

MOMENTUM

Vol. 01 January 2025

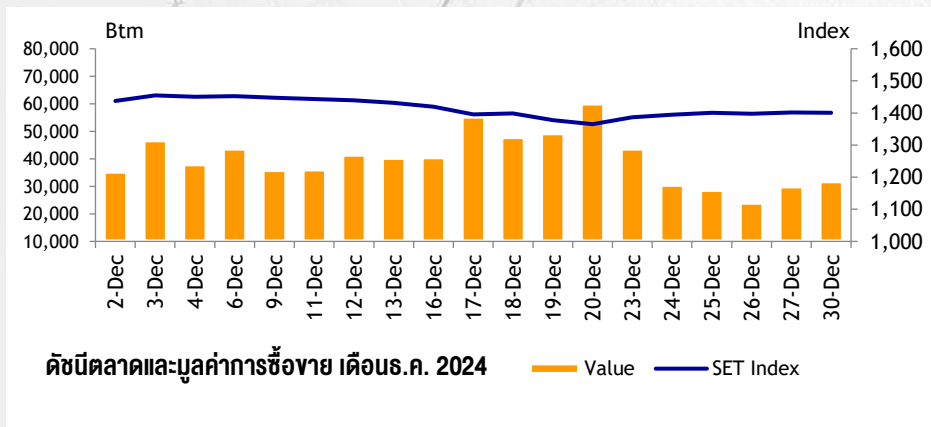


‘ Starting the year with an attractive valuation ‘

เราคาดว่า SET index มีโอกาสปรับตัวในเดือน ม.ค. หลังจากที่ย่อตัวลงอย่างหนักในเดือนก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม upside ยังคงจำกัดเนื่องจากนโยบายการค้าของทรัมป์ที่กลับมาอีกครั้ง แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่มีความยืดหยุ่นและนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอาจเผชิญความเสี่ยงจากความตึงเครียดของการค้าโลกที่สูงขึ้น ส่วนเศรษฐกิจไทยเรายังคาดการณ์การบริโภคที่แข็งแกร่งและการลงทุนที่เร่งตัวจะเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญ เรายังคง SET Target ปี 2025 ที่ 1,600 หันเด่นเดือน ม.ค. ได้แก่ *CRC, MASTER, NSL, SEAFCO และ SHR*

มุมมองทางเทคนิค ม.ค.2025

SET Index เดือนที่ผ่านมาเรียกว่าลงมาต่อตามที่เราประเมินเอาไว้ แต่ผิดคาดตรงที่ผันผวนและลงมากกว่าที่คิดจนหลุดต่ำกว่าระดับ 1400 จุด ลงไป อย่างไรก็ตาม กราฟ/มีการรีบาวด์กลับมาทดสอบแนวสำคัญที่เราประเมินไว้ 1404-1410 จุด ซึ่งจากการรีบาวด์ค่อนข้างแรงในรอบล่าสุด มีโอกาสที่กราฟอาจจะพักฐานออกข้างก่อน จึงมองว่าช่วงครึ่งเดือนแรกของมกราคมนี้ กราฟอาจแกว่งตัวในกรอบ 1380-1410 จุด แล้วช่วงครึ่งเดือนหลังค่อยเลือกทิศทางอีกครั้ง โดยคาดว่าที่สุดแล้วจะเบรคแนวต้าน 1410 จุด ขึ้นไปได้



กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



เราคาดว่า SET index มีโอกาสฟื้นตัวในเดือน ม.ค. หลังจากที่ยังคงร่วงลงอย่างหนักในเดือนก่อนหน้า อย่างไรก็ตาม upside ยังคงจำกัดเนื่องจากนโยบายการคลังของรัฐบาลที่กลับมาอีกครั้ง แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่มีความยืดหยุ่นและนโยบายการเงินที่ผ่อนคลายอาจเผชิญความเสี่ยงจากความตึงเครียดของการค้าโลกที่สูงขึ้น ส่วนเศรษฐกิจไทยเรายังคาดการณ์การบริโภคที่แข็งแกร่งและการลงทุนที่เร่งตัวจะเป็นตัวขับเคลื่อนสำคัญ เรายังคง SET Target ปี 2025 ที่ 1,600 หุ้นเด่น เดือน ม.ค. ได้แก่ CRC, MASTER, NSL, SEAFECO และ SHR

"January Effect" จะเกิดขึ้นในปีนี้อหรือไม่?

"January Effect" เคยเกิดขึ้นในตลาดหุ้นไทยในอดีตด้วยความน่าจะเป็น 70% สำหรับเดือน ม.ค. 25 เราคิดว่า SET Index มีศักยภาพในการติดตัวระยะสั้น โดยได้รับแรงหนุนจากกำไรงบ 4Q24 ที่แข็งแกร่ง มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมจากครม. และมูลค่าที่น่าสนใจพร้อมสัญญาณ oversold อย่างไรก็ตาม upside ยังจำกัดเนื่องจากความไม่แน่นอนในเศรษฐกิจโลกและการค้า รวมถึงนโยบายภาษีของรัฐบาล การลดดอกเบี้ยของ Fed ที่ช้าลง ค่าเงินบาทที่อ่อนตัว และการไต่ถอน LTF

ความเสี่ยงสำคัญต่อเศรษฐกิจและนโยบายการเงิน คือ ความตึงเครียดทางการค้าที่สูงขึ้น

เราคาดว่า GDP โลกจะยังคงมีความยืดหยุ่น โดยฝั่งประเทศพัฒนาแล้วโดยเฉพาะสหรัฐฯ คาดว่า จะยังคงมีความแข็งแกร่ง ในขณะที่ EU และญี่ปุ่นมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้น ในขณะเดียวกันเอเชียเกิดใหม่และกำลังพัฒนาคาดว่าจะเติบโตช้าลงเล็กน้อยแต่ยังแข็งแกร่ง ความเสี่ยงสำคัญในปี 2025 คือนโยบายการคลังของรัฐบาล โดย IMF คาดการณ์ว่าการขึ้นภาษีอาจลดการเติบโตของ GDP สหรัฐฯ และโลกลง 0.3-0.4% ในปี 2025 ขณะที่อัตราเงินเฟ้อในสหรัฐฯ อาจเพิ่มขึ้นอีก 0.2% ซึ่งอาจกดดันให้ Fed ชะลอการลดดอกเบี้ยจากที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้

การบริโภคที่แข็งแกร่งและการลงทุนที่เพิ่มขึ้นจะช่วยขับเคลื่อน GDP ไทย

GDP ของไทยคาดว่าจะเติบโต 2.8-2.9% y-y ในปี 2025 โดยสภาพัฒน์ฯ (NESDC) และธปท. (BoT) การบริโภคภาคเอกชนคาดว่าจะยังคงแข็งแกร่ง ขณะที่การลงทุนควรเป็นตัวขับเคลื่อนหลักในปีนี้ โดยได้รับแรงหนุนจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐบาล และความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่เพิ่มขึ้นจากการส่งเสริมการลงทุนของ BOI สำหรับ BoT เราคิดว่าประตูสำหรับการลดดอกเบี้ยเพิ่มเติม 25-50 bps ในปี 2025 ยังคงเปิดอยู่ อย่างไรก็ตาม อาจไม่เกิดขึ้นในเร็วนี้ๆ เนื่องจากธนาคารกลางจะประเมินผลกระทบจากการลดดอกเบี้ยครั้งล่าสุดและโครงการพักชำระหนี้ดอกเบี้ย เรามองการลดดอกเบี้ยอาจเกิดขึ้นได้เร็วที่สุดในเดือน เม.ย. 25

คง SET Target สำหรับปี 2025 ที่ 1,600

เราคงเป้าหมายดัชนี SET สำหรับปี 2025 ที่ 1,600 โดยการร่วงลงของดัชนีในช่วงปลายปี 2024 ทำให้ Valuation ของตลาดหุ้นไทยน่าสนใจมากสำหรับการลงทุนระยะยาว โดยมี PER ปี 2025 อยู่ที่ราว 14 เท่า พร้อม Earnings Yield Gap ที่กว้างราว 4.8% เรายังคงเน้นกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจในประเทศ ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการกลับมาของรอบการลงทุนและการบริโภคในประเทศที่แข็งแกร่ง ขณะที่บริษัทที่มีคะแนน ESG สูงเป็นอีกหนึ่งตัวเลือกที่มีศักยภาพสำหรับ VAYU1 หุ้นเด่นประจำเดือน ม.ค. 25 ได้แก่ CRC, MASTER, NSL, SEAFECO และ SHR

TOP5 : DECEMBER

บจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น

CRC TB

BUY, TARGET: 42, +20%

THAI CAC : Certified
CG2024 : 5
Analyst : Thada Jiracharoenyang
License no. 054189



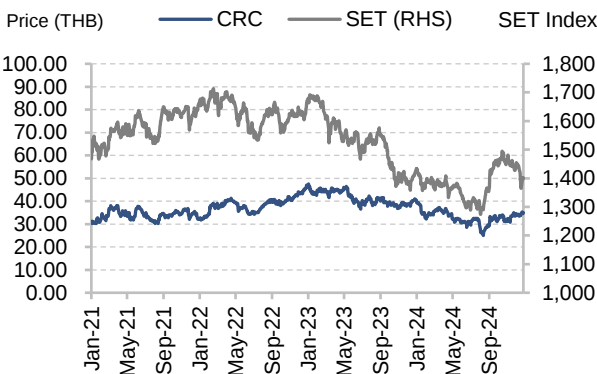
Highlights

- กำไรปกติ 9M24 คิดเป็น 69% ของประมาณการทั้งปี (9M23 คิดเป็น 67%) เรายังคงประมาณการกำไรปกติ 2024 ที่ 8.5 พันลบ. (+8% y-y) โดยคาดการณ์กำไรปกติ 4Q24 จะเติบโตทั้ง q-q และ y-y ซึ่งเป็นช่วง High season นอกจากนี้การรีโนเวทสาขาใหญ่ๆ ในช่วงที่ผ่านมามียอดเสร็จ La Rinascente เสร็จเดือน ต.ค. และ Grand opening ของ Central Chidlom ช่วยหนุนยอดขายในกลุ่มสินค้า Fashion
- แนวโน้ม SSSG ในช่วงเดือน ต.ค. และ พ.ย. ของ Total CRC ยังติดลบเล็กน้อย 1-2% แต่ทิศทางฟื้นตัวขึ้นจาก 3Q24 ที่ติดลบ 3% โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าทำให้การแปลงยอดขายจากสกุลเงิน EUR, VND เป็น THB ได้น้อยลง หากดูเป็น Local currency ในแง่ SSSG ของประเทศอิตาลียังเป็นบวกได้ 1-2% และประเทศเวียดนาม ติดลบเล็กน้อย 1-2% จากกลุ่ม Hardline เป็นหลัก ขณะที่ SSSG ของประเทศไทยเป็นบวก 1-2% หนุนจากกลุ่ม Fashion ที่บวกได้ราว 4-5%
- ปี 2025 คาดกำไรปกติยังโตต่อที่ 10% จาก 1. ภาพรวมกำลังซื้อและภาคการท่องเที่ยวจะยังเติบโตต่อเนื่อง รวมถึงมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของภาครัฐ 2. การขยายสาขายังทำต่อเนื่องทั้งในไทยและเวียดนาม 3. การรับรู้สาขา Flagship หลังจากรีโนเวทได้เต็มปี 4. การคุมค่าใช้จ่ายที่มีประสิทธิภาพ จากทั้งการซื้อที่ดินของโกดังชุดแรกและการเช่า และการปรับใช้ AI ในการเพิ่ม Productivity ของพนักงาน 5. แนวโน้มดอกเบี้ยขาลง ซึ่งโครงสร้างหนี้ของ CRC กว่า 90% เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดยเราคาดทุกๆ 10bps ของการลดอัตราดอกเบี้ย จะช่วยเพิ่มกำไรปกติปี 2025 ที่ 0.8%
- แนะนำ ซื้อ ราคาเป้าหมาย 42 บาท

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	248,391	261,386	280,688	300,732
Net profit	8,016	8,524	9,365	10,135
EPS (THB)	1.33	1.41	1.55	1.68
vs Consensus (%)	-	(2.7)	(6.4)	(10.5)
EBITDA	31,000	33,906	36,503	39,474
Recurring net profit	7,868	8,524	9,365	10,135
Core EPS (THB)	1.30	1.41	1.55	1.68
EPS growth (%)	13.5	8.3	9.9	8.2
Core P/E (x)	23.6	21.8	19.8	18.3
Dividend yield (%)	1.8	1.9	2.1	2.3
EV/EBITDA (x)	10.1	9.4	8.8	8.2
Price/book (x)	2.8	2.6	2.4	2.2
Net debt/Equity (%)	177.5	167.7	159.6	150.6
ROE (%)	12.2	12.2	12.4	12.4

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : DECEMBER

บมจ. มาสเตอร์ สไตล์

MASTER TB

BUY, TARGET: 56, +23.8%

THAI CAC : N/A

CG2024 : N/A

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



คาดการณ์กำไรสุทธิสูงสุดใหม่ใน 4Q24

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q24 จะอยู่ที่ 190 ลบ. (+74% q-q, +16.5% y-y) กำไรสูงสุดใหม่ของปีนี้โดยคาดว่าจะประกอบของ Masterpiece Hospital จะสดใสจาก High season ของธุรกิจดังกล่าว เบื้องต้นรายได้จากเดือน ต.ค. - พ.ย. ได้ปรับตัวสูงขึ้นทำกำไรสูงสุดใหม่ไปแล้วโดยได้ปัจจัยหนุนจากลูกค้าทั้งชาวไทยและต่างชาติ เราคาดว่าสัดส่วนของลูกค้าต่างชาติจะเพิ่มเป็น 28.2% ในไตรมาสที่ 26.2% ใน 4Q23 นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นเป็น 62% จาก 57% ใน 3Q24 แต่น่าจะยังต่ำกว่า 63.6% ใน 4Q23 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายการตลาดจะลดลงในขณะที่รายได้รวมน่าจะเร่งตัวขึ้นทำกำไรสูงสุดใหม่ ดังนั้นเราจึงคาดว่าสัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายจะลดลงเหลือ 27.5% (เทียบกับ 33.2% ใน 3Q24)

ทยอยรับรู้ส่วนแบ่งรายได้ตามเป้าหมาย

MASTER ได้ลงทุนในหลาย ๆ โครงการแล้วเสร็จภายในหนึ่งปีซึ่งทำให้บริษัทฯ กำลังเริ่มรับรู้ต้นทุนการตัดจำหน่ายจากการเป็นส่วนราคาซื้อ (Purchase price allocation) ตามเกณฑ์ TFRS3 อย่างไรก็ดีเราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรไตรมาส 4Q24 จะสูงขึ้นต่อเนื่องเป็น 18 ลบ. จาก 10 ลบ. ใน 3Q24 ในปี 2024 เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจะอยู่ที่ 45 ลบ. ใกล้เคียงกับเป้าหมายของบริษัทฯ เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรในปี 2025 จะสูงขึ้นเป็น 75 ลบ. (ต่ำกว่าเป้าหมายของ MASTER ที่ 80-100 ลบ.) หลังรับรู้ผลกำไรและขาดทุนจากโครงการร่วมค้าจำนวน 14 แห่ง

คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิปี 2024 ขึ้น 2% เป็น 493 ลบ. (+18.2% y-y) ในขณะเดียวกันเราคาดว่ากำไรปกติปี 2024 จะแตะ 502 ลบ. (+20% y-y) เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025 ของเราซึ่งคาดว่าจะกำไร จะทำกำไรสูงสุดใหม่ที่ 622 ลบ. (+26% y-y) โดยได้ปัจจัยหนุนจากการเติบโตในกลุ่มลูกค้าชาวไทยสอดคล้องกับอุตสาหกรรม นอกจากนี้ฐานลูกค้าต่างชาติยังมีแนวโน้มขยายตัวโดยเฉพาะผ่านการเป็นพันธมิตรกับหุ้นส่วนสัญชาติอินเดีย (Lumeo Health) ซึ่งเชี่ยวชาญในด้านการให้คำปรึกษาในด้านการผ่าตัดเสริมความงามในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ผู้บริหารได้ตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จากลูกค้าต่างชาติอยู่ที่ 40% และ 50% ในปี 2025-26 ตามลำดับเพิ่มขึ้นจาก 26.5% ณ สิ้นปี 2024

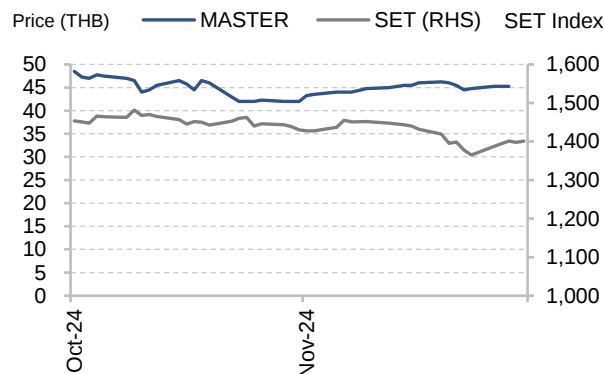
คงคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมายเดิมที่ 56 บาท

เราคงราคาเป้าหมายของเรายู่ที่ 56 บาท (เทียบเท่าค่า P/E ที่ 27x) ซึ่งให้ Upside อยู่ 24% จากแนวโน้มกำไรที่สดใสและการเติบโตที่อยู่ในเกณฑ์ดีจากการขยายตลาดลูกค้าชาวต่างชาติ เราคงคำแนะนำซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,917	2,104	2,461	2,725
Net profit	417	493	622	721
EPS (THB)	1.58	1.63	2.06	2.39
vs Consensus (%)	-	(1.7)	-	2.9
EBITDA	586	648	785	891
Recurring net profit	417	502	622	721
Core EPS (THB)	1.58	1.66	2.06	2.39
Chg. In EPS est. (%)	(0.7)	2.2	(0.1)	0.9
EPS growth (%)	(2.1)	5.5	23.8	16.0
Core P/E (x)	28.5	27.0	21.8	18.8
Dividend yield (%)	0.6	1.1	1.8	2.1
EV/EBITDA (x)	19.7	20.7	17.0	14.6
Price/book (x)	4.0	4.0	3.6	3.2
Net debt/Equity (%)	(11.1)	(4.9)	(5.8)	(13.0)
ROE (%)	24.5	15.8	17.5	18.2

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : DECEMBER

บมจ. เอ็นเอสแอล ฟู้ดส์

NSL TB

BUY, TARGET: 43, +35.4%

THAI CAC : N/A

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



Highlights

ระยะสั้น คาดกำไร 4Q24 จะขยับขึ้นทำนิวไฮที่ 140-145 ลบ. ปรับขึ้นจาก 135 ลบ. ใน 3Q24 และคาดโตสูงถึง 37-42% y-y จาก 1) เป็นช่วง high season ของธุรกิจ 2) ยังมี การออกสินค้าใหม่ต่อเนื่อง ทั้งในแบรนด์ของลูกค้า 7-Eleven เอง และแบรนด์ของตนเอง อย่าง NSL Selection และ BAW และ 3) สินค้าใหม่ Dubai Chocolate ที่วางขายในร้าน BAW ได้รับการตอบรับที่ดีมาก คาดช่วยหนุนรายได้รวม 4Q24 ได้อย่างต่อเนื่อง และ บรรลุเป้าหมายการเติบโตทั้งปีไม่ต่ำกว่า 19% y-y

ภาพรวมต้นทุนวัตถุดิบยังทรงตัว คาดอัตรากำไรขั้นต้น 4Q24 จะทรงตัวอยู่ที่ระดับ 20-21% ได้ ทั้งนี้คาดผลขาดทุนของ 2 บริษัทย่อย NSL Intertrade และ NSL Inno Foods จะลดลง ๓-๔ หลังมีรายได้สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทอยู่ระหว่างเข้าซื้อธุรกิจน้ำมะพร้าว แบรนด์ Jus Cool และ Coco Cool ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการกำไร หากรับรู้ได้เร็วกว่าคาด อาจเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา

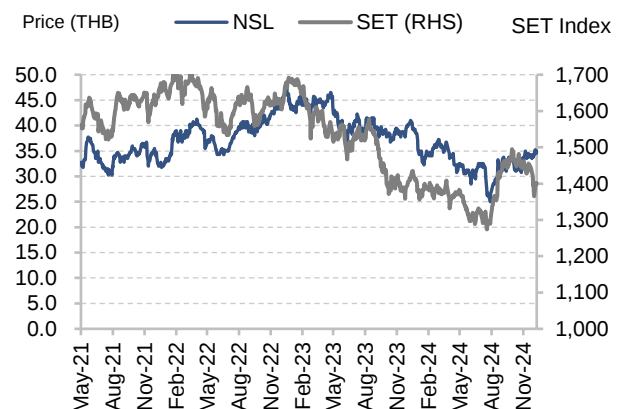
ผู้บริหารตั้งเป้ารายได้ปี 2025 เติบโตไม่ต่ำกว่า 15% y-y จากทั้งในประเทศ และการขยายตลาดส่งออก คาดได้เห็นพัฒนาการอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นในปี 2025 หลังรวมธุรกิจน้ำมะพร้าวแล้วเสร็จ ทั้งนี้คาดแนวโน้มราคาวัตถุดิบเนยและชีส อาจขยับขึ้นในช่วง 1H25 ตามราคาสถาบันโลกที่ปรับขึ้นในช่วงก่อนหน้า แต่ที่ผ่านมามีบริษัทได้ออกสินค้าใหม่ในโครงสร้างราคาที่สามารถรองรับต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นได้ ปัจจุบันราคามเนยและชีสตลาดโลกเริ่มปรับลงแล้ว คาดเป็นบวกต่อต้นทุนในช่วง 2H25 ขณะที่การปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ 400 บาท/วัน ที่จ.ชลบุรี ซึ่งมี 2 โรงงานของ NSL ตั้งอยู่ คาดกระทบจำกัดราว 3.8% ของกำไรสุทธิปี 2025

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25 เติบโต 57% y-y และ 13% y-y และคงเป้าเดิมที่ 43 บาท โดยราคาหุ้นปรับลง 13% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา ทำให้ปัจจุบันเทรดอยู่ที่ 2025E PE ราว 16x ถือเป็นระดับ Valuation ที่น่าสนใจ และคาด Dividend Yield ต่อปี ราว 3-4% กอปรกับมีฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง คงคำแนะนำ ซื้อ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	4,793	5,743	6,592	7,509
Net profit	333	523	591	673
EPS (THB)	1.11	1.74	1.97	2.24
vs Consensus (%)	-	3.6	1.3	(0.3)
EBITDA	557	789	918	1,049
Recurring net profit	333	523	591	673
Core EPS (THB)	1.11	1.74	1.97	2.24
EPS growth (%)	12.1	56.9	13.1	13.7
Core P/E (x)	29.2	18.6	16.5	14.5
Dividend yield (%)	2.0	3.1	3.5	4.0
EV/EBITDA (x)	17.6	12.2	10.5	9.1
Price/book (x)	6.3	5.5	4.8	4.2
Net debt/Equity (%)	1.4	(6.0)	(5.2)	(10.4)
ROE (%)	22.5	31.3	31.0	31.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : DECEMBER

บมจ. ซีพีโก้

SEAFCO TB

BUY, TARGET: 3, +47.1%

THAI CAC : N/A

CG2024 : 5

Analyst : Thanyatorn Songwutti

License no. 101203



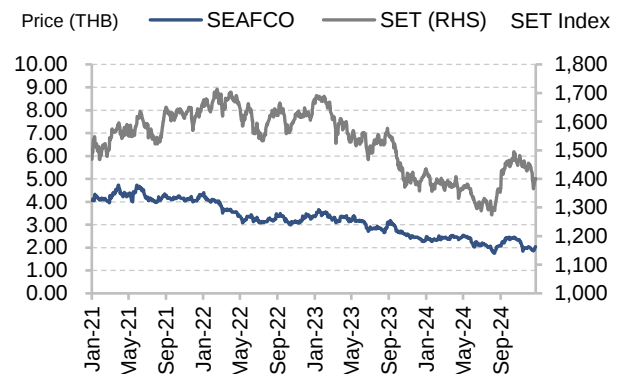
Highlights

- ผู้บริหารเผยว่าอยู่ระหว่างรอเซ็นรับงานฐานรากในโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกจาก CK เบื้องต้นคาดรับ 4 สถานี มูลค่ารวม 1.2 พันล้านบาท คาดเซ็นสัญญาภายในเดือนม.ค. 2025 และทยอยเริ่มก่อสร้างในกลาง 1Q25 ระยะเวลาก่อสร้าง 1 ปี ขณะที่โครงการดังกล่าวยังมีส่วนที่เหลืออีกราว 7 สถานี ซึ่งบางสถานียังไม่ได้ผู้รับเหมาฐานราก ทำให้เรามองว่า SEAFCO ยังมีโอกาสรับงานเพิ่มเติมในฐานะผู้ที่มีประสบการณ์ทำงานร่วมกับ CK มาอย่างยาวนาน ซึ่งจะเป็ Upside ต่อประมาณการ
- อุตสาหกรรมก่อสร้างปี 2025 มีทิศทางฟื้นตัวจากปี 2024 จากการเร่งลงทุนโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐ อาทิ ทางด่วน มอเตอร์เวย์ รถไฟฟ้า ซึ่งเป็นส่วนช่วยผลักดันความต้องการของธุรกิจเสาเข็มให้ทยอยดีขึ้น
- Backlog ณ สิ้น 3Q24 อยู่ที่ 660 ล้านบาท หากรวมกับรถไฟฟ้าสายสีส้มจะผลักดันให้ต้นปี 2025 เร่งขึ้นเป็น 1.2 พันล้านบาทเป็นระดับสูงสุดรอบ 2 ปี ขณะที่บริษัทมีงานอยู่ระหว่างประมูลรวม 1.8 หมื่นล้านบาท มีสัดส่วนหลักเป็นงานภาครัฐ 62% และเอกชน 38%
- แนวโน้มผลประกอบการ 4Q24 คาดทยอยฟื้นตัวจาก 3Q24 ที่ขาดทุน -11 ล้านบาท ซึ่งมีการตั้งสำรอง Cost overrun ของงานก่อสร้างสะพานข้ามแม่น้ำเจ้าพระยา แต่ภาพรวมยังไม่เด่นและหดตัว y-y จากวันหยุดจำนวนมากและโครงการอยู่ระหว่างทำเป็นงานขนาดเล็กเทียบกับ 4Q23 ที่รับรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้เป็นหลัก จบปี 2024 กำไรสุทธิมีโอกาสลดลง 80% y-y เป็น 30-35 ล้านบาท
- แต่กำไรปี 2025 คาดกลับมาฟื้นแรงเป็น 152 ล้านบาท (+5x y-y) จากการรับรู้รถไฟฟ้าสีส้มซึ่งเป็นงานขนาดใหญ่และเป็นงานรับเฉพาะค่าแรงที่มาร์จินดี กำไรจะทยอยฟื้น 1Q25 ก่อนเพิ่มอย่างมีนัยใน 2Q-3Q25 จากการเริ่มขุดเจาะซึ่งเป็นงานหลัก
- การปรับขึ้นค่าแรงขึ้นต่ำ 2.5% ในปี 2025 เป็น 372 บาท/วัน จาก 363 บาท/วันในพื้นที่กทม. เราประเมินว่าบริษัทสามารถบริหารจัดการได้ เพราะส่วนใหญ่จ่ายมากกว่าอัตราขั้นต่ำ ประกอบกับงานฐานรากเป็นงานระยะสั้นซึ่งสามารถปรับราคาการรับงานใหม่ให้สะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้
- ราคาหุ้นมี Sentiment บวกจากการซื้อหุ้นคืน โดยบริษัทมีโครงการซื้อหุ้นคืน 25 ล้านหุ้น (3.07% ของหุ้นทั้งหมด) วงเงิน 50 ล้านบาท ตั้งแต่ 20 ส.ค. 2024 ถึง 20 ก.พ. 2025 ณ วันที่ 24 ธ.ค. 2024 บริษัทซื้อหุ้นคืนไปแล้ว 7.4 ล้านหุ้น (0.91% ของหุ้นทั้งหมด) ที่ราคาเฉลี่ย 2.17 บาท/หุ้น
- คงราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 3 บาท (อิง PBV 1.4x) ยังแนะนำซื้อ ระยะสั้น Key Catalyst จากการรับงานฐานรากของรถไฟฟ้าสีส้มอย่างเป็นทางการในเดือน ม.ค. 2025 และผลประกอบการที่ Turnaround ขณะที่ Valuation ต่ำ ปัจจุบันหุ้นซื้อขายบน PBV2025 ที่ 0.9x ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 2x ขณะที่ปี 2017 ซึ่งรับงานรถไฟฟ้าสีส้มตะวันออก (1 พันล้านบาท) และปี 2022 ซึ่งรับรถไฟฟ้าม่วงใต้ (800 ล้านบาท) หุนเทรดบน PBV ที่ 3.4x และ 1.7x ตามลำดับ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	1,786	1,222	1,592	1,802
Net profit	169	44	152	175
EPS (THB)	0.23	0.05	0.19	0.22
vs Consensus (%)	-	-	11.8	4.8
EBITDA	345	200	346	379
Recurring net profit	151	39	152	175
Core EPS (THB)	0.20	0.05	0.19	0.22
EPS growth (%)	nm	(76.5)	290.2	15.1
Core P/E (x)	9.8	41.5	10.6	9.2
Dividend yield (%)	4.5	1.1	3.8	4.3
EV/EBITDA (x)	4.5	8.9	5.0	4.4
Price/book (x)	0.9	1.0	0.9	0.9
Net debt/Equity (%)	5.1	9.6	6.8	3.5
ROE (%)	10.0	2.4	8.9	9.7

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : DECEMBER

บมจ. เอส โฮเทล แอนด์ รีสอร์ท

SHR TB

BUY, TARGET: 3.8, +55.7%

THAI CAC : Declared
CG2024 : 5
Analyst : Teerapol Udomvej, CFA
License no. 080523



Highlights

- ผู้บริหารคาดว่าจะการดำเนินงานใน 4Q24 จะเติบโตแข็งแกร่ง โดยตั้งเป้าการเติบโตของ RevPAR ที่ 10-15% เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน หลังจาก RevPAR ของโรงแรมในมัลดีฟส์ (ไม่รวม SO/Maldives) เติบโต 10% y-y ในเดือน ต.ค. 24 ซึ่งได้รับแรงหนุนจากอัตราการเข้าพักที่แข็งแกร่ง 75% (เทียบกับ 61% ในช่วงเดียวกันของปีก่อน และ 67% ใน 3Q24) นอกจากนี้ RevPAR ของโรงแรม Outrigger เพิ่มขึ้น 40-50% y-y ในเดือน ต.ค. 24 จากการปรับปรุง Outrigger Fiji เสร็จสมบูรณ์ และการเปิดโรงแรมในมอริเชียสอีกครั้ง ซึ่งมีอัตราการเข้าพักสูงถึง 80% (เทียบกับ 62% ใน 3Q24) ส่วน RevPAR ของโรงแรมในไทยเพิ่มขึ้น 6-8% y-y จากการที่ SAii Phuket ได้นำห้องพักที่ปรับปรุงบางส่วนกลับมาใช้งานตั้งแต่กลางเดือน ต.ค. และคาดว่าจะปรับปรุงเสร็จในเดือน ธ.ค. จนที่ RevPAR ของโรงแรมในสหราชอาณาจักรทรงตัวในเดือน ต.ค. y-y
- RevPAR ของ SO/Maldives เพิ่มขึ้น 13-15% q-q ในเดือน ต.ค. จาก ADR ที่สูงขึ้น โดยผู้บริหารคาดว่าจะอัตราการเข้าพักจะปรับตัวขึ้นเป็น 55-60% ในปี 2025 (เทียบกับ 45-50% ในปี 2024) และ ADR อยู่ที่ US\$750-900 ในปี 2025 (เทียบกับ US\$600-700 ในปี 2024) ซึ่งจะช่วยให้ขาดทุนลดลงและพลิกเป็นกำไรในปี 2026 เมื่อ ADR ถึง US\$1,000
- คาดว่า RevPAR จะเติบโตต่อไป 5-10% ในปี 2025 โดยได้รับแรงหนุนจากโรงแรมในไทย (+20-25% y-y), มัลดีฟส์ (+5-10% y-y) และมอริเชียส (+25-30% y-y)
- แม้ฐานจะสูงใน 1Q24 แต่ SHR คาดว่า RevPAR ของโรงแรมในมัลดีฟส์จะเติบโตต่อเนื่องใน 1Q25
- ผู้บริหารคาดว่าจะ EBITDA margin จะเพิ่มขึ้น 1.5% เป็นประมาณ 26% ในปี 2025 และตั้งเป้า EBITDA margin ที่ 26-30% ในช่วงปี 2025-2029
- คาดว่าต้นทุนทางการเงินจะลดลง 5-10% q-q และ 10-15% y-y ใน 4Q24 และลดลง 8-10% y-y ในปี 2025 จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการรีไฟแนนซ์เงินกู้ที่มีอัตราดอกเบี้ยสูง
- สำหรับการปรับปรุงและรีแบรนด์โรงแรมในสหราชอาณาจักร SHR จะรีแบรนด์โรงแรมในเอดินบะระเป็น The Unlimited Collection ในเดือน ต.ค. นอกจากนี้ยังมีแผนจะปรับปรุงโรงแรมในเลสเตอร์ให้แล้วเสร็จภายใน 2Q25 และโรงแรมในแมนเชสเตอร์และกลาสโกว์ภายใน 1Q26 หลังการรีแบรนด์ SHR คาดว่า RevPAR จะเพิ่มขึ้นปีละ 8-10% ในช่วงปี 2024-2029

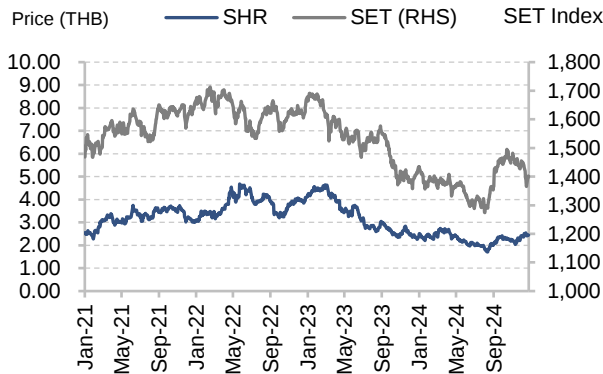
Recommendation

- เราคิดว่าผลประกอบการ 4Q24 จะพลิกกลับมาทำกำไร โดยโครงการปรับปรุง SAii Laguna Phuket มีความคืบหน้าที่เร็วกว่าแผนเดิม และมีกำหนดเสร็จในเดือน ธ.ค. 24 นอกจากนี้ มีมัลดีฟส์กำลังเข้าสู่ฤดูกาลท่องเที่ยว และเราคาดว่าจะอัตราการเข้าพักของ SO/Maldives จะเพิ่มขึ้นเป็น 50-55% (เทียบกับ 40% ใน 3Q24) ซึ่งจะช่วยลดขาดทุนหลักเหลือ 30-40 ลบ.
- SHR ซื้อขายอยู่ที่มูลค่าต่ำ โดยมี P/BV ปี 2025E เพียง 0.5 เท่า และ EV/EBITDA ปี 2025E ที่ 7 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 1.5 เท่า และ 13 เท่าตามลำดับ)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	9,701	10,442	10,942	11,226
Net profit	87	150	367	518
EPS (THB)	0.02	0.04	0.10	0.14
vs Consensus (%)	-	(18.4)	3.1	4.5
EBITDA	2,226	2,596	2,781	2,835
Recurring net profit	80	150	367	518
Core EPS (THB)	0.02	0.04	0.10	0.14
EPS growth (%)	nm	87.8	145.0	40.9
Core P/E (x)	99.1	52.7	21.5	15.3
Dividend yield (%)	-	0.8	1.9	2.6
EV/EBITDA (x)	10.6	8.8	7.9	7.4
Price/book (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Net debt/Equity (%)	98.2	92.7	85.5	77.9
ROE (%)	0.5	0.9	2.2	3.1

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating										
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.										
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.										
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).										
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.										
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.										
Morningstar Sustainabilitytics	The Sustainabilitytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+
NEGL	Low	Medium	High	Severe								
0-10	10-20	20-30	30-40	40+								
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.										
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.											
	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities								
	AA	7.143-8.570										
	A	5.714-7.142										
	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers								
	BB	2.857-4.285										
	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks								
	CCC	0.000-1.428										
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.											
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>											
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.											
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.										
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.										

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟ เอส เอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

คณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ได้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนดังนี้ AEONTS, AOT, BAFS, BCPG, BE8, EA, FPT, FSX, KDH, SVI, VNG, WP, XO

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

BUY	“ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น” เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น