฯ 10500
โทร 0-2636-7550-6
โทรสาร 0-2636-7565

สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนพหลโยธิน ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมือง
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100
โทร (054) 319-211
โทรสาร (054) 319-216

สาขาอุบลราชธานี

187-189 ถนนอุปราช ตำบลในเมือง อำเภอ
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000
โทร (045) 265-633
โทรสาร (045) 265-639

สาขาสุมทรวงกรม

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จังหวัดสมุทรสาคร 74000
โทร (034) 811-377
โทรสาร (034) 811-383

สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม
ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000
โทร (077) 205-460
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือ ประกอบกับที่คนส่วนน้อยของผู้จัดทำ ซึ่งมีได้หมายถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด และเอกสารนี้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชักนำการซื้อขายหลักทรัพย์ใดโดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบการตัดสินใจและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาเนื้อหาของงบการเงินการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด