

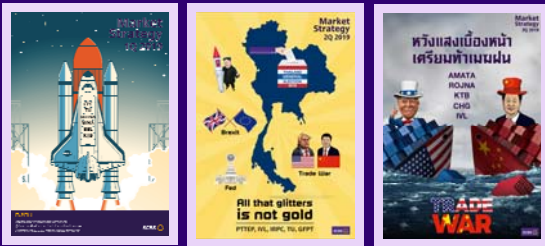
4Q19

นำเงินให้รับตก

BCH, BTS, CPALL, GLOBAL, WHA

SCBS Market Strategy Reports

2562



2561



2560



2559



ดูข้อมูลลงวันสิทธิ์และปฏิทินสรความรับพิเศษสำหรับนักวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Research Group

กรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

สุกิจ อุดมศิริกุล

su.kit.udomsirikul@scb.co.th, (662) 949-1035

เลขานุการ

กนิยารัตน์ กาวี:

kanyarat.kawiya@scb.co.th, (662) 949-1011

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อตั้งโดย ขนส่ง ยานยนต์

ธวัชบุร ปิยศรีวงไกร

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th, (662) 949-1002

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

kittima.sattayapan@scb.co.th, (662) 949-1003

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรม อาหาร

ศิริมา ดิสสร, CFA

sirima.dissara@scb.co.th, (662) 949-1004

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์

chaiapat.thanawattano@scb.co.th, (662) 949-1005

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

สิริการย์ กฤษฏ์นิพัทธ์

sirikarn.krisnipat@scb.co.th, (662) 949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสาร ขนส่ง กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และ REITs

กิตติสร พฤติภัทร

kittisorn.pruitipat@scb.co.th, (662) 949-1007

วิจัยการลงทุน

เศรษฐกิจมหภาค

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์

piyasak.manason@scb.co.th, (662) 949-1037

นักวิเคราะห์การลงทุน

สิริชัย ดวงรัตนฉายา

siriichai.duangrattanachaya@scb.co.th, (662) 949-1031

นักวิเคราะห์หุ้นขนาดกลางและเล็ก

ณัฐกฤษ์ธริน ไตรภพสกุล

natwarin.tripobsakul@scb.co.th, (662) 949-1019

กองทุนรวม ตราสารหนี้

ธัญญา โลหะนิมาชัย

tanya.lohanantachai@scb.co.th, (662) 949-1568

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตวี เจริญเรือ

rewat.charoenshued@scb.co.th, (662) 949-1016

กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรพิชาชาติ

ekpawin.suntarpichard@scb.co.th, (662) 949-1029

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บันกนที คงกชจันทร์

banyart.kongkachan@scb.co.th, (662) 949-1088

กลยุทธ์การลงทุน

พชชัย ภัทราวิบูลย์

pobchai.phatrawit@scb.co.th, 0-2949-1014

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จรัสศักดิ์ วรกิจบำรุง

jaradsak.woragidbumrung@scb.co.th, (662) 949-1018

Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

sureeporn.charoenchongsuk@scb.co.th, (662) 949-1025

ฐานข้อมูล

สุภาติรา ไชเรือ

supattra.jairew@scb.co.th, (662) 949-1023

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เผ่าเจริญ

pongkanit.paocharoen@scb.co.th, (662) 949-1027

จัดพิมพ์

สรานจิตร์ อ่อนอารีย์

saranjit.onaree@scb.co.th, (662) 949-1028

สารบัญ

ดัชนีให้รับค่า	1
----------------	---

Top Picks

บมจ. บางกอก เชน ออสมิทอล (BCH)	23
บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS)	27
บมจ. ซีพี ออลล์ (CPALL)	31
บมจ. สยามโกลบอลเฮ้าส์ (GLOBAL)	35
บมจ. ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น WHA	39

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	43
การบิน	45
ธนาคาร	47
พาณิชย์	49
วัสดุก่อสร้าง	51
พลังงาน – น้ำมันและก๊าซ	53
เงินทุน	55
อาหาร	57
การแพทย์	59
นิคมอุตสาหกรรม	61
ประกัน	63
ปิโตรเคมี	65
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	67
หลักทรัพย์	69
สื่อสาร	71
ท่องเที่ยว	73
SCBS Stock Universe	75

This page is left blank intentionally

SET index	Close: 16/9/2019	1,662.93	+0.97 / +0.06%	Bt61,475mn
SET50 index	Close: 16/9/2019	1,106.03	+2.36 / +0.21%	Bt42,503mn



น้ำขึ้นให้รีบตัก

เรากำลังก้าวเข้าสู่โลกแห่งอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ GDP ที่มีแนวโน้มอ่อนแอใน 2H62 น่าจะถูกปรับขึ้นแล้วหลังจากนักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนลดลง 5% ใน 3Q62 สำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 4Q62 เรายังคงแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้นปลอดภัย และเลือก BCH BTS CPALL GLOBAL และ WHA เป็น top picks สถานการณ์เชิงเศรษฐกิจและการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ลดระดับความรุนแรงลง และทำให้ผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางทั่วโลกทำให้บรรยากาศ risk-on ปรับตัวดีขึ้น เรายังมองเชิงบวกอย่างระมัดระวังสำหรับปี 2563; แม้ความเสี่ยงระดับมหภาคยังคงมีอยู่ แต่เราคาดว่า GDP จะขยายตัวได้เล็กน้อย และผลประกอบการของภาคธุรกิจจะฟื้นตัวใน 1H63 โดยได้รับการสนับสนุนจากการส่งออกที่ฟื้นตัวดีขึ้น การใช้จ่ายภายในประเทศ และการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่เร่งตัวขึ้น หุ้นวัฏจักรมีการถือครองน้อย และ valuation น่าสนใจ; เราแนะนำให้มองหาจังหวะสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังหุ้นวัฏจักรภายหลังฤดูประกาศผลประกอบการที่คาดว่าจะออกมาน่าผิดหวังในเดือนพฤศจิกายน และลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค REIT และหุ้นปันผลสูง

เตรียมพร้อมรับแรงกระแทก การวิเคราะห์การเคลื่อนไหวของเครื่องชี้เศรษฐกิจหลังจากเกิด inverted yield curve บ่งชี้ว่าภาวะเศรษฐกิจในปัจจุบันอ่อนแอกว่าเมื่อครั้งในปี 2543 และปี 2549 แต่ฟื้นตัวเร็วเกินไป เราคาดว่าเฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 5 ครั้งนับจากนี้ไปจนถึงสิ้นปี 2563 เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะยังคงขยายตัวจนถึงปี 2563 แต่จะปรับตัวแยกลงในปี 2564 และเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2565 เราเชื่อว่าการลดอัตราดอกเบี้ยเชิงรุกของเฟดและสงครามการค้าที่ลดระดับความรุนแรงลงอาจจะทำให้แนวโน้มดังกล่าวเปลี่ยนแปลงไป และมองว่ามีความเป็นไปได้ 55% ที่จะสามารถหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้

แนวโน้มระยะยาว: ยินดีต้อนรับสู่โลกแห่งอัตราดอกเบี้ยต่ำและเศรษฐกิจเติบโตต่ำ เรายังมองว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเข้าสู่ช่วงที่มีการเติบโตต่ำในสภาวะที่มีการต่อต้านกระแสโลกาภิวัตน์ หนี้ครัวเรือนสูง และประชากรสูงอายุเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ธนาคารกลางทั่วโลกก็มีแนวโน้มลดอัตราดอกเบี้ยลงในช่วงนี้ แม้การชะลอตัวอาจจะรุนแรงน้อยลง แต่การฟื้นตัวอาจจะเกิดขึ้นช้าลงและอ่อนแอลงมากขึ้น ทั้งนี้นโยบายการเงินผ่อนคลายลง ทั้งนี้เมื่อดูที่ performance ของตลาดญี่ปุ่นในระหว่างปี 2538-2555 ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยและเศรษฐกิจเติบโตต่ำ เราพบว่า: a) กลุ่มการแพทย์ สินค้าจำเป็น และสินค้าฟุ่มเฟือย ปรับตัว outperform; b) หุ้นที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง และหุ้นขนาดเล็ก ปรับตัว outperform และ c) กลุ่มธนาคารและหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดอกเบี้ยปรับตัว underperform

บรรยากาศ risk-on กลับมาและปรับตัวดีขึ้น มาตรการกระตุ้นและการผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางอาจจะช่วยสนับสนุนให้ภาวะการเงินปรับตัวดีขึ้น สภาพคล่องและบรรยากาศ risk-on มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น เราเชื่อว่าต้นทุนการกู้ยืมและ credit spread ที่ลดลงมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนบรรยากาศ risk-on สถานการณ์เชิงเศรษฐกิจและการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ลดความรุนแรงลงช่วยให้ sentiment ระยะสั้นสดใสขึ้น และคาดว่าความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงจะเพิ่มขึ้น

เน้นหุ้นขนาดใหญ่ สภาพคล่องสูง และปลอดภัยใน 4Q62 แม้ sentiment ระยะสั้นปรับตัวดีขึ้น แต่กลยุทธ์การลงทุนใน 4Q62 ของเรายังคงเน้นไปที่หุ้นขนาดใหญ่ สภาพคล่องสูง และปลอดภัย เราชอบหุ้น domestic play ที่มีโมเมนตัมการเติบโตของกำไรสนับสนุน และหุ้นที่มี story เกี่ยวกับการเติบโตอย่างต่อเนื่องจนถึงปีหน้า top picks ของเราคือ BCH BTS CPALL GLOBAL และ WHA เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์และยานยนต์ โดยมีสาเหตุมาจากเงินบาทแข็งค่าและความต้องการซื้อชะลอลง

มองบวกอย่างระมัดระวังในปี 2563 แม้เราคาดว่า GDP จะเติบโตต่ำใน 2H62 เนื่องจากแนวโน้มโดยรวมอ่อนตัวลง แต่เราคาดว่า GDP จะฟื้นตัวได้เล็กน้อยใน 1H63 โดยได้รับการสนับสนุนจากฐานต่ำของมูลค่าการส่งออก การใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นผ่านมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่เร่งตัวขึ้น GDP น่าจะดีขึ้น YoY ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อจะยังอยู่ในระดับต่ำ

มองหาจังหวะสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนไปยังหุ้นวัฏจักร ปัจจุบันหุ้นปลอดภัยมี valuation แพง และมีการถือครองมากเกินไป ในขณะที่หุ้นวัฏจักรมี valuation ถูก และมีการถือครองน้อยเกินไป ทั้งนี้เมื่ออิงกับการวิเคราะห์ของเรา เราคาดการณ์ถึงการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนในเดือนพฤศจิกายน หลังจากฤดูประกาศผลประกอบการ ซึ่งคาดว่าจะออกมาน่าผิดหวัง กลยุทธ์ระยะสั้นของเราเกี่ยวกับการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนไปยังหุ้นวัฏจักร คือ เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่มวัฏจักร เช่น พลังงาน ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ท่องเที่ยว อุตสาหกรรมการผลิต รับเหมาก่อสร้าง และขนส่ง ในขณะที่ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค REIT และหุ้นปันผลสูง

Top picks 4Q62

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
BCH	Buy	15.70	20.5	32.1
BTS	Buy	13.40	16.0	23.9
CPALL	Buy	82.00	98.0	21.1
GLOBAL	Buy	16.40	19.0	16.7
WHA	Buy	4.76	6.0	28.0

	PE (x)		EPS growth (%)	
	19F	20F	19F	20F
BCH	33.5	28.8	7	16
BTS	50.9	52.6	22	(3)
CPALL	32.8	28.6	11	15
GLOBAL	36.3	31.9	(5)	14
WHA	21.7	17.2	8	26
Average	35.1	31.8	8.7	13.6

	PBV (x)		ROE (%)	
	19F	20F	19F	20F
BCH	6.2	5.6	17	19
BTS	3.3	2.8	6	5
CPALL	6.6	5.8	22	22
GLOBAL	4.3	3.9	12	13
WHA	2.2	2.1	10	11
Average	4.5	4.1	14	14

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	19F	20F	19F	20F
BCH	1.5	1.7	17.6	15.3
BTS	4.5	4.3	32.3	31.7
CPALL	1.6	1.8	18.2	16.5
GLOBAL	0.8	0.9	23.4	21.0
WHA	1.9	2.4	25.1	22.0
Average	2.1	2.2	23.3	21.3

นักวิเคราะห์
ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์

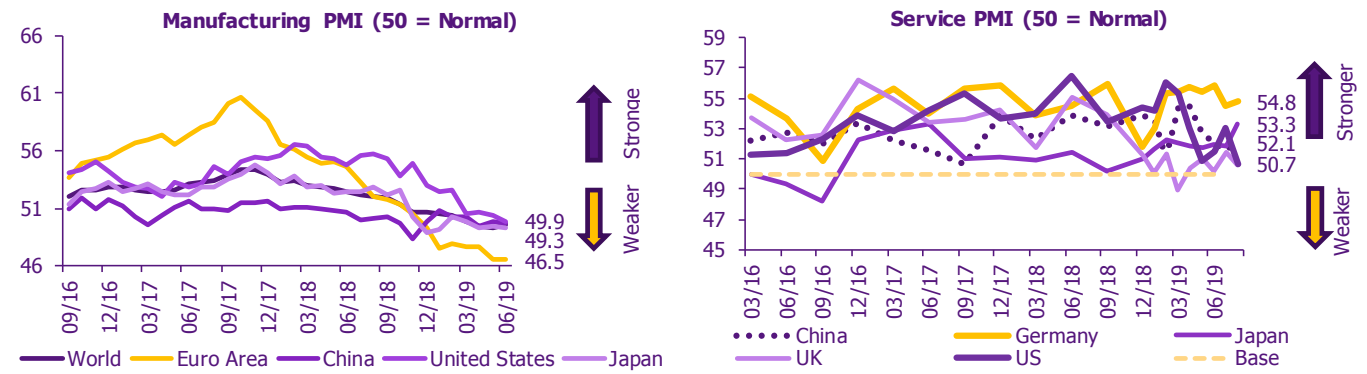
สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา
 นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์

กลยุทธ์การลงทุน: 4Q62

“เตรียมพร้อมรับแรงกระแทก”

ใน 3Q62 เราคาดหวังสิ่งที่ดีที่สุด แต่ก็เตรียมพร้อมสำหรับสิ่งที่แย่ที่สุด ซึ่งสุดท้ายแล้ว สถานการณ์เลวร้ายที่สุดก็เกิดขึ้น ทั้งนี้มีองค์ประกอบ 3 ประการที่ช่วยสนับสนุนแนวคิดของเรา ประการแรก เราเชื่อว่าพื้นฐานเศรษฐกิจทั่วโลกไม่ได้แย่มาก แต่อยู่ในช่วงปลายวัฏจักรขาขึ้น (late cycle) ซึ่งหมายความว่าเศรษฐกิจที่ขยายตัวต่อเนื่องในทศวรรษที่ผ่านมาได้เข้าสู่ช่วงเวลาแห่งการชะลอตัว โดยจะเติบโตลดลง แต่ไม่ได้หดตัวลง นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าภาคบริการ (ซึ่งแข็งแกร่งมากขึ้นทั่วโลก) จะกลายเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญของเศรษฐกิจทั่วโลก

Figure 1: Global PMI: ภาคการผลิต (ด้านซ้าย), ภาคบริการ (ด้านขวา)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ประการที่สอง สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งกำลังจะกลายเป็น “สงครามเย็นด้านเศรษฐกิจ” เป็นปัจจัยคุกคามต่อเศรษฐกิจโลกโดยรวม โดยในระยะสั้น สงครามการค้าส่งผลทำให้การส่งออกและการค้าทั่วโลกปรับตัวลดลง และในระยะยาว (เกิดขึ้นพร้อมกับการกลับไปกลับมาในนโยบายการค้าของสหรัฐฯ) สงครามการค้าทำให้เกิดความไม่แน่นอนในวงกว้าง ส่งผลทำให้การลงทุนและคำสั่งซื้อลดลง และในที่สุดแล้ว สงครามการค้าจะส่งผลทำให้มีการย้ายฐานการผลิต เราเชื่อว่าตลาดที่จีนและสหรัฐฯ ยังไม่สามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้าร่วมกันได้ ความไม่แน่นอนจะยังไม่หมดไป และจะส่งผลกระทบทำให้เศรษฐกิจโลกปรับตัวแย่ลง

ประการที่สาม เราเชื่อว่าสงครามการค้า การลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ปี 2563 มีความสัมพันธ์กัน หากสงครามการค้าทวีความรุนแรงมากขึ้น ความไม่แน่นอนก็จะเพิ่มขึ้น และจะทำให้มีความจำเป็นมากขึ้นที่จะลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก ถ้าเศรษฐกิจไม่ได้ปรับตัวแย่ลงอย่างฉับพลัน และทรัมป์สามารถบริหารการคาดการณ์ของตลาดได้ ก็จะมีโอกาสค่อนข้างสูงที่ทรัมป์จะได้รับการเลือกตั้งกลับมา

เมื่อพิจารณาจากองค์ประกอบทั้ง 3 ประการรวมกัน เราสามารถสรุปได้ว่า ในสถานการณ์หลัก สงครามการค้าจะไม่ลุกลามไปสู่การขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3.0 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้ตัดความเป็นไปได้ว่าจะเกิดเหตุการณ์ดังกล่าว เราเชื่อว่าถ้าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดเกิดขึ้น พร้อมกับเศรษฐกิจปรับตัวแย่ลงอีก และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นสูงกว่าระยะยาว เฟดจะต้องลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก ในกรณีนี้ เฟดมีแนวโน้มที่จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 50 bps ก่อนสิ้นปี 2562 และเศรษฐกิจโลก รวมถึงเศรษฐกิจสหรัฐฯ จีน และไทย จะปรับตัวแย่ลงอีก

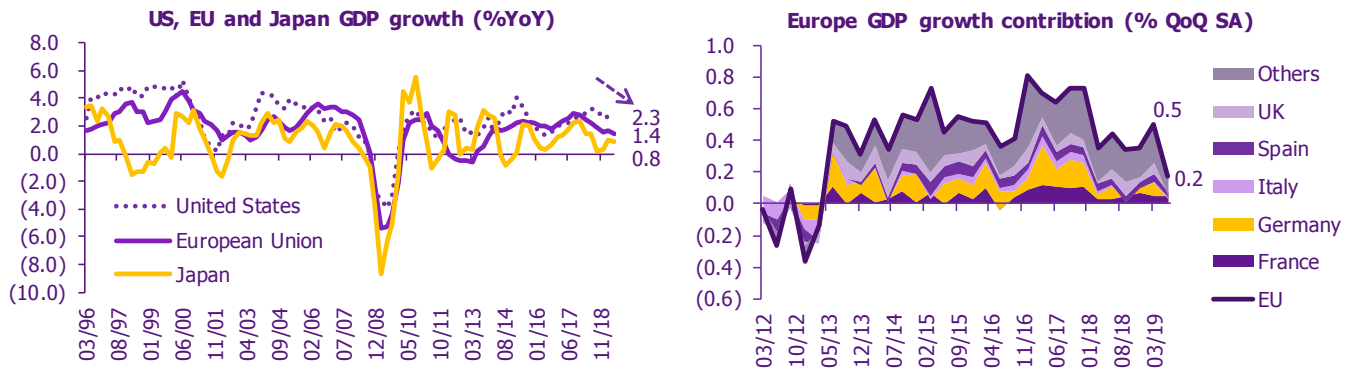
กรณีเลวร้ายที่สุดเกิดขึ้นแล้วในปี 2562

สถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุดตามที่เราคาดการณ์ไว้เกิดขึ้นแล้ว

1. สงครามการค้า: ในเดือนสิงหาคม ประธานาธิบดีทรัมป์ประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 0% สู่ 10% ในขณะเดียวกัน จีนก็ตอบโต้ด้วยการประกาศขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ มูลค่า 7.5 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และปล่อยให้เงินหยวนอ่อนค่าสู่ระดับจิตวิทยาที่ 7 หยวนต่อดอลลาร์สหรัฐฯ จากนั้นสหรัฐฯ ก็ประกาศว่าจีนเป็นประเทศที่มีการบิดเบือนค่าเงิน และขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีนเพิ่มเติมอีก 5% (ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 2.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 25% สู่ 30%; ขึ้นภาษีสินค้านำเข้าจากจีน มูลค่า 3 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐฯ จาก 10% สู่ 15%)

2. เศรษฐกิจปรับตัวแย่ลง: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (PMI) ภาคการผลิตของสหรัฐฯ และดัชนี PMI จากสถาบัน Institute of Supply Management (ISM) อ่อนตัวลง และลดลงสู่ระดับติดลบ การลงทุนภาคธุรกิจในสหรัฐฯ เริ่มแสดงสัญญาณการปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวแย่ลงอีก โดยเศรษฐกิจยุโรปมีความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอย และเศรษฐกิจจีนปรับตัวแย่ลง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นของสหรัฐฯ พลิกกลับมาสูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว ซึ่งเป็นตัวชี้ว่าการเข้าสู่ภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจของสหรัฐฯ ทุกครั้งในช่วง 50 ปีที่ผ่านมา

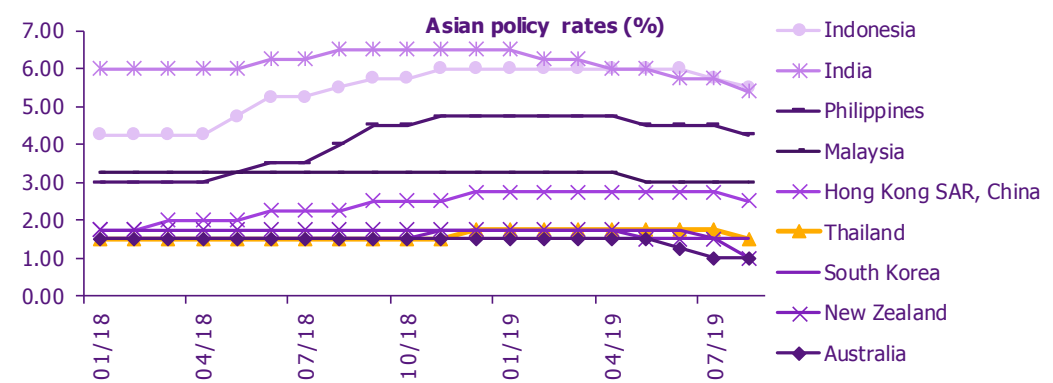
Figure 2: GDP ของสหรัฐฯ, EU, ญี่ปุ่น; อัตราการขยายตัวของ GDP ยุโรป



Source: realclearpolitic.com, SCBS Investment Research

3. เฟดลดอัตราดอกเบี้ย: เฟดลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงครั้งแรกในเดือนกรกฎาคม และส่งสัญญาณว่าพร้อมที่จะลดอัตราดอกเบี้ยลงอีกเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจหากจำเป็น ในช่วงต้นเดือนกันยายน ธนาคารกลางยุโรป (ECB) ส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินลงอีก ธนาคารกลางจีน (People's Bank of China, PBOC) เปลี่ยนแปลงอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพื่อส่งสัญญาณผ่อนคลายนโยบายการเงินลงอีก และลด RRR นอกจากนี้ธนาคารกลางอื่นๆ โดยเฉพาะในเอเชีย ก็ลดอัตราดอกเบี้ยลงมากกว่าคาด

Figure 3: การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารกลางในภูมิภาคเอเชีย



Source: CEIC, SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน 4Q62 และปี 2562: เตรียมพร้อมรับแรงกระแทก

แม้สถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุดเกิดขึ้นแล้ว (และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นสูงกว่าระยะยาว หรือเกิด inverted yield curve) แต่เรายังคงเชื่อว่ามีความเป็นไปได้ที่จะไม่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2563 หรือในอนาคตอันใกล้ตามที่คนส่วนหนึ่งเชื่อว่าจะเกิดขึ้น โดยอิงกับเหตุผล 3 ประการดังนี้:

- 1) ภาคบริการกลายเป็นตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจทั่วโลกแทนภาคการผลิต

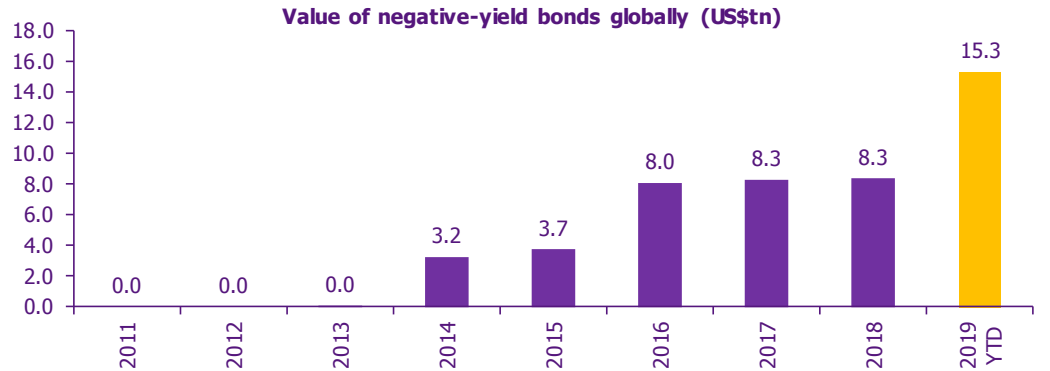
ในสหรัฐฯ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจกำลังเปลี่ยนมาอิงกับภาคบริการแทนภาคการผลิต ทั้งนี้เป็นเพราะเทคนิคการบริหารแบบใหม่ทำให้มีความจำเป็นน้อยลงที่จะเก็บสินค้าคงคลังไว้ในปริมาณมาก ซึ่งหมายความว่าผู้ผลิตไม่จำเป็นต้องผลิตสินค้าในปริมาณมากเหมือนในอดีตที่ผ่านมา การเปลี่ยนแปลงเหล่านี้ทำให้ภาคบริการมีความแข็งแกร่งมากกว่าภาคการผลิตซึ่งได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า และการปรับเปลี่ยนทิศทางของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก

การเปลี่ยนแปลงตัวขับเคลื่อนเศรษฐกิจจากภาคการผลิตมาเป็นภาคบริการยังส่งผลทำให้ลักษณะการลงทุนเปลี่ยนแปลงไปด้วย โดยการลงทุนในทรัพย์สินทางปัญญา (IP) เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ แทนที่การลงทุนในทรัพย์สินประเภททุนและเครื่องจักร ทั้งนี้ในสหรัฐฯ ทรัพย์สินทางปัญญา (IP) คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 1 ใน 3 ของรายจ่ายเพื่อการลงทุนในประเทศของภาคเอกชน ที่น่าสนใจ คือ การเปลี่ยนแปลงดังกล่าวไม่ได้เกิดขึ้นในสหรัฐฯ เพียงแห่งเดียว แต่ยังพบได้ในเศรษฐกิจหลักอื่นๆ ด้วย ในญี่ปุ่น ทรัพย์สินทางปัญญา (IP) คิดเป็นสัดส่วนเกือบ 1 ใน 4 ของรายจ่ายเพื่อการลงทุน เพิ่มขึ้นจากอันดับ 8 ในกลางทศวรรษ 1990 ในยุโรป การลงทุนในทรัพย์สินทางปัญญา (IP) อยู่อันดับ 5 ขึ้นมาจากอันดับ 7

2) ครั้งนี้แตกต่างออกไป: ไม่มีภาวะฟองสบู่ ยกเว้นในตลาดพันธบัตร

เมื่อเปรียบเทียบกับวิกฤตหรือภาวะเศรษฐกิจถดถอยรอบก่อนๆ ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวรอบนี้ไม่ได้ทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐฯ 2 ครั้งล่าสุด ได้เกิดภาวะฟองสบู่ขึ้น: ในตลาดหุ้นก่อนฟองสบู่แตกใน 2000 และในตลาดอสังหาริมทรัพย์และตลาดตราสารอนุพันธ์ทางการเงินก่อนเกิดวิกฤตซับไพรม์ในปี 2007-2009 ที่ส่งผลทำให้เกิดวิกฤตการเงินทั่วโลกตามมา สำหรับครั้งนี้ ภาวะฟองสบู่ที่สามารถสังเกตเห็นได้เพียงอย่างเดียวในรอบนี้อยู่ในตลาดพันธบัตร ซึ่งอัตราผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลทั่วโลก มูลค่าประมาณ 15.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ พลิกกลับมาติดลบ ในขณะที่คนส่วนหนึ่งอาจจะกล่าวว่าเหตุการณ์นี้เป็นหลักฐานที่ยืนยันถึงการเก็งกำไรในพันธบัตรโดยหวังว่าจะได้กำไรส่วนเกินทุน แต่เราเชื่อว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ติดลบเกิดจากการที่นักลงทุนหันมาพักเงินในพันธบัตรรัฐบาล เนื่องจากสงครามการค้าทวีความรุนแรงมากขึ้น และธนาคารกลางต่างๆ สัมหลวยในการเพิ่มอัตราเงินเฟ้อ

Figure 4: มูลค่าของพันธบัตรรัฐบาลทั่วโลกที่มีอัตราผลตอบแทนติดลบ



Source: CEIC, The Economist, SCBS Investment Research

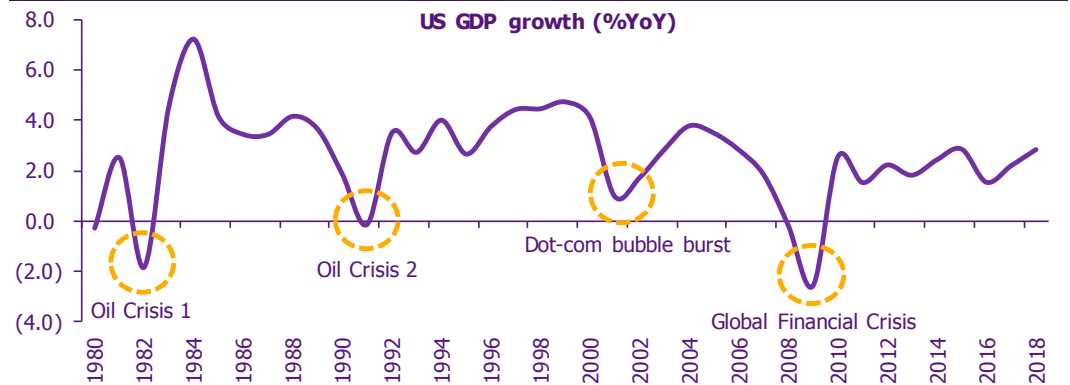
3) การปรับเปลี่ยนนโยบายได้อย่างทันท่วงที

ในช่วงที่เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยรอบก่อนหน้านี้ หน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจปรับเปลี่ยนนโยบายช้าเกินไป ซึ่งหมายความว่าหน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจปล่อยให้เครื่องมือที่เศรษฐกิจที่แท้จริงปรับตัวแยลงก่อนที่จะผ่อนคลายนโยบาย อย่างไรก็ตาม แม้กระทั่งในกรณีที่เครื่องมือที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ โดยรวมเป็นบวก แต่ครั้งนี้เฟดซึ่งลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed Fund Rate ลงก่อน จากระดับ 2.25-2.50% สู่ระดับ 2.00-2.25% ในเดือนกรกฎาคม โดยอ้างถึงความเสี่ยงด้านเศรษฐกิจทั่วโลก ในขณะเดียวกัน จีนก็เริ่มผ่อนคลายนโยบายการคลังและการเงินในปีที่ผ่านมา ในยุโรป ก็มีมาตรการหรือเพื่อใช้ทั้งมาตรการกระตุ้นการคลังและนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายนโยบาย เราเชื่อว่าท่าทีเชิงรุกของหน่วยงานกำกับดูแลด้านเศรษฐกิจของประเทศต่างๆ ทั่วโลกจะช่วยลดความรุนแรงของภาวะถดถอยทางเศรษฐกิจหากเกิดขึ้นในที่สุด

อย่างไรก็ตาม แม้เราเชื่อว่ามีแนวโน้มเป็นไปได้ที่สหรัฐฯ (และตามมด้วยเศรษฐกิจทั่วโลก) อาจจะหลีกเลี่ยงภาวะเศรษฐกิจถดถอยได้ แต่การเกิด inverted yield curve (IYC) ในเดือนสิงหาคม โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี (2YY) สูงกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี (10YY) เป็นครั้งแรกในรอบ 12 ปี ส่งผลทำให้คนส่วนหนึ่งเชื่อว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ กำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอย ดังนั้นในรายงานฉบับนี้ เราจึงทำการศึกษาค่าเคลื่อนไหวของเครื่องมือเศรษฐกิจหลังจากเกิด IYC อย่างละเอียด โดยเปรียบเทียบ IYC ที่เกิดขึ้นใน 2 episode ก่อนหน้านี้ กับ episode ปัจจุบัน โดยสรุปผลได้ดังต่อไปนี้

- 1) เราใช้ IYC ใน 4Q49 (ก่อนเกิดวิกฤตการเงินทั่วโลก หรือ GFC) และ 1Q43 (ก่อนฟองสบู่แตก) เป็นตัวชี้วัด เราใช้ 2 เหตุการณ์นี้เพราะเป็นเหตุการณ์ล่าสุด ทำให้องค์ประกอบทางเศรษฐกิจมีความคล้ายคลึงกัน ภาวะเศรษฐกิจถดถอยก่อนหน้านี้เกิดจากวิกฤตน้ำมันในปีค.ศ. 1970-80 และพื้นฐานเศรษฐกิจของสหรัฐฯ เปลี่ยนแปลงไปอย่างมากนับตั้งแต่บัดนั้นเป็นต้นมา การศึกษา IYC ใน 2 episode ล่าสุดพบว่า ในทั้งสองกรณี มีสัญญาณเตือนปรากฏให้เห็นระยะหนึ่งแล้วก่อนที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย

Figure 5: อัตราการขยายตัวของ GDP สหรัฐฯ



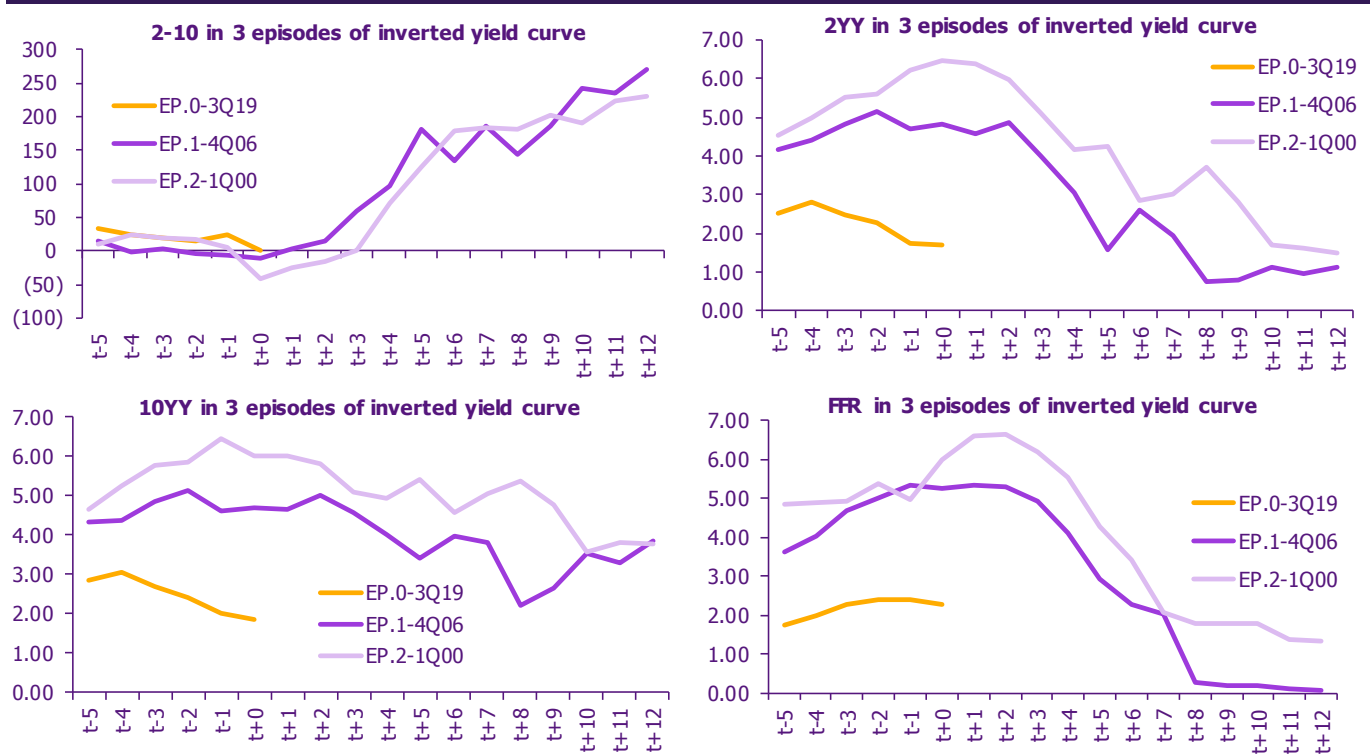
Source: CEIC, SCBS Investment Research

- 2) ในการเปรียบเทียบ IYC ที่เกิดขึ้นใน 2 episode ดังกล่าว กับครั้งปัจจุบัน เราแบ่งตัวชี้วัดเป็น 3 กลุ่ม:
 - a) ภาคการเงิน (โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ย) b) ราคาและตลาดแรงงาน และ c) ตัวชี้วัดการเติบโต
- 3) เราใช้ข้อมูลรายไตรมาสจำนวน 18 ไตรมาสเป็นช่วงเวลาตัวอย่าง เมื่อใช้ไตรมาสที่เกิด IYC เป็นบรรทัดฐาน เราจึงเริ่มติดตามดูตัวชี้วัดเป็นเวลา 5 ไตรมาสก่อนเกิด IYC (t-5) ไปจนถึง 12 ไตรมาสหลังจากเกิด IYC เพื่อศึกษาการเคลื่อนไหวของตัวชี้วัดดังกล่าว

เราพบว่า:

อัตราผลตอบแทนพันธบัตร/อัตราดอกเบี้ย: แม้ IYC เกิดขึ้นในช่วงเดียวกัน แต่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรในปัจจุบัน (3Q62) ต่ำกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้อย่างมาก นอกจากนี้เรายังพบว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี (2YY) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับเดียวกับ 10YY ส่งผลทำให้เกิด IYC อย่างไรก็ดีตาม ใน episode ปัจจุบัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล ทั้ง 2YY และ 10YY ปรับตัวลดลง แต่ 10YY ลดลงในอัตราที่เร็วกว่ามาก (เพราะความเชื่อมั่นของนักลงทุนปรับตัวลดลงมาก) ส่งผลทำให้เกิด IYC สิ่งสำคัญที่เราค้นพบอีกอย่างหนึ่ง คือ พฤติกรรมของอัตราดอกเบี้ยนโยบาย Fed Fund Rate (FFR) ก็ดูแตกต่างกัน ใน episode ล่าสุด FFR เริ่มปรับตัวลดลงแม้กระทั่งก่อนเกิด IYC ในขณะที่ใน 2 episode ก่อนหน้านี้ FFR ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องแม้กระทั่งหลังจากเกิด IYC ซึ่งให้เห็นว่าเฟดค่อนข้างเร่งดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษใน episode นี้ก่อนที่ปัญหาจะขยายวงกว้าง

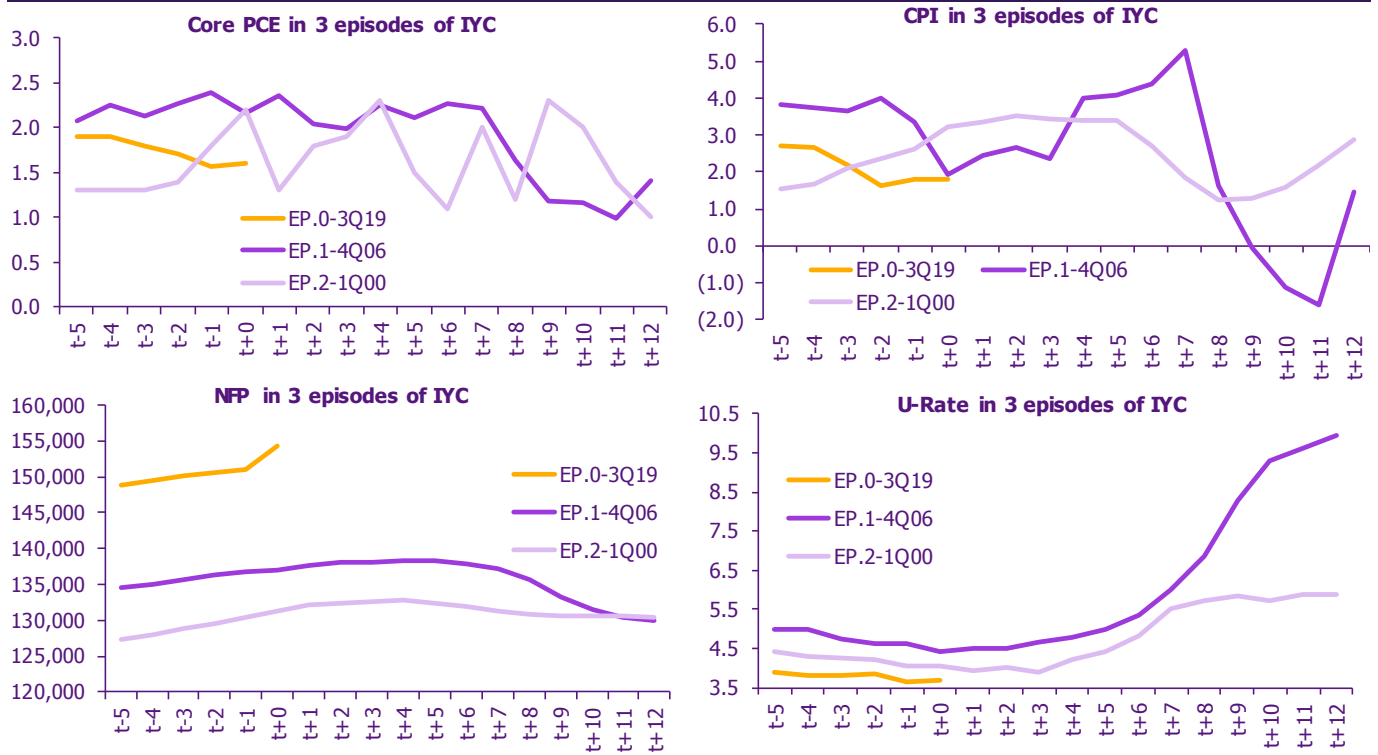
Figure 6: การวิเคราะห์ IYC rate



Source: NESDB, SCBS Investment Research

ราคาและภาวะตลาดแรงงาน: ในขณะที่ดัชนีราคาด้านการบริโภคส่วนบุคคลพื้นฐาน (core PCE) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดอัตราเงินเฟ้อ ไม่มีทิศทางเคลื่อนไหวที่ชัดเจนไม่ว่าจะเป็นก่อนหรือหลังเกิด IYC แต่ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ทั้งก่อนและหลังเกิด IYC กลับมีทิศทางเคลื่อนไหวที่สามารถสังเกตเห็นได้อย่างชัดเจน โดยหลังจากเกิด IYC พบว่าดัชนี CPI ปรับตัวลดลงภายใน 6-7 ไตรมาส ซึ่งเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับการเคลื่อนไหวของ FFR ระดับราคาที่ปรับตัวลดลงส่งสัญญาณชัดเจนให้เฟดปรับลด FFR ซึ่งเมื่อมองย้อนกลับไปแล้วนับว่าช้าเกินไป ในส่วนของเครื่องชี้ภาวะตลาดแรงงาน ส่วนใหญ่แล้วเป็นตัวชี้วัดที่ล่าช้า ตัวเลขการจ้างงานนอกภาคเกษตร (NFP) เริ่มปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญหลังจากเกิด IYC ประมาณ 10 ไตรมาส ในขณะที่อัตราการว่างงานเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจนหลังจากเกิด IYC ใน 3-6 ไตรมาส

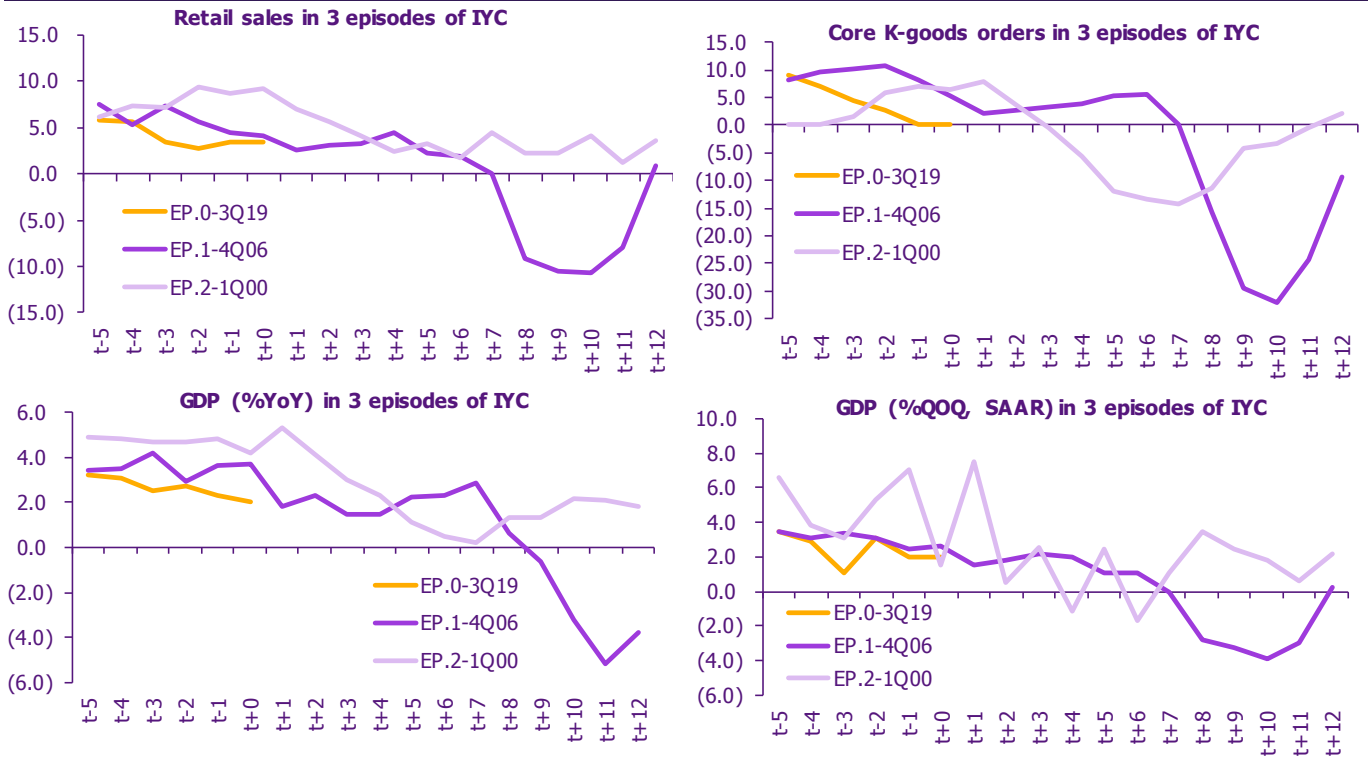
Figure 7: การวิเคราะห์ IYC price และตลาดแรงงาน



Source: SCBS Investment Research

ตัวชี้วัดการเติบโต: เราสามารถสังเกตเห็นได้ว่าตัวชี้วัดการเติบโต ได้แก่ ยอดค้าปลีก (ตัวชี้วัดการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค) ค่าสั่งซื้อสินค้าทุนพื้นฐาน (ตัวชี้วัดการลงทุน) รวมถึงอัตราการขยายตัวของ GDP ทั้งรายไตรมาสและรายปี แสดงสัญญาณปรับตัวแยกลงแม้กระทั่งก่อนเกิด IYC อย่างไรก็ตาม ตัวชี้วัดทั้งหมดเหล่านี้เริ่มหดตัวในไตรมาสที่ 7 หลังจากเกิด IYC แต่มีความแตกต่าง ใน episode 1 (วิกฤตการเงินทั่วโลก) การหดตัวเกิดขึ้นลึกกว่าและเห็นได้ชัดเจนกว่า episode 2 (ฟองสบู่ดอทคอมแตก) ตัวชี้วัดการเติบโตใน episode 1 ทำจุดต่ำสุดในไตรมาสที่ 8-11 หลังจากเกิด IYC ในขณะที่ตัวชี้วัดการเติบโตใน episode 2 ทำจุดต่ำสุดตื้นกว่าและเกิดขึ้นเร็วกว่า โดยทำจุดต่ำสุดประมาณไตรมาสที่ 7-8 หลังจากเกิด IYC ซึ่งชี้ให้เห็นว่าระดับของการถดถอยมีความสัมพันธ์เชิงบวกกับระยะเวลาที่เศรษฐกิจหดตัว

Figure 8: การวิเคราะห์ IYC ด้านการเติบโต



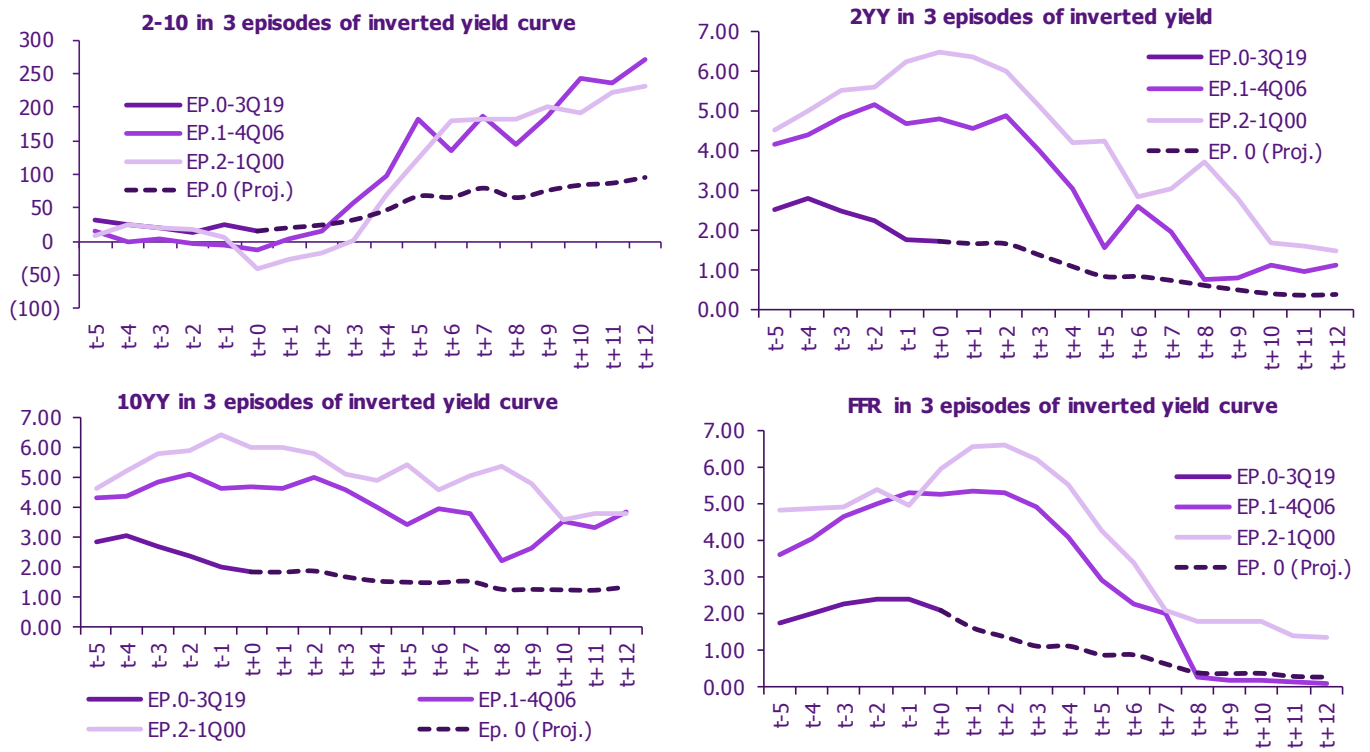
Source: NESDB, SCBS Investment Research

ทั้งนี้เพื่อหาข้อสรุป เราจึงเปรียบเทียบภาวะการเงินและภาวะเศรษฐกิจใน episode ที่เกิด IYC ในปัจจุบัน กับ 2 episode ก่อนหน้านี้ และพบว่า ประการแรก ใน episode ปัจจุบัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลต่ำกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้อย่างมาก และ IYC เกิดขึ้นเพราะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว (10YY) ลดลงสู่ระดับเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้น ในขณะที่ใน 2 episode ก่อนหน้านี้ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับเดียวกันกับอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาว นอกจากนี้แล้ว ใน episode ปัจจุบัน เฟดก็เริ่มลดอัตราดอกเบี้ยลงเร็วกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้ ประการที่สอง ในด้านระดับราคา (อัตราเงินเฟ้อ) ตัวชี้วัดราคาของ episode ปัจจุบันอ่อนแอกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้ ในขณะที่ตัวชี้วัดตลาดแรงงานแข็งแกร่งกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้เป็นอย่างมาก และประการสุดท้าย ในด้านการเติบโต episode ปัจจุบันอ่อนแอกว่า 2 episode ก่อนหน้านี้เช่นเดียวกัน สิ่งที่น่าเป็นห่วงมากที่สุด คือ ความเชื่อมั่นในการลงทุน เนื่องจากคำสั่งซื้อสินค้าทุนพื้นฐาน (ตัวชี้วัดการลงทุน) ปรับตัวลดลงสู่แดนลบ โดยมีสาเหตุมาจากสงครามการค้าที่ส่งผลทำให้เกิดความไม่แน่นอนในสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ อัตราการขยายตัวของ GDP ใน episode ปัจจุบันก็ต่ำกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้

เราคาดการณ์โมเมนตัมโดยใช้ 2 episode ก่อนหน้านี้เป็นบรรทัดฐาน โดยสรุปผลได้ดังนี้

1) episode ปัจจุบันแตกต่างจาก 2 episode ก่อนหน้านี้ ตรงที่ส่วนต่างระหว่าง 2YY กับ 10YY (ค่าเฉลี่ยรายไตรมาส) อาจจะไม่ถึงกับติดลบ แต่ทั้ง 2YY และ 10YY จะปรับตัวลดลงอีกจากระดับปัจจุบัน 2YY ที่ลดลงบ่งชี้ว่า FFR จะต่ำกว่าระดับปัจจุบันอย่างมาก (บนสมมติฐานว่าเฟดจำเป็นต้องลด FFR ลงเพื่อไม่ให้เกิด IYC) ดังนั้นเราคาดว่าเฟดจะลด FFR ลงอีก 2 ครั้งจากระดับปัจจุบัน (จาก 2.12% สู่ 1.63%) จนถึงสิ้นปีนี้ สำหรับปี 2563 เราใช้สมมติฐานว่าเฟดจะลด FFR ลงอีก 3 ครั้ง ซึ่งจะส่งผลทำให้ FFR ปรับตัวลงมาอยู่ที่ระดับ 0.88% สำหรับปี 2564 และปี 2575 จะมีการลด FFR ลงอีก 3 ครั้ง โดย FFR ณ สิ้นปี 2565 จะอยู่ที่ 0.13% (อยู่ในกรอบ 0.00-0.25%)

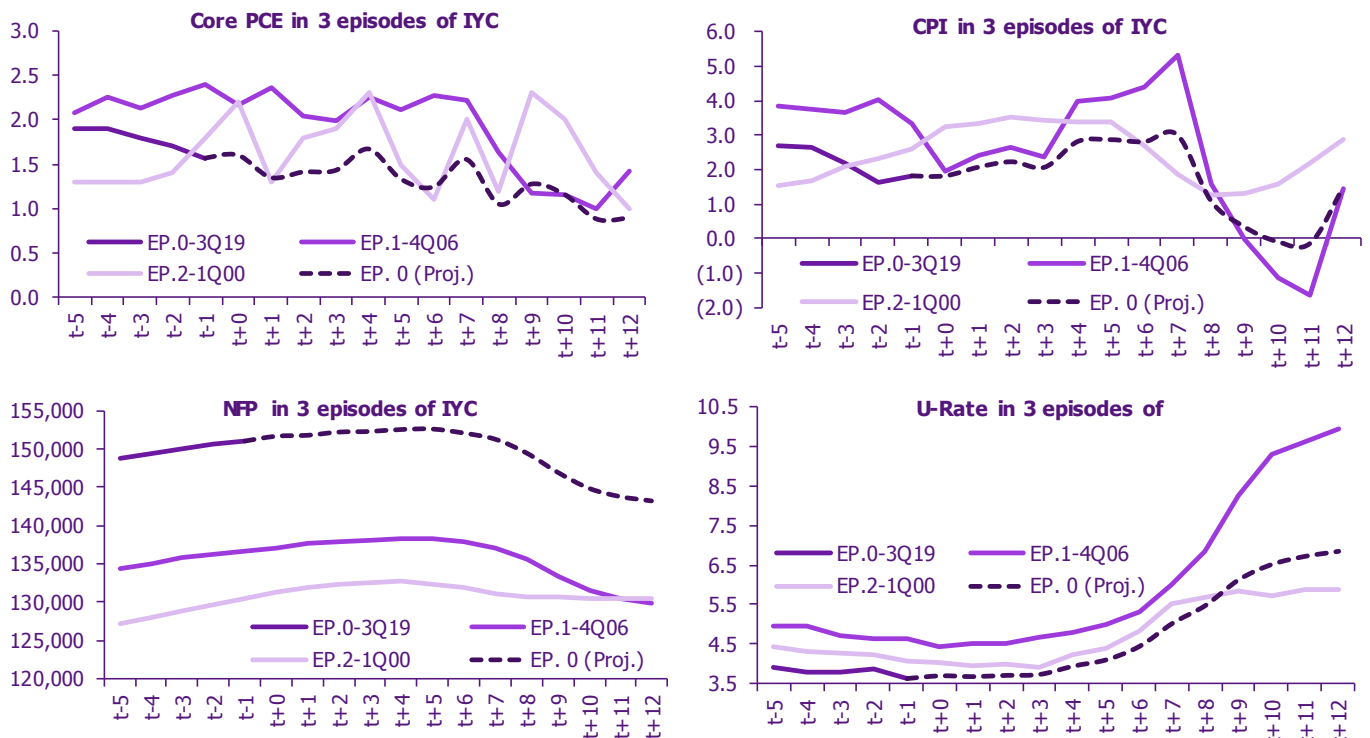
Figure 9: คาดการณ์ IYC ด้านดอกเบี้ยและผลตอบแทนพันธบัตร



Source: NESDB, SCBS Investment Research

2) สำหรับการคาดการณ์ราคาและตลาดแรงงาน ตัวชี้วัดราคาจะยังอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2563 ราคาจะลดลงอย่างฉับพลันในปี 2564 และลดลงอย่างมากในปี 2565 ตลาดแรงงานจะยังคงแข็งแกร่งในปี 2563 แต่สภาพแวดล้อมในการทำงานจะปรับตัวแย่ลงอย่างมากในปี 2564 ซึ่งจะส่งผลให้อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้นถึง 5.3% โดยสรุปแล้ว เราคาดว่าจะเห็นผลกระทบอย่างรุนแรงต่อตัวชี้วัดราคาและแรงงานในปี 2564

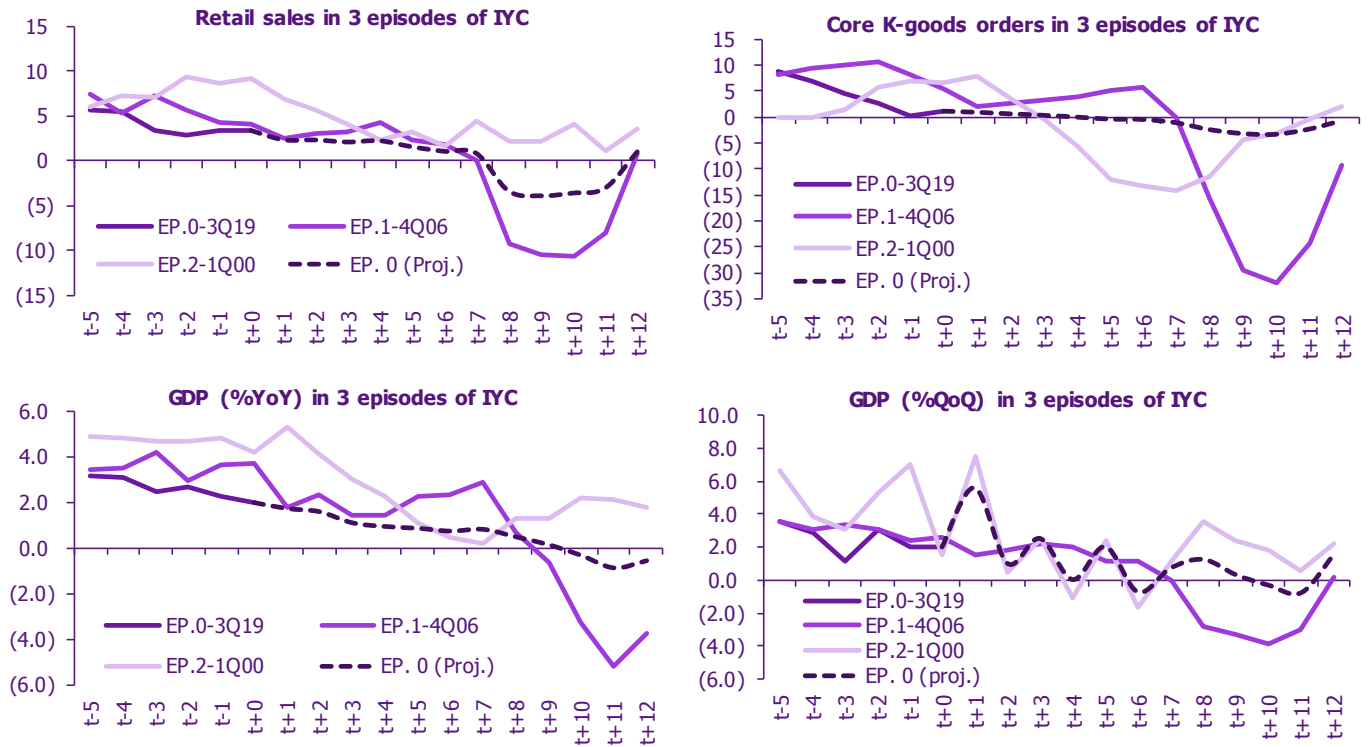
Figure 10: คาดการณ์ IYC ด้านราคาและตลาดแรงงาน



Source: NESDB, SCBS Investment Research

3) สำหรับตัวชี้วัดการเติบโต episode ปัจจุบันแตกต่างจาก 2 episode ก่อนหน้านี้ในแง่ที่ว่าโมเมนต์เศรษฐกิจใน episode ปัจจุบันอ่อนแอกว่า อย่างไรก็ตาม ถ้าเราใช้โมเมนต์จาก 2 episode ก่อนหน้านี้ ตัวชี้วัดการเติบโตจะหดตัวลงมากขึ้นในปี 2564 แต่อัตราการขยายตัวของ GDP จะยังไม่ลดลงสู่แดนลบ GDP จะหดตัวอย่างมากในปี 2565-66

Figure 11: คาดการณ์ IYC growth



Source: NESDB, SCBS Investment Research

การศึกษา IYC และผลกระทบที่ตามมาทำให้เราได้ข้อสรุป 3 ประการ ประการแรก เศรษฐกิจในปัจจุบันอ่อนแอกว่าใน 2 episode ก่อนหน้านี้ แต่เฟดรับมือได้เร็วกว่า ประการที่สอง เมื่อใช้สมมติฐานว่าเฟดจะพยายามควบคุม yield curve (YCC) เฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยลงอย่างต่อเนื่องเพื่อให้ FFR ต่ำกว่า 2YY ซึ่งหมายความว่าเฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก 5 ครั้งนับจากนี้ไปจนถึงสิ้นปี 2563 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 2 ปี กับ 10 ปี จะลดลงสู่ระดับ 0.8% และ 1.5% ณ สิ้นปี 2563 ตามลำดับ ประการที่สาม การคาดการณ์ชี้ให้เห็นว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ จะยังคงขยายตัวในปี 2563 โดยตัวชี้วัดทุกตัวยังคงอยู่ในแดนบวก อย่างไรก็ตาม ในปี 2564 ตัวชี้วัดราคา ตลาดแรงงาน และการเติบโตจะเริ่มหดตัวลงสู่แดนลบ และหลังจากนั้น GDP ก็หดตัวลงในปี 2565

Figure 12: คาดการณ์ปี 2562-65: สถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุดอ้างอิงการวิเคราะห์ IYC

Unit	Summary	2018	2019	2020	2021	2022
eoy	FFR (eoy)	2.27	1.63	0.88	0.36	0.26
eoy	2yy	2.49	1.65	0.84	0.51	0.40
eoy	10yy	2.68	1.85	1.51	1.27	1.35
eoy	2yy-10yy	19.23	19.68	66.97	75.59	94.82
Avg.	Core PCE	1.9	1.6	1.5	1.3	1.0
Avg.	CPI	2.5	1.8	2.5	1.8	0.4
Avg.	Non-farm	149403	151354	152491	150022	144007
Avg.	U-Rate	3.8	3.7	3.9	5.3	6.7
Avg.	Retail Sale	4.9	3.0	2.1	-1.4	-1.9
Avg.	C-K goods order	6.8	1.2	0.1	-1.7	-2.1
Avg.	GDP (YoY)	2.9	2.2	1.1	0.5	-0.6

Source: CEIC, SCBS Investment Research

แม้ว่าสถานการณ์การณ์เลวร้ายที่สุดจะถูกคาดการณ์ไว้ในการศึกษา แต่เราเชื่อว่ามีโอกาสที่จะเห็นภาพที่แตกต่างออกไปในอนาคตด้วยเหตุผล 3 ประการ ประการแรก ถ้าเฟดมองเห็นภาพเดียวกับเรา (เศรษฐกิจจะปรับตัวแย่ลงอย่างต่อเนื่อง) เฟดอาจจะดำเนินการเชิงรุกด้วยการเร่งลดอัตราดอกเบี้ย ("insurance cut" เพื่อลดความเสี่ยงการชะลอตัวของเศรษฐกิจ) ซึ่งอาจจะช่วยให้เศรษฐกิจไม่ปรับตัวแย่ลงมากอย่างที่คาดการณ์ไว้ในปี 2564-65

ประการที่สอง เราเชื่อว่าเศรษฐกิจโลกที่อ่อนตัวลงในปัจจุบันมีสาเหตุหลักมาจากความไม่แน่นอนขึ้นเนื่องมาจากสงครามการค้า ซึ่งถูกสร้างขึ้นโดยคณะบริหารของทรัมป์โดยมีเป้าหมายเพื่อหยุดยั้งอิทธิพลทางเศรษฐกิจทางเทคโนโลยี และทางทหารของจีน อย่างไรก็ตาม ปีหน้าจะเป็นปีที่มีการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ และผลงานด้านเศรษฐกิจเป็นหนึ่งในตัวชี้วัดผลงานหลักๆ ของทรัมป์ ดังนั้นถ้าเศรษฐกิจสหรัฐฯ สงสัยญาณว่าจะปรับตัวแย่ลงอีก ทรัมป์อาจจะลดระดับความรุนแรงในการทำสงครามเย็นทางเศรษฐกิจกับจีนลง

ประการสุดท้าย อาจจะมีการโต้แย้งว่าในการวิเคราะห์ครั้งนี้ เราใช้การถดถอยทางเศรษฐกิจเพียง 2 ครั้งเป็นตัวชี้วัด episode 1 เกิดขึ้นก่อนวิกฤตการเงินทั่วโลกปี 2551 เราเชื่อว่าถ้าครั้งนี้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ก็ไม่น่าจะเลวร้ายเท่ากับวิกฤตในปี 2551-52 เนื่องจากปัจจุบันไม่มีภาวะฟองสบู่ ยกเว้นในตลาดพันธบัตรซึ่งผลตอบแทนติดลบ เพราะนักลงทุนต้องการหลีกเลี่ยงความเสี่ยง

ดังนั้นเราเชื่อว่าในปี 2563 มีความเป็นไปได้ 40% ที่จะเกิดสถานการณ์การณ์เลวร้ายที่สุดตามที่เราคาดการณ์ไว้ เรามองว่ามีความเป็นไปได้ 55% ที่จะเกิดสถานการณ์การณ์พื้นฐาน โดยเศรษฐกิจโลก สหรัฐฯ จีน และไทยจะปรับตัวแย่ลงอีกในปี 2563 แต่จะไม่เข้าสู่ภาวะถดถอยในปีถัดมา อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองว่ามีความเป็นไปได้ 5% ที่จะเกิดสถานการณ์การณ์ดีที่สุด โดยสหรัฐฯ กับจีนสามารถบรรลุข้อตกลงทางการค้าร่วมกันได้ ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจที่ปรับตัวแย่ลงฟื้นตัวได้ในทันที

Figure 13: คาดการณ์ปี 2562-63 — การวิเคราะห์สถานการณ์

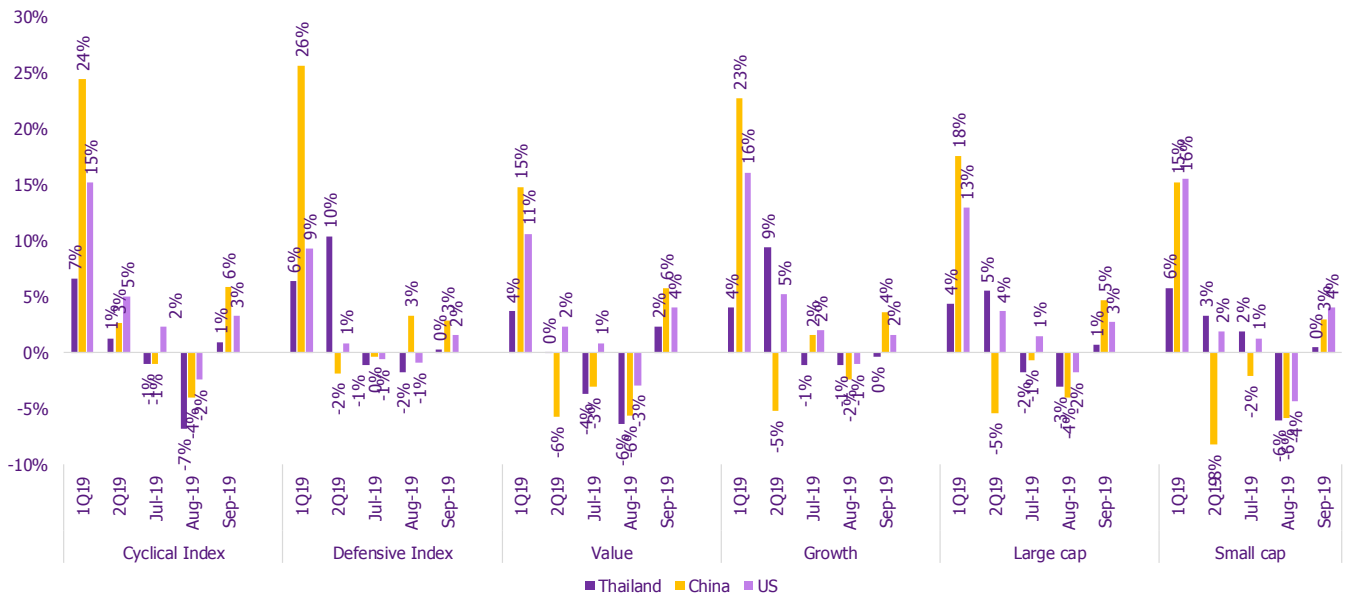
Macro/Market Variables	2018	2019	2020		
			Best	Base	Worst
Probability	N/A	N/A	5%	55%	40%
Global GDP (%YoY)	3.6	3	3.6	3.1	2.7
US GDP (%YoY)	2.9	2	2.3	1.7	1.1
CN GDP (%YoY)	6.6	5.9	6.4	5.7	4.5
TH GDP (%YoY)	4.1	3	3.5	2.6	2
US Core PCE	1.8	1.6	1.7	1.6	1.5
FFR	2.38	1.63	1.63	0.88	0.88
US10YY (%) eoy	2.77	1.75	2.6	1.7	1.5
US2YY (%) eoy	2.63	1.65	2.4	1.6	0.8
2-10 (%) eoy	0.14	0.1	0.2	0.1	0.7

Source: CEIC, SCBS Investment Research

**บรรยากาศ risk-on กลับมาและปรับตัวดีขึ้น
ความต้องการซื้อหุ้นปลอดภัยแข็งแกร่งใน 3Q62**

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยกระดับความรุนแรงมากขึ้นในเดือนสิงหาคม 2562 ส่งผลทำให้เกิดความกังวลว่าจะทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอย ราคาน้ำมันเข้าสู่ภาวะตลาดขาลง และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีแคบลง ดัชนีหุ้นวัฏจักร (ไม่รวมกลุ่มการเงิน) ของประเทศไทย ปรับตัวลดลง 7% QTD (ณ วันที่ 13 กันยายน) ส่วนทางกับตลาดหุ้นจีน (+1%) และตลาดหุ้นสหรัฐฯ (+3%) กลุ่มปิโตรเคมีและเคมีภัณฑ์ (-20%), ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (-17%), วัสดุก่อสร้าง (-8%) และพลังงานไม่รวมสาธารณูปโภค (-8%) ปรับตัวลดลงอย่างมาก QTD หุ้นปลอดภัยให้ผลตอบแทนมากกว่าตลาดอย่างต่อเนื่องใน 3Q62 เนื่องจากนักลงทุนมองว่าหุ้นวัฏจักรมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวมากกว่า ในขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง โดยรัฐบาลได้ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ วงเงิน 3.0 แสนล้านบาท เพื่อกระตุ้นกำลังซื้อภายในประเทศ หุ้นปลอดภัย เช่น หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค (+9%), ICT (+7%), กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และ REIT (+7%), ขนส่ง (+2%) และพาณิชย์ (+1%) ปรับตัวขึ้นได้มากกว่าตลาดซึ่งปรับตัวลดลง 4% QTD ส่วนหุ้นเติบโต (-3%) ปรับตัวลดลงน้อยกว่าหุ้นคุณค่า (-8%) อยู่ 5% สอดคล้องกับตลาดหุ้นจีนและสหรัฐฯ หุ้นขนาดใหญ่ (SET50) (-4%) ปรับตัว outperform หุ้นขนาดเล็ก (SSET) (-5%) QTD เพราะโดยปกติแล้วบริษัทขนาดเล็กมักจะมีผลกำไรที่ชัดเจนด้านการเติบโตน้อยกว่าและความผันผวนสูงกว่าบริษัทขนาดใหญ่ในช่วงที่มีความไม่แน่นอน สิ่งที่น่าสนใจคือ หุ้นปันผลสูงให้ผลตอบแทนน้อยกว่าตลาดอยู่ 1% เนื่องจากหุ้นปันผลส่วนใหญ่เป็นหุ้นในกลุ่มพลังงาน ธนาคาร วัสดุก่อสร้าง และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งผลตอบแทนติดลบ QTD

Figure 14: เปรียบเทียบ price performance ของหุ้นวัฏจักรกับหุ้นปลอดภัย และหุ้นคุณค่ากับหุ้นเติบโต



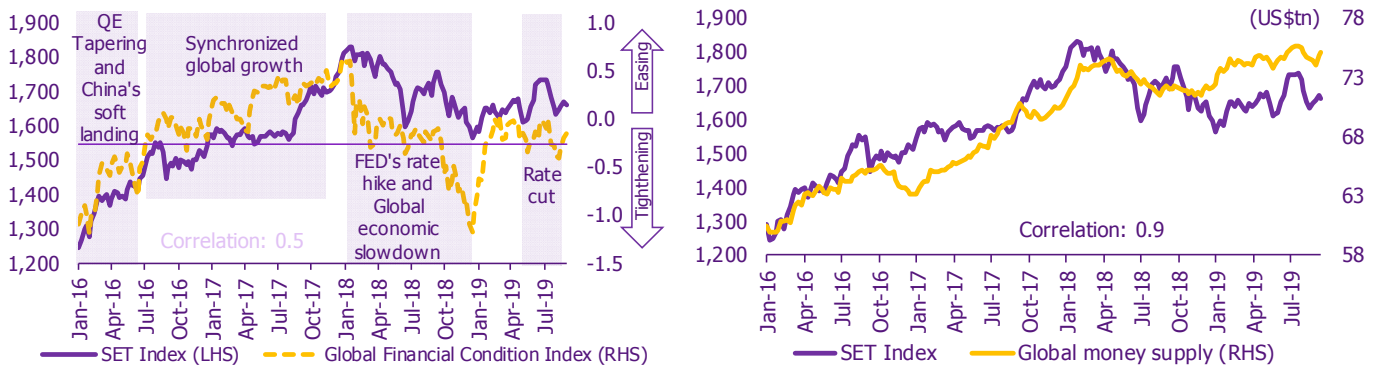
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Sentiment ระยะสั้นมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 4Q62

ภาวะการเงินผ่อนคลายลง

Inverted yield curve และข้อมูลเศรษฐกิจทั่วโลกที่อ่อนแอลงสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นไทย เนื่องจากประเทศไทยเป็นส่วนสำคัญของห่วงโซ่อุปทานแห่งหนึ่งของสายพานการผลิตทั่วโลก อย่างไรก็ตาม การลดอัตราดอกเบี้ยของเฟด มาตรการกระตุ้นที่กำลังจะออกมาของ ECB และการลดสัดส่วนการดำรงเงินสำรองของธนาคารพาณิชย์ (Reserve Requirement Ratio – RRR) ของจีน ส่งสัญญาณว่าภาวะการเงินทั่วโลกจะผ่อนคลายลง เนื่องจากธนาคารกลางของประเทศต่างๆ พยายามที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจของตน ทั้งนี้เมื่อพิจารณาจากท่าทีล่าสุดของธนาคารกลางหลักๆ เรา รู้สึกว่าธนาคารกลางเหล่านี้กำลังเตรียมผ่อนคลายนโยบายการเงิน และอาจจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มหากจำเป็น ซึ่งเป็นบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกในระยะสั้น และตลาดหุ้นไทยจะปรับตัวขึ้นแรง ทั้งนี้ในช่วงที่ ECB และ BOJ ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในปี 2555-2557 ภาวะการเงินทั่วโลกผ่อนคลายลง และส่งผลทำให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นอย่างมาก สภาพคล่องในเศรษฐกิจในวงกว้างมีความสัมพันธ์อย่างชัดเจนกับสภาพคล่องในตลาดการเงิน เราเชื่อว่าการผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องจากธนาคารกลางต่างๆ และมาตรการกระตุ้นทางการคลังเพิ่มเติม จะช่วยสนับสนุนให้ตลาดปรับตัวขึ้นแรงใน 4Q62

Figure 15: ดัชนีภาวะการเงินทั่วโลกและปริมาณเงิน



Source: NESDB, SCBS Investment Research

Figure 16: ธนาคารกลางหลักๆ เปลี่ยนนามีท่าที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น

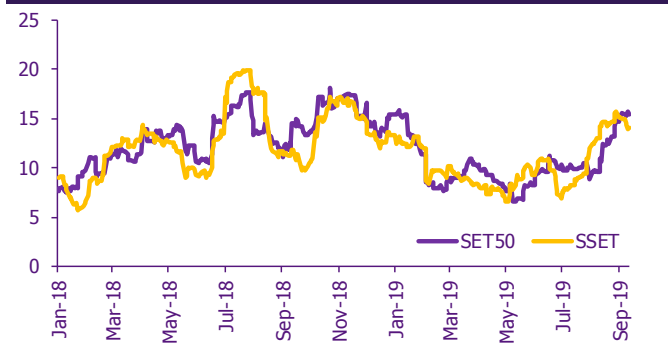
ธนาคารกลาง	ท่าที่	ความเคลื่อนไหวล่าสุด	การคาดการณ์
ธนาคารกลางยุโรป	จำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ, ปรับปรุงเครื่องมือในการกระตุ้นอัตราเงินเฟ้ออย่างต่อเนื่อง	ลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากกลาง 10bps, กลับมาทำโครงการเข้าซื้อพันธบัตร (QE) รอบใหม่ วงเงิน 2 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน, เริ่มใช้ระบบการคิดอัตราดอกเบี้ยแบบล่าช้าขึ้น	คาดเพิ่มวงเงิน QE เป็น 5 หมื่นล้านยูโรต่อเดือน และเพิ่มการสนับสนุนจากนโยบายการคลัง
เฟด	จะดำเนินกรอย่างเหมาะสมเพื่อรักษาการขยายตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่ได้ส่งสัญญาณเกี่ยวกับทิศทางอัตราดอกเบี้ย ในขณะที่เฟดยังคงยึดหลักการระมัดระวัง	ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps	Consensus คาดเฟดลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ในเดือนกันยายน 2562 และ 25bps ใน 4Q62
ธนาคารกลางจีน	จะยังคงดำเนินนโยบายการเงินอย่างรอบคอบระมัดระวัง จะไม่หันไปใช้นโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจแบบท่วมท้น เน้นมาตรการกระตุ้นการคลัง	ควบคุมการอ่อนค่าของค่าเงิน, ลด RRR ลง 50bps, อนุญาตให้รัฐบาลท้องถิ่นออกพันธบัตรพิเศษ	คาดลด RRR ลงอีก และลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลูกค้าชั้นดีลง
ธนาคารกลางญี่ปุ่น	ผ่อนคลายนโยบายการเงินลงอีกเพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงจากการสูญเสียโมเมนตัมในการบรรลุเป้าหมายเงินเฟ้อ นโยบายดอกเบี้ยติดลบยังคงเป็นหนึ่งในทางเลือก	BOJ คงอัตราดอกเบี้ยไว้ไม่เปลี่ยนแปลงในเดือนกรกฎาคม แต่อาจจะพิจารณาทางเลือกในการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม	คาดว่าจะยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้เท่าเดิมในเดือนตุลาคม
ธนาคารกลางอินเดีย	ยังคงทำที่ใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย	ลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรลง 35bps สู่ 5.4% ในเดือนสิงหาคม (ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 75bps ก่อนเดือนสิงหาคม)	คาดว่าจะลดอัตราดอกเบี้ยซื้อคืนพันธบัตรลงอีก 40bps ใน 4Q62 และ 75bps ในปี 2563
ธนาคารแห่งประเทศไทย	มีท่าที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินมากขึ้น จำเป็นต้องรักษาขีดความสามารถในการดำเนินนโยบายการเงิน (policy space) และยังคงใช้มาตรการดูแลเสถียรภาพระบบการเงิน (macroprudential)	ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps สู่ 1.5% และยังไม่มีการใช้มาตรการคุมภาระหนี้ต่อรายได้สูงสุด	คาดลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 25bps ใน 4Q62

Source: ECB, Federal Reserve, PBOC, RBI, Bank of Thailand and SCBS Investment Research

ความเชื่อมั่นของนักลงทุน – คาดเป็นไปได้ในเชิงรุกมากขึ้น

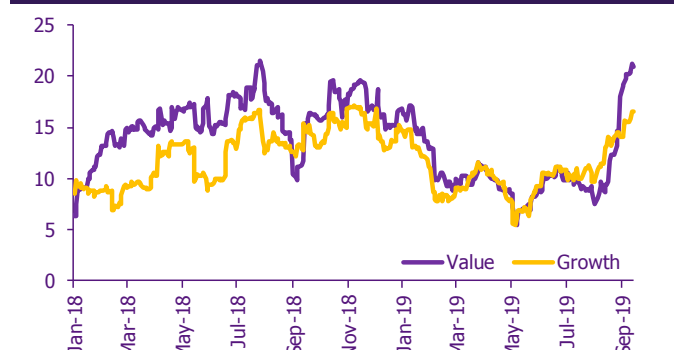
เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาได้ เช่น กรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน, Brexit, การชุมนุมประท้วงในฮ่องกง, การควบคุมการค้าระหว่างเกาหลีใต้กับญี่ปุ่น และสถานการณ์ตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลาง ส่งผลทำให้ความผันผวนสูงขึ้น โดยเฉพาะตลาดหุ้นไทย ความผันผวนของตลาดเพิ่มขึ้น 57% QTID โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของเศรษฐกิจไทยและทั่วโลก หุ่นขนาดเล็กรมีความผันผวนมากกว่าหุ่นขนาดใหญ่ ในขณะที่หุ่นเดิมนั้นมีความผันผวนน้อยกว่าหุ่นคนค่า ความผันผวนของหุ่นคนค่าเพิ่มขึ้นก้าวกระโดดขึ้นมาอยู่ในระดับเดียวกันกับในช่วงที่ตลาดหุ้นปรับตัวลดลงในเดือนพฤษภาคม-มิถุนายน 2561 และเดือนตุลาคม-ธันวาคม 2561 ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนกลัวความเสี่ยงขาลง และต้องการยึดหลักความระมัดระวัง ดัชนีความกลัวและความโลภ (Greed and Fear Index) ของเราแสดงให้เห็นว่านักลงทุนรู้สึกกลัว ส่งผลทำให้สภาพคล่องต่ำ และเน้นการเก็งกำไรเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ลดความรุนแรงลงช่วยให้ความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้น ดังนั้นความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงจึงอาจจะเพิ่มสูงขึ้นใน 4Q62-1Q63

Figure 17: ความผันผวนของหุ่นขนาดใหญ่เทียบกับหุ่นขนาดเล็ก



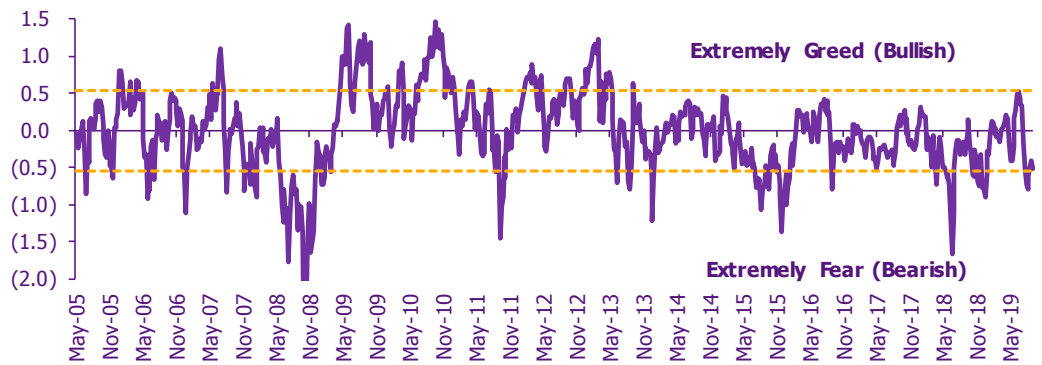
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 18: ความผันผวนของหุ่นเดิมนัดเทียบกับหุ่นคนค่า



Source: SET and SCBS Investment Research

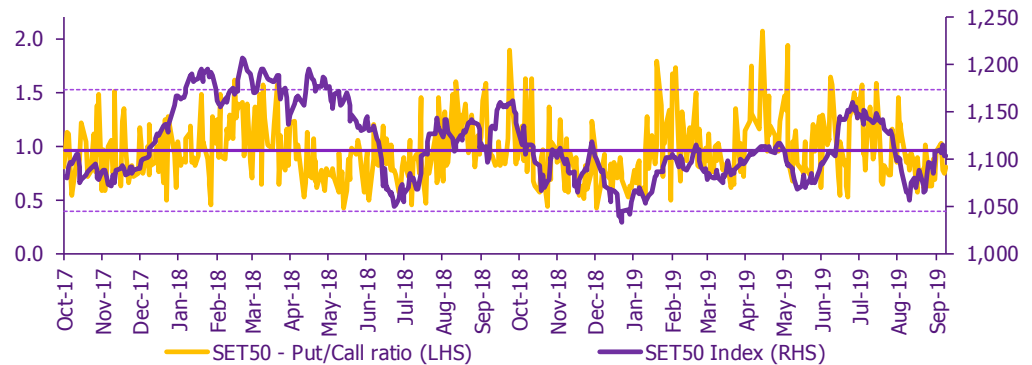
Figure 19: ดัชนีความกลัวและความโลภ



Source: SCBS Investment Research

Put/call ratio เป็นตัวชี้วัดความเชื่อมั่นของนักลงทุนและอารมณ์ตลาด put/call ratio อยู่ที่ระดับประมาณ 0.8 เมื่อวันที่ 13 กันยายน 2562 เพิ่มขึ้นจาก 0.58 เมื่อวันที่ 21 สิงหาคม 2562 เนื่องจากผู้ขาย call option ซื้อคืนหุ้นที่ขายชอร์ตไป (cover short) ที่ SET index ระดับ 1,630-1,640 จุด อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนอยู่ในระดับต่ำกว่าปกติ (ค่าเฉลี่ย 3 ปีที่ 1.0 เท่า) การถือ call option สะท้อนถึง sentiment เชิงบวก โดยคาดว่าตลาดมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น ผลการทำทดสอบย้อนหลัง ของเรานับตั้งแต่ปี 2560 พบว่ามีการขาย SET50 index ที่ put/call ratio สูงกว่า 1.5, ซื้อ SET50 index ที่ put/call ratio ต่ำกว่า 0.5 ด้วยผลตอบแทนเฉลี่ย 3 เดือนที่ 2.3% (เฉลี่ยต่อปี 9.2%) และอัตราการชนะ (win rate) 55%

Figure 20: Put-call ratio



Source: SET, SCBS Investment Research

เริ่มเห็นสัญญาณสภาพคล่องปรับตัวดีขึ้น

ภาวะการเงินทั่วโลกเริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลาย 3Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ เราเชื่อว่าต้นทุนการกู้ยืมที่ลดลงทำให้การกู้ยืมเงินมาสนับสนุนการลงทุนใหม่ๆ ดูนานใจมากขึ้นสำหรับภาคธุรกิจและนักลงทุน ส่งผลทำให้มีความคาดหวังว่าความเชื่อมั่นเกี่ยวกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจในอนาคตจะเพิ่มสูงขึ้น ทำให้ผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้เศรษฐกิจโดยรวมและสภาพคล่องของภาคธุรกิจปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ เราเชื่อว่าต้นทุนการกู้ยืมและ credit spread ที่ลดลงมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนบรรยากาศ risk-on ในระยะ 6 เดือนข้างหน้า เราคาดว่าสภาพคล่องจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนการกู้ยืมลดลง และความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มขึ้นมีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนให้สภาพคล่องเพิ่มขึ้น

เศรษฐกิจ - พื้นตัวในระยะสั้น; อ่อนแอในระยะยาว

GDP ยังคงมีแนวโน้มชะลอตัวใน 4Q62

GDP 2Q62 ของประเทศไทยขยายตัว 2.3% ต่ำที่สุดในรอบนานกว่า 18 ไตรมาส โดยมีสาเหตุมาจากการส่งออกที่หดตัวลงและการลงทุนภาคเอกชนชะลอตัว เศรษฐกิจไทยยังคงขยายตัวต่ำ โดยมีสาเหตุมาจากการเติบโตจากภายนอกที่ปรับตัวแยกลง ในขณะที่เราเชื่อว่าการส่งออกยังคงอ่อนแอใน 3Q62 เนื่องจากการส่งออกลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือนกรกฎาคมและสิงหาคม มูลค่าการส่งออกในเดือนสิงหาคมของจีน เกาหลีใต้ และไต้หวัน ลดลง 2.8% YoY ต่ำกว่าคาดอยู่ 3% มูลค่าการส่งออกในเดือนสิงหาคมของสามประเทศนี้ลดลง 2.6% MoM ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ -0.3% MoM ซึ่งให้เห็นว่าอุปสงค์ทั่วโลกยังคงอ่อนแอ และส่งสัญญาณว่า GDP จะขยายตัวต่ำใน 2H62 นอกจากนี้ ดัชนี PMI ภาคการผลิตโดยเฉลี่ยใน 3Q62 ก็ไม่เติบโต YoY เราเชื่อว่าการส่งออกที่หดตัวลงจะเริ่มส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศอย่างช้าๆ ใน 4Q62 เมื่ออิงกับข้อมูลสรุปและคาดการณ์เศรษฐกิจไทยของเรา พบว่าแนวโน้มโดยรวมอ่อนแอลง ในขณะที่การอุปโภคบริโภคภายในประเทศยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง ดังนั้นจึงไม่มีเครื่องยนต์ที่แข็งแกร่งในการขับเคลื่อนการเติบโตทางเศรษฐกิจใน 2H62 แม้อัตราการขยายตัวของ GDP และกำไรของภาคธุรกิจ ใน 2H62 มีแนวโน้มที่จะสร้างความผิดหวังอย่างต่อเนื่อง แต่เราเชื่อว่าเรื่องนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้วเมื่อพิจารณาจากตลาดหุ้นที่ปรับตัวลดลง 8% เมื่อไม่นานนี้ และการปรับประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนลดลง 5% ใน 3Q62 และ 11% YTD

Figure 21: GDP heatmap และแนวโน้ม

	Thailand's GDP growth and its component											
	2017				2018				2019e			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Domestic D.	3.4	4.0	4.7	4.2	5.2	4.7	3.2	3.5	2.9	3.2		
Priv. Cons.	2.7	2.5	3.4	3.2	3.8	4.1	5.2	5.4	4.9	4.4		
Public. Cons.	-1.3	0.6	2.0	-1.0	1.8	2.3	1.9	1.4	3.4	1.1		
Priv. Inv.	-0.5	4.7	3.5	4.0	3.1	3.1	3.8	5.5	4.4	2.2		
Public. Inv.	10.0	-6.9	-1.6	-6.0	4.0	4.9	4.2	-0.1	-0.1	-0.1		
Net Export	-8.5	-11.0	16.4	11.3	2.8	16.6	-67.8	-38.3	-35.3	-32.6		
X of G&S	2.5	4.1	7.8	7.4	8.0	9.6	-0.9	0.7	-6.1	-6.1		
M of G&S	5.2	6.3	6.4	7.0	9.1	8.8	11.0	5.7	-0.1	-2.7		
Inventory	52.4	67.8	29.5	128.2	71.9	23.1	250.0	82.1	381.7	143.3		
GDP Growth	3.5	4.2	4.5	4.0	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	2.3		

Source: SCBS Investment Research

Figure 22: ข้อมูลสรุปและคาดการณ์เศรษฐกิจไทย

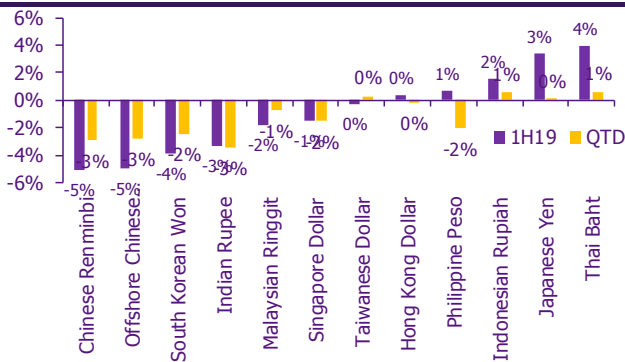
	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19
Core Indicators							
Headline Inflation	0.3%	0.7%	1.2%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%
Core Inflation	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%
Producer Price Index	-1.1%	-0.6%	0.4%	0.7%	0.0%	-1.1%	-1.2%
Private Consumption Index	4.8%	3.9%	4.1%	3.9%	3.5%	2.1%	2.6%
Private Investment Index	1.2%	-2.8%	-1.4%	-1.8%	-1.9%	-6.1%	-0.1%
Purchase Manager Index	50.2	49.9	50.3	51.0	50.7	50.6	50.3
FX Reserve (\$bn)	201,137	203,816	203,577	201,941	201,299	206,622	209,181
Unemployment (%)	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1	0.9	1.1
Tourist arrivals	5.3%	1.5%	-0.6%	3.2%	-0.4%	1.3%	4.7%
Farm Income	2.5%	4.3%	-0.7%	-6.2%	0.0%	5.9%	2.0%
Export	-5.9%	5.4%	-5.3%	-2.8%	-6.2%	-2.1%	4.3%
Import	14.0%	-10.1%	-7.6%	-0.7%	-0.7%	-9.4%	1.7%
Utilisation rate	-0.4%	-2.4%	-3.8%	1.5%	-4.6%	-7.7%	-4.4%
Inventory level	20.1%	18.0%	9.7%	13.5%	13.5%	8.2%	4.6%
Public Finance Indicators							
Government spending	24.7%	20.6%	2.3%	6.6%	-9.4%	-24.9%	8.4%
Government revenue	4.1%	4.3%	0.5%	2.8%	12.9%	12.6%	-10.1%
Public debt	6.1%	6.8%	7.0%	7.3%	7.4%	5.4%	5.5%
Public debt to GDP	0.6%	1.4%	1.8%	2.2%	2.4%	0.6%	1.0%
Financial Indicators							
TH2YY	1.85	1.82	1.84	1.86	1.86	1.76	1.70
TH10YY	2.56	2.63	2.52	2.60	2.48	2.20	1.88
USDTHB	31.2	31.5	31.7	31.9	31.6	30.7	30.8
M2 Money Supply	4.3%	4.8%	3.8%	4.1%	3.8%	3.3%	3.8%
M1 Money Supply	3.7%	4.1%	5.5%	5.1%	6.7%	6.8%	3.8%

Source: Bloomberg, Bank of Thailand, Ministry of Commerce, SCBS Investment Research

เงินบาทแข็งค่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่แท้จริง; อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังอยู่ในระดับสูง

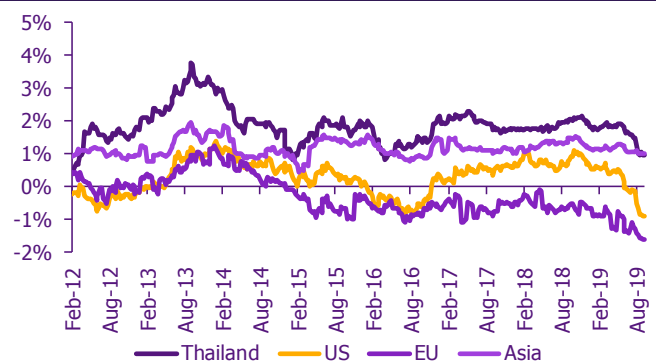
เงินบาทแข็งค่าขึ้นมากกว่า 6% (ต้นปี 2562 ถึงวันที่ 13 กันยายน) และ 1% (QTD ถึงวันที่ 13 กันยายน) เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ สู่ 30.427 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ แข็งค่ามากที่สุดเมื่อเทียบกับสกุลเงินหลักๆ ในเอเชีย นอกจากนี้เงินบาทยังแข็งค่าขึ้น 9% YTD และ 4% QTD เมื่อเทียบกับหยวน และ 5% YTD และ 1% QTD เมื่อเทียบกับเยน เงินบาทถูกมองว่าเป็นสินทรัพย์ปลอดภัย โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย และดุลบัญชีเดินสะพัดที่แข็งแกร่ง เราคาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นอีก โดยเกิดจากนโยบายการเงินแบบเข้มงวดของธนาคารแห่งประเทศไทย พื้นฐานภายนอกที่ดีสำหรับสินทรัพย์ไทย และเม็ดเงินที่ไหลเข้ามาจาก FWD insurance เพื่อซื้อ SCB Life (9.3 หมื่นล้านบาท) และจากดีล IPO ขนาดใหญ่ เช่น บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน) นอกจากนี้ เราก็คาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้ามาแทรกแซงค่าเงินน้อยมากเมื่อพิจารณาจากความแตกต่างระหว่างดุลบัญชีเดินสะพัดกับเงินสำรองระหว่างประเทศ เงินบาทที่แข็งค่าส่งผลกระทบต่อกลุ่มท่องเที่ยว กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการส่งออก ซึ่งเป็นลบต่อประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ใน 4Q62 เราคาดว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะเข้าแทรกแซงค่าเงิน และลดอัตราดอกเบี้ย เพื่อให้เงินบาทอ่อนค่าในระยะสั้น มิฉะนั้นอาจจะส่งผลกระทบต่อกำไร กำลังซื้อของภาคครัวเรือนความสามารถในการชำระหนี้ และการจ้างงานในปี 2563

Figure 23: ผลตอบแทนค่าเงิน



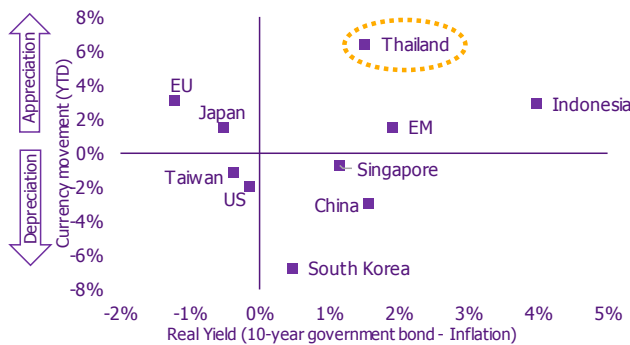
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 24: เปรียบเทียบผลตอบแทนที่แท้จริง



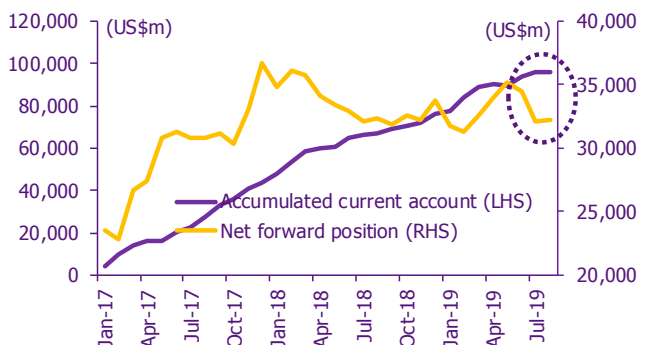
Source: Bank of Thailand, Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 25: ผลตอบแทนที่แท้จริงและการเคลื่อนไหวของค่าเงิน



Source: Bank of Thailand, Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

Figure 26: เงินสำรองระหว่างประเทศ เทียบกับดุลบัญชีเดินสะพัด



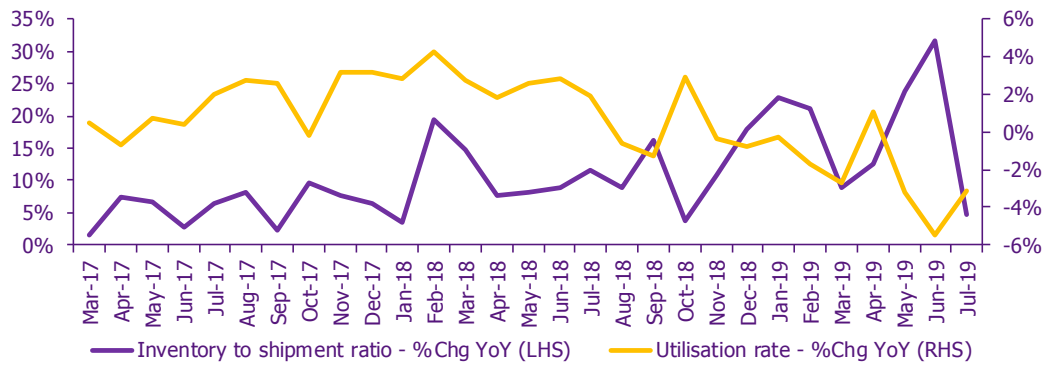
Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

สินค้าคงคลังภายในประเทศเติบโตในอัตราชะลอลง สอดคล้องกับประเทศเพื่อนบ้าน

ภาคธุรกิจกำลังประสบกับช่วงเวลาที่ยากลำบาก เพราะกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกชะลอลง และแผนการผลิตไม่สามารถคาดการณ์ได้ อัตราการใช้กำลังการผลิตลดลง 3.1% YoY จาก 70.3% ในเดือนกรกฎาคม 2561 สู่ 67.2% ในเดือนกรกฎาคม 2562 อัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขายเพิ่มขึ้น 4.7% YoY (สินค้าคงคลัง +4.7% YoY, ยอดขาย -1% YoY) เติบโตต่ำที่สุดในรอบ 9 เดือน ในขณะที่ลดลง 13% MoM สวนทางกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ -3% MoM การสะสมสินค้าคงคลังชะลอลงสู่ระดับที่เติบโตต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2560 โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกชะลอลงและสถานการณ์ดึงเครียดทางการค้า เรามีความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของราคาและความสามารถในการทำกำไรใน 2H62 ของภาคการผลิต เพราะผู้ผลิตไทยระบายสินค้าคงคลังออกมาโดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนแอกว่าคาด ซึ่งในช่วงเวลาเดียวกัน ผู้ผลิตในจีน ไต้หวัน เกาหลีใต้ ก็ระบายสินค้าคงคลังของตนออกมาเช่นเดียวกัน ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดสงครามราคาได้ในระยะสั้น

เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่ม เนื้อไก่แช่เย็นและแช่แข็ง กุ้งแช่แข็ง น้ำมัน ฆ่า ผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวภาพ ซีเมนต์ printed circuit board assembly (PCBA) มีสินค้าคงคลังลดลง และยอดขายเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน ทุ่นากระป๋อง น้ำมันถั่วเหลือง น้ำมันปาล์ม เครื่องดื่มชูกำลัง กาแฟพร้อมดื่ม ผลิตภัณฑ์คอนกรีตที่ใช้ในการก่อสร้าง เซมิคอนดักเตอร์และแผงวงจรรวม และยานพาหนะ มีสินค้าคงคลังเพิ่มขึ้น และยอดขายลดลง

Figure 27: อัตราส่วนสินค้าคงคลังต่อยอดขาย เทียบกับอัตราการใช้กำลังการผลิต



Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาได้จะส่งผลทำให้ความผันผวนสูงขึ้น

เราประเมินความเสี่ยงจากเหตุการณ์ภายนอกอันประกอบด้วย:

- 1) **Brexit** – ความเชื่อมโยงทางปัจจัยพื้นฐานระหว่างประเทศไทยกับ UK และยุโรปอยู่ในระดับต่ำ ประเทศไทยมีส่วนรายได้ 2% จากยุโรป ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของเอเชียที่ 7% เศรษฐกิจไทยมีการเปิดรับทางการค้ากับ UK และยุโรปจำกัด เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่ม พบว่ากลุ่มเทคโนโลยีและกลุ่มยานยนต์มีรายได้มาจากยุโรปมากที่สุด การคำนวณของเราพบว่ามูลค่าเพิ่มภายในประเทศในอุปสงค์ขั้นสุดท้ายจากภายนอกประเทศใน UK และ EU คิดเป็นส่วน 1% และ 3% ของ GDP
- 2) **การประชุมประท้วงในฮ่องกง** – การชุมนุมประท้วงส่งผลกระทบต่อการเดินทางเพื่อธุรกิจและพักผ่อน และการใช้จ่ายภายในประเทศ ยอดค้าปลีกและจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าชะลอตัวลงในเดือนกรกฎาคม-สิงหาคม 2562 ดัชนี PMI ของฮ่องกงลดลงสู่ระดับต่ำที่สุดนับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2562 ผลกระทบจากการชุมนุมประท้วงในฮ่องกงต่อเศรษฐกิจไทยอยู่ในระดับปานกลาง เพราะการส่งออกสินค้าไปยังฮ่องกงคิดเป็นส่วนเพียง 7% ของการส่งออกทั้งหมด ทัศนคติ เครื่องประดับ และแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์ อาจจะได้รับผลกระทบในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม นักท่องเที่ยวตลาดระยะใกล้ที่บินมาจากจีน ได้หวัน มาเก๊า ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ ส่วนหนึ่งอาจจะเดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทยแทน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นการท่องเที่ยวของไทย ดังนั้นผลกระทบทางเศรษฐกิจเชิงลบจากเหตุการณ์นี้จึงมีจำกัดและสามารถจัดการได้
- 3) **สถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน** – เราเชื่อว่าตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ไทยจะได้รับผลกระทบอย่างมากจาก sentiment เชิงลบ และการหลีกเลี่ยงความเสี่ยงในระยะสั้น ถ้าสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนทวีความรุนแรงขึ้นอีก เราองว่ามีความเป็นไปได้ 10% ที่จะเกิดสถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุด คือ สหรัฐฯ กับจีนทำสงครามการค้า เทคโนโลยี และสงครามค่าเงินอย่างเต็มรูปแบบ ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจของสหรัฐฯ เข้าสู่ภาวะถดถอยทางเทคนิค และส่งผลทำให้เฟดลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds Rate ลงสู่ระดับกรอบล่างเข้าใกล้ศูนย์ในปี 2563
- 4) **ความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้** – ญี่ปุ่นตัดสินใจถอดเกาหลีใต้ออกจากรายชื่อประเทศคู่ค้าที่ได้รับสิทธิพิเศษด้านการส่งออก ญี่ปุ่นได้ขยายการควบคุมรายการสินค้าส่งออกไปยังเกาหลีใต้ครอบคลุมตั้งแต่ดิสก์บลูเรย์ไปจนถึงเครื่องจักรความแม่นยำสูง ควบคู่ไปกับการควบคุมการส่งออกเคมีภัณฑ์ที่ใช้ในการผลิตเซมิคอนดักเตอร์ขั้นสูง และจอภาพดีจิตอลแบบแบน และผลิตภัณฑ์เซมิคอนดักเตอร์บางกลุ่มอย่างเข้มงวดมากขึ้น เนื่องจากประเทศไทยเป็นส่วนสำคัญของห่วงโซ่อุปทานของอุตสาหกรรมผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ในเอเชีย ดังนั้นความขัดแย้งดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การส่งออกไทย เพราะการส่งออกชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ไปยังเกาหลีใต้และญี่ปุ่นคิดเป็นส่วนประมาณ 0.5% ของการส่งออกทั้งหมด และ 6.5% ของการส่งออกชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ทั้งหมด เราคาดว่าแม้เพียงกลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์จะได้รับผลกระทบจาก sentiment เชิงลบถ้าความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ไม่ได้ขยายวงกว้างครอบคลุมไปถึงผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ โดยเฉพาะยานยนต์

แม้เราไม่คิดว่าสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าจะคลี่คลายลงอย่างรวดเร็ว แต่เราเชื่อว่าความเสี่ยงจากสงครามการค้าทำจุดสูงสุดไปแล้ว นอกจากนี้ความเป็นไปได้ที่ UK จะถอนตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง (no-deal Brexit) ต่ำมาก หลังจากสภา UK ผ่านกฎหมายยับยั้งไม่ให้รัฐบาลนำประเทศออกจากอียูโดยไร้ข้อตกลง ถ้าโอกาสที่จะเกิด no-deal Brexit มีน้อย Brexit ก็จะไม่เสี่ยงออกไป ซึ่งมีผลกระทบต่ออันดับจำกัดในระยะสั้น เรามีความกังวลเกี่ยวกับกรณีพิพาททางการค้าระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ และการชุมนุมประท้วงในฮ่องกง เนื่องจากทั้งสองเรื่องนี้ยังไม่มีสัญญาณว่าจะคลี่คลาย โดยสรุปแล้ว เราเชื่อว่า SET มี downside จากเหตุการณ์ภายนอกจำกัด โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อพิจารณาจากพัฒนาการเชิงบวกเมื่อไม่นานนี้เกี่ยวกับ Brexit และสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

Figure 28: พัฒนาการล่าสุดสำหรับแต่ละเหตุการณ์

	พัฒนาการ	มิ.ย. 62-ส.ค. 62	พัฒนาการล่าสุดในเดือนก.ย. 62
ความตึงเครียดการค้าสหรัฐ-จีน	ดีขึ้น	จีนขึ้นภาษีสินค้านำเข้า มูลค่า US\$6 หมื่นล้านในเดือนมิ.ย. สหรัฐออกคำสั่งแบนบริษัทเทคโนโลยีจีนเพิ่มอีก 5 ราย สหรัฐเก็บภาษีนำเข้า 10 % จากสินค้าจีน มูลค่า US\$3 แสนล้าน สหรัฐประกาศจีนเป็นประเทศปั่นค่าเงิน จีนระงับการส่งซื้อสินค้าเกษตรจากสหรัฐ จีนตอบโต้ด้วยการเก็บภาษีนำเข้าสินค้าสหรัฐ US\$7.5 หมื่นล้าน	จีนกับสหรัฐเห็นชอบให้เจรจาการค้าเพิ่มเติม จีนประกาศรายชื่อบริษัทสหรัฐที่ได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้า จีนยกเว้นภาษีนำเข้าเนื้อหมูและถั่วเหลืองจากสหรัฐ สหรัฐเลื่อนการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจีนบางส่วน สหรัฐกำลังพิจารณาทำข้อตกลงชั่วคราวกับจีน
Brexit	ดีขึ้น	บอริส จอห์นสัน กลายเป็นนายกรัฐมนตรี EU ย้ำว่าจะไม่มีการเจรจาข้อตกลงโดยปราศจากเงื่อนไข backstop นายกฯ อังกฤษยืนยันว่าเตรียมจะถอนตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลง นายกรัฐมนตรีเยอรมนีได้แสดงมุมมองในด้านบวกเกี่ยวกับการเจรจา Brexit	กฎหมายคัดค้านการแยกตัวออกจาก EU แบบไร้ข้อตกลงผ่านความเห็นชอบ UK จะต้องขอขยายระยะเวลา Brexit ในเดือนค.ค. 62 สภาผู้แทนราษฎรอังกฤษปฏิเสธข้อเสนอจัดการเลือกตั้งใหม่ก่อนกำหนด นายกฯ อังกฤษกล่าวว่าสามารถเจรจา Brexit กับ EU ได้ทันสิ้นเดือนค.ค.
การประชุมประท้วงในฮ่องกง	แย่ลง	ผู้ชุมนุมต้องการให้ถอนร่าง พ.ร.บ.ส่งผู้ร้ายข้ามแดนอย่างสิ้นเชิง ผู้ชุมนุมเรียกร้องให้ผู้บริหารสูงสุดของฮ่องกงลาออก ผู้บริหารสูงสุดของฮ่องกงกล่าวว่าการประท้วงกำลังทำให้ฮ่องกงจวนเจียนเข้าสู่สถานการณ์ที่อันตรายมาก จีนเตือนผู้ชุมนุมอย่าเล่นกับไฟ ผู้ชุมนุมยึดสนามบิน	ผู้ชุมนุมเรียกร้องสิทธิออกเสียงเลือกตั้งทั่วไปแบบสากล ผู้ชุมนุมสัญญาว่าจะต่อสู้ต่อไป
ความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้	แย่ลง	ญี่ปุ่นถอดเกาหลีใต้ออกจากรายชื่อประเทศคู่ค้าที่ได้รับสิทธิพิเศษด้านการส่งออก เกาหลีใต้ถอดญี่ปุ่นออกจากรายชื่อประเทศคู่ค้าที่ได้รับความไว้วางใจ เกาหลีประกาศยุติข้อตกลงในการแบ่งปันข้อมูลด้านการทหารกับญี่ปุ่น ญี่ปุ่นห้ามส่งออกสารเคมีที่ใช้ในการผลิตเซมิคอนดักเตอร์ ญี่ปุ่นควบคุมการส่งออกวัสดุไฮเทคให้กับเกาหลีใต้	เกาหลีใต้ออกมาตรการต่อต้านสินค้าญี่ปุ่น เกาหลีใต้ยื่นร้องเรียนต่อ WTO กรณีที่ญี่ปุ่นใช้มาตรการคุมเข้มส่งออกสินค้าไฮเทคไปยังเกาหลีใต้ เกาหลีใต้วางแผนถอดญี่ปุ่นออกจากบัญชีขาว
เกาหลีเหนือ	แย่ลง	ประธานาธิบดีสหรัฐกับผู้นำเกาหลีเหนือพบปะกันที่ชายแดนระหว่างเกาหลีเหนือและเกาหลีใต้ ในเดือนก.ค. ประธานาธิบดีสหรัฐเชิญผู้นำเกาหลีเหนือมาเยือนสหรัฐ เกาหลีเหนือกล่าวว่าพร้อมที่จะเดินทางปลดอาวุธนิวเคลียร์	สหรัฐประกาศคว่ำบาตรกลุ่มไซเบอร์ในเกาหลีเหนือ เกาหลีเหนือยิงจรวดมิสไซล์พิสัยไกล
ตะวันออกกลาง	แย่ลง	อิหร่านเข้ายึดคลังน้ำมันของสหรัฐในช่องแคบฮอร์มุซ แหล่งผลิตน้ำมันขนาดใหญ่ของซาอุดีอาระเบียถูกโจมตีโดยโดรนของกลุ่มสุธิ โดรนหลายลำเข้าโจมตีซีเรีย อิรัก เยเมน เลบานอน และซาอุดีอาระเบีย สหรัฐประกาศคว่ำบาตรอุตสาหกรรมปิโตรเคมีของอิหร่าน	อิสราเอลโจมตีฐานที่มั่นของกลุ่มติดอาวุธฮามาสในเขตฉนวนกาซา

Source: ECB, Federal Reserve, PBOC, RBI, Bank of Thailand and SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน – ยังเน้นหุ้นปลอดภัย; หาจังหวะเข้าลงทุนในหุ้นวัฏจักร

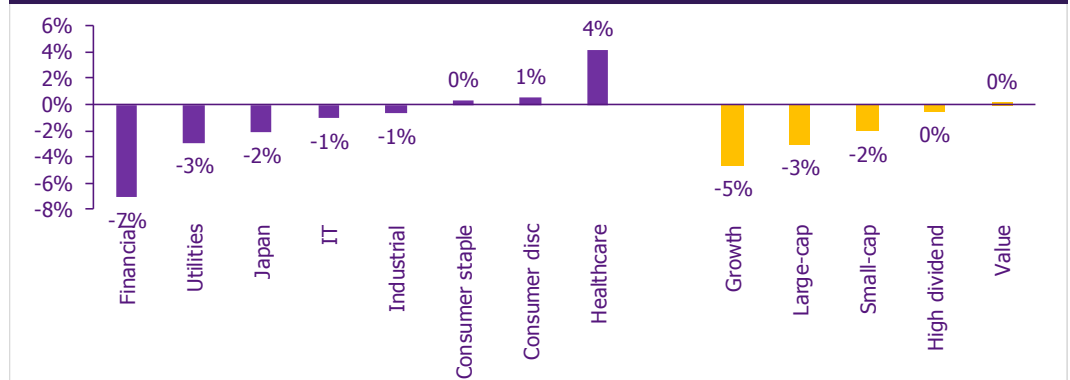
ภาพระยะยาวยังคงคลุมเครือ; ยินดีต้อนรับสู่โลกแห่งอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ

เราไม่เชื่อว่าเศรษฐกิจโลกอยู่ในภาวะวิกฤต แต่เรามองว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเข้าสู่ช่วงที่การเติบโตต่ำในสภาวะที่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์สูง หนี้ครัวเรือนสูง และประชากรสูงอายุเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงภายนอก เช่น สถานการณ์ตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ความขัดแย้งระหว่างญี่ปุ่นกับเกาหลีใต้ Brexit และความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลาง สร้างแรงกดดันต่อการเติบโตท่ามกลางการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงเรียบร้อยแล้ว ประเทศไทยอยู่ท่ามกลางกระแสการเติบโตของรายได้ชะลอตัว ตลาดของประเทศไทยประมาณ 30% ในปี 2550 ซึ่งยอดขายเติบโตต่ำกว่า 5% YoY เติบโตอย่างช้าๆ สู่ 40% ในปี 2561 และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ 45% ในปี 2562 นอกจากนี้ประเทศไทยก็อยู่ในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจขาขึ้น (late cycle) และแม้ธนาคารกลางหลักๆ ต่างแสดงถึงความเต็มใจมากขึ้นและศักยภาพในการแทรกแซงเพื่อควบคุมไม่ให้เศรษฐกิจปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญ แต่ความเคลื่อนไหวดังกล่าวอาจจะไปจำกัดศักยภาพของมาตรการกระตุ้นทางการคลังและการเงิน ประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายติดลบ: เยอรมนี (-0.4%), ญี่ปุ่น (-0.1%) และสวีเดน (-0.8%) การชะลอตัวอาจจะรุนแรงน้อยลง แต่การฟื้นตัวอาจจะเกิดขึ้นช้าลงและอ่อนแอลงมากทั้งๆ ที่นโยบายการเงินผ่อนคลายเป็น

เมื่ออิงกับการเปรียบเทียบกับตลาดญี่ปุ่นในระหว่างปี 2538-2555 ซึ่งเป็นช่วงที่อัตราดอกเบี้ยและเศรษฐกิจเติบโตต่ำ เราพบว่า: a) กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยและผู้ส่งออกเติบโตโดดเด่นมากที่สุด โดยมีสาเหตุมาจากค่าเงินอ่อนค่าและการเติบโตของตลาดใหม่; b) กลุ่มปลอดภัย เช่น สินค้าจำเป็น และการแพทย์ ในญี่ปุ่นปรับตัวขึ้นโดดเด่นตั้งแต่ปี 2533; c) ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงท่ามกลางสภาวะที่ไม่มีผลตอบแทนทั้งจากตลาดตรา

สารหนี้และตลาดหุ้นในญี่ปุ่น ทำให้หุ้นผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงดูน่าสนใจ; d) หุ้นขนาดเล็กมีผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นขนาดใหญ่ เพราะเติบโตดีกว่า และ e) ธนาคารและหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดอกเบี้ยจะให้ผลตอบแทนที่น้อยกว่าตลาด เรามองว่าประเทศไทยจะเผชิญกับความท้าทายแบบเดียวกันในระยะยาว และเราเชื่อว่าในระยะยาวผลตอบแทนของหุ้นไทยจะคล้ายกับญี่ปุ่นในปี 2538-2555

Figure 29: ผลตอบแทนรวม (เฉลี่ยต่อปี) ในญี่ปุ่นระหว่างปี 2538-2555



Source: SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน 4Q62: เน้นหุ้นขนาดใหญ่ สภาพคล่องสูง และปลอดภัย – Top picks คือ BTS WHA GLOBAL BCH และ CPALL

เราประเมินการยกระดับความรุนแรงของสถานการณ์ตั้งเครียดทางการค้าเมื่อไม่นานนี้ซึ่งจุดรั้งให้ดัชนีหุ้นวัฏจักรปรับตัวลดลงและ underperform ดัชนีหุ้นปลอดภัยใน 3Q62 ไว้แต่เกินไป เราไม่คิดว่าสถานการณ์ตั้งเครียดทางการค้าจะคลี่คลายอย่างรวดเร็ว แต่คาดว่าความเจรจาระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะใช้เวลาเพิ่มขึ้น เนื่องจากสงครามการค้าอาจจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย เราจึงเชื่อว่าในที่สุดแล้วจีนกับสหรัฐฯ จะสามารถบรรลุข้อตกลงร่วมกันได้และพบกันครึ่งทาง เราแนะนำให้นักลงทุนเน้นลงทุนในกลุ่มหุ้นปลอดภัย เช่นเดียวกับ 3Q62 ในขณะที่มองหาจังหวะสลับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนจากกลุ่มหุ้นปลอดภัยมาเป็นกลุ่มหุ้นวัฏจักรในกลางเดือน พ.ย. ดังนั้นกลยุทธ์การลงทุนใน 4Q62 ซึ่งเราจึงเน้นไปที่หุ้น domestic play ที่มีโมเมนตัมการเติบโตของกำไรใน 3Q62-4Q62 สนับสนุน และหุ้นที่มี story เกี่ยวกับการเติบโตอย่างต่อเนื่องจนถึงปี 2563 เมื่อรวมกันแล้ว เราคาดว่ากลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (WHA), การแพทย์ (BCH), พาณิชยกรรม (GLOBAL, CPALL) และขนส่ง (BTS) จะปรับตัว outperform ใน 4Q62

ในทางกลับกัน เราแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงหุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เพราะแนวโน้มตลาดที่อยู่อาศัยไม่สดใส เนื่องจากอุปทานใหม่มีมากกว่าอุปสงค์ในกลุ่มคอนโด สต็อกการขายเพิ่มขึ้น ธนาคารปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยอย่างเข้มงวดมากขึ้น และความตึงเครียดจากชาวต่างชาติลดลง นอกจากนี้เรายังแนะนำให้หลีกเลี่ยงหุ้นกลุ่มยานยนต์ โดยมีสาเหตุมาจากความต้องการซื้อในและต่างประเทศชะลอตัว ขาดการเปิดตัวโมเดลใหม่ๆ ราคาเหล็กสูง และการแข่งขันสูง

Figure 30: นำหนักการลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4Q62

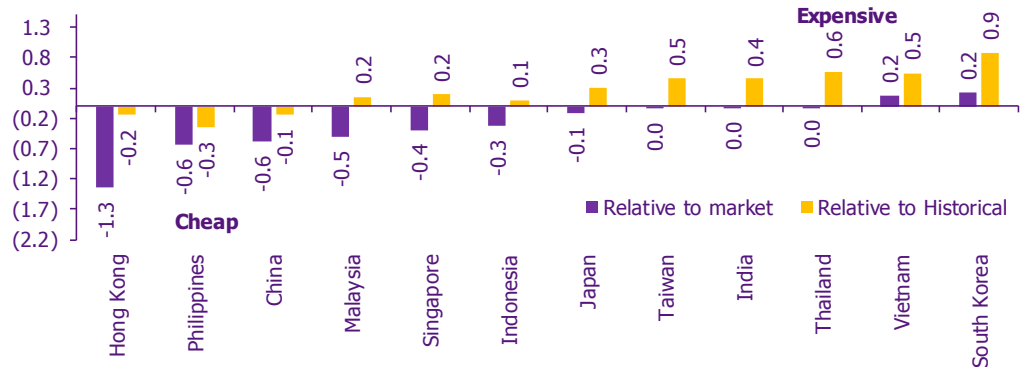
	Rating	ปัจจัยขับเคลื่อน
พาณิชยกรรม	Overweight	การบริโภคฟื้นตัว (+), มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ (+), การท่องเที่ยวฟื้นตัว (+)
การแพทย์	Overweight	จำนวนผู้ป่วยเติบโตอย่างต่อเนื่อง (+), ไข้หวัดใหญ่และไข้เลือดออกกระบาด (+), valuation ลดลง (+)
นิคมอุตสาหกรรม	Overweight	วัฏจักรการลงทุน (+), EEC (+), ยอดขายที่ดินเดิมน่า (+), การย้ายฐานการผลิต (+)
ขนส่ง	Overweight	ราคาเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง (+), ขยายสัมปทาน (+), เข้าสู่อีซีซี (+)
ธนาคาร	Neutral	สินเชื่อเติบโตต่อเนื่อง (+), กังวลเกี่ยวกับ NPL และรายได้ค่าธรรมเนียม (-), การแข่งขัน (-), กระจายลงทุน (-)
พลังงานและสาธารณูปโภค	Neutral	พลังงาน-ราคาน้ำมันฟื้นตัว, valuation ถูก; สาธารณูปโภค – valuation แพง, ความชัดเจนสูง
ท่องเที่ยว	Neutral	นักท่องเที่ยวจีนฟื้นตัว (+), อุปสงค์ในประเทศเติบโต (+), อุปทานเติบโตอย่างมาก (-), บาทแข็งค่า (-)
อาหารและเครื่องดื่ม	Neutral	การแข่งขันสูงขึ้น (-), ภาษีความหวาน (-), ตลาดส่งออกแข็งแกร่ง (+)
สื่อสาร	Neutral	การแข่งขันลดลง (+), กำไรเติบโตแข็งแกร่ง (+), ประมูลคลื่น 5G (-), valuation แพง (-)
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	อุปสงค์ในประเทศเติบโต (+), บาทแข็งค่า (-)
ปิโตรเคมี	Neutral	Spread แคบลง (-), เศรษฐกิจชะลอตัว (-), การปรับลดปริมาณการผลิตเสร็จสิ้นแล้ว (+), valuation น่าสนใจ (+)
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	Neutral	อุปสงค์ฟื้นตัว (+), วัฏจักรตลาดทดแทน (+), บาทแข็งค่า (-), เดือนกุมภาพันธ์ (-)
ธุรกิจการเกษตร	Neutral	เอลนีโญจะช่วยสนับสนุนราคา (+), การส่งออกเติบโตต่อเนื่อง (+), ความเสี่ยงโรค ASF (-)
รับเหมาก่อสร้าง	Neutral	การเบิกจ่ายงบประมาณจากรัฐบาลชะลอตัว (-), รับรู้รายได้จากโครงการเดิม (+)
ยานยนต์	Underweight	ฐานสูงในปีก่อน (-), ตลาดส่งออกอ่อนตัวลง (-), สินค้าคงคลังสูง (-), ปรับปริมาณการก้าโรลดลง (-)
ที่อยู่อาศัย	Underweight	เกณฑ์ LTV (-), สินค้าคงคลังสูง (-), เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง (-), ความต้องการซื้อจากชาวจีนน้อย (-)

Source: SCBS Investment Research

Valuation ดูเหมือนจะอยู่ในระดับที่เหมาะสม

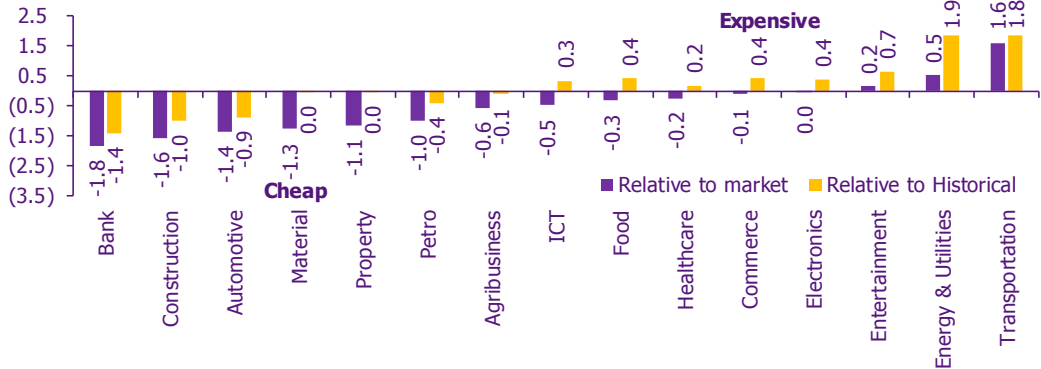
เมื่อพิจารณาจาก valuation scorecard รายประเทศ ซึ่งอิงกับอัตราส่วน P/E, P/B และ EV/EBITDA เปรียบเทียบกับค่าอ้างอิงและค่าเฉลี่ยระยะยาว ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะมีมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ P/E 15 เท่า, P/B 1.8 เท่า และ EV/EBITDA 10 เท่า บน valuation scorecard ของตลาดหุ้นเอเชียเทียบกับตลาดอื่นๆ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตระยะยาวอยู่เล็กน้อย เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มสาธารณูปโภค บันเทิง และขนส่งดูแพงเมื่อเทียบกับค่าอ้างอิงและค่าเฉลี่ยระยะยาว ทั้งนี้เมื่ออิงกับ Z-score (คะแนนมาตรฐาน) ระยะ 3 ปี เราพบว่ากลุ่มสื่อสาร บริการรับเหมาก่อสร้าง กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT มี valuation แพง ในขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง อาหาร การแพทย์ ปีโตรเคมี และอสังหาริมทรัพย์ มี valuation ถูกเมื่อเทียบกับระดับในอดีต ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนขึ้นชอบหุ้นปลอดภัย ทั้งๆ ที่ valuation สูง และยังไม่สนใจเข้าลงทุนในหุ้นวัฏจักร ทั้งๆ ที่ valuation ถูก

Figure 31: Valuation scorecard รายประเทศ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 32: Valuation scorecard รายกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 33: Heatmap valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมอ้างอิง z-score

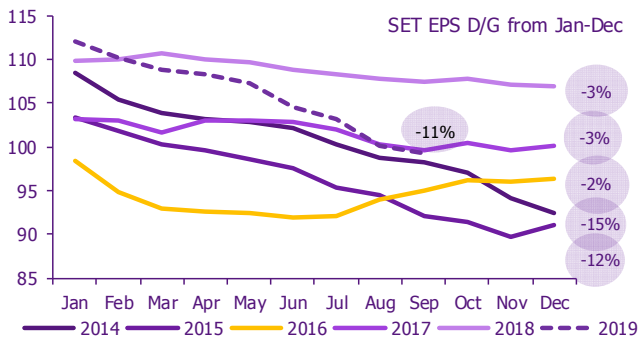
	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19
Agribusiness	-0.2	-0.1	0.9	0.8	2.5	1.7	2.0	2.7	3.0	0.9	0.3	-0.3	0.4	0.3	0.5	0.6	0.7	1.2	1.0	0.2
Automotive	1.7	1.5	0.9	0.3	0.8	0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.9	-1.1	-1.7	-1.4	-1.3	-1.6	-1.3	-1.6	-1.5	-1.7	-1.8
Bank	-0.4	-0.5	-0.9	-1.1	-1.2	-1.3	-0.9	-0.8	-0.7	-0.9	-0.9	-1.2	-0.9	-0.9	-1.1	-1.1	-1.2	-1.0	-1.1	-1.6
Commerce	2.7	2.7	2.5	2.5	1.3	-0.2	0.3	0.2	0.8	0.1	0.2	-0.1	0.8	0.7	0.2	0.4	0.2	1.2	1.2	0.8
ICT	1.0	0.7	0.7	0.9	-0.2	-0.7	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.6	-1.1	-1.2	-0.7	-0.4	-0.2	-0.3	1.1	1.1	1.2
Material	-0.2	-0.3	-0.4	-0.8	-1.0	-1.7	-0.6	-0.5	-0.4	-0.7	0.0	-0.6	0.4	0.5	0.4	0.2	-0.2	0.4	0.2	0.0
Construction	0.9	0.0	0.3	0.1	1.3	0.0	0.8	0.9	1.5	0.6	0.3	0.5	1.0	0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.4	-0.8	-1.7
Energy	2.3	2.3	1.5	1.5	1.0	0.2	0.6	0.8	1.2	0.4	0.0	-0.5	0.7	1.0	1.0	1.4	0.7	2.0	1.7	1.7
Media	1.6	1.3	1.7	1.3	1.2	0.8	1.0	1.2	3.1	2.3	2.3	1.4	1.5	2.1	2.0	1.2	2.2	2.5	2.6	2.0
Electronics	0.2	0.0	-0.3	0.0	-0.1	-0.3	0.6	0.0	-0.2	0.5	-0.1	-0.4	-0.4	0.6	0.2	0.6	-0.5	0.3	-0.1	-0.2
Finance	1.6	1.3	1.2	-0.1	0.3	0.1	0.2	0.3	1.0	0.7	0.3	-0.2	-0.3	-0.5	0.0	0.5	0.5	1.0	1.5	0.9
Food	2.0	1.5	1.3	1.4	1.2	0.3	1.3	1.8	2.0	-0.6	0.9	-0.1	1.0	1.3	0.9	1.3	1.2	1.7	1.4	0.7
Healthcare	0.7	0.8	1.0	0.5	0.9	0.0	0.5	0.6	0.5	0.0	0.5	-0.4	-1.2	-1.4	-1.5	-1.4	-1.8	-1.4	-1.6	-2.1
Hotel & Tourism	0.9	0.9	0.5	0.8	-0.3	-1.1	-0.8	-0.9	-0.5	-0.8	-0.6	-1.1	-0.5	-0.4	-0.6	-0.7	-1.9	-1.7	-2.1	-2.2
Petrochemical	1.5	1.4	0.7	1.0	0.2	-1.5	-0.6	-0.8	-1.0	-1.8	-1.9	-2.3	-2.3	-1.4	-1.8	-1.6	-1.7	-1.0	-1.3	-1.4
PF & REIT	-1.8	-1.1	-1.4	-1.2	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.2	0.2	0.4
Property	1.3	1.1	0.4	0.8	0.4	-1.0	0.1	0.4	0.7	-0.4	-1.1	-1.8	-0.9	-0.9	-1.0	-0.5	-1.1	-0.3	-0.4	-1.4
Transportation	2.2	2.2	1.6	1.9	1.4	0.7	1.1	1.4	1.1	0.5	1.0	0.8	1.5	1.2	1.4	1.8	1.1	2.3	1.9	2.6

Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

การปรับประมาณการกำไรใกล้ถึงจุดต่ำสุดแล้ว

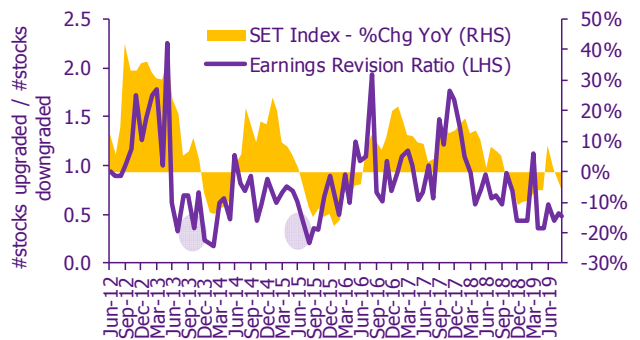
หลังจากผลการดำเนินงานใน 1H62 ออกมา่าผิดหวัง บริษัทมากกว่าครึ่งหนึ่ง (52%) ใน SET100 Index ก็ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่เป็นการปรับประมาณการเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 2Q62 และความชัดเจนด้านการเติบโตต่ำ ประมาณการกำไรของ SET ถูกปรับลดลง 5% QTD (ณ วันที่ 13 กันยายน) และเกือบ 11% นับตั้งแต่ต้นปี 2562 ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูล อัตราส่วนการปรับประมาณการกำไรซึ่งแสดงแนวโน้มในการคาดการณ์กำไร ลดลงจาก 1.1 ใน 1Q62 สู่ 0.5 ในเดือนกันยายน เนื่องจากนักวิเคราะห์ปรับประมาณการ EPS ลดลงในอัตราที่เร็วขึ้นเล็กน้อย อัตราส่วนดังกล่าวลดลงในหุ้นวัฏจักรส่วนใหญ่ ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักวิเคราะห์ในตลาดมีมุมมองระยะยาวต่ออัตราการเติบโตของ EPS นักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณการ SET EPS ลดลง 5% YTD ลดลงมากที่สุดในรอบ 3 ปี ดังนั้นจึงมีโอกาที่จะปรับประมาณการกำไรลดลงอีกจำกัด การปรับประมาณการกำไรลดลงอีกรอบจะมีผลกระทบต่อราคาหุ้น เพราะเราเชื่อว่าผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 2Q62 สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว

Figure 34: การปรับประมาณการกำไรของ SET



Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 35: อัตราส่วนการปรับประมาณการกำไร

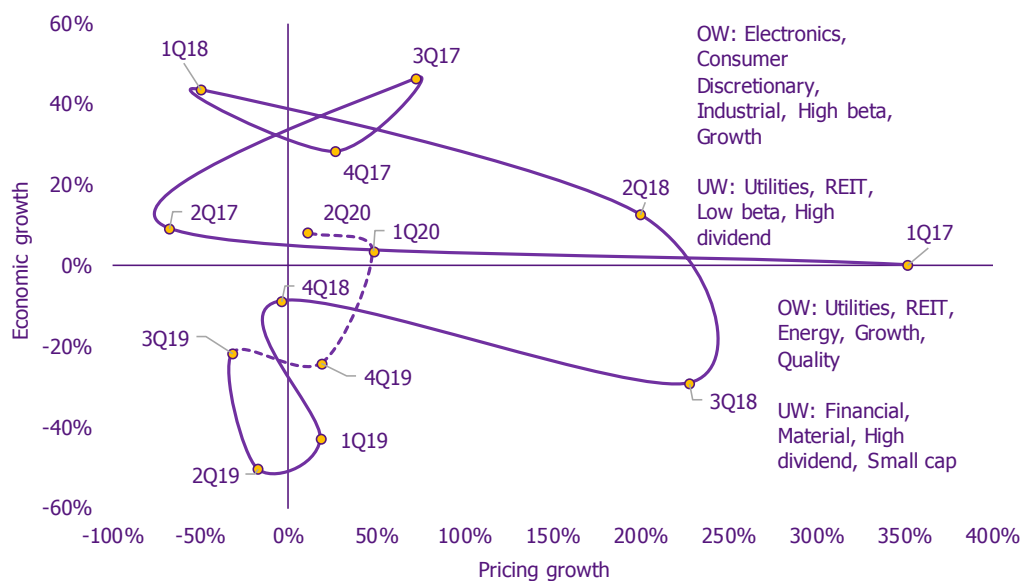


Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

มองบวกต่อตลาดหุ้นไทยมากขึ้นในปี 2563

แม้ความเสี่ยงมหภาคยังคงมีอยู่ แต่เราคาดว่า GDP จะฟื้นตัวเล็กน้อยใน 1H63 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) ฐานต่ำจากมูลค่าการส่งออกที่ลดลง 2) การใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ 3) การลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะส่งผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนปรับตัวเพิ่มขึ้นตามมา เราคาดว่า GDP จะปรับตัวดีขึ้น YoY ตั้งแต่ 1Q63 เป็นต้นไป ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อในปี 2563 จะยังอยู่ในระดับต่ำที่ 1% โดยเฉลี่ย แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากปี 2562 ค่าแนะนำของเราสำหรับกลยุทธ์การลงทุนระยะสั้นใน 1H63 คือ เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักร เช่น พลังงาน ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ ท่องเที่ยว อุตสาหกรรมการผลิต รับเหมาก่อสร้าง และขนส่ง ในขณะที่ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค REIT สินค้าจำเป็น และหุ้นปันผลสูง

Figure 36: แนวโน้มเศรษฐกิจและการเติบโตของราคา

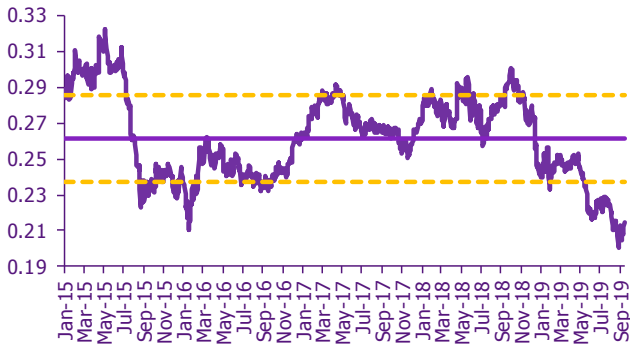


Source: SCBS Investment Research

มองหาลงทุนปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุน; คาดอยู่ในเดือนพฤศจิกายน 2562

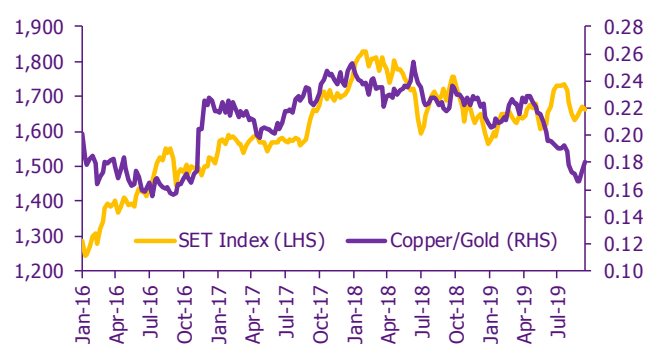
การปรับตัว outperform ของหุ้นคุณค่าในเดือนก.ย. สร้างความกังวลแก่นักลงทุน เนื่องจากการปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนออกจากหุ้นเติบโตและหุ้นปลอดภัยอาจจะส่งผลทำให้ตลาดปรับตัวลดลง ในขณะที่ดูเหมือนว่าจะมีการปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนเล็กน้อยจากหุ้นเติบโตมายังหุ้นคุณค่า เราเชื่อว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันและการฟื้นตัวของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นมากกว่า 2% ในเดือนก.ย. ในขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยและสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ปรับขึ้นมาแล้วเกือบ 15 และ 30 basis point ในเดือนก.ย. ราคาทองแดงปรับขึ้นกว่า 4% MTD สะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นในอนาคต เราเชื่อว่าเดือนพ.ย. จะเป็นช่วงเวลาที่ดีในการปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุน เพราะเราคาดการณ์ถึง: 1) การประกาศผลประกอบการที่อ่อนแอ 2) การปรับประมาณการ GDP และกำไรลดลงอีกรอบ แต่ 3) ข้อมูลเศรษฐกิจจะปรับตัวดีขึ้น หุ้นกลุ่มวัฏจักรที่เราแนะนำคือ: พลังงาน ทองเที่ยว ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ และรับเหมาก่อสร้าง

Figure 37: ดัชนีอัตราส่วนหุ้นวัฏจักร/หุ้นปลอดภัย



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 38: ราคาทองแดง/ทองคำ

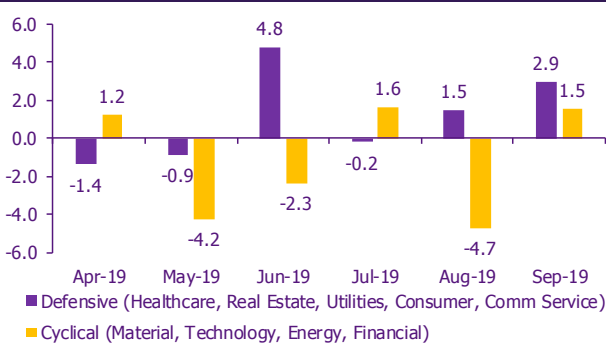


Source: SET and SCBS Investment Research

Position หุ้นวัฏจักรยังเบาบาง; หุ้นวัฏจักรมีการถือครองน้อย

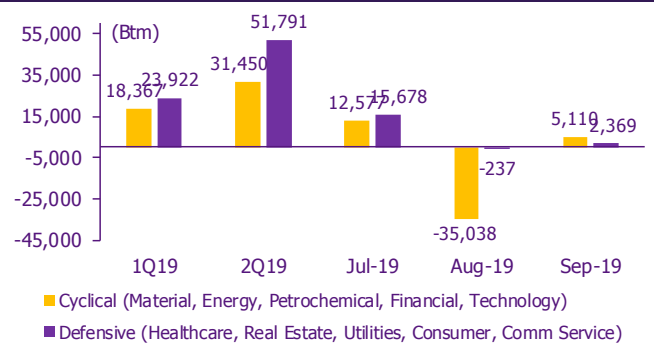
ข้อมูลจาก EPFR ชี้ให้เห็นว่า เม็ดเงินลงทุนทั่วโลกกำลังเคลื่อนย้ายออกจากกลุ่มวัฏจักร เช่น วัสดุก่อสร้าง พลังงาน และกลุ่มการเงิน ไปยังกลุ่มสาธารณูปโภค สินค้าอุปโภคบริโภค และสื่อสาร เม็ดเงินลงทุนของประเทศไทยก็เช่นเดียวกัน ดัชนีหุ้นปลอดภัยปรับตัว outperform ดัชนีหุ้นวัฏจักรเป็นเวลา 3 ไตรมาสติดต่อกันแล้ว ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนกำลังเพิ่ม position ในหุ้นปลอดภัย แทนหุ้นวัฏจักร นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิในกลุ่มพาณิชย์ สื่อสาร การแพทย์ และสาธารณูปโภค ในขณะที่มียอดขายสุทธิในกลุ่มปิโตรเคมี กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน และธนาคาร อ้างอิงการซื้อขาย NVDR ทั้งนี้จากการตรวจสอบทางช่องทางของเราพบว่า นักลงทุนสถาบันกำลังลด position ในกลุ่มปิโตรเคมี และพลังงาน ในขณะที่เพิ่ม position ในกลุ่มพาณิชย์ และสื่อสาร ดังนั้นเราจึงมองว่าหุ้นวัฏจักรเป็นหุ้นที่มีการถือครองน้อย

Figure 39: position เม็ดเงินลงทุนทั่วโลก



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 40: การซื้อขาย NVDR รายการอุตสาหกรรม



Source: SET and SCBS Investment Research

This page is left blank intentionally



หุ้นเด่นที่ผลตอบแทนน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง

เราเลือก BCH เป็นหุ้นเด่นอันดับ 1 ในกลุ่มการแพทย์ (และปรับ CHG ลงมาเป็นหุ้นเด่นอันดับสอง หลังจากราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น) เนื่องจากผลตอบแทนดูน่าดึงดูดเมื่อเทียบกับความเสี่ยง ราคาหุ้น BCH ปรับตัวลดลง 6% YTD แยกว่า SET ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 6% และ CHG ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 21% เพราะถูกจัดรั้งโดยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของ World Medical Hospital (WMC) อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำไรของ BCH ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 และเติบโต 16% ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงพยาบาลที่ได้รับการปรับปรุงและผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นของ WMC เราแนะนำ "ซื้อ" BCH ด้วยราคาเป้าหมาย 20.5 บาท/หุ้น

การดำเนินงานที่ดีขึ้นของโรงพยาบาลที่ได้รับการปรับปรุง เราคาดว่ากำไรของ BCH จะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 (+9% YoY และ +28% HoH) และเติบโต 16% ในปี 2563 โดย EBITDA margin (ไม่รวม WMC) ของ BCH ปรับตัวลดลงตั้งแต่ 4Q61 เพราะได้รับผลกระทบจากต้นทุนระยะเริ่มแรกจากการปรับปรุงและยกระดับสิ่งอำนวยความสะดวกและบริการเพื่อให้บริการเฉพาะทางเพิ่มที่ โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ รวมค่าแห่ง เพื่อให้บริการกลุ่มผู้มีรายได้สูงและผู้ป่วยต่างชาติ โดยโรงพยาบาลแห่งนี้มีผลการดำเนินงานที่ดีด้วยรายได้ที่เติบโต 84% YoY ใน 1H62 (คิดเป็นสัดส่วน 6% ของรายได้ของ BCH) และผลขาดทุนที่ระดับ EBITDA ลดลง ซึ่งสะท้อนผ่านทาง EBITDA margin (ไม่รวม WMC) ที่ปรับตัวดีขึ้นจาก 25.9% ใน 1Q62 สู่ 28.2% ใน 2Q62 เรายังคงมองว่าอัตราค่าโง่มีโอกาสที่จะปรับตัวขึ้นได้อีก เนื่องจากสิ่งอำนวยความสะดวกและบริการของโรงพยาบาลแห่งนี้พร้อมแล้ว และไม่มีความต้องการใช้เงินลงทุนจำนวนมากอีก โดย BCH คาดว่าโรงพยาบาลแห่งนี้จะมี EBITDA เป็นบวกใน 3Q62

ผลการดำเนินงานของ WMC ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ผลการดำเนินงานของ WMC (10% ของ EBITDA ทั้งหมดของ BCH) อ่อนแอใน 2Q62 โดย EBITDA ลดลง 28% YoY และ 31% QoQ ส่งผลทำให้ EBITDA margin ของ WMC ปรับตัวลดลงสู่ 18.4% (จาก 24.7% ใน 1Q62 และ 26.7% ใน 2Q61) โดยมีสาเหตุมาจากการให้บริการที่ศูนย์รักษาแผลเบาหวานที่เก่า (เป็นบริการที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ WMC) สะดุดในระยะสั้น สืบเนื่องมาจากการย้ายสถานที่ไปยังชั้น 1 เพื่อให้ผู้ป่วยได้รับความสะดวกมากขึ้นเพราะจะมีพื้นที่ให้บริการเพิ่มขึ้น เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ WMC ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว และจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 หลังจากศูนย์รักษาแผลเบาหวานที่เก่าแห่งใหม่เปิดให้บริการอย่างเป็นทางการในเดือนส.ค. และเปิดศูนย์ผู้มีบุตรยากโดยให้บริการ IVF (in vitro fertilization) ในเดือนต.ค.-พ.ย.

มี upside จากการเพิ่มอัตราการเหมาจ่ายรายหัวประกันสังคม รายได้จากโครงการประกันสังคม (SC) คิดเป็นสัดส่วน 33% ของรายได้ทั้งหมดของ BCH ใน 1H62 และเรามองว่ากำไรมี upside จากแนวโน้มที่จะมีการปรับเพิ่มอัตราการจ่ายเหมาจ่ายรายหัว ล่าสุดโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการรักษาผู้ป่วยประกันสังคมได้เสนอให้สำนักงานประกันสังคมพิจารณาเพิ่มอัตราการเหมาจ่ายรายหัวหลังจากไม่ได้ปรับขึ้นมาตั้งแต่เดือนก.ค. 2560 เพื่อสะท้อนค่าใช้จ่ายในการให้บริการทางการแพทย์ที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างประชากรซึ่งมีจำนวนผู้สูงอายุเพิ่มขึ้น ทำให้มีความต้องการใช้บริการทางการแพทย์เพิ่มขึ้น เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับเพิ่มอัตราการเหมาจ่ายรายหัวสืบเนื่องมาจากการขาดแคลนโรงพยาบาล เนื่องจากโรงพยาบาลบางแห่งถอนตัวออกจากระบบประกันสังคม โดยมีสาเหตุมาจากภาระต้นทุน ข้อมูลจากสำนักงานประกันสังคมระบุว่า จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมเพิ่มขึ้น 75% จาก 9.4 ล้านคนในปี 2552 สู่ 16.4 ล้านคนในเดือนส.ค. 2562 ในขณะที่จำนวนโรงพยาบาลที่รับผู้ป่วยประกันสังคมลดลง 5% ในช่วงเวลาเดียวกัน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	7,255	8,073	8,900	10,029	11,344
EBITDA	(Btmn)	2,063	2,232	2,431	2,791	3,065
Core profit	(Btmn)	917	1,089	1,169	1,361	1,570
Reported profit	(Btmn)	917	1,089	1,169	1,361	1,570
Core EPS	(Bt)	0.37	0.44	0.47	0.55	0.63
DPS	(Bt)	0.20	0.22	0.23	0.27	0.31
P/E, core	(x)	42.7	35.9	33.5	28.8	24.9
EPS growth, core	(%)	21.8	18.8	7.3	16.4	15.4
P/BV, core	(x)	7.5	6.9	6.2	5.6	5.1
ROE	(%)	16.3	17.7	17.4	18.5	19.4
Dividend yield	(%)	1.3	1.4	1.5	1.7	2.0
FCF yield	(%)	(1.7)	4.7	2.2	2.0	2.2
EV/EBIT	(x)	29.0	26.1	23.8	20.6	18.0
EBIT growth, core	(%)	17.1	8.6	9.0	14.8	14.2
EV/CE	(x)	5.2	3.9	3.7	3.5	3.3
ROCE	(%)	13.5	11.2	11.7	12.9	13.9
EV/EBITDA	(x)	21.4	19.3	17.6	15.3	13.9
EBITDA growth	(%)	13.5	8.2	8.9	14.8	9.8

Source: SCBS Investment Research

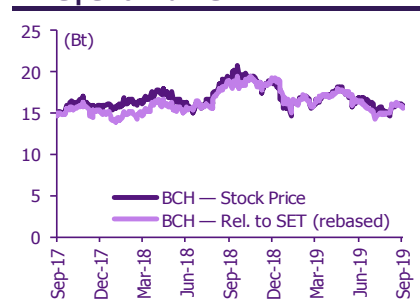
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 16) (Bt)	15.70
12-m target price (Bt)	20.50
Upside (Downside) to TP (%)	30.57
Mkt cap (Btbn)	39.15
Mkt cap (US\$mn)	1,282

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.23
Sector % SET	4.40
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	21.1 / 14.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.59
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	44.0
Dividend policy (%)	≤ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.5	(6.0)	(16.9)
Relative to SET	3.7	(5.7)	(14.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	20.50
12-month dividend	(Bt)	0.23
Capital gain	(%)	30.57
Dividend yield	(%)	1.49
Total return	(%)	32.07

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	5,301	5,766	6,511	7,255	8,073	8,900	10,029	11,344
Cost of goods sold	(Btmn)	3,670	3,989	4,472	4,877	5,394	5,985	6,743	7,653
Gross profit	(Btmn)	1,631	1,777	2,039	2,378	2,679	2,915	3,286	3,691
SG&A	(Btmn)	721	855	835	960	1,132	1,226	1,344	1,471
Other income	(Btmn)	80	86	98	107	109	116	131	148
Interest expense	(Btmn)	160	163	162	136	126	125	125	125
Pre-tax profit	(Btmn)	830	844	1,140	1,389	1,531	1,680	1,948	2,242
Corporate tax	(Btmn)	159	174	208	271	285	336	390	448
Equity a/c profits	(Btmn)	0	3	1	1	3	3	3	3
Minority interests	(Btmn)	(149)	(145)	(180)	(202)	(159)	(178)	(201)	(227)
Core profit	(Btmn)	522	527	753	917	1,089	1,169	1,361	1,570
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	522	527	753	917	1,089	1,169	1,361	1,570
EBITDA	(Btmn)	1,423	1,468	1,817	2,063	2,232	2,431	2,791	3,065
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.21	0.21	0.30	0.37	0.44	0.47	0.55	0.63
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.21	0.21	0.30	0.37	0.44	0.47	0.55	0.63
DPS (Bt)	(Bt)	0.07	0.07	0.17	0.20	0.22	0.23	0.27	0.31

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	1,933	2,137	1,937	3,364	2,549	2,834	3,184	3,551
Total fixed assets	(Btmn)	7,557	7,859	8,039	8,718	9,497	9,861	10,282	10,804
Total assets	(Btmn)	9,992	10,598	10,569	12,674	12,627	13,276	14,047	14,937
Total loans	(Btmn)	4,031	4,462	4,078	5,494	4,690	4,692	4,692	4,692
Total current liabilities	(Btmn)	1,803	3,042	2,621	2,276	1,740	1,782	1,851	3,434
Total long-term liabilities	(Btmn)	3,324	2,510	2,498	4,344	4,346	4,348	4,348	2,848
Total liabilities	(Btmn)	5,325	5,676	5,233	6,762	6,230	6,273	6,342	6,425
Paid-up capital	(Btmn)	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	(Btmn)	4,667	4,922	5,337	5,912	6,398	7,003	7,705	8,512
BVPS (Bt)	(Bt)	1.66	1.75	1.91	2.08	2.29	2.52	2.79	3.11

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	522	527	753	917	1,089	1,169	1,361	1,570
Depreciation and amortization	(Btmn)	433	461	514	538	576	626	718	697
Operating cash flow	(Btmn)	827	1,347	1,701	1,814	1,618	1,820	1,840	2,055
Investing cash flow	(Btmn)	(605)	(880)	(729)	(2,483)	241	(951)	(1,050)	(1,182)
Financing cash flow	(Btmn)	(736)	(257)	(1,134)	642	(1,699)	(562)	(659)	(763)
Net cash flow	(Btmn)	(515)	209	(163)	(27)	160	307	131	111

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	30.8	30.8	31.3	32.8	33.2	32.8	32.8	32.5
Operating margin	(%)	17.2	16.0	18.5	19.5	19.2	19.0	19.4	19.6
EBITDA margin	(%)	26.8	25.5	27.9	28.4	27.7	27.3	27.8	27.0
EBIT margin	(%)	18.4	17.2	19.7	20.7	20.2	20.0	20.4	20.6
Net profit margin	(%)	9.8	9.1	11.6	12.6	13.5	13.1	13.6	13.8
ROE	(%)	11.3	11.0	14.7	16.3	17.7	17.4	18.5	19.4
ROA	(%)	5.2	5.1	7.1	7.9	8.6	9.0	10.0	10.8
Net D/E	(x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
Interest coverage	(x)	8.9	9.0	11.2	15.2	17.7	19.5	22.3	24.5
Debt service coverage	(x)	1.6	0.7	1.0	1.6	4.8	5.2	6.0	1.6
Payout Ratio	(x)	33.4	33.1	56.3	54.4	50.0	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	65.1	64.9	63.6	62.2	66.0	67.0	69.8	72.5
Social security service (SC)	(%)	33.8	34.0	35.4	37.0	33.3	33.0	30.2	27.5
Universal coverage (UC)	(%)	1.1	1.1	1.0	0.8	0.8	0.0	0.0	0.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total revenue	(Btmn)	2,004	1,953	1,822	1,918	2,228	2,105	2,078	2,137
Cost of goods sold	(Btmn)	1,299	1,283	1,250	1,277	1,432	1,435	1,444	1,483
Gross profit	(Btmn)	704	670	573	641	796	670	635	654
SG&A	(Btmn)	226	254	255	288	300	289	288	306
Other income	(Btmn)	16	39	22	27	26	34	28	30
Interest expense	(Btmn)	34	35	33	30	31	32	32	34
Pre-tax profit	(Btmn)	460	420	307	350	491	383	342	343
Corporate tax	(Btmn)	95	85	53	62	88	82	59	65
Equity a/c profits	(Btmn)	0	(0)	1	1	1	0	1	1
Minority interests	(Btmn)	(63)	(57)	(39)	(38)	(47)	(34)	(35)	(36)
Core profit	(Btmn)	303	278	215	270	357	268	248	264
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	(20)	0	0	0	(20)
Net Profit	(Btmn)	303	278	215	250	357	268	248	244
EBITDA	(Btmn)	628	595	478	521	665	568	535	539
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.12	0.11	0.09	0.11	0.14	0.11	0.10	0.11
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.12	0.11	0.09	0.10	0.14	0.11	0.10	0.10

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total current assets	(Btmn)	2,089	3,364	2,540	2,225	2,322	2,549	2,827	2,810
Total fixed assets	(Btmn)	8,604	8,718	8,819	9,062	8,282	9,497	9,606	9,795
Total assets	(Btmn)	11,286	12,674	11,952	11,875	12,167	12,627	13,006	13,186
Total loans	(Btmn)	4,505	5,494	4,531	4,505	4,000	4,690	4,873	5,179
Total current liabilities	(Btmn)	2,208	2,276	1,306	1,302	1,560	1,740	1,873	1,704
Total long-term liabilities	(Btmn)	3,345	4,344	4,345	4,345	3,695	4,346	4,346	4,772
Total liabilities	(Btmn)	5,684	6,762	5,797	5,805	6,065	6,230	6,335	6,625
Paid-up capital	(Btmn)	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	(Btmn)	5,602	5,912	6,154	6,070	6,102	6,398	6,671	6,561
BVPS (Bt)	(Bt)	1.98	2.08	2.17	2.15	2.18	2.29	2.38	2.35

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Core Profit	(Btmn)	303	278	215	270	357	268	248	264
Depreciation and amortization	(Btmn)	134	141	138	141	143	153	161	161
Operating cash flow	(Btmn)	670	654	290	340	393	595	127	396
Investing cash flow	(Btmn)	(209)	(1,709)	707	136	(224)	(377)	(293)	(302)
Financing cash flow	(Btmn)	(355)	977	(1,019)	(442)	(249)	11	144	(96)
Net cash flow	(Btmn)	106	(78)	(22)	34	(81)	229	(22)	(1)

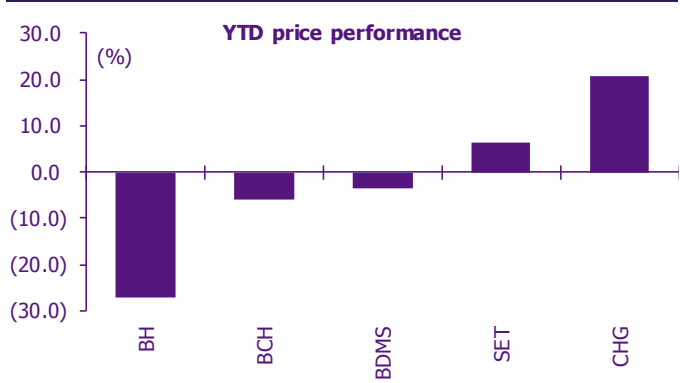
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Gross margin	(%)	35.2	34.3	31.4	33.4	35.7	31.8	30.5	30.6
Operating margin	(%)	23.9	21.3	17.5	18.4	22.2	18.1	16.7	16.3
EBITDA margin	(%)	31.4	30.5	26.2	27.2	29.9	27.0	25.8	25.2
EBIT margin	(%)	24.5	22.8	18.4	19.5	23.1	19.4	17.8	17.4
Net profit margin	(%)	15.1	14.2	11.8	13.1	16.0	12.7	11.9	11.4
ROE	(%)	15.9	16.3	14.7	16.8	19.2	18.0	15.5	16.2
ROA	(%)	7.8	7.9	7.5	8.4	9.6	8.8	8.0	8.2
Net D/E	(x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
Interest coverage	(x)	18.4	17.1	14.4	17.3	21.6	17.9	16.6	15.7
Debt service coverage	(x)	1.9	1.8	6.0	7.4	6.2	4.8	3.3	4.0

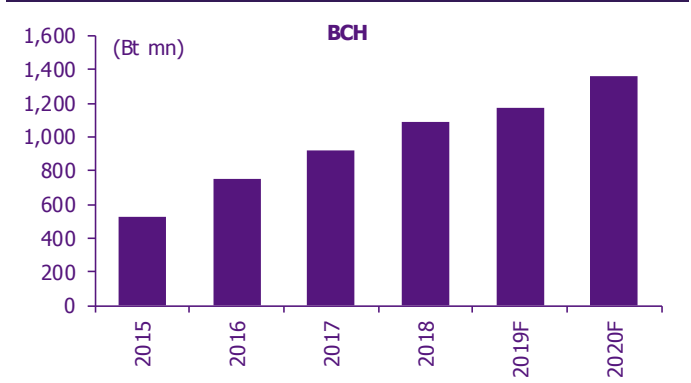
Main Assumptions

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	63.5	60.9	66.1	67.0	68.2	65.6	67.2	64.8
Social security service (SC)	(%)	35.6	38.7	33.9	33.0	31.8	34.4	32.8	35.2
Universal coverage (UC)	(%)	0.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Figure 1: BCH is attractive on its laggard performance compared to CHG **Figure 2: BCH earnings forecast**

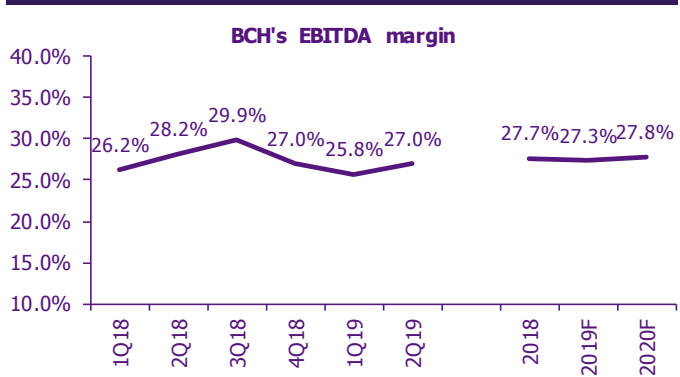


Source: SET and SCBS Investment Research



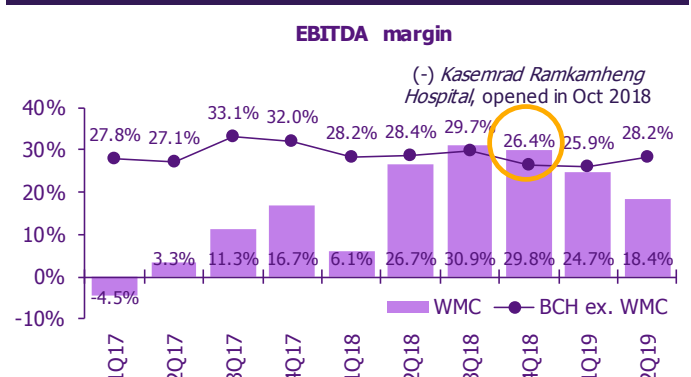
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Wider EBITDA margin in 2020



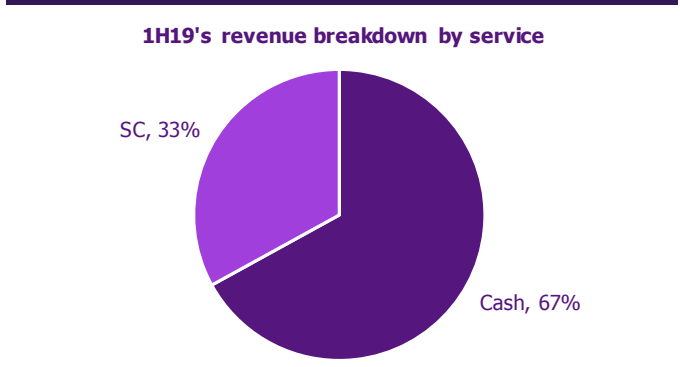
Source: SCBS Investment Research
 *Excluding extra items

Figure 4: Ramping up operation at upgraded facility



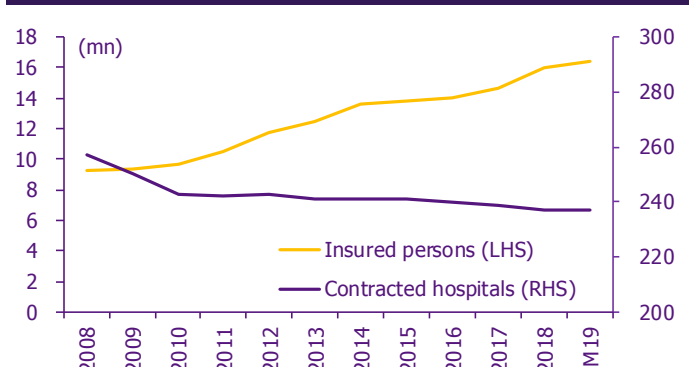
Source: SCBS Investment Research
 *Excluding extra items

Figure 5: Revenue breakdown by service



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Shortage of hospitals serving SC patient



Source: Social Security Office and SCBS Investment Research



เดินทางต่อไปอย่างมั่นคง

การเจรจาต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียวมีความคืบหน้าที่ดี และเราคาดว่าจะได้ข้อสรุปในเดือนก.ย. ซึ่งจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้น BTS ปรับตัวขึ้น นอกจากนี้ยังมี upside เพิ่มเติมจากโครงการมอเตอร์เวย์สองสายและสนามบินอู่ตะเภาด้วย เราแนะนำ "ซื้อ" BTS ด้วยราคาเป้าหมาย 16 บาท เราคาดว่าจะเห็นการปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นหลังจากต่อสัมปทาน

ปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นจากสัญญาสัมปทานใหม่รถไฟฟ้าสายสีเขียว BTS กำลังเจรจาทำสัญญาสัมปทานใหม่รถไฟฟ้าสายสีเขียวกับกรุงเทพมหานคร (กทม.) เราคาดว่าสัญญาสัมปทานใหม่นี้จะหนุนให้มูลค่าของ BTS ปรับขึ้นได้อีก 4.0 บาท/หุ้น อ้างอิง: 1) การต่ออายุสัมปทาน 30 ปี; 2) การกำหนดเพดานอัตราค่าโดยสารที่ 65 บาท/เที่ยว; 3) BTS จะเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยของกทม.; 4) BTS จะจ่ายเงินชดเชยให้กับ BTSGIF สำหรับการลดอัตราค่าโดยสาร และกทม. สำหรับค่าเสียโอกาส; 5) การแบ่งรายได้ 15% ให้กับกทม. ในปี 2572-2602; 6) BTS จะไม่ได้รับเงินทุน 1.73 หมื่นลบ. เพื่อสนับสนุนงาน E&M ของโครงการส่วนต่อขยายสายสีเขียว โซน 2 เรารวมการต่ออายุสัมปทานเข้ามาไว้ในประมาณการของเราแล้ว ทั้งนี้เมื่ออิงกับกรอบเวลา ดิสนีน่าจะได้ออกสรุปภายในเดือนก.ย.

ราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อน upside ทั้งหมด แม้ราคาหุ้น BTS ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 40.3% YTD outperform SET อยู่ 32.0% แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนแนวโน้ม upside ทั้งหมดจากสัญญาสัมปทานใหม่รถไฟฟ้าสายสีเขียว เนื่องจากเราประเมินราคาเป้าหมายบนสัญญาสัมปทานฉบับปัจจุบันได้ที่ 12.0 บาท/หุ้น นอกจากนี้เราก้เปรียบเทียบราคาเป้าหมายของนักวิเคราะห์ในตลาด (ส่วนใหญ่ยังไม่ได้รวมเอาแนวโน้ม upside จากสัญญาสัมปทานใหม่รถไฟฟ้าสายสีเขียวเข้ามา) และพบว่าราคาเป้าหมายโดยไม่มีสัญญาสัมปทานใหม่อยู่ในช่วง 12-13 บาท/หุ้น ซึ่งหมายความว่านักวิเคราะห์ในตลาดจะทยอยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเมื่อดิสนีส์เสร็จสิ้น ซึ่งจะเป็ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้นอีกอย่างหนึ่ง

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะทยอยเข้ามา BGSR JV (BTS ถือหุ้น 40%, GULF ถือหุ้น 40%, STEC ถือหุ้น 10% และ RATCH ถือหุ้น 10%) เป็นผู้เสนอราคาประมูลต่ำสุดสำหรับโครงการมอเตอร์เวย์สองสาย ซึ่งเราประเมินมูลค่าส่วนเพิ่มอย่างคร่าวๆ ได้ที่ 0.3 บาท/หุ้น โดยคาดว่าจะเซ็นสัญญาใน 1Q63 นอกจากนี้แล้วยังมีแนวโน้ม upside เพิ่มเติมจากโครงการพัฒนาสนามบินอู่ตะเภาซึ่งมีคู่แข่งเพียงรายเดียว คือ กลุ่ม Grand Consortium โครงการนี้คาดว่าจะประกาศผู้ชนะประมูลใน 4Q62 เรายังไม่ได้รวมเอาสองโครงการนี้เข้ามาไว้ในประมาณการของเรา

แนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง เราคาดการณ์กำไรปกติของ BTS ที่ 3.5 พันลบ. ในปี FY2563 เพิ่มขึ้น 36.3% YoY โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนและธุรกิจสื่อโฆษณา เราคาดว่า BTS จะบันทึกกำไรพิเศษ (หลังภาษี) จำนวน 3.0 พันลบ. จากการขายหุ้นที่บริษัทถืออยู่ใน Bayswater ให้แก่ CPN ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีกำไรสุทธิ 6.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 125% YoY เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 6.6% สู่ 3.7 พันลบ. ในปี FY2564

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 16 บาท เราชอบ BTS เพราะมีกระแสเงินสดจากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนเข้ามาอย่างต่อเนื่อง และกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างชัดเจน โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการรถไฟฟ้าสายใหม่ (สายสีชมพูและสีเหลือง) บวกกับปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้นจากสัญญาสัมปทานใหม่รถไฟฟ้าสายสีเขียว ทั้งนี้ราคาเป้าหมายของเรารวมเอาแนวโน้ม upside จากการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว (4 บาท/หุ้น) เข้ามาแล้ว ปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา คือ ไม่มีการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาเป้าหมายของเราปรับลดลงสู่ 12 บาท

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	12,171	45,895	42,576	41,385	28,406
EBITDA	(Btmn)	4,270	6,054	6,977	7,012	7,290
Core profit	(Btmn)	1,553	2,545	3,469	3,697	3,770
Reported profit	(Btmn)	4,416	2,873	6,469	3,697	3,770
Core EPS	(Bt)	0.13	0.21	0.26	0.25	0.26
DPS	(Bt)	0.35	0.42	0.61	0.57	0.39
P/E, core	(x)	103.0	62.4	50.9	52.6	51.6
EPS growth, core	(%)	20.4	65.1	22.5	(3.1)	2.0
P/BV, core	(x)	3.9	4.1	3.3	2.8	3.0
ROE	(%)	3.4	5.2	5.8	4.9	4.6
Dividend yield	(%)	2.6	3.1	4.5	4.3	2.9
FCF yield	(x)	(5.7)	(18.8)	(4.1)	4.7	4.2
EV/EBIT	(x)	51.9	39.6	36.7	36.4	34.9
EBIT growth, core	(%)	45.4	49.8	16.8	(0.5)	3.4
EV/CE	(x)	4.9	3.1	2.7	2.9	3.0
ROCE	(%)	3.2	2.8	2.8	3.4	4.3
EV/EBITDA	(x)	42.7	34.4	32.3	31.7	30.3
EBITDA growth	(%)	42.6	41.8	15.3	0.5	4.0

Source: SCBS Investment Research

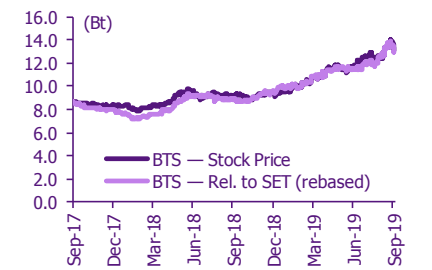
ซื้อ

Stock data

Last close (Sep 16) (Bt)	13.40
12-m target price (Bt)	16.00
Upside (Downside) to TP (%)	19.40
Mkt cap (Btbn)	168.26
Mkt cap (US\$mn)	5,511

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.98
Sector % SET	9.58
Shares issued (mn)	12,557
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	14.2 / 8.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	17.56
Foreign limit / actual (%)	49 / 19
Free float (%)	58.0
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	7.2	14.5	44.1
Relative to SET	3.4	14.8	48.9

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	16.00
12-month dividend	(Bt)	0.61
Capital gain	(%)	19.40
Dividend yield	(%)	4.54
Total return	(%)	23.94

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พฤตภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitapat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Total revenue	(Btmn)	6,137	5,265	6,809	12,171	45,895	42,576	41,385	28,406
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,048)	(2,553)	(3,818)	(8,085)	(40,178)	(36,275)	(34,539)	(20,826)
Gross profit	(Btmn)	3,089	2,712	2,991	4,086	5,717	6,300	6,847	7,580
SG&A	(Btmn)	(1,144)	(1,528)	(1,817)	(2,281)	(3,180)	(3,244)	(3,308)	(3,375)
Other income	(Btmn)	1,038	381	1,242	1,707	2,723	3,088	2,573	2,115
Interest expense	(Btmn)	(403)	(290)	(644)	(1,236)	(1,652)	(2,134)	(1,940)	(1,940)
Pre-tax profit	(Btmn)	2,580	1,275	1,772	2,276	3,608	4,010	4,171	4,380
Corporate tax	(Btmn)	(733)	(1,121)	(646)	(776)	(866)	(1,003)	(1,043)	(1,095)
Equity a/c profits	(Btmn)	852	411	632	180	494	1,160	1,274	1,198
Minority interests	(Btmn)	(448)	(262)	(469)	(126)	(692)	(699)	(706)	(713)
Core profit	(Btmn)	2,250	303	1,289	1,553	2,545	3,469	3,697	3,770
Extra-ordinary items	(Btmn)	692	3,835	714	2,862	328	3,000	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,942	4,138	2,003	4,416	2,873	6,469	3,697	3,770
EBITDA	(Btmn)	3,445	2,018	2,993	4,270	6,054	6,977	7,012	7,290
Core EPS	(Bt)	0.19	0.03	0.11	0.13	0.21	0.26	0.25	0.26
Net EPS	(Bt)	0.25	0.35	0.17	0.37	0.24	0.49	0.25	0.26
DPS	(Bt)	0.94	0.34	0.34	0.35	0.42	0.61	0.57	0.39

Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Total current assets	(Btmn)	26,002	10,285	25,722	21,667	21,129	24,038	40,743	39,750
Total fixed assets	(Btmn)	7,254	8,368	8,182	5,939	6,669	6,836	6,985	7,118
Total assets	(Btmn)	66,810	65,169	93,631	106,258	144,315	166,236	175,356	159,627
Total loans	(Btmn)	5,239	7,012	25,013	31,740	53,418	55,000	50,000	50,000
Total current liabilities	(Btmn)	6,560	12,455	18,616	22,923	41,794	46,420	44,622	30,664
Total long-term liabilities	(Btmn)	8,238	5,796	29,833	36,971	50,370	52,559	47,635	47,711
Total liabilities	(Btmn)	14,798	18,252	48,449	59,895	92,164	98,979	92,256	78,375
Paid-up capital	(Btmn)	49,485	49,552	49,594	49,635	49,258	63,073	81,547	81,547
Total equity	(Btmn)	52,012	46,917	45,182	46,364	52,150	67,257	83,099	81,252
BVPS	(Bt)	4.26	3.81	3.53	3.40	3.27	4.03	4.71	4.53

Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Core Profit	(Btmn)	2,250	303	1,289	1,553	2,545	3,469	3,697	3,770
Depreciation and amortization	(Btmn)	460	450	577	758	793	833	901	970
Operating cash flow	(Btmn)	14,815	10,146	10,763	4,577	7,790	7,893	838	(6,730)
Investing cash flow	(Btmn)	4,148	(13,150)	(11,570)	(13,621)	(37,648)	(15,122)	8,226	14,835
Financing cash flow	(Btmn)	(16,714)	(4,743)	13,537	3,407	24,421	9,521	6,440	(6,331)
Net cash flow	(Btmn)	2,249	(7,747)	12,730	(5,637)	(5,437)	2,291	15,503	1,775

Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Gross margin	(%)	50.3	51.5	43.9	33.6	12.5	14.8	16.5	26.7
Operating margin	(%)	31.7	22.6	17.2	14.8	5.5	7.2	8.5	14.8
EBITDA margin	(%)	56.1	38.3	44.0	35.1	13.2	16.4	16.9	25.7
EBIT margin	(%)	48.6	29.8	35.5	28.9	11.5	14.4	14.8	22.2
Net profit margin	(%)	48.0	78.7	29.4	36.3	6.3	15.2	8.9	13.3
ROE	(%)	5.7	8.8	4.4	9.5	5.5	9.6	4.4	4.6
ROA	(%)	3.1	0.5	1.6	1.6	2.0	2.2	2.2	2.3
Net D/E	(x)	(0.1)	0.1	0.2	0.5	0.9	0.7	0.3	0.3
Interest coverage	(x)	8.5	7.0	4.7	3.5	3.7	3.3	3.6	3.8
Debt service coverage	(x)	1.1	0.3	1.7	1.7	0.5	0.6	0.6	0.6
Payout Ratio	(%)	380.6	97.9	202.5	94.6	173.2	111.3	183.7	150.0

Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	724.0	847.0	945.0	950.0	898.0	938.3	1,176.6	1,197.9
O&M revenue	(Btmn)	1,549	1,593	1,661	1,865	2,277	3,404	5,207	7,067
Media revenue	(Btmn)	2,926	2,318	3,010	3,902	5,123	6,027	6,522	7,289
Property revenue	(Btmn)	1,355.0	896.5	617.1	639.0	360.0	363.3	366.7	370.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20
Total revenue	(Btmn)	2,185	4,532	2,692	2,629	15,321	18,472	9,474	8,454
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,258)	(3,343)	(1,672)	(1,565)	(13,960)	(16,670)	(7,983)	(6,980)
Gross profit	(Btmn)	927	1,190	1,020	1,064	1,361	1,801	1,491	1,475
SG&A	(Btmn)	(585)	(617)	(557)	(841)	(874)	(781)	(684)	(844)
Other income	(Btmn)	497	508	243	587	619	752	766	814
Interest expense	(Btmn)	(318)	(313)	(311)	(315)	(398)	(454)	(486)	(562)
Pre-tax profit	(Btmn)	521	768	395	495	708	1,319	1,087	884
Corporate tax	(Btmn)	(169)	(218)	(218)	(111)	(254)	(247)	(253)	(207)
Equity a/c profits	(Btmn)	84	193	(84)	111	109	241	34	374
Minority interests	(Btmn)	(85)	(85)	97	(108)	(165)	(249)	(170)	(157)
Core profit	(Btmn)	352	659	190	387	397	1,064	697	894
Extra-ordinary items	(Btmn)	301	230	2,281	0	273	125	(70)	0
Net Profit	(Btmn)	653	889	2,471	387	670	1,189	627	894
EBITDA	(Btmn)	1,031	1,273	894	1,003	1,299	1,980	1,773	1,678
Core EPS	(Bt)	0.03	0.06	0.02	0.03	0.03	0.09	0.06	0.08
Net EPS	(Bt)	0.05	0.07	0.21	0.03	0.06	0.10	0.05	0.08

Balance Sheet

FY March 31	Unit	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20
Total current assets	(Btmn)	22,597	26,643	21,667	23,674	25,143	22,640	21,129	40,764
Total fixed assets	(Btmn)	8,563	8,725	5,939	6,170	6,108	6,363	6,669	6,744
Total assets	(Btmn)	100,893	106,914	106,258	110,467	125,708	136,499	144,315	171,737
Total loans	(Btmn)	25,793	31,049	31,740	38,274	41,098	47,056	53,418	68,872
Total current liabilities	(Btmn)	24,957	23,555	22,923	24,918	28,517	39,079	41,794	38,713
Total long-term liabilities	(Btmn)	29,936	36,884	36,971	37,038	46,839	43,863	50,370	67,631
Total liabilities	(Btmn)	54,893	60,440	59,895	61,955	75,356	82,943	92,164	106,343
Paid-up capital	(Btmn)	49,635	49,635	49,635	49,256	49,256	49,257	49,258	49,771
Total equity	(Btmn)	46,000	46,475	46,364	48,512	50,352	53,557	52,150	65,394
BVPS	(Bt)	3.45	3.45	3.40	3.43	3.33	3.39	3.27	4.24

Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20
Core Profit	(Btmn)	352	659	190	387	397	1,064	697	894
Depreciation and amortization	(Btmn)	192	192	190	193	193	207	200	253
Operating cash flow	(Btmn)	798	1,286	2,112	(10,578)	15,287	2,471	(2,604)	(7,365)
Investing cash flow	(Btmn)	(13,187)	5,377	(5,376)	6,633	(12,977)	(5,406)	(22,685)	34,250
Financing cash flow	(Btmn)	88	(2,466)	(501)	(939)	3,196	(250)	22,414	(15,840)
Net cash flow	(Btmn)	(12,301)	4,196	(3,763)	(4,884)	5,506	(3,184)	(2,875)	11,046

Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20
Gross margin	(%)	42.4	26.2	37.9	40.5	8.9	9.8	15.7	17.4
Operating margin	(%)	15.7	12.6	17.1	8.5	3.2	5.5	8.5	7.5
EBITDA margin	(%)	47.2	28.1	33.2	38.1	8.5	10.7	18.7	19.8
EBIT margin	(%)	38.4	23.8	26.2	30.8	7.2	9.6	16.6	16.8
Net profit margin	(%)	29.9	19.6	91.7	14.7	4.4	6.4	6.6	10.6
ROE	(%)	3.1	5.7	1.6	3.2	3.3	8.5	5.7	6.3
ROA	(%)	1.4	2.5	0.7	1.5	1.4	3.5	2.2	2.5
Net D/E	(x)	0.4	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8
Interest coverage	(x)	3.2	4.1	2.9	3.2	3.3	4.4	3.6	3.0
Debt service coverage	(x)	1.3	3.1	1.4	0.4	1.9	0.7	0.6	0.6

Main Assumptions

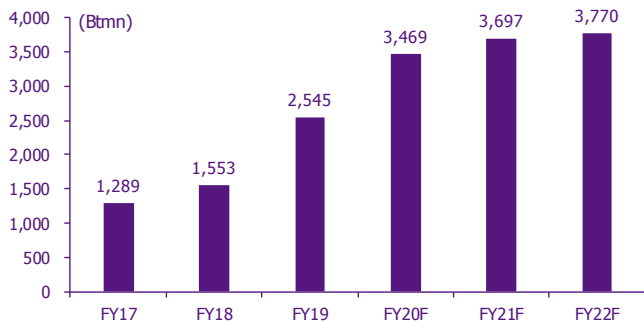
FY March 31	Unit	2QFY18	3QFY18	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	247.0	233.0	252.0	228.0	244.0	239.0	187.0	225.0
O&M revenue	(Btmn)	472	452	468	452	452	565	807	830
Media revenue	(Btmn)	970	976	1,107	1,118	1,205	1,460	1,382	1,363
Property revenue	(Btmn)	159.0	174.0	160.0	80.0	87.0	85.0	107.0	79.0

Figure 1: SOTP valuation

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
Mass transit				
O&M for Green line core network	100	14,739	1.0	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	11,803	0.8	
O&M for Green line extension Zone 2	100	28,402	2.0	
Pink Line	75	23,168	1.6	
Yellow Line	75	14,480	1.0	
O&M for Gold Line Phase 1	100	2,026	0.1	
Total mass transit		94,619	6.5	
Investment				
BTSGIF	33	21,216	1.5	Based on our TP of Bt11/sh
VGI	65	53,950	3.7	Market price
U	36	3,617	0.2	Market price
Total investment		78,783	5.4	
Less: net debt		31,388	2.2	
Add: cash from selling Bayswater		7,699	0.5	
Add: cash from selling VGI stake		5,175	0.4	
Add: cash from warrants		18,474	1.3	BTS-W5
Grand total		173,362		
No. of shares		14,506		Based on fully-diluted shares including BTS W-5
TP per share (Bt)		12.0		TP without concession extension for Green Line
Potential upside				
Concession extension for Green Line	100	57,017	4.0	
TP per share (Bt)		16.0		TP with concession extension for Green Line

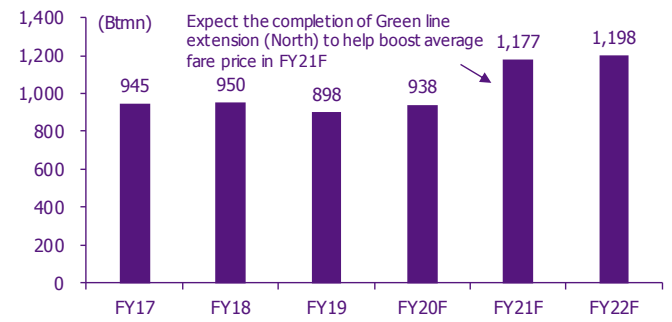
Source: SCBS Investment Research, BTS, VGI, U

Figure 2: Expect core earnings to grow by 36.3%



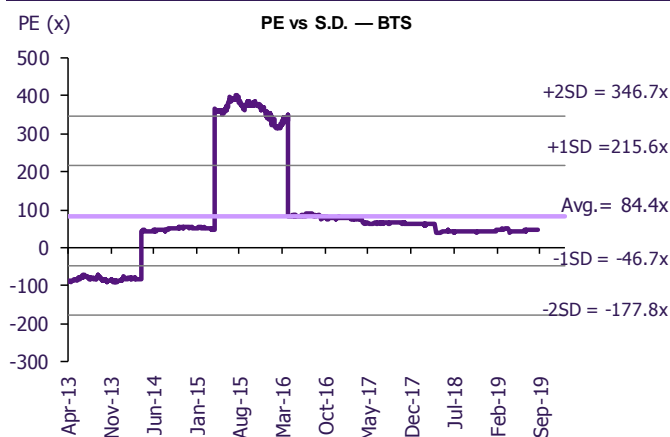
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Contribution from BTSGIF



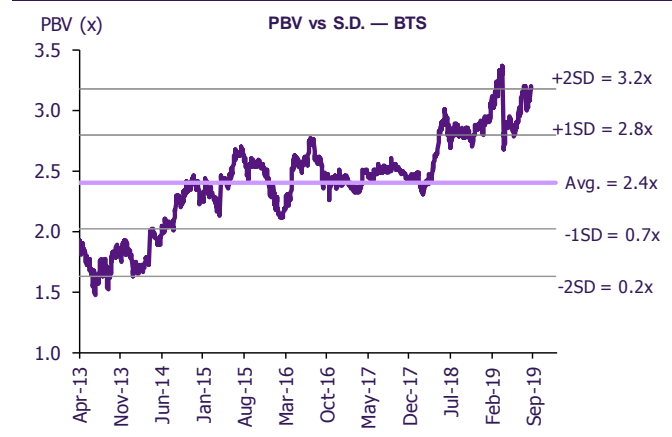
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BTS's PE Band



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: BTS's PBV Band



Source: SCBS Investment Research



มีปัจจัยหนุนจากแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งใน 2H62

ราคาหุ้น CPALL มีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ดีกว่าตลาดอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไร 2H62 ที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากธุรกิจร้านสะดวกซื้อที่แข็งแกร่ง (SSS มีอัตราเติบโตเป็นบวก และอัตรากำไรเพิ่มขึ้น) และกำไรที่ดีขึ้นจากธุรกิจเคาน์เตอร์เซอร์วิส (การชำระบิล และบริการ banking agent ที่ขยายตัว) และธุรกิจ cash & carry (ราคาอาหารในประเทศปรับตัวขึ้น) การขยายสาขา 7-eleven ในกัมพูชา และลาวจะช่วยสนับสนุนการเติบโตในระยะยาว เราแนะนำ "ซื้อ" CPALL ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 98 บาท

ธุรกิจร้านสะดวกซื้อดีขึ้น เราคาดว่า SSS ใน 3Q62TD ของ CPALL จะเติบโตใกล้เคียงกับเป้าที่บริษัทวางไว้ในปี 2562 ที่ 2-3% YoY (เทียบกับ 3.4% YoY ใน 1H62) โดยส่วนหนึ่งได้รับการสนับสนุนจากการแสดงรอบรับที่น่าพอใจต่อแคมเปญแสดมปีในปีนี้ ครั้งแรกของแคมเปญเริ่มตั้งแต่วันที่ 24 ก.ค. จนถึงวันที่ 23 ก.ย. และลูกค้าที่สะสมแสดมปีสามารถแลกของพรีเมียมคาแรกเตอร์การ์ด "โดเรมอน" แคมเปญแสดมปีปีนี้ถูกออกแบบมาให้สามารถแลกของพรีเมียมได้ง่ายขึ้น โดยลูกค้าสามารถสะสมแสดมปีมูลค่าไม่สูงมากเพื่อแลกกับของขวัญพรีเมียมบางรายการ CPALL ตั้งเป้าเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นโดยเฉลี่ย 10-20bps ต่อปี (เทียบกับ +50bps YoY ใน 1H62) จากการวางจำหน่ายสินค้าที่ให้อัตรากำไรสูงเพิ่มมากขึ้น เช่น อาหารพร้อมทาน และผลิตภัณฑ์ความงาม บริษัทวางแผนเปิดสาขาเพิ่ม 700 สาขาในปี (เทียบกับ 540 สาขาใน 1H62) โดยตั้งเป้าหมายจำนวนสาขาทั้งหมด 13,000 สาขาภายในปี 2564 จาก 11,528 สาขา ณ สิ้น 2Q62

เคาน์เตอร์เซอร์วิสมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ใน 2Q62 รายได้จากเคาน์เตอร์เซอร์วิสกลับมาเติบโตเล็กน้อย YoY (เทียบกับติดลบเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับต่อ YoY ใน 2Q61-1Q62) โดยได้รับการสนับสนุนจากการชำระบิลเพิ่มขึ้นและบริการ banking agent ในส่วนของบริการชำระบิล รายได้เติบโตเล็กน้อยใน 2Q62 หลังจากลูกค้าเปลี่ยนไปทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัลในช่วง 1 ปีที่ผ่านมาหลังธนาคารยกเว้นค่าธรรมเนียมในเดือนมี.ค. 2561 สำหรับบริการ banking agent จำนวนการทำธุรกรรมผ่านร้าน 7-eleven เพิ่มขึ้นเรื่อยๆ หลังจาก CPALL เริ่มให้บริการร่วมกับธนาคารออมสินตั้งแต่เดือนค.ค. 2561 และต่อจากนั้นก็เพิ่มบริการโดยร่วมมือกับ BAY, SCB, KBANK, LHBANK และ ธ.ก.ส. ลูกค้าส่วนใหญ่ใช้บริการ banking agent ผ่านทางร้าน 7-eleven ในสาขาต่างจังหวัด ซึ่งสาขาของธนาคารจำกัดเวลาให้บริการ เนื่องจากฐานรายได้การชำระบิลกลับคืนสู่ภาวะปกติแล้ว ประกอบกับความร่วมมือกับสถาบันการเงินใหม่ๆ มากขึ้นเพื่อให้บริการ banking agent รายได้จากเคาน์เตอร์เซอร์วิสจึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62

ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจ cash & carry (CPALL ถือหุ้น 93.1% ใน MAKRO) เราคาดว่ากำไรปกติของ MAKRO จะเติบโต 3% YoY ในปี 2562 (เทียบกับ -4% YoY ในปี 2561 และ +1% YoY ใน 1H62) โดยจะได้รับการสนับสนุนจากกิจการในประเทศที่แข็งแกร่ง เพราะ SSS มีอัตราเติบโตเป็นบวก (เติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลางใน 3Q62TD โดยได้แรงหนุนจากราคาอาหารที่สูงขึ้น) และการขยายสาขา ซึ่งจะช่วยชดเชยค่าใช้จ่าย SG&A ระดับสูงจากการขยายสาขาในต่างประเทศ

Upside จากการลงทุนจัดตั้ง 7-Eleven ในต่างประเทศ เมื่อวันที่ 29 ม.ค. CPALL ได้ลงนามในบันทึกข้อตกลงเบื้องต้น (Indicative Term Sheet) กับ 7-Eleven, Inc. เพื่อเจรจาทำสัญญาแฟรนไชส์หลักในการจัดตั้งและดำเนินการร้าน 7-Eleven ในกัมพูชาและลาว ปัจจุบันบริษัทกำลังอยู่ระหว่างการเจรจา หากตัดสินใจลงทุน บริษัทจะสามารถใช้ operational leverage จากฐานในประเทศไทยเพื่อสนับสนุนการเติบโตในประเทศเหล่านี้

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	471,069	508,552	552,414	595,974	642,685
EBITDA	(Btmn)	41,057	42,952	46,158	49,731	53,637
Core profit	(Btmn)	19,908	21,203	23,470	26,786	30,317
Reported profit	(Btmn)	19,908	20,930	22,880	26,786	30,317
Core EPS	(Bt)	2.14	2.25	2.50	2.87	3.26
DPS	(Bt)	1.10	1.20	1.31	1.49	1.69
P/E, core	(x)	38.3	36.5	32.8	28.6	25.1
EPS growth, core	(%)	16.1	5.1	11.2	14.8	13.7
P/BV, core	(x)	9.2	7.4	6.6	5.8	5.1
ROE	(%)	28.5	23.6	22.2	22.4	22.4
Dividend yield	(%)	1.3	1.5	1.6	1.8	2.1
FCF yield	(x)	3.5	3.5	4.0	3.8	4.4
EV/EBIT	(x)	27.7	26.3	24.0	21.7	19.5
EBIT growth, core	(%)	10.5	3.2	7.6	8.3	8.7
EV/CE	(x)	3.4	3.3	3.3	3.2	3.1
ROCE	(%)	4.4	4.3	4.6	4.8	5.2
EV/EBITDA	(x)	21.3	19.9	18.2	16.5	15.0
EBITDA growth	(%)	11.5	4.6	7.5	7.7	7.9

Source: SCBS Investment Research

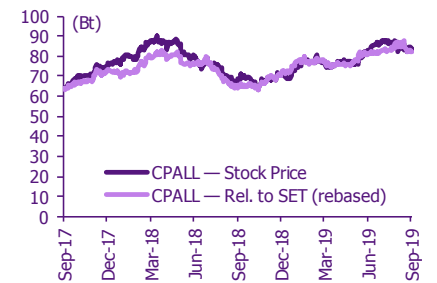
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 16) (Bt)	82.00
12-m target price (Bt)	98.00
Upside (Downside) to TP (%)	19.51
Mkt cap (Btmn)	736.61
Mkt cap (US\$mn)	24,128

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	4.28
Sector % SET	9.87
Shares issued (mn)	8,983
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	88.3 / 61.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	66.72
Foreign limit / actual (%)	49 / 33
Free float (%)	55.9
Dividend policy (%)	50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(0.6)	(0.6)	20.6
Relative to SET	(4.1)	(0.3)	24.6

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	90.00
12-month dividend	(Bt)	1.31
Capital gain	(%)	19.51
Dividend yield	(%)	1.59
Total return	(%)	21.11

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	357,766	391,817	434,712	471,069	508,552	552,414	595,974	642,685
Cost of goods sold	(Btmn)	(281,443)	(306,519)	(339,688)	(366,002)	(395,317)	(429,078)	(461,986)	(497,315)
Gross profit	(Btmn)	76,323	85,299	95,024	105,067	113,235	123,335	133,988	145,371
SG&A	(Btmn)	(68,750)	(73,901)	(83,666)	(91,902)	(99,995)	(109,442)	(119,111)	(129,144)
Other income	(Btmn)	13,158	14,076	17,150	18,334	19,268	21,089	23,009	24,972
Interest expense	(Btmn)	(8,518)	(8,586)	(8,442)	(7,993)	(7,196)	(6,654)	(5,626)	(4,717)
Pre-tax profit	(Btmn)	12,212	16,888	20,065	23,507	25,312	28,329	32,260	36,482
Corporate tax	(Btmn)	(2,270)	(3,066)	(3,323)	(3,487)	(3,856)	(4,391)	(5,000)	(5,655)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(119)	(135)	(143)	(111)	(253)	(468)	(474)	(510)
Core profit	(Btmn)	9,823	13,687	16,599	19,908	21,203	23,470	26,786	30,317
Extra-ordinary items	(Btmn)	377	(4)	77	(1)	(273)	(590)	0	0
Net Profit	(Btmn)	10,200	13,682	16,677	19,908	20,930	22,880	26,786	30,317
EBITDA	(Btmn)	27,040	32,831	36,822	41,057	42,952	46,158	49,731	53,637
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.09	1.52	1.84	2.14	2.25	2.50	2.87	3.26
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.14	1.52	1.85	2.14	2.22	2.43	2.87	3.26
DPS (Bt)	(Bt)	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20	1.31	1.49	1.69

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	64,684	56,973	69,899	66,573	74,994	79,087	79,059	79,987
Total fixed assets	(Btmn)	261,726	272,110	282,369	293,725	298,748	303,657	309,690	315,180
Total assets	(Btmn)	326,410	329,083	352,268	360,299	373,742	382,743	388,749	395,167
Total loans	(Btmn)	198,420	189,406	189,005	166,920	154,157	138,269	118,979	97,477
Total current liabilities	(Btmn)	92,015	101,131	113,818	112,107	123,752	123,791	141,323	142,250
Total long-term liabilities	(Btmn)	199,337	186,276	178,847	167,963	150,171	147,033	120,457	109,023
Total liabilities	(Btmn)	291,352	287,407	292,665	280,070	273,923	270,824	261,780	251,273
Paid-up capital	(Btmn)	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	(Btmn)	35,058	41,676	59,603	80,229	99,819	111,919	126,970	143,894
BVPS (Bt)	(Bt)	3.90	4.64	6.64	8.93	11.11	12.46	14.13	16.02

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	9,823	13,687	16,599	19,908	21,203	23,470	26,786	30,317
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,310	7,357	8,314	9,558	10,444	11,175	11,846	12,438
Operating cash flow	(Btmn)	26,371	31,419	37,939	46,156	41,227	44,754	45,592	50,225
Investing cash flow	(Btmn)	(15,958)	(17,409)	(18,794)	(20,380)	(15,354)	(15,553)	(17,879)	(17,928)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,830)	(24,780)	(7,233)	(30,120)	(20,714)	(26,667)	(31,025)	(34,895)
Net cash flow	(Btmn)	7,583	(10,770)	11,912	(4,344)	5,159	2,534	(3,312)	(2,598)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	21.3	21.8	21.9	22.3	22.3	22.3	22.5	22.6
Operating margin	(%)	2.1	2.9	2.6	2.8	2.6	2.5	2.5	2.5
EBITDA margin	(%)	7.6	8.4	8.5	8.7	8.4	8.4	8.3	8.3
EBIT margin	(%)	5.8	6.5	6.6	6.7	6.4	6.3	6.4	6.4
Net profit margin	(%)	2.9	3.5	3.8	4.2	4.1	4.1	4.5	4.7
ROE	(%)	28.9	35.7	32.8	28.5	23.6	22.2	22.4	22.4
ROA	(%)	3.1	4.2	4.9	5.6	5.8	6.2	6.9	7.7
Net D/E	(x)	4.7	4.0	2.6	1.7	1.2	0.9	0.7	0.5
Interest coverage	(x)	3.2	3.8	4.4	5.1	6.0	6.9	8.8	11.4
Debt service coverage	(x)	1.0	1.0	0.9	1.4	1.3	2.0	1.6	2.5
Payout Ratio	(%)	70.5	59.1	54.0	51.4	54.1	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
SSS growth - CPALL	(%)	(2.6)	0.9	2.4	1.6	3.2	3.0	3.0	3.0
No. of new stores - CPALL	(stores)	698	705	710	726	720	700	700	700
No. of stores, ending - CPALL	(stores)	8,127	8,832	9,542	10,268	10,988	11,688	12,388	13,088
SSS growth - MAKRO	(%)	4.4	(0.6)	4.2	1.3	(0.1)	4.9	3.0	3.0
No. of new stores - MAKRO	(stores)	13	16	17	9	8	8	10	10
No. of stores, ending - MAKRO	(stores)	82	98	115	124	133	141	151	161

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total revenue	(Btmn)	118,242	123,365	123,652	124,839	125,482	134,579	134,318	138,396
Cost of goods sold	(Btmn)	(91,742)	(95,493)	(96,112)	(97,351)	(97,474)	(104,380)	(104,244)	(107,181)
Gross profit	(Btmn)	26,500	27,872	27,540	27,488	28,008	30,199	30,074	31,215
SG&A	(Btmn)	(23,624)	(24,254)	(23,404)	(24,604)	(24,998)	(26,989)	(25,820)	(28,041)
Other income	(Btmn)	4,969	4,669	4,292	4,709	5,012	5,254	4,578	4,871
Interest expense	(Btmn)	(2,000)	(1,939)	(1,789)	(1,833)	(1,835)	(1,740)	(1,749)	(1,684)
Pre-tax profit	(Btmn)	5,844	6,348	6,639	5,761	6,188	6,725	7,082	6,361
Corporate tax	(Btmn)	(853)	(817)	(1,068)	(928)	(998)	(862)	(1,232)	(924)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(25)	(14)	(34)	(50)	(66)	(104)	(80)	(56)
Core profit	(Btmn)	4,966	5,517	5,537	4,783	5,124	5,759	5,771	5,382
Extra-ordinary items	(Btmn)	5	8	(120)	(4)	58	(207)	(2)	(588)
Net Profit	(Btmn)	4,970	5,525	5,417	4,779	5,182	5,552	5,769	4,794
EBITDA	(Btmn)	10,065	10,559	10,698	9,983	10,431	10,903	11,258	10,530
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.53	0.59	0.59	0.50	0.54	0.61	0.61	0.60
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.53	0.59	0.58	0.50	0.55	0.59	0.61	0.53

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total current assets	(Btmn)	63,550	66,573	76,746	66,291	73,141	74,994	75,379	68,394
Total fixed assets	(Btmn)	291,277	293,725	294,391	295,560	296,107	298,748	300,414	301,272
Total assets	(Btmn)	354,827	360,299	371,137	361,852	369,248	373,742	375,794	369,666
Total loans	(Btmn)	175,361	166,920	166,295	166,610	158,717	154,157	155,263	158,123
Total current liabilities	(Btmn)	99,968	112,107	116,132	111,953	125,007	123,752	105,563	107,238
Total long-term liabilities	(Btmn)	179,944	167,963	159,737	159,850	2,563	150,171	165,305	164,605
Total liabilities	(Btmn)	279,912	280,070	275,869	271,803	127,570	273,923	270,868	271,843
Paid-up capital	(Btmn)	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Total equity	(Btmn)	74,915	80,229	95,268	90,049	94,312	99,819	104,926	97,824
BVPS (Bt)	(Bt)	8.34	8.93	10.61	10.02	10.50	11.11	11.68	10.89

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Core Profit	(Btmn)	4,970	5,525	5,417	4,779	5,182	5,552	5,769	4,794
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,428	2,479	2,490	2,611	2,660	2,682	2,671	2,730
Operating cash flow	(Btmn)	17,267	15,574	6,353	6,247	10,986	17,640	8,706	8,059
Investing cash flow	(Btmn)	(4,334)	(5,184)	(3,412)	(2,926)	(4,263)	(4,752)	(5,125)	(2,663)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,770)	(10,155)	7,355	(11,704)	(509)	(15,856)	(1,753)	(9,791)
Net cash flow	(Btmn)	10,163	235	10,296	(8,383)	6,214	(2,968)	1,828	(4,396)

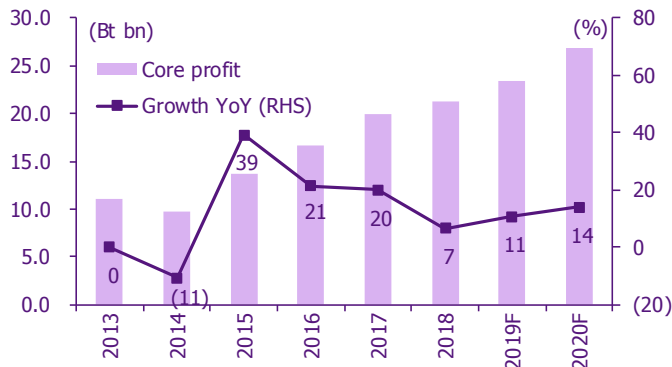
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Gross margin	(%)	22.4	22.6	22.3	22.0	22.3	22.4	22.4	22.6
Operating margin	(%)	2.4	2.9	3.3	2.3	2.4	2.4	3.2	2.3
EBITDA margin	(%)	8.5	8.6	8.7	8.0	8.3	8.1	8.4	7.6
EBIT margin	(%)	6.6	6.7	6.8	6.1	6.4	6.3	6.6	5.8
Net profit margin	(%)	4.2	4.5	4.4	3.8	4.1	4.1	4.3	3.5
ROE	(%)	29.5	28.4	25.2	20.6	22.2	23.7	22.5	21.2
ROA	(%)	5.7	6.2	6.1	5.2	5.6	6.2	6.2	5.8
Net D/E	(x)	1.9	1.7	1.3	1.5	1.3	1.2	1.1	1.3
Interest coverage	(x)	5.0	5.4	6.0	5.4	5.7	6.3	6.4	6.3
Debt service coverage	(x)	1.2	1.7	1.5	1.1	1.1	0.9	1.3	2.2

Main Assumptions

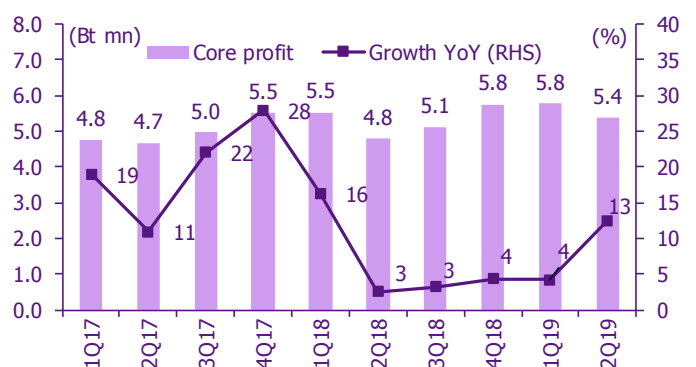
FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
SSS growth - CPALL	(%)	2.4	6.0	5.6	3.9	1.8	4.5	3.1	3.7
No. of new stores - CPALL	(stores)	145	116	265	227	142	86	311	229
No. of stores, ending - CPALL	(stores)	10,152	10,268	10,533	10,760	10,902	10,988	11,299	11,528
SSS growth - MAKRO	(%)	2.2	2.1	0.2	(1.0)	(1.3)	1.7	4.4	9.2
No. of new stores - MAKRO	(stores)	4	4	1	2	1	5	2	0
No. of stores, ending - MAKRO	(stores)	120	124	125	127	128	133	135	135

Figure 1: Earnings in 2019-20F



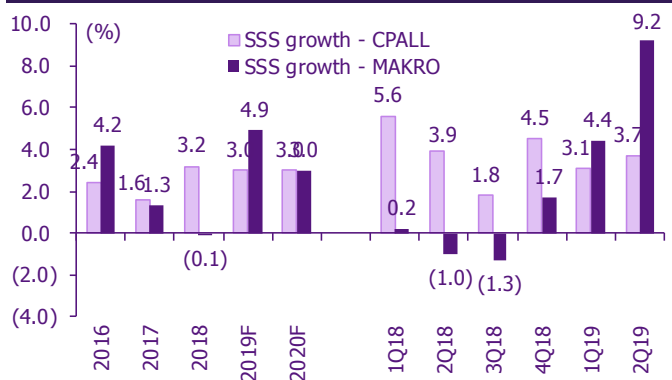
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly earnings



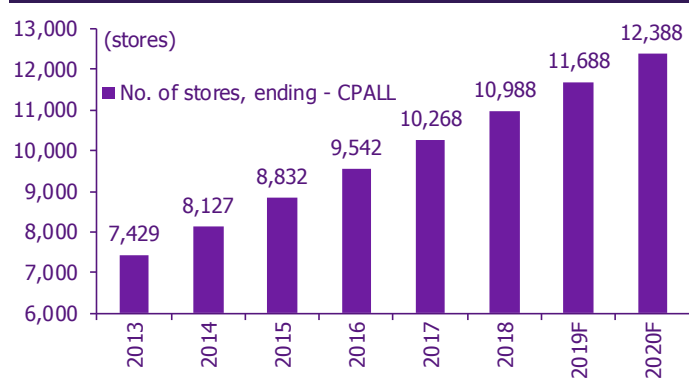
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SSS growth



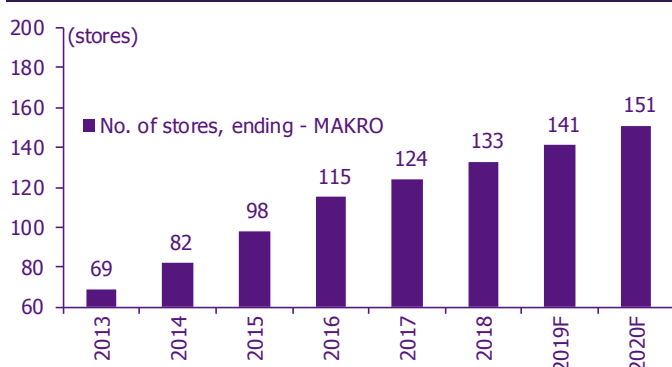
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: CPALL's store expansion



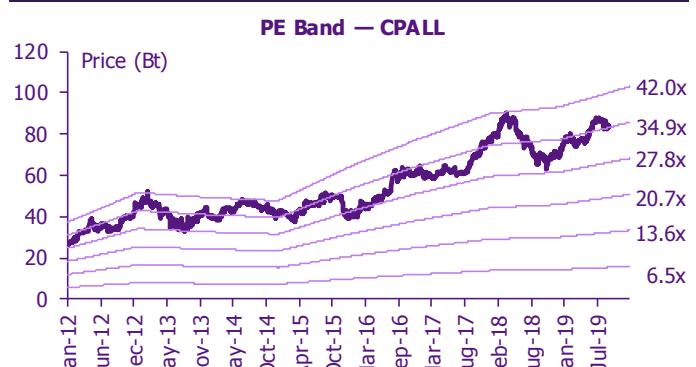
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: MAKRO's store expansion



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: CPALL's historical core PE band



Source: SCBS Investment Research



หุ้น laggard ของกลุ่มพาณิชย์ และมีแนวโน้มฟื้นตัว

ยอดขายของ GLOBAL ยังคงมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 2H62 โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS ที่มีอัตราเติบโตเป็นบวกใน 3Q62TD และการขยายสาขาอย่างต่อเนื่อง อัตราค่าไถ่จะลดลง YoY แต่จะลดลงในอัตราที่น้อยกว่า 1H62 หากบริษัทปรับสินค้าคงคลังเสร็จในปลาย 3Q62-ต้น 4Q62 เราคาดว่ากำไรของ GLOBAL จะทำจุดต่ำสุดใน 3Q62 จากนั้นจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นใน 4Q62 และฟื้นตัวในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตราค่าไถ่ที่ดีขึ้น GLOBAL เป็นหุ้น laggard มากที่สุดของกลุ่มพาณิชย์ในช่วง 1 ปีที่ผ่านมา เราเห็นโอกาสเข้าซื้อสะสมก่อนที่กำไรจะฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q62 เป็นต้นไป ลงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 19 บาท

ยอดขายเติบโตโดดเด่น GLOBAL เป็นบริษัทที่รายงานยอดขายเติบโตดีที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ที่ 16% YoY (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 9% YoY) ใน 1H62 โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งและการขยายสาขาเชิงรุก และมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่า SSS ของบริษัทจะมีอัตราเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับต่ำ YoY ใน 3Q62TD โดยเติบโตเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับกลางในเดือนก.ค. แต่ทรงตัวในเดือนส.ค. เนื่องจากฝนที่ตกหนักและสถานการณ์น้ำท่วมทำให้การเดินทางมายังร้านค้าหยุดชะงัก ในอดีตที่ผ่านมา SSS กลับมาเติบโตตามปกติหรือเพิ่มขึ้นหลังจากสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลาย โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความต้องการซ่อมแซม GLOBAL วางแผนขยายสาขา 5 สาขาในปี 2562 แบ่งเป็น 2 สาขาใน 3Q62 และ 3 สาขาใน 4Q62 บริษัทตั้งเป้าเปิดสาขาใหม่เฉลี่ย 6-7 สาขาต่อปี ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนสาขาทั้งหมดเพิ่มขึ้นจาก 62 สาขา ณ สิ้นปี 2561 สู่มากกว่า 100 สาขาในระยะ 5 ปีข้างหน้า เนื่องจาก GLOBAL ยังคงเห็นโอกาสที่จะเปิดสาขาใหม่ขนาดใหญ่ในประเทศไทย ดังนั้นบริษัทจะยังไม่เปิดสาขาขนาดเล็กเพิ่มภายในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า

อัตราค่าไถ่ขั้นต้นจะลดลง YoY แต่ดีกว่า 1H62 อัตราค่าไถ่ขั้นต้นลดลง 19.1% (-160bps YoY) ใน 1Q62 และ 19.6% (-190bps YoY) ใน 2Q62 โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) การจัดโปรโมชั่นราคาเป็นเวลา 2 เดือนใน 1Q62; 2) ยอดขายสินค้าเข้าที่ให้อัตราค่าไถ่สูงปรับตัวลดลง เนื่องจากบริษัทปรับนโยบายสินค้าคงคลังใน 1H62 GLOBAL เปลี่ยนมาเน้นบริหารสินค้าคงคลังให้ดีขึ้น ส่งผลทำให้ระยะเวลาถือครองสินค้าคงคลังลดลงจาก 267 วัน ใน 3Q61 สู่ 238 วัน ใน 4Q61, 198 วัน ใน 1Q62 และ 209 วัน ใน 2Q62 โดยใน 2Q62 GLOBAL ปรับปรุงสินค้าคงคลังสำหรับสินค้าภายในประเทศใกล้เสร็จแล้ว และปัจจุบันกำลังอยู่ในกระบวนการปรับปรุงสินค้าคงคลังสำหรับสินค้านำเข้า GLOBAL วางแผนบริหารสินค้าคงคลังสำหรับสินค้านำเข้าเสร็จภายในปลาย 3Q62 ถึงต้น 4Q62 ดังนั้นเราคาดว่าอัตราค่าไถ่ขั้นต้นใน 2H62 จะลดลง YoY ในอัตราที่น้อยกว่า 1H62

ตั้งเป้าควบคุมอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขาย บริษัทตั้งเป้าให้ความสำคัญกับอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายที่สาขาเดิมมากขึ้น โดยค่าใช้จ่าย SG&A มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นตามการขยายสาขา GLOBAL ติดตั้งเครื่องปรับอากาศในสาขาใหม่ในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา และจะติดตั้งเครื่องปรับอากาศในสาขาเดิมทั้งหมดภายในสิ้นปีนี้ โดยมีเป้าหมายเพื่อกระตุ้นให้ลูกค้าเข้ามาเลือกซื้อสินค้ามากขึ้นและเพิ่มยอดขายสินค้า private brand นอกจากนี้ บริษัทก็จะติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปในทุกสาขา สะท้อนถึงผลกระทบต่อค่าใช้จ่าย SG&A เนื่องจากการประหยัดต้นทุนค่าสาธารณูปโภคได้จะไปหักล้างกับค่าเสื่อมราคาที่จะเพิ่มขึ้น

แนวโน้มกำไร 2H62 เราคาดว่ากำไรใน 3Q62 ของ GLOBAL จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ โดยจะลดลง QoQ จากปัจจัยฤดูกาล และ YoY จากอัตราค่าไถ่ที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นใน 4Q62 จากการปรับปรุงสินค้าคงคลังเสร็จและปัจจัยฤดูกาล

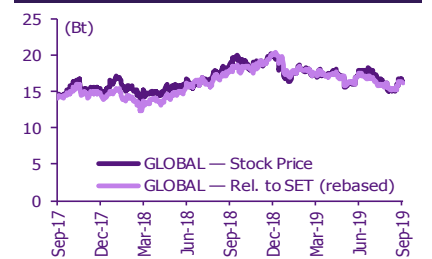
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 16) (Bt)	16.40
12-m target price (Bt)	19.00
Upside (Downside) to TP (%)	15.85
Mkt cap (Btbn)	68.91
Mkt cap (US\$mn)	2,257

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.40
Sector % SET	9.87
Shares issued (mn)	4,202
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	20.4 / 14.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	4.47
Foreign limit / actual (%)	49 / 2.49
Free float (%)	32.3
Dividend policy (%)	≥ 30

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	9.3	(7.3)	(11.2)
Relative to SET	5.5	(7.1)	(8.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	19.00
12-month dividend	(Bt)	0.14
Capital gain	(%)	15.85
Dividend yield	(%)	0.83
Total return	(%)	16.68

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	20,831	25,402	28,732	31,866	35,670
EBITDA	(Btmn)	2,895	3,510	3,399	3,727	4,150
Core profit	(Btmn)	1,609	2,003	1,898	2,158	2,516
Reported profit	(Btmn)	1,609	2,003	1,887	2,158	2,516
Core EPS	(Bt)	0.38	0.48	0.45	0.51	0.60
DPS	(Bt)	0.17	0.21	0.14	0.15	0.18
P/E, core	(x)	42.8	34.4	36.3	31.9	27.4
EPS growth, core	(%)	(3.5)	24.5	(5.2)	13.7	16.6
P/BV, core	(x)	5.1	4.6	4.3	3.9	3.6
ROE	(%)	12.5	14.2	12.3	12.9	13.6
Dividend yield	(%)	1.0	1.3	0.8	0.9	1.1
FCF yield	(x)	(4.1)	(0.0)	3.0	2.4	3.1
EV/EBIT	(x)	37.4	29.9	31.1	27.5	23.7
EBIT growth, core	(%)	(4.3)	25.9	(5.4)	11.4	13.7
EV/CE	(x)	3.2	2.9	2.9	2.8	2.7
ROCE	(%)	4.7	5.4	5.0	5.5	6.2
EV/EBITDA	(x)	27.7	23.0	23.4	21.0	18.5
EBITDA growth	(%)	2.6	21.2	(3.2)	9.6	11.3

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	15,561	16,864	18,857	20,831	25,402	28,732	31,866	35,670
Cost of goods sold	(Btmn)	(13,205)	(14,019)	(14,980)	(16,544)	(20,096)	(23,050)	(25,468)	(28,437)
Gross profit	(Btmn)	2,356	2,845	3,877	4,287	5,306	5,683	6,398	7,233
SG&A	(Btmn)	(1,842)	(2,125)	(2,223)	(2,865)	(3,467)	(4,033)	(4,547)	(5,092)
Other income	(Btmn)	494	509	586	722	860	904	995	1,096
Interest expense	(Btmn)	(133)	(144)	(169)	(184)	(261)	(253)	(230)	(186)
Pre-tax profit	(Btmn)	875	1,084	2,071	1,959	2,438	2,301	2,615	3,050
Corporate tax	(Btmn)	(176)	(219)	(409)	(361)	(462)	(426)	(484)	(564)
Equity a/c profits	(Btmn)	0	3	6	4	14	39	43	47
Minority interests	(Btmn)	0	0	0	6	12	(16)	(16)	(17)
Core profit	(Btmn)	699	868	1,667	1,609	2,003	1,898	2,158	2,516
Extra-ordinary items	(Btmn)	2	12	9	0	0	(12)	0	0
Net Profit	(Btmn)	702	881	1,676	1,609	2,003	1,887	2,158	2,516
EBITDA	(Btmn)	1,691	1,950	2,822	2,895	3,510	3,399	3,727	4,150
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.17	0.21	0.40	0.38	0.48	0.45	0.51	0.60
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.17	0.21	0.40	0.38	0.48	0.45	0.51	0.60
DPS (Bt)	(Bt)	0.01	0.04	0.17	0.17	0.21	0.14	0.15	0.18

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	7,918	8,799	11,564	14,326	15,387	14,600	14,720	14,244
Total fixed assets	(Btmn)	13,256	14,238	11,503	13,903	15,630	16,534	17,403	18,239
Total assets	(Btmn)	21,174	23,037	23,067	28,230	31,017	31,134	32,123	32,483
Total loans	(Btmn)	4,219	4,724	7,819	11,633	12,422	11,382	10,382	8,382
Total current liabilities	(Btmn)	2,974	4,037	10,649	13,637	14,435	12,514	11,884	10,337
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,117	4,081	73	1,213	1,695	2,669	2,701	2,739
Total liabilities	(Btmn)	7,091	8,119	10,722	14,849	16,131	15,183	14,584	13,076
Paid-up capital	(Btmn)	3,049	3,484	3,658	3,841	4,001	4,001	4,001	4,001
Total equity	(Btmn)	14,083	14,918	12,346	13,380	14,886	15,950	17,539	19,408
BVPS (Bt)	(Bt)	3.35	3.55	2.94	3.18	3.54	3.80	4.17	4.62

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	699	868	1,667	1,609	2,003	1,898	2,158	2,516
Depreciation and amortization	(Btmn)	683	721	582	752	811	846	881	913
Operating cash flow	(Btmn)	937	1,545	(381)	140	2,253	3,841	3,390	3,870
Investing cash flow	(Btmn)	(1,429)	(1,850)	(2,517)	(2,956)	(2,257)	(1,750)	(1,750)	(1,750)
Financing cash flow	(Btmn)	613	320	2,769	2,996	(318)	(1,863)	(1,569)	(2,647)
Net cash flow	(Btmn)	120	15	(128)	180	(322)	228	71	(527)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	15.1	16.9	20.6	20.6	20.9	19.8	20.1	20.3
Operating margin	(%)	3.3	4.3	8.8	6.8	7.2	5.7	5.8	6.0
EBITDA margin	(%)	10.9	11.6	15.0	13.9	13.8	11.8	11.7	11.6
EBIT margin	(%)	6.5	7.3	11.9	10.3	10.6	8.9	8.9	9.1
Net profit margin	(%)	4.5	5.2	8.9	7.7	7.9	6.6	6.8	7.1
ROE	(%)	5.7	6.0	12.2	12.5	14.2	12.3	12.9	13.6
ROA	(%)	3.8	3.9	7.2	6.3	6.8	6.1	6.8	7.8
Net D/E	(x)	0.3	0.3	0.6	0.8	0.8	0.7	0.5	0.4
Interest coverage	(x)	12.7	13.5	16.7	15.7	13.4	13.5	16.2	22.3
Debt service coverage	(x)	1.3	1.0	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7
Payout Ratio	(%)	6.9	18.0	36.1	44.1	41.1	30.0	30.0	30.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
SSS growth	(%)	(6.1)	(0.8)	(0.1)	(5.0)	10.1	4.7	3.0	3.0
No of new stores	(stores)	5	6	8	9	7	5	7	7
No of stores, ending	(stores)	32	38	46	55	62	67	74	81
Portion of private brand/sales	(%)	10.0	12.4	12.9	13.0	14.0	15.0	16.0	17.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total revenue	(Btmn)	4,906	5,374	6,455	6,376	6,088	6,484	7,461	7,379
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,916)	(4,305)	(5,120)	(5,003)	(4,836)	(5,137)	(6,039)	(5,934)
Gross profit	(Btmn)	989	1,069	1,335	1,372	1,252	1,347	1,422	1,445
SG&A	(Btmn)	(717)	(788)	(835)	(843)	(859)	(930)	(936)	(1,017)
Other income	(Btmn)	176	187	250	245	211	155	240	280
Interest expense	(Btmn)	(45)	(52)	(60)	(65)	(70)	(66)	(62)	(64)
Pre-tax profit	(Btmn)	404	417	690	709	534	505	664	645
Corporate tax	(Btmn)	(64)	(72)	(130)	(134)	(99)	(98)	(126)	(118)
Equity a/c profits	(Btmn)	(1)	2	4	(2)	5	7	9	10
Minority interests	(Btmn)	5	2	2	2	4	5	(4)	(5)
Core profit	(Btmn)	343	349	566	574	443	419	542	532
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	(12)
Net Profit	(Btmn)	343	349	566	574	443	419	542	520
EBITDA	(Btmn)	638	681	946	976	805	783	946	931
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.09	0.09	0.14	0.14	0.11	0.10	0.14	0.13
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.09	0.09	0.14	0.14	0.11	0.10	0.14	0.13

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total current assets	(Btmn)	12,955	14,326	16,250	16,315	15,751	15,387	15,270	15,465
Total fixed assets	(Btmn)	13,086	13,903	14,299	14,717	14,840	15,630	15,679	16,297
Total assets	(Btmn)	26,040	28,230	30,549	31,032	30,591	31,017	30,949	31,762
Total loans	(Btmn)	9,650	11,633	12,754	14,485	13,530	12,422	11,475	12,772
Total current liabilities	(Btmn)	12,056	13,637	15,556	15,968	15,074	14,435	13,616	15,183
Total long-term liabilities	(Btmn)	952	1,213	1,019	1,139	1,160	1,695	1,910	1,470
Total liabilities	(Btmn)	13,008	14,849	16,575	17,107	16,234	16,131	15,526	16,653
Paid-up capital	(Btmn)	3,841	3,841	3,841	4,001	4,001	4,001	4,001	4,202
Total equity	(Btmn)	13,032	13,380	13,974	13,925	14,358	14,886	15,423	15,109
BVPS (Bt)	(Bt)	3.26	3.34	3.49	3.48	3.59	3.72	3.85	3.78

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Core Profit	(Btmn)	343	349	566	574	443	419	542	520
Depreciation and amortization	(Btmn)	190	212	195	202	202	212	220	222
Operating cash flow	(Btmn)	(33)	(982)	(546)	(104)	1,368	1,536	2,128	66
Investing cash flow	(Btmn)	(795)	(1,047)	(526)	(582)	(583)	(566)	(561)	(683)
Financing cash flow	(Btmn)	832	1,931	1,058	959	(1,027)	(673)	(1,515)	417
Net cash flow	(Btmn)	3	(98)	(14)	273	(243)	297	52	(201)

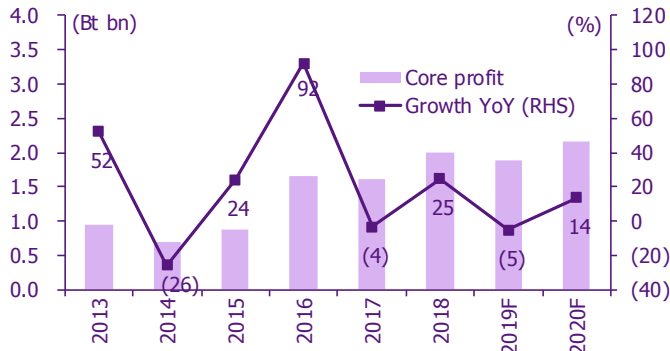
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Gross margin	(%)	20.2	19.9	20.7	21.5	20.6	20.8	19.1	19.6
Operating margin	(%)	5.6	5.2	7.7	8.3	6.5	6.4	6.5	5.8
EBITDA margin	(%)	13.0	12.7	14.6	15.3	13.2	12.1	12.7	12.6
EBIT margin	(%)	9.1	8.7	11.6	12.1	9.9	8.8	9.7	9.6
Net profit margin	(%)	7.0	6.5	8.8	9.0	7.3	6.5	7.3	7.0
ROE	(%)	10.7	10.6	16.6	16.5	12.5	11.5	14.3	13.9
ROA	(%)	5.5	5.1	7.7	7.5	5.8	5.4	7.0	6.8
Net D/E	(x)	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8
Interest coverage	(x)	14.2	13.2	15.8	15.0	11.5	11.8	15.3	14.6
Debt service coverage	(x)	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4

Main Assumptions

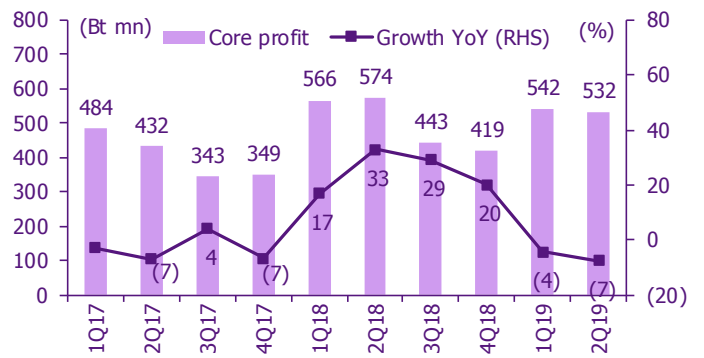
FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
SSS growth	(%)	(5.0)	2.0	6.8	11.6	12.0	10.0	6.0	7.9
No of new stores	(stores)	1	3	0	2	1	4	0	0
No of stores, ending	(stores)	52	55	55	57	58	62	62	62

Figure 1: Earnings in 2019-20F



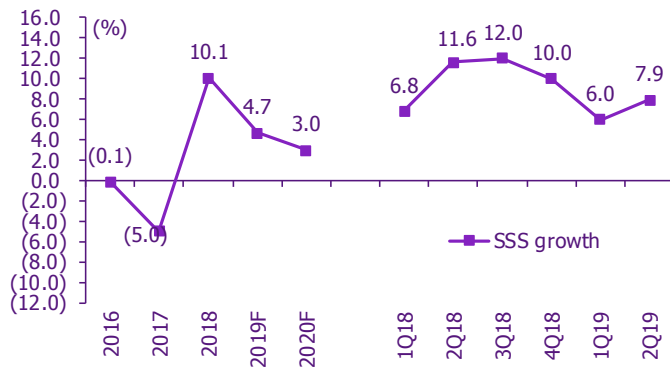
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Quarterly earnings



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SSS growth



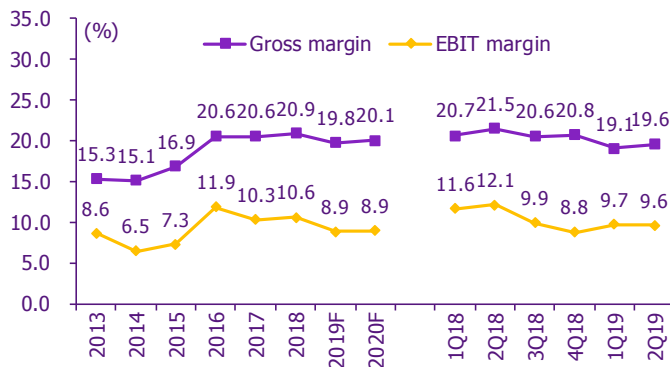
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: Store expansion



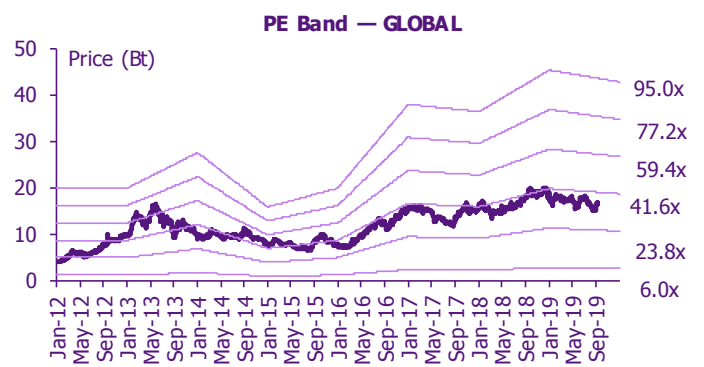
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Margin trend



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: GLOBAL's historical core PE band



Source: SCBS Investment Research

ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น WHA

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)

Bloomberg
Reuters

WHA TB
WHA.BK



ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมชั้นนำของไทย

WHA มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์อย่างมากจากมาตรการกระตุ้นการลงทุนของรัฐบาล ซึ่งจะช่วยให้ผลผลิตมีความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้น รวมถึงการเติบโตอย่างรวดเร็วของ e-commerce ซึ่งจะช่วยให้ผลผลิตมีความต้องการคลังสินค้าโลจิสติกส์ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่ายอดขายที่ดินของ WHA จะเติบโตที่ CAGR 22% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า และมียอด pre-lease อสังหาริมทรัพย์ให้เช่า 200,000 ตร.ม. ต่อปี นอกจากนี้ยังมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจากโอกาสเติบโตของธุรกิจสาธารณูปโภคและผลประกอบการ 4Q62 ที่แข็งแกร่ง ซึ่งทั้งหมดนี้จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ในระยะสั้น เราแนะนำ "ซื้อ" WHA

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมที่เพิ่มขึ้น มาตรการกระตุ้นการลงทุนของรัฐบาลจะช่วยผลักดันให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ในฐานะที่เป็นผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมชั้นนำรายหนึ่งของประเทศไทย WHA จึงมีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายสำคัญ พัฒนาการเชิงบวกดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายที่ดินในระยะ 3 ปีข้างหน้าของ WHA เติบโตที่ CAGR 22% สู่ 1,787 ไร่ ในปี 2564 และยังมีแนวโน้มปรับขึ้นได้อีก สำหรับปี 2562 เราคาดว่ายอดขายที่ดินจะเติบโตกว่ากระโดด 43% YoY สู่ 1,400 ไร่ ซึ่งบริษัททำได้แล้ว 34% (470 ไร่) YTD เราเชื่อว่า WHA จะสามารถขายยอดขายที่ดินได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ โดยได้รับการสนับสนุนจากลูกค้ารายใหญ่หลายรายที่อยู่ระหว่างการเจรจา ซึ่งส่วนใหญ่เป็นลูกค้าจีน และอยู่ในอุตสาหกรรมยานยนต์ และอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูง

เกาะกระแสการเติบโตของตลาด e-commerce JLL คาดการณ์ว่าตลาด e-commerce ของประเทศไทยจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งเฉลี่ย 23.3% ต่อปี สู่ 4.16 แสนลบ. ในระหว่างปี 2561-2568 โดยได้รับการสนับสนุนจากท่าอากาศยานสุวรรณภูมิของประเทศไทยที่ตั้งอยู่ตรงศูนย์กลางของกลุ่มประเทศ CLMVT แนวโน้มเช่นนี้สะท้อนถึงความต้องการคลังสินค้าโลจิสติกส์จำนวนมาก และ WHA ซึ่งเป็นผู้ประกอบการคลังสินค้าโลจิสติกส์แบบ built-to-suit ชำนาญ จะได้รับประโยชน์อย่างมาก บริษัทคาดว่าจะทำสัญญา pre-lease พื้นที่ให้เช่าได้ 460,000 ตร.ม. กับผู้ประกอบการ e-commerce ชั้นนำระดับโลก เช่น Alibaba JD.Com และ Shopee.Com ซึ่งจะช่วยสนับสนุนประมาณการ pre-lease บางส่วนของเราที่ 200,000 ตร.ม.ต่อปี สำหรับปี 2562-2564

ขยายการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภคทั้งในและต่างประเทศ WHA ขยายการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภคทั้งในและต่างประเทศ สำหรับประเทศไทย บริษัทลงทุนอย่างต่อเนื่องในโครงการโซลาร์ฟาร์มที่อปท พลังงานหมุนเวียน จำหน่ายน้ำปราศจากแร่ธาตุ และจำหน่ายน้ำเพื่อการอุตสาหกรรมให้กับผู้ใช้นอกกลุ่ม WHA สำหรับการลงทุนในต่างประเทศ บริษัทจะเข้าลงทุนในบริษัท Duong River Surface Water Plant Joint Stocks Company (SDWTP) ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตน้ำประปาในเมืองฮานอย ประเทศเวียดนาม โดยวางแผนเข้าซื้อหุ้น 34% หลังจากได้รับอนุมัติจากคณะกรรมการบริษัท การลงทุนใหม่ๆ ยังมีขนาดค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับธุรกิจปัจจุบัน ดังนั้นส่วนแบ่งกำไรจะอยู่ในระดับต่ำในระยะแรก แต่จะปรับตัวเพิ่มขึ้น แหล่งรายได้ในปัจจุบันจึงมาจากการจำหน่ายไฟฟ้าและน้ำเพื่อการอุตสาหกรรมในประเทศไทย ซึ่งเราคาดว่าจะเติบโตในระดับเฉลี่ย 6% ต่อปีในระหว่างปี 2562-2564

คาดผลประกอบการ 4Q62 แข็งแกร่ง เราคาดว่า 4Q62 จะเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดของปีนี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรจำนวนมากจากการขายสินทรัพย์ (คลังสินค้าโลจิสติกส์แบบ built-to-suit พื้นที่ 157,000 ตร.ม. มูลค่า 4.9 พันลบ.) ให้กับ WHART ในเดือนธ.ค. และขาย E-Commerce Park เฟส 1 (พื้นที่ 130,000 ตร.ม. มูลค่ามากกว่า 3 พันลบ.) ภายในเดือนพ.ย. ปัจจัยบวกเหล่านี้จะช่วยสนับสนุนให้ราคาหุ้น WHA ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	9,514	8,322	9,697	11,183	12,311
EBITDA	(Btmn)	4,215	3,337	4,273	4,946	5,455
Core profit	(Btmn)	2,778	2,907	3,390	4,275	4,813
Reported profit	(Btmn)	3,266	2,907	3,490	4,275	4,813
Core EPS	(Bt)	0.19	0.20	0.22	0.28	0.31
DPS	(Bt)	0.14	0.08	0.09	0.11	0.13
P/E, core	(x)	24.5	23.5	21.7	17.2	15.3
EPS growth, core	(%)	(4.1)	4.6	7.9	26.1	12.6
P/BV, core	(x)	2.7	2.5	2.2	2.1	1.9
ROE	(%)	12.9	9.8	10.3	11.2	11.8
Dividend yield	(%)	2.9	1.8	1.9	2.4	2.7
FCF yield	(%)	(4.2)	1.3	4.2	2.6	2.0
EV/EBIT	(x)	26.7	35.4	28.9	25.0	22.8
EBIT growth, core	(%)	(30.8)	(24.1)	30.9	17.0	11.1
EV/CE	(x)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
ROCE	(%)	4.6	3.1	4.3	4.8	5.1
EV/EBITDA	(x)	23.7	30.1	25.1	22.0	20.2
EBITDA growth	(%)	(29.8)	(20.8)	28.1	15.7	10.3

Source: SCBS Investment Research

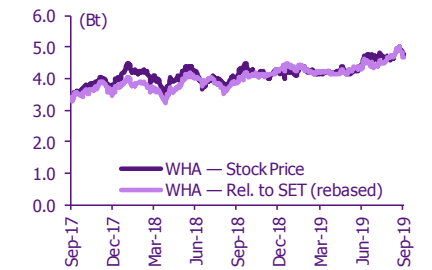
ชื่อ

Stock data

Last close (Sep 16) (Bt)	4.76
12-m target price (Bt)	6.00
Upside (Downside) to TP (%)	26.05
Mkt cap (Btbn)	70.02
Mkt cap (US\$mn)	2,293

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.41
Sector % SET	6.12
Shares issued (mn)	14,709
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	5.1 / 4
Avg. daily 6m (US\$mn)	0.00
Foreign limit / actual (%)	49 / 14
Free float (%)	47.7
Dividend policy (%)	≥ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	3.5	1.7	17.2
Relative to SET	(0.2)	2.0	21.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	6.00
12-month dividend	(Bt)	0.09
Capital gain	(%)	26.05
Dividend yield	(%)	1.94
Total return	(%)	27.99

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริการณ กฤษณิณีพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	4,888	11,437	17,821	9,514	8,322	9,697	11,183	12,311
Cost of goods sold	(Btmn)	3,269	7,431	11,415	5,002	4,632	5,029	5,819	6,418
Gross profit	(Btmn)	1,619	4,006	6,406	4,512	3,690	4,668	5,365	5,893
SG&A	(Btmn)	283	1,133	1,495	1,702	1,608	1,722	1,831	1,934
Other income	(Btmn)	170	510	498	933	758	773	817	873
Interest expense	(Btmn)	295	2,284	2,432	1,617	1,179	1,252	1,240	1,184
Pre-tax profit	(Btmn)	1,210	1,099	2,977	2,126	1,661	2,466	3,110	3,648
Corporate tax	(Btmn)	224	87	813	254	325	247	311	365
Equity a/c profits	(Btmn)	(8)	1,038	1,006	1,245	2,543	2,096	2,320	2,425
Minority interests	(Btmn)	0	(213)	(272)	(339)	(971)	(926)	(844)	(894)
Core profit	(Btmn)	979	1,837	2,898	2,778	2,907	3,390	4,275	4,813
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	117	0	488	0	100	0	0
Net Profit	(Btmn)	979	1,954	2,898	3,266	2,907	3,490	4,275	4,813
EBITDA	(Btmn)	1,519	3,898	6,006	4,215	3,337	4,273	4,946	5,455
Core EPS	(Bt)	0.10	0.13	0.20	0.19	0.20	0.22	0.28	0.31
Net EPS	(Bt)	0.10	0.14	0.20	0.23	0.20	0.23	0.28	0.31
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.15	0.14	0.08	0.09	0.11	0.13

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	5,682	26,233	22,059	19,367	19,016	19,651	20,436	20,821
Total fixed assets	(Btmn)	10,270	52,834	52,724	54,252	59,329	64,346	67,582	70,936
Total assets	(Btmn)	15,952	79,066	74,783	73,619	78,345	83,997	88,018	91,757
Total loans	(Btmn)	9,010	47,688	41,995	34,398	36,380	36,070	37,570	38,470
Total current liabilities	(Btmn)	2,931	20,902	15,414	8,007	9,245	10,624	15,724	18,054
Total long-term liabilities	(Btmn)	8,541	36,505	37,408	37,078	38,086	36,396	32,796	31,366
Total liabilities	(Btmn)	11,472	57,407	52,821	45,086	47,331	47,021	48,521	49,420
Paid-up capital	(Btmn)	964	1,432	1,432	1,432	1,433	1,548	1,548	1,548
Total equity	(Btmn)	4,480	21,659	21,962	28,533	31,014	36,977	39,498	42,337
BVPS	(Bt)	0.5	1.3	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	979	1,837	2,898	2,778	2,907	3,390	4,275	4,813
Depreciation and amortization	(Btmn)	14	515	597	473	497	554	595	624
Operating cash flow	(Btmn)	(0)	4,510	(1,581)	1,761	423	731	2,043	2,467
Investing cash flow	(Btmn)	(4,599)	(33,584)	10,168	2,144	354	(4,513)	(1,873)	(1,625)
Financing cash flow	(Btmn)	4,651	31,266	(8,491)	(4,597)	478	2,163	(253)	(1,075)
Net cash flow	(Btmn)	51	2,191	95	(692)	1,255	(1,620)	(84)	(233)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	33.1	35.0	35.9	47.4	44.3	48.1	48.0	47.9
Operating margin	(%)	27.3	25.1	27.6	29.5	25.0	30.4	31.6	32.2
EBITDA margin	(%)	31.1	34.1	33.7	44.3	40.1	44.1	44.2	44.3
EBIT margin	(%)	30.8	29.6	30.4	39.3	34.1	38.3	38.9	39.2
Net profit margin	(%)	20.0	17.1	16.3	34.3	34.9	36.0	38.2	39.1
ROE	(%)	22.7	14.9	13.3	12.9	9.8	10.3	11.2	11.8
ROA	(%)	7.2	3.9	3.8	3.7	3.8	4.2	5.0	5.4
Net D/E	(x)	1.5	2.0	1.7	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
Interest coverage	(x)	1.6	0.2	0.4	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
Payout Ratio	(x)	0.5	0.0	75.9	61.4	41.0	41.0	41.0	41.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Land sales	(Rai)	665	1,043	835	973	976	1,400	1,580	1,787
Land transfer	(Rai)	1,250	911	614	1,023	628	1,253	1,290	1,484
Backlog	(Rai)	n.a.	132	356	306	654	n.a.	n.a.	n.a.
RWH & RBF new contract	(Sqm)	16,978	1,356	35,595	52,023	46,196	50,000	50,000	50,000
Logistic WH new contract	(Sqm)	164,585	191,661	141,581	109,565	213,657	150,500	150,500	150,500
Revenue from rent and services	(Btmn)	551	2,971	2,261	1,775	1,622	1,694	1,963	2,188
Revenue from property sales	(Btmn)	4,337	8,466	14,163	6,290	5,130	6,277	7,273	8,054
Revenue from water	(Btmn)	n.a.	n.a.	1,397	1,448	1,570	1,726	1,948	2,069
Gross margin for rent and services	(%)	60.3	54.3	54.3	54.3	45.0	45.0	45.0	45.0
Gross margin for property sales	(%)	n.a.	n.a.	31.7	46.9	44.7	51.3	50.9	51.2
Gross margin for water	(%)	n.a.	n.a.	46.5	40.5	42.6	40.5	40.2	37.6

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total revenue	(Btmn)	1,250	4,730	2,648	1,597	978	3,099	1,364	2,022
Cost of goods sold	(Btmn)	692	2,542	1,528	860	493	1,751	774	881
Gross profit	(Btmn)	558	2,188	1,119	737	485	1,348	589	1,141
SG&A	(Btmn)	312	597	315	383	348	562	337	494
Other income	(Btmn)	336	302	127	182	212	236	115	309
Interest expense	(Btmn)	406	339	313	338	293	235	278	278
Pre-tax profit	(Btmn)	177	1,554	618	198	57	788	89	678
Corporate tax	(Btmn)	39	173	116	31	40	138	37	35
Equity a/c profits	(Btmn)	443	351	399	559	621	963	321	562
Minority interests	(Btmn)	(157)	(96)	(306)	(209)	(238)	(217)	(97)	(334)
Core profit	(Btmn)	424	1,636	594	517	400	1,396	276	871
Extra-ordinary items	(Btmn)	82	71	186	(214)	(37)	65	131	181
Net Profit	(Btmn)	506	1,708	780	303	363	1,461	407	1,052
EBITDA	(Btmn)	701	1,988	1,058	656	474	1,136	491	1,056
Core EPS	(Bt)	0.03	0.11	0.04	0.04	0.03	0.10	0.02	0.06
Net EPS	(Bt)	0.04	0.12	0.05	0.02	0.03	0.10	0.03	0.07

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Total current assets	(Btmn)	20,546	19,367	19,555	21,081	17,783	19,016	18,984	21,136
Total fixed assets	(Btmn)	53,601	54,252	54,766	55,624	56,999	59,329	56,132	58,867
Total assets	(Btmn)	74,147	73,619	74,320	76,705	74,783	78,345	75,115	80,002
Total loans	(Btmn)	36,163	34,398	33,784	38,039	35,463	36,380	35,565	38,606
Total current liabilities	(Btmn)	9,507	8,007	7,250	9,563	10,370	9,245	8,724	16,417
Total long-term liabilities	(Btmn)	37,217	37,078	37,391	38,756	35,248	38,086	36,072	32,323
Total liabilities	(Btmn)	46,724	45,086	44,640	48,319	45,618	47,331	44,795	48,740
Paid-up capital	(Btmn)	1,432	1,432	1,433	1,433	1,433	1,433	1,439	1,439
Total equity	(Btmn)	27,423	28,533	29,680	28,386	29,164	31,014	30,320	31,262
BVPS	(Bt)	1.47	1.76	1.82	1.75	1.79	1.90	1.87	1.93

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Core Profit	(Btmn)	424	1,636	594	517	400	1,396	276	871
Depreciation and amortization	(Btmn)	119	95	126	119	125	113	124	100
Operating cash flow	(Btmn)	213	1,277	(333)	664	(483)	575	(23)	916
Investing cash flow	(Btmn)	(810)	1,380	2,056	(2,146)	398	47	109	(2,036)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,285)	(2,464)	(701)	(131)	138	1,171	(807)	2,516
Net cash flow	(Btmn)	(1,883)	193	1,022	(1,613)	52	1,794	(721)	1,397

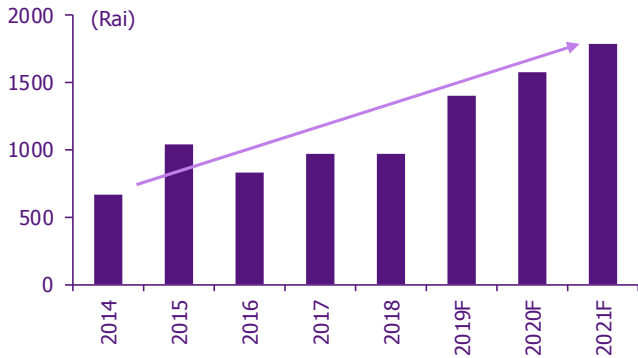
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Gross margin	(%)	44.7	46.3	42.3	46.2	49.6	43.5	43.2	56.4
Operating margin	(%)	19.7	33.6	30.4	22.2	14.0	25.4	18.5	32.0
EBITDA margin	(%)	56.1	42.0	39.9	41.1	48.5	36.7	36.0	52.2
EBIT margin	(%)	46.6	40.0	35.2	33.6	35.7	33.0	26.9	47.3
Net profit margin	(%)	40.5	36.1	29.5	19.0	37.1	47.1	29.9	52.0
ROE	(%)	6.3	23.4	8.2	7.1	5.6	18.6	3.6	11.3
ROA	(x)	2.3	8.9	3.2	2.7	2.1	7.3	1.4	4.5
Net gearing	(x)	1.2	1.1	1.0	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1
Interest coverage	(x)	1.7	5.9	3.4	1.9	1.6	4.8	1.8	3.8
Debt service cover	(x)	0.4	1.3	0.8	0.3	0.2	0.6	0.3	0.3

Main Assumptions

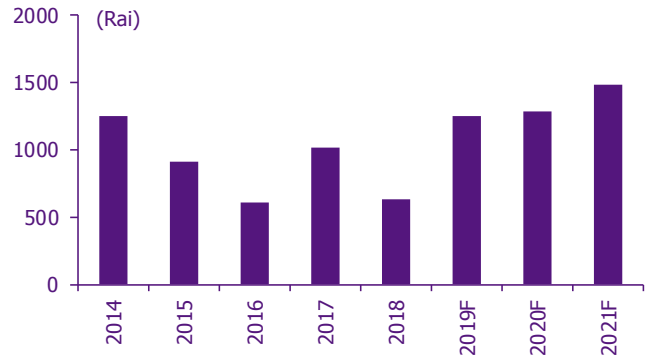
FY December 31	Unit	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Land sales	(Rai)	138	251	110	63	57	746	110	260
Land transfer	(Rai)	55	297	130	250	45	203	92	480
Backlog	(Rai)	349	306	283	91	145	654	667	440
RWH & RBF new contract	(Sqm)	31,488	8,796	20,977	24,549	n.a.	670	4,972	17,239
Logistic WH new contract	(Sqm)	4,785	48,934	14,475	0	157,084	42,098	27,284	1,917
Revenue from rent and services	(Btmn)	437	427	384	387	433	417	436	391
Revenue from property sales	(Btmn)	445	3,923	1,865	817	158	2,290	520	1,211
Revenue from water	(Btmn)	368	380	399	393	386	392	407	421
Gross margin for rent and services	(%)	52.8	53.1	44.1	46.5	43.0	46.5	44.1	53.2
Gross margin for property sales	(%)	38.3	46.2	42.5	46.6	79.5	43.3	55.0	61.4
Gross margin for water	(%)	42.7	39.6	39.5	44.9	44.8	41.3	42.7	45.2

Figure 1: WHA's land sales heading north...



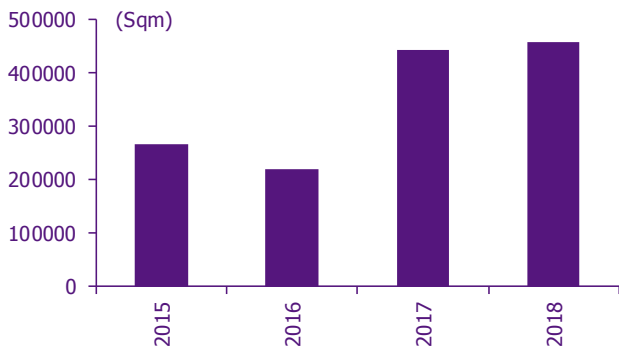
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 2: Deed transfers to jump in 2019



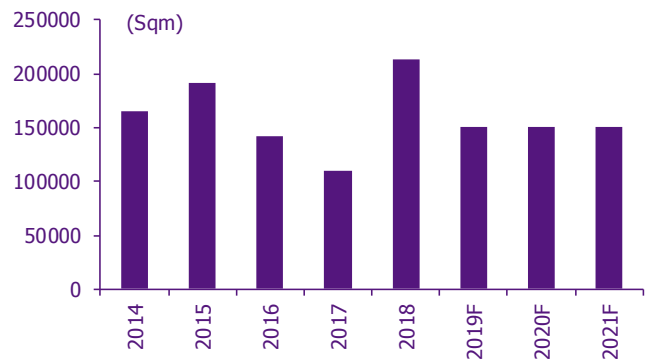
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 3: Logistics warehouse portfolio



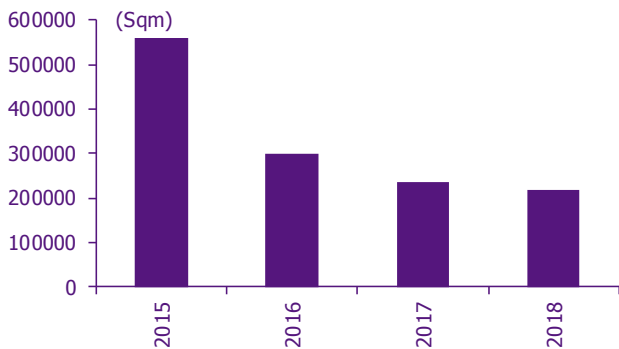
Source: WHA

Figure 4: New contracts for logistics warehouses will sustainable at 200,000 sqm



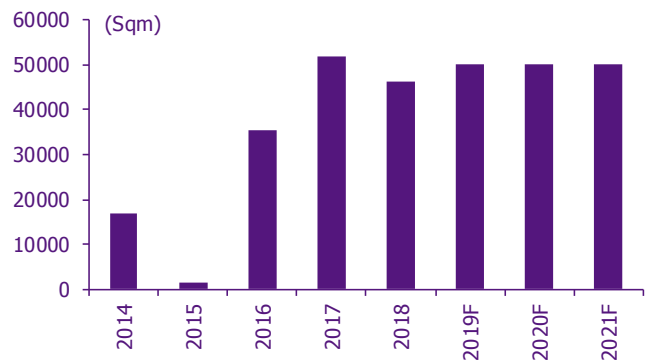
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 5: Industrial property (RWH, RBF) portfolio



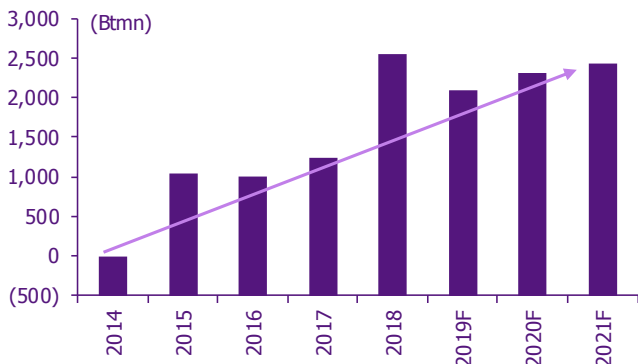
Source: WHA

Figure 6: New contracts for industrial property stable



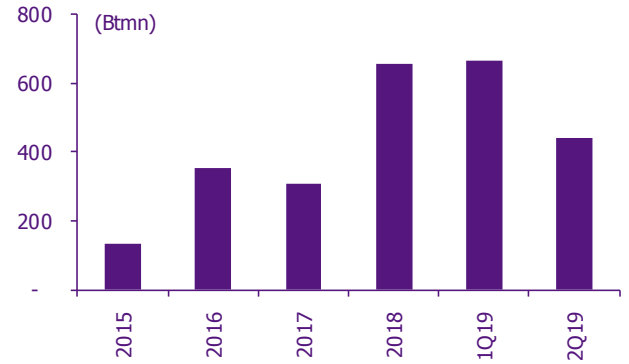
Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 7: Utilities contribution



Source: WHA, SCBS Investment Research

Figure 8: Backlog



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research



ได้รับแรงกดดันจากสงครามการค้าอย่างต่อเนื่อง

เราคาดว่าภาพของอุตสาหกรรมยานยนต์จะยังคงไม่สดใส สืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่จะมีต่อความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ จะสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มยานยนต์ แม้ว่าภาพของอุตสาหกรรมยานยนต์จะได้รับแรงกดดันจากสงครามการค้าอย่างต่อเนื่อง แต่เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าจะช่วยจำกัดการปรับตัวลงของราคาหุ้นได้ **top picks** ของเรา คือ **SAT** และ **STANLY**

ยอดส่งออกรถยนต์ที่อ่อนแอได้รับผลกระทบจากความกังวลสงครามการค้า ใน 7M62 ประเทศไทยส่งออกรถยนต์จำนวน 642,000 คัน (51% ของยอดการผลิตรถยนต์) ลดลง 2% YoY เพราะถูกจัดรั้งโดยตลาดส่งออกที่อ่อนแอ ได้แก่ ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และโอเชียเนีย (-9% YoY, 31% ของยอดส่งออกรถยนต์) และอเมริกากลางและใต้ (-23% YoY, 7%) ในขณะที่พบการเติบโตอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในตะวันออกกลาง (+20% YoY, 11%) และยุโรป (+14% YoY, 12%) เรามองว่ายอดส่งออกรถยนต์ที่ลดลงสะท้อนถึงผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ต่อเศรษฐกิจโลก และตามมาด้วยความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์

ตลาดในประเทศพลิกมามีอัตราการผลิตโตติดลบในเดือนมิ.ย. ยอดขายรถยนต์ในประเทศใน 7M62 มีจำนวน 604,800 คัน เพิ่มขึ้น 6% YoY อย่างไรก็ตาม แนวโน้มขาลงเริ่มแสดงให้เห็น โดยยอดขายรถยนต์ในประเทศลดลง YoY ตั้งแต่เดือนมิ.ย. (-2% YoY ในเดือนมิ.ย. และ -1% YoY ในเดือนก.ค.) สะท้อนถึงความต้องการซื้อที่ชะลอลงสอดคล้องกับความกังวลด้านเศรษฐกิจ ในขณะที่ต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นในการปล่อยสินเชื่อรถยนต์มากขึ้นเพราะกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินเชื่อที่ปรับตัวแย่ลง เราคาดว่าโมเมนตัมจะดีขึ้นใน 4Q62 จากการจัดงานมอเตอร์โชว์ประจำปีในระหว่างวันที่ 29 พ.ย.-10 ธ.ค. 2562

ขาดปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น แต่ราคาหุ้นลดลงมากเกินไปและผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าพอใจ ยอดการผลิตรถยนต์ใน 7M62 อยู่ที่ 1.24 ล้านคัน ทรงตัว YoY ทั้งนี้หลังจากเติบโตอย่างแข็งแกร่งถึง 9% YoY ในปี 2561 เราคาดว่ายอดการผลิตรถยนต์ของประเทศไทยจะกลับมาเติบโตตามปกติที่ 2% YoY สู่ 2.21 ล้านคัน ในปี 2562 เราคาดว่าภาพรวมที่คลุมเครือของอุตสาหกรรมยานยนต์สืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ที่จะมีต่อความต้องการสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ จะสร้างแรงกดดันต่อกลุ่มยานยนต์ ท่ามกลางแนวโน้มที่คลุมเครือ หุ่นที่เราชื่นชอบ คือ SAT และ STANLY เนื่องจากเรามองว่า valuation ปรับตัวลดลงมากเกินไป SAT ซื้อขายที่ PE ปี 2562 ระดับ 7.5 เท่า หรือ -0.5SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ในขณะที่ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่ 7% ต่อปีในปี 2562-63 STANLY ซื้อขายที่ PE ปี FY2563 ระดับ 7.0 เท่า หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 4-5% ในปี FY2563-64

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AH	Buy	18.1	29.0	66.3	8.3	5.3	0.7	0.6
PCSGH	Neutral	6.4	7.2	18.5	13.8	10.9	1.8	1.7
SAT	Buy	17.1	25.0	52.8	7.5	6.9	1.0	0.9
STANLY	Buy	191.0	295.0	58.7	7.0	6.3	0.9	0.8
Average					11.0	8.1	1.3	1.2

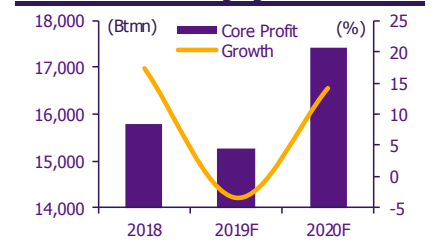
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	4.0	(5.2)	(42.1)	0.3	(5.0)	(40.1)
PCSGH	1.6	(8.6)	(8.0)	(2.0)	(8.4)	(4.9)
SAT	(2.3)	(6.0)	(26.3)	(5.7)	(5.8)	(23.8)
STANLY	(3.3)	(16.6)	(26.8)	(6.7)	(16.4)	(24.4)

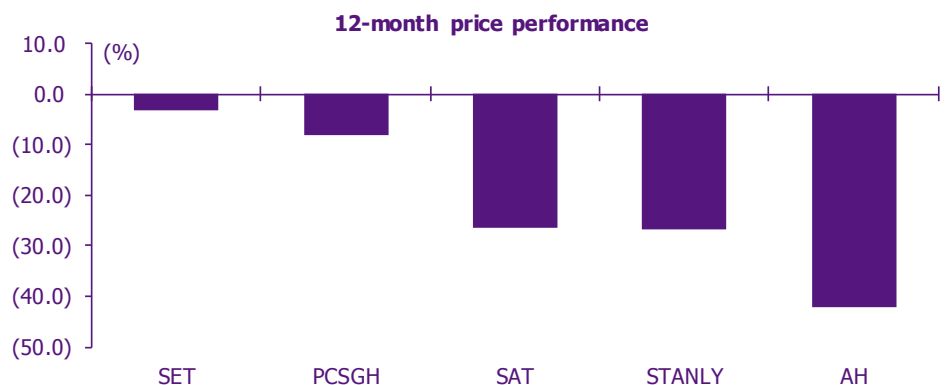
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance ของกลุ่มยานยนต์ชะลอลงลง โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า



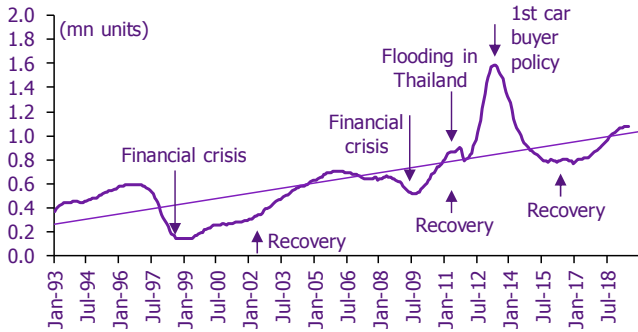
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

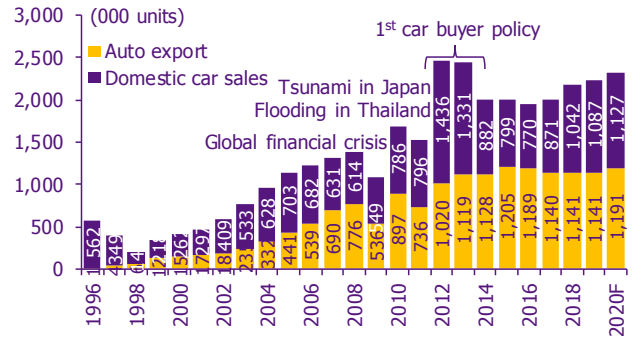
นักวิเคราะห์การลงทุนปิยะพัชร์พื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Rolling 12-mth domestic auto sales



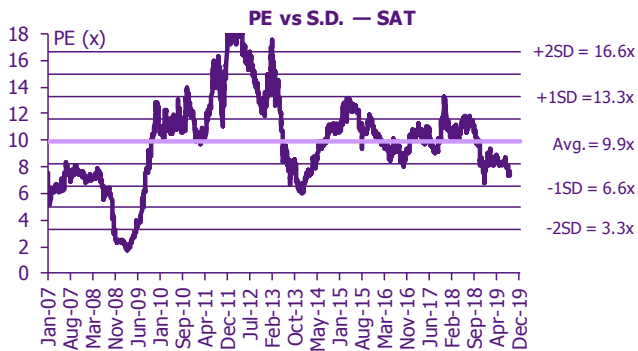
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai auto production forecast



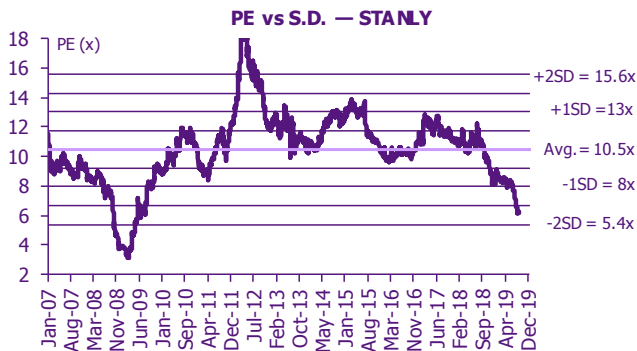
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: SAT: PE band



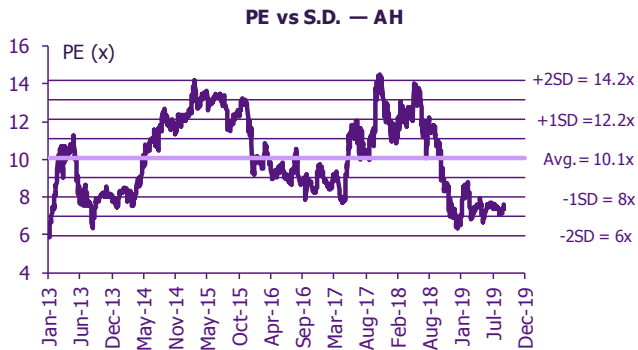
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: STANLY: PE band



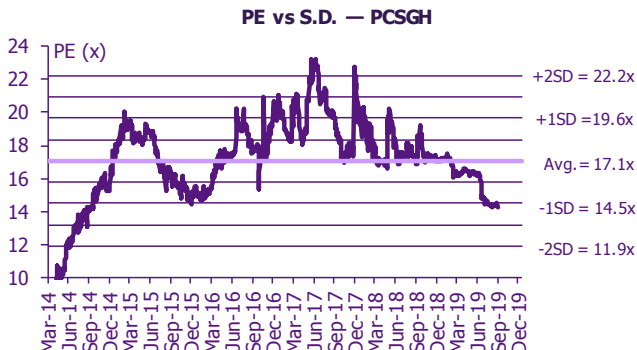
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: AH: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: PCSGH: PE band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AH	Buy	18.10	29.0	66.3	6.3	8.3	5.3	3	(24)	56	0.8	0.7	0.6	12	8	11	7.2	6.1	6.7	7.3	6.6	5.6
PCSGH	Neutral	6.35	7.2	18.5	15.6	13.8	10.9	(2)	13	26	1.9	1.8	1.7	12	14	16	4.3	5.1	6.4	8.1	7.0	5.7
SAT	Buy	17.10	25.0	52.8	8.0	7.5	6.9	27	6	10	1.1	1.0	0.9	14	14	14	7.9	6.6	7.3	3.4	2.9	2.5
STANLY	Buy	191.00	295.0	58.7	7.5	7.0	6.3	18	7	10	0.9	0.9	0.8	13	13	13	4.3	4.3	4.8	3.0	2.8	2.4
Average					9.3	9.1	7.4	12	0	26	1.2	1.1	1.0	13	12	14	5.9	5.5	6.3	5.5	4.8	4.1

Source: SCBS Investment Research



ภาพรวมการท่องเที่ยวไทยที่ดีขึ้นส่งผลบวกในระยะสั้น

ท่ามกลางแนวโน้มที่ท้าทายของกลุ่มสายการบิน เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 และจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น (จากฐานต่ำในปีที่ผ่านมา และการขยายระยะเวลามาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ของรัฐบาลออกไปจนถึงเดือนเม.ย. 2563 จากสิ้นสุดเดือนค.ค. 2562) จะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสาร เราชอบ AAV มากกว่า THAI แม้เราแนะนำ Neutral สำหรับ AOT แต่เราคาดว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น

สายการบิน: ปริมาณผู้โดยสารเพิ่มขึ้น แต่อัตราค่าโดยสารลดลง ใน 3Q62TD ราคาหุ้นสายการบินปรับตัวลดลงมาก: -22% สำหรับ AAV และ -10% สำหรับ THAI ซึ่งต่ำกว่า SET ที่ลดลง -4% ปัจจัยจุดรั้งหลักๆ คือ ผลขาดทุนใน 2Q62 เนื่องจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ชะลอตัว สร้างแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสาร จำนวนผู้โดยสารของ AAV เติบโต 5% YoY ทั้งๆ ที่ความสามารถในการรองรับผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 12% YoY และอัตราค่าโดยสารเฉลี่ยลดลง 1% YoY อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 และจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นจะช่วยลดแรงกดดันต่ออัตราค่าโดยสาร ทั้งนี้ท่ามกลางความผันผวนของผลการดำเนินงาน เราคาดว่า AAV และ THAI จะรายงานขาดทุนอย่างต่อเนื่องใน 3Q62 (แต่จะน้อยกว่า 2Q62) และจะมีกำไรใน 4Q62 พื้นตัวจากขาดทุนใน 4Q61 (ถูกจุดรั้งโดยไฮซีซีขึ้นที่อ่อนแอหลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือลมนในภูเก็ตและต้นทุนน้ำมันเครื่องบินเพิ่มขึ้น)

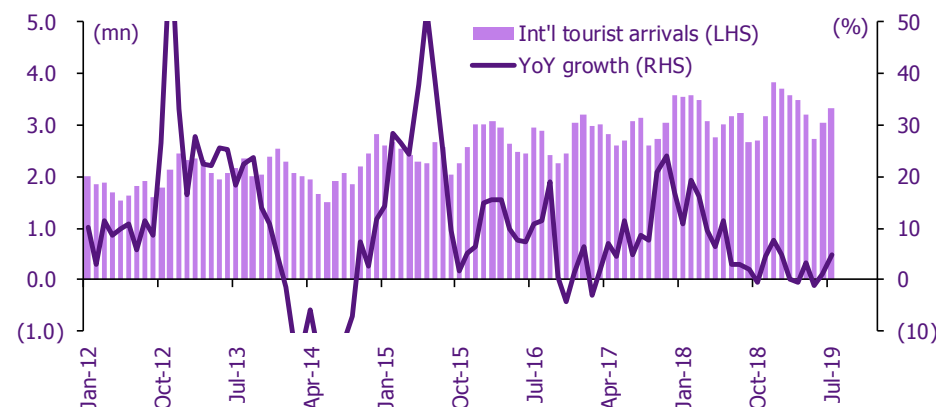
อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น หลังจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตเพียง 1% YoY ใน 1H62 เราคาดว่าจะเห็นการเติบโตเร่งตัวขึ้นในช่วงที่เหลือของปีนี้จากฐานต่ำใน 2H61 หลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือลมนในภูเก็ตและรัฐบาลขยายระยะเวลามาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ออกไปจนถึงเดือนเม.ย. 2563 จากสิ้นสุดเดือนค.ค. 2562 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 6% YoY ในเดือนส.ค. เติบโตขึ้นจากที่เพิ่มขึ้น 5% YoY ในเดือนก.ค. เราทำการตรวจสอบตามช่องทางต่างๆ พบว่าไมเม้นต์ปรับตัวดีขึ้น: จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่เดินทางผ่านท่าอากาศยานของ AOT เพิ่มขึ้น 7% YoY ในระหว่างวันที่ 1-7 ก.ย. และยอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าของ AAV สำหรับเส้นทางบินจีนในช่วง Golden Week ของเดือนค.ค. สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน

ต้นทุนลดลงเพราะราคาน้ำมันเครื่องบินลดลง ต้นทุนน้ำมันคิดเป็นสัดส่วน 35% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมดของ AAV และ 30% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมดของ THAI ราคาน้ำมันเครื่องบินโดยเฉลี่ยใน 3Q62TD อยู่ที่ US\$74.7/bbl ลดลง 13% YoY และ 4% QoQ AAV ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน 70-86% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินใน 3Q-4Q62 และ 73% ในปี 2563 ที่ต้นทุนเฉลี่ย US\$76-78/bbl ใกล้เคียงกับราคาเฉลี่ยใน 3Q62TD ในขณะที่ THAI ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันล่วงหน้าไว้ในสัดส่วน 58-60% ของปริมาณการใช้น้ำมันเครื่องบินใน 3Q-4Q62 และ 17-35% ในปี 2563

ชอบ AAV มากกว่า THAI ท่ามกลางแนวโน้มที่ท้าทายของกลุ่มสายการบิน เราชอบ AAV มากกว่า THAI เนื่องจากพื้นฐานแข็งแกร่งมากกว่า โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดระยะใกล้ (อาเซียน อินเดีย และจีน) ที่เติบโตมากขึ้น และการควบคุมต้นทุนได้ดี AAV ซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำที่ PB ปี 2562 ระดับ 0.7 เท่า ซึ่งเป็นระดับที่เคยซื้อขายในช่วงที่เกิดสถานการณ์โควิดไม่สงบทางการเมืองในปี 2556-57 ซึ่งเรามองว่าน่าจะช่วยจำกัดความเสี่ยงขาลงของราคาหุ้น

AOT: ได้ประโยชน์จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น แม้เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ AOT แต่เราคาดว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นเพราะภาพรวมอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยดีขึ้น ข่าวดีที่ใกล้จะเข้า คือ การประมูลสัญญาพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่ท่าอากาศยานดอนเมือง (คาดใน 4Q62) และสัญญาเช่ารันเวย์สนามบินลำปางลดอาคารที่ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ (คาดใน 1H63)

ปัจจัยบวกระยะสั้นจากภาพรวมอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น



Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AAV	Buy	3.2	5.8	86.7	15.8	12.7	0.7	0.7
AOT	Neutral	73.5	80.0	10.1	38.3	37.2	6.7	6.2
THAI	Sell	9.6	10.0	4.7	n.m.	8.1	1.1	1.0
Average					27.1	19.4	2.9	2.6

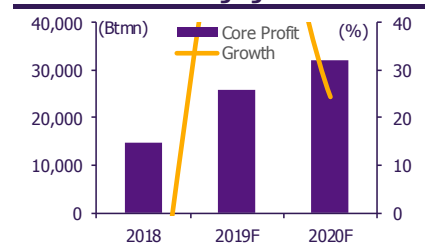
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	0.0	(21.4)	(27.9)	(3.5)	(21.2)	(25.4)
AOT	5.8	10.5	14.0	2.0	10.8	17.8
THAI	5.5	(6.4)	(28.2)	1.8	(6.1)	(25.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



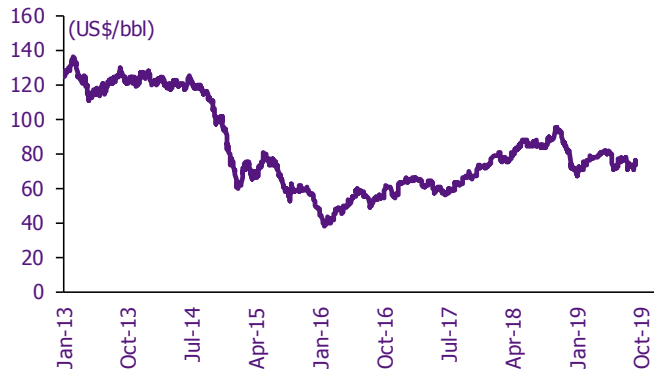
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

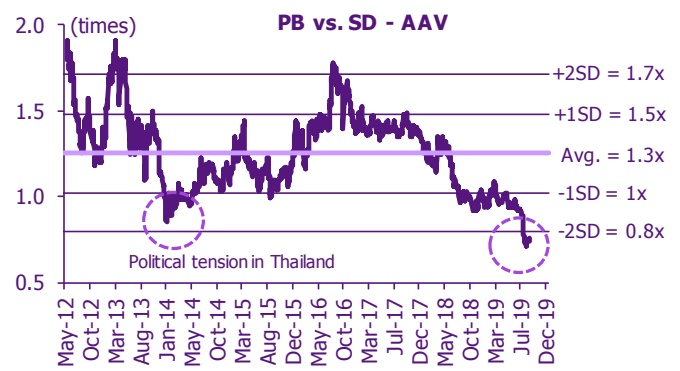
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Jet fuel price trend



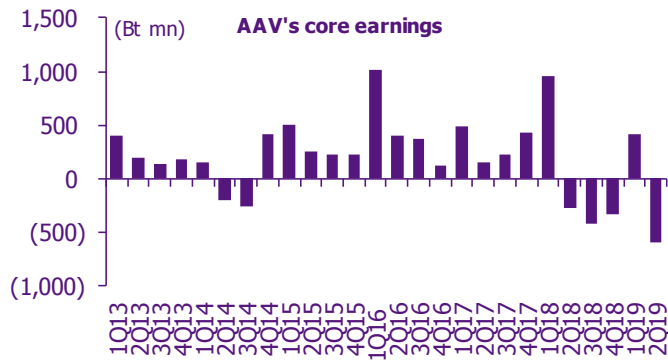
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: AAV is trading at tough valuation



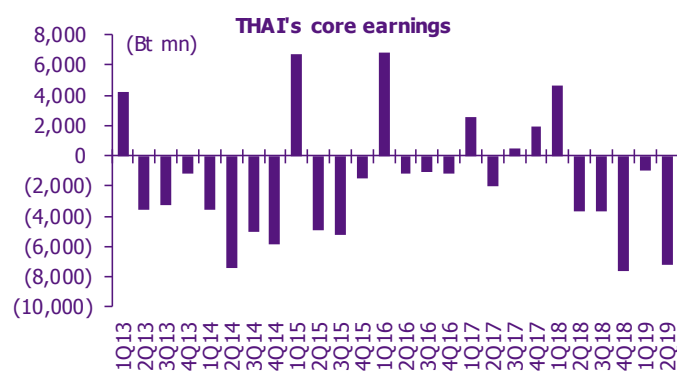
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV's quarterly earnings



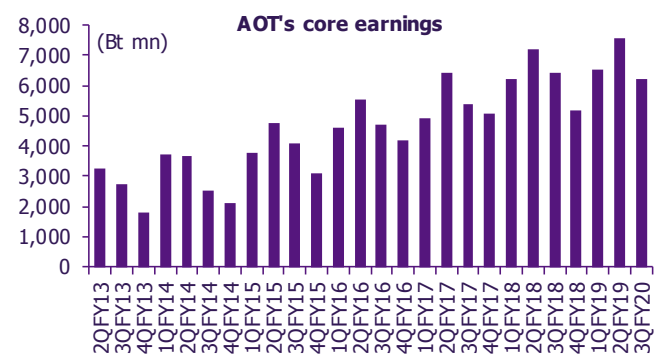
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: THAI's quarterly earnings



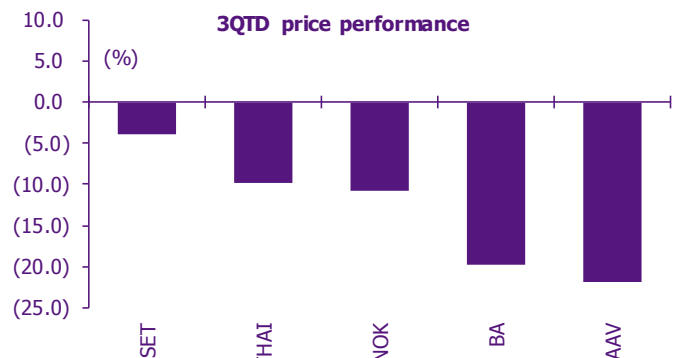
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: AOT's quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AAV	Buy	3.16	5.8	86.7	n.m.	15.8	12.7	n.m.	n.m.	24	0.7	0.7	0.7	(0)	5	6	10.6	3.2	3.9	20.2	10.0	8.8
AOT	Neutral	73.50	80.0	10.1	41.9	38.3	37.2	15	9	3	7.3	6.7	6.2	18	18	17	1.4	1.3	1.3	29.4	26.4	24.6
THAI	Sell	9.55	10.0	4.7	n.m.	n.m.	8.1	n.m.	74	n.m.	1.0	1.1	1.0	(40)	(13)	13	0.0	0.0	0.0	6.8	11.5	8.0
Average					41.9	27.1	19.4	15	42	14	3.0	2.9	2.6	(7)	3	12	4.0	1.5	1.8	18.8	16.0	13.8

Source: SCBS Investment Research



ยังมองไม่เห็นปัจจัยบวก ยกเว้น valuation ถูก

กลุ่มธนาคารยังคงอยู่ในสภาวะขบเซา เพราะสินเชื่อเดิมโตต่ำ NIM ตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน non-NII อ่อนแอ และคุณภาพสินทรัพย์แย่งลง ท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว และการหยุดชะงักของธุรกิจ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นธนาคารส่วนใหญ่ (โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่) ปรับตัว underperform ตลาดค่อนข้างมาก ทำให้ valuation น่าสนใจ เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร หลักๆ เกิดจาก valuation ที่น่าสนใจ

พริ้วผลประกอบการ 3Q62: ยังคงอ่อนแอ เราคาดว่าผลประกอบการ 3Q62 ของกลุ่มธนาคารโดยรวมจะอ่อนแอต่อเนื่องทั้ง YoY และ QoQ โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและผลกระทบด้านลบจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MOR และ MRR ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่าสินเชื่อจะขยายตัวเล็กน้อย NIM จะหดตัว QoQ หลังจากลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MOR และ MRR รายได้ค่าธรรมเนียมอ่อนแอ และคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวแย่งลงในระดับที่สามารถจัดการได้ เราคาดว่ากำไร 3Q62 ของกลุ่มธนาคารจะลดลงเล็กน้อย YoY หลักๆ เกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ลดลงจากการยกเว้นค่าธรรมเนียมการทำธุรกรรมผ่านช่องทางดิจิทัล; ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจะลดลง เนื่องจากธนาคารตั้งสำรองพิเศษสำหรับผลประโยชน์พนักงานไปเรียบร้อยแล้ว

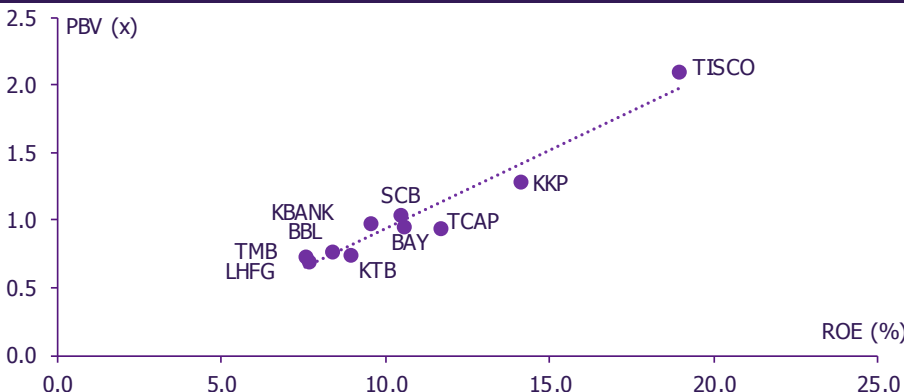
NIM ตกอยู่ภายใต้แรงกดดัน การลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากประจำลง 25 bps ใน 1Q62 ตามมาด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ MOR และ MRR ลง 25 bps ทำให้เราคาดว่าธนาคารส่วนใหญ่ (ยกเว้นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ) จะเห็น NIM หดตัวลงเล็กน้อยในปีนี้อย่างไรก็ตามธนาคารส่วนใหญ่หันมาปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงอย่างสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกัน สินเชื่อรีไฟแนนซ์รถยนต์ และสินเชื่อ small SME มากขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบด้านลบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงได้ เราคาดว่าธนาคารจะลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝากลงภายในสิ้นปีนี้เพื่อลดผลกระทบจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 25-50 bps ซึ่งจะสร้างแรงกดดันขาลงเพิ่มเติมต่อ NIM

ความเสี่ยงขาลงต่ออัตราขยายตัวของสินเชื่อ เราเล็งเห็นความเสี่ยงขาลงต่อประมาณการอัตราขยายตัวของสินเชื่อกลุ่มธนาคารของเราที่ 5% สำหรับปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากการลงทุนภาคเอกชนที่ต่ำกว่าคาดและความเสี่ยงขาลงต่อ GDP ทั้งนี้ ณ เดือนก.ค. สินเชื่อของกลุ่มธนาคารขยายตัวเพียง 0.9% YTD และ 3.8% YoY สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน การส่งออกที่ลดลง และความล่าช้าของการลงทุนภาครัฐ ส่งผลกระทบต่อการลงทุนภาคเอกชน

NPL ใหม่เพิ่มขึ้น NPL ใหม่เพิ่มขึ้น 7.5% YoY และ 11.6% QoQ ใน 2Q62 ส่งผลทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ อย่างไรก็ตาม NPL ไหลเข้าทั้งหมดอยู่ในระดับทรงตัว QoQ เนื่องจาก NPL ใหม่ที่เพิ่มขึ้นถูกหักล้างโดย NPL ย้อนกลับที่ลดลง NPL โดยรวมก็อยู่ในระดับทรงตัว โดยเกิดจากการตัดจำหน่ายหนี้สูญเพิ่มขึ้น

Underperform ตลาด และต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมค่อนข้างมาก SETBANK ปรับตัวลดลง 9% YTD underperform SET ที่ +6% YTD อยู่ 15% ส่งผลทำให้ราคาหุ้นธนาคารส่วนใหญ่ (โดยเฉพาะธนาคารขนาดใหญ่) ต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมค่อนข้างมาก โดยซื้อขายที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอยู่ 2SD เราเชื่อว่าภาวะขบเซาของกลุ่มธนาคารสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังมองไม่เห็นปัจจัยบวกใดๆ ในอนาคตอันใกล้นี้ เรายังคงเลือก BBL และ KTB เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก valuation น่าสนใจที่สุด

Valuation map แสดงให้เห็นว่า BBL และ KTB เป็นหุ้น laggard



Source: Banks and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BAY	Buy	34.8	44.0	30.6	9.5	8.5	0.9	0.9
BBL	Buy	173.0	225.0	33.8	9.3	8.4	0.8	0.7
KBANK	Neutral	163.0	188.0	17.7	10.4	9.6	0.9	0.9
KKP	Neutral	67.0	72.0	14.4	9.4	9.2	1.3	1.2
KTB	Buy	17.5	22.0	30.0	8.5	8.5	0.7	0.7
LHFG	Sell	1.4	1.4	6.2	9.2	8.4	0.7	0.6
TCAP	Buy	57.0	65.0	23.7	8.4	8.0	1.0	0.9
TISCO	Neutral	102.5	101.0	5.9	10.9	11.3	2.1	2.0
TMB	Buy	1.7	2.2	34.1	9.6	8.6	0.7	0.7
Average					9.5	9.0	1.0	1.0

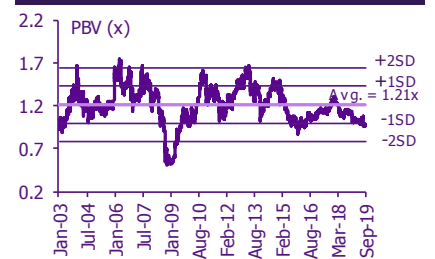
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	2.2	(7.9)	(12.6)	(1.4)	(7.7)	(9.7)
BBL	3.6	(13.3)	(17.2)	(0.1)	(13.1)	(14.5)
KBANK	5.2	(14.9)	(23.1)	1.4	(14.7)	(20.5)
KKP	(3.9)	(1.5)	(10.7)	(7.3)	(1.2)	(7.7)
KTB	1.2	(9.8)	(11.6)	(2.4)	(9.6)	(8.7)
LHFG	(0.7)	(8.1)	(8.1)	(4.2)	(7.9)	(5.0)
TCAP	10.7	1.8	7.5	6.8	2.0	11.1
TISCO	4.6	13.9	24.6	0.9	14.2	28.8
TMB	10.5	(15.2)	(25.0)	6.6	(14.9)	(22.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

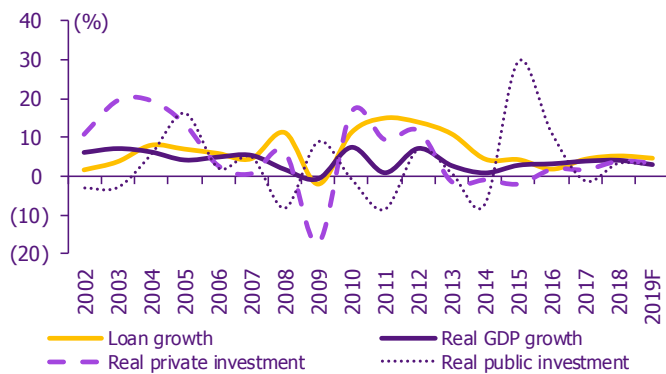
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

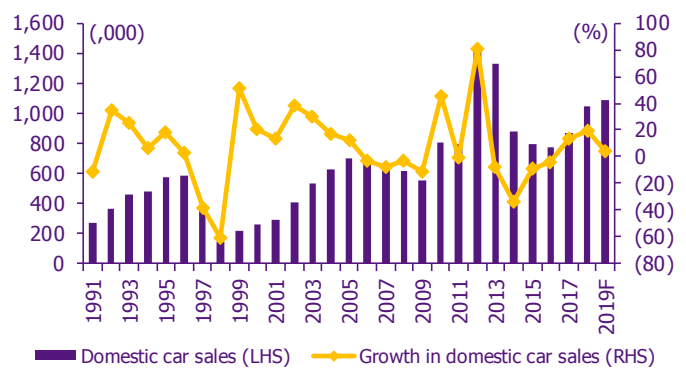
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



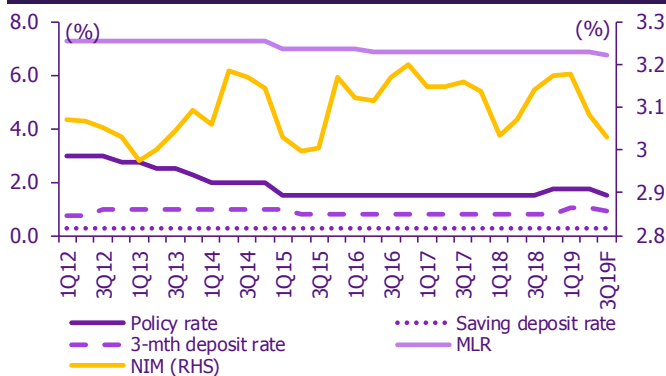
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



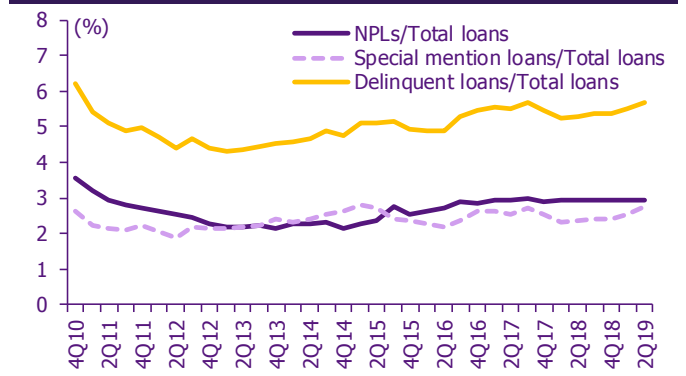
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



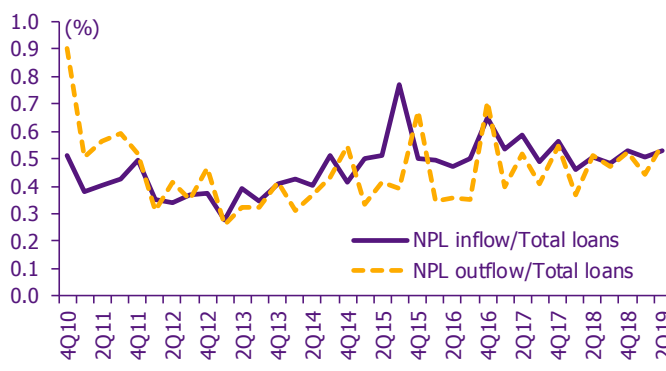
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



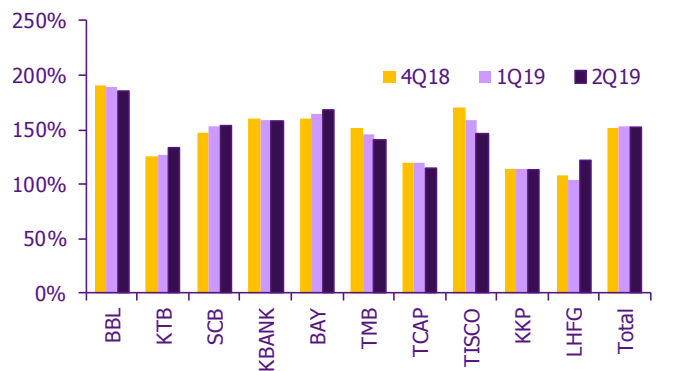
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow and outflow



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: LLR coverage



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BAY	Buy	34.75	44.0	30.6	10.3	9.5	8.5	7	9	12	1.1	0.9	0.9	11	11	11	2.9	4.0	3.5
BBL	Buy	173.00	225.0	33.8	9.3	9.3	8.4	7	1	10	0.8	0.8	0.7	9	8	9	3.8	3.8	4.2
KBANK	Neutral	163.00	188.0	17.7	10.1	10.4	9.6	12	(2)	8	1.0	0.9	0.9	11	10	9	2.5	2.4	2.6
KKP	Neutral	67.00	72.0	14.4	9.4	9.4	9.2	5	0	2	1.3	1.3	1.2	14	14	14	7.5	6.9	6.5
KTB	Buy	17.50	22.0	30.0	8.6	8.5	8.5	27	1	0	0.8	0.7	0.7	10	9	8	4.1	4.3	4.4
LHFG	Sell	1.36	1.40	6.2	9.3	9.2	8.4	19	1	9	0.7	0.7	0.6	8	8	8	3.2	3.3	3.6
TCAP	Buy	57.00	65.0	23.7	8.5	8.4	8.0	16	0	5	1.0	1.0	0.9	12	12	12	4.0	9.6	4.7
TISCO	Neutral	102.50	101.0	5.9	11.7	10.9	11.3	15	7	(3)	2.2	2.1	2.0	19	19	18	6.8	7.3	7.1
TMB	Buy	1.68	2.20	34.1	6.4	9.6	8.6	34	(34)	13	0.7	0.7	0.7	12	8	8	4.2	3.1	3.5
Average					9.4	9.5	9.0	7	1	6	1.1	1.0	1.0	12	11	11	4.3	4.9	4.5

Source: SCBS Investment Research

ได้แรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นและอุปสงค์หลังน้ำท่วม

ยอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาคินิชย์อ่อนตัวลงใน 3Q62TD (เทียบกับ 4.2% YoY ใน 2Q62) เนื่องจากฝนที่ตกหนักและสถานการณ์น้ำท่วมในเดือนส.ค. ถึงต้นก.ย. ส่งผลทำให้การเดินทางมายังร้านค้าหยุดชะงัก อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า SSS จะเติบโตดีขึ้นเมื่อระดับน้ำลดลง และจะตามมาด้วยความต้องการซ่อมแซมหลังน้ำท่วม ปัจจัยขับเคลื่อนอีกอย่างหนึ่งจะมาจากมาตรการกระตุ้นใหม่ในเดือนส.ค.-พ.ย. และอาจจะมีการกระตุ้นออกมาเพิ่มเติมในปีหน้า top picks คือ CPALL และ GLOBAL

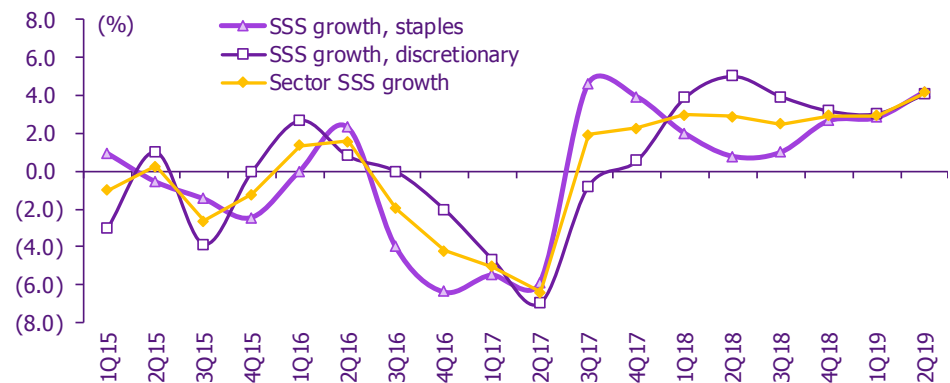
มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ของรัฐบาล เมื่อวันที่ 20 ส.ค. ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ วงเงิน 3.22 แสนล. ซึ่งประกอบด้วย: 1) การให้เงินอุดหนุนผู้มีรายได้น้อยที่ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ วงเงิน 2.0 หมื่นล. ด้วยการให้เงินช่วยเหลือเพิ่มอีก 500 บาท/คน/เดือน สำหรับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐทุกราย, 500 บาท/คน/เดือน สำหรับผู้สูงอายุ และช่วยเหลือค่าเลี้ยงดูบุตร 300 บาท/คน/เดือน เป็นระยะเวลา 2 เดือน ในเดือนส.ค.-ก.ย.; 2) การให้เงินอุดหนุนต้นทุนการผลิตแก่เกษตรกร วงเงิน 3.0 หมื่นล. ในเดือนก.ย.; 3) มาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยว วงเงิน 5.5 หมื่นล. ผ่านทางการขยายระยะเวลาวันค่าธรรมเนียม visa-on-arrival ออกไปจนถึงเดือนเม.ย. 2563 และสนับสนุนค่าใช้จ่ายเพื่อการท่องเที่ยว 1,000 บาท และคืนเงิน 15% สำหรับค่าใช้จ่ายท่องเที่ยวไม่เกิน 30,000 บาท ในระหว่างเดือนก.ย.-พ.ย.; 4) โครงการปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำผ่านทางธนาคารของรัฐ วงเงิน 2.17 แสนล. SCB EIC คาดว่ามาตรการเหล่านี้จะช่วยกระตุ้นให้ GDP ขยายตัวเพิ่มขึ้นได้อีก 0.3% การให้เงินอุดหนุนครั้งเดียวแก่ผู้มีรายได้น้อยและเกษตรกร และมาตรการเกี่ยวกับการท่องเที่ยว จะช่วยกระตุ้นการใช้จ่ายได้มากกว่าการปล่อยกู้ อัตราดอกเบี้ยต่ำ ทั้งนี้เมื่ออิงกับงบประมาณปี 2563 ของรัฐบาลและแผนงานหนึ่งในการกู้เพื่อชดเชยการขาดดุลของภาครัฐ SCB EIC คาดว่ารัฐบาลยังมีความสามารถกระตุ้นเศรษฐกิจไทยให้ขยายตัวเพิ่มขึ้นได้อีกประมาณ 1.5% ของ GDP (2.4 แสนล.) ในปี 2563

ฝนตกหนักและน้ำท่วม หลังจากลดลงมากถึง 30-40% YoY ใน 7M62 ปริมาณฝนก็เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 56% YoY ในเดือนส.ค. หลักๆ อยู่ในภาคเหนือ ภาคตะวันออกเฉียงเหนือ และภาคกลางตอนบน ณ วันที่ 13 ก.ย. สถานการณ์น้ำท่วมครอบคลุม 32 จังหวัด เราคาดว่าผลกระทบจากฝนที่ตกหนักและสถานการณ์น้ำท่วมจะส่งผลกระทบต่อให้การเดินทางมายังร้านค้าหยุดชะงักในระยะสั้น และจะกลับคืนสู่ภาวะปกติหลังจากระดับน้ำลดลงหรือปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการซ่อมแซมหลังน้ำท่วม ฝนที่ตกหนักทำให้ความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์แล้งที่มีมาก่อนหน้านี้ผ่อนคลายลง ทั้งนี้ ณ วันที่ 13 ก.ย. ระดับน้ำในอ่างเก็บน้ำในประเทศไทยอยู่ที่ 45.8 ล้านล.ม. (สูงกว่าค่าเฉลี่ย 7 ปีที่ 43.8 ล้านล.ม. และ 35.6 ล้านล.ม.ในปี 2558 ซึ่งเป็นปีที่เกิดสถานการณ์แล้งอย่างรุนแรง) เมื่ออิงกับข้อมูลจากกรมอุตุนิยมวิทยา ปรากฏการณ์เอลนีโญกำลังอ่อนที่เริ่มเกิดขึ้นในเดือนด.ค. 2561 จนถึงต้นเดือนส.ค. 2562 ซึ่งส่งผลทำให้ฝนตกน้อยกว่าค่าเฉลี่ย จะกลับคืนสู่ภาวะปกติจนถึงเดือนพ.ค. 2563 ซึ่งหมายความว่าปริมาณฝนจะอยู่ในระดับปกติในช่วงเวลาดังกล่าว

ความเชื่อมั่นอ่อนแอ; รายได้เกษตรกรปานกลาง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลง 6 เดือนติดต่อกัน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 33 เดือนในเดือนส.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับเสถียรภาพทางการเมือง และเศรษฐกิจชะลอตัว รายได้เกษตรกรเพิ่มขึ้น 2% YoY ในเดือนก.ค. และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น 2% YoY ในเดือนส.ค. (อ้างอิงข้อมูลจาก สศก.)

Top picks เราชอบ CPALL เพราะกำไร 2H62 มีแนวโน้มแข็งแกร่ง และเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายหลักจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล นอกจากนี้เราก้ชอบ GLOBAL เนื่องจากเป็นหุ้น laggard มากที่สุดในกลุ่มพาคินิชย์ สะท้อนกำไรที่คาดว่าจะอ่อนแอใน 3Q62 แต่มีแนวโน้มฟื้นตัวใน 4Q62-ปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากอัตรากำไรที่ดีขึ้น บวกกับบริษัทจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากความต้องการซ่อมแซมหลังสถานการณ์น้ำท่วมคลี่คลาย

SSS ของกลุ่มพาคินิชย์ใน 3Q62TD จะลดลงจาก 2Q62 เพราะฝนตกหนักและน้ำท่วม



Source: SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 20F
BJC	Neutral	51.8	56.0	9.6	29.2	27.3	1.8	1.8
CPALL	Buy	82.0	98.0	21.1	32.8	28.6	6.6	5.8
GLOBAL	Buy	16.4	19.0	16.7	36.3	31.9	4.3	3.9
HMPRO	Buy	17.8	19.5	11.8	35.9	31.9	10.7	9.8
MAKRO	Neutral	34.3	40.0	19.6	26.9	25.9	7.9	7.3
ROBINS	Buy	64.5	70.0	10.8	22.0	19.6	3.5	3.2
Average					30.5	27.5	5.8	5.3

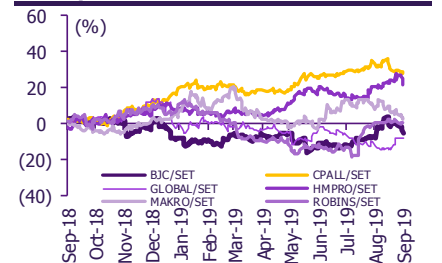
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	(0.5)	5.6	(11.5)	(4.0)	5.9	(8.6)
CPALL	(0.6)	(0.6)	20.6	(4.1)	(0.3)	24.6
GLOBAL	9.3	(7.3)	(11.2)	5.5	(7.1)	(8.3)
HMPRO	6.0	1.7	21.9	2.2	2.0	26.0
MAKRO	(2.8)	0.0	0.0	(6.3)	0.3	3.3
ROBINS	3.6	15.7	(4.4)	(0.1)	16.0	(1.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

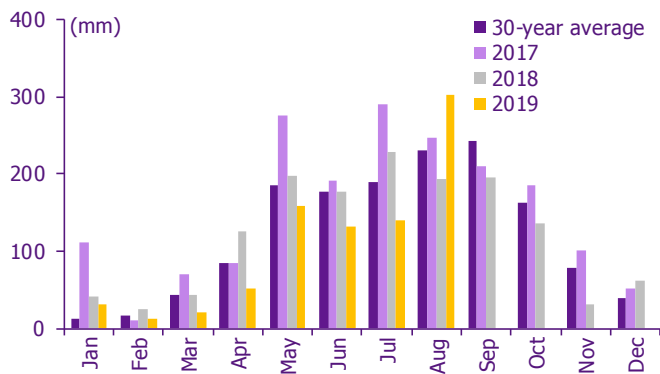
ศิริมา ดิสราร, CFA
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1004
 sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: เมื่อวันที่ 20 ส.ค. รัฐบาลเห็นชอบมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่ โดยส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในระหว่างเดือนส.ค.-พ.ย.

มาตรการ	ระยะเวลา	งบประมาณรัฐบาล (ล.บ.)
1 มาตรการสำหรับผู้มีรายได้น้อย (ผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ)	ส.ค.-ก.ย.	20,000
1) เพิ่มเงินผู้ถือบัตรทุกคน 500 บาท/คน/เดือน เป็นเวลา 2 เดือน		
2) เพิ่มเงินผู้สูงอายุ 500 บาท/คน/เดือน เป็นเวลา 2 เดือน		
3) เพิ่มเงินดูแลเด็กแรกเกิด 300 บาท/คน/เดือน เป็นเวลา 2 เดือน		
2 สนับสนุนต้นทุนการผลิตข้าวของเกษตรกร 500 บาท/ไร่ และไม่เกิน 20 ไร่/คน	ก.ย.	30,000
3 มาตรการสนับสนุนการท่องเที่ยว		55,000
1) ขยายระยะเวลายกเว้นค่าธรรมเนียม visa on arrival ออกไปอีก 6 เดือน	ถึงเดือนเม.ย. 2563	
2) แจกเงินเพื่อท่องเที่ยว 1,000 บาท/คน ให้กับ 10 ล้านคนแรก	ก.ย.-พ.ย.	
4 โครงการปล่อยกู้อัตราดอกเบี้ยต่ำผ่านธนาคารของรัฐให้กับเกษตรกร SME และสินเชื่อที่อยู่อาศัย	ก.ย.	217,000
รวมทั้งหมด		322,000

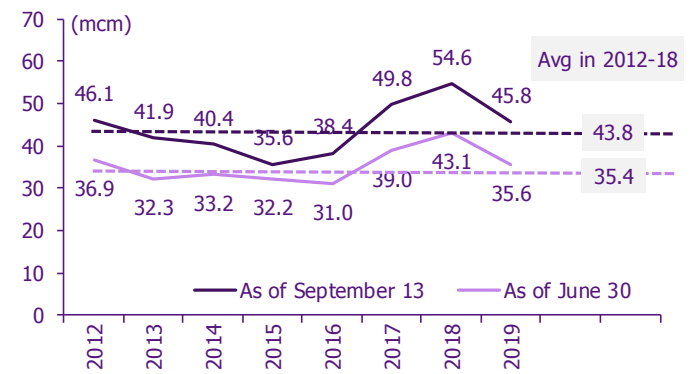
Source: SCB EIC, local newspaper and SCBS Investment Research

Figure 2: ปริมาณฝนรายเดือนในประเทศไทยกลับมาเพิ่มขึ้น YoY ในเดือนส.ค. ส่งผลกระทบต่อการเดินทางไปยังร้านค้า



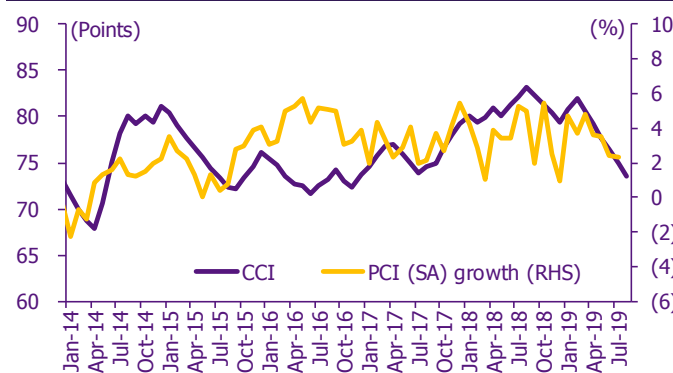
Source: HII and SCBS Investment Research

Figure 3: ฝนที่ตกหนักทำให้ระดับน้ำในอ่างเก็บน้ำในประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ณ วันที่ 13 ก.ย.



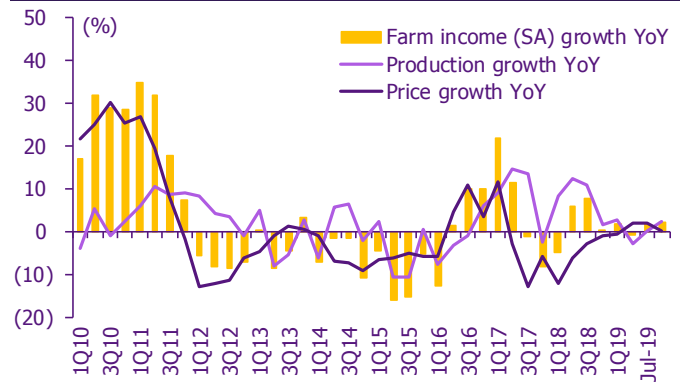
Source: HII and SCBS Investment Research

Figure 4: CCI ลดลงติดต่อกัน 6 เดือน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 33 เดือนในเดือนส.ค.



Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: รายได้เกษตรกรเติบโต 2% YoY ในเดือนก.ค. และมีแนวโน้มเติบโต 2% ในเดือนส.ค.



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BJC	Neutral	51.75	56.0	9.6	32.1	29.2	27.3	26	10	7	1.8	1.8	1.8	6	6	7	1.4	1.4	1.5	17.2	16.6	15.9
CPALL	Buy	82.00	98.0	21.1	36.5	32.8	28.6	5	11	15	7.4	6.6	5.8	24	22	22	1.5	1.6	1.8	19.9	18.2	16.5
GLOBAL	Buy	16.40	19.0	16.7	34.4	36.3	31.9	25	(5)	14	4.6	4.3	3.9	14	12	13	1.3	0.8	0.9	23.0	23.4	21.0
HMPRO	Buy	17.80	19.5	11.8	41.3	35.9	31.9	16	15	13	11.8	10.7	9.8	29	31	32	2.0	2.2	2.5	23.5	21.1	19.2
MAKRO	Neutral	34.25	40.0	19.6	27.7	26.9	25.9	(4)	3	4	8.5	7.9	7.3	32	31	29	2.8	2.8	2.8	16.5	16.1	15.8
ROBINS	Buy	64.50	70.0	10.8	24.0	22.0	19.6	11	9	12	3.8	3.5	3.2	16	17	17	2.1	2.3	2.6	13.3	12.6	11.4
Average					32.7	30.5	27.5	13	7	11	6.3	5.8	5.3	20	20	20	1.8	1.8	2.0	18.9	18.0	16.6

Source: SCBS Investment Research



อุปสงค์ไม่แน่นอน แต่แรงกดดันด้านต้นทุนผ่อนคลายลง

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก FDI ที่ไหลเข้ามาในพื้นที่ EEC มากขึ้น การย้ายฐานการผลิตออกจากจีน และโครงการขนาดใหญ่ที่มีมากขึ้น อย่างไรก็ตาม อุปสงค์จะมีความไม่แน่นอนอยู่บ้าง เนื่องจากภาคเอกชนเลื่อนการลงทุนออกไป เพราะการส่งออกได้รับผลกระทบจากความไม่แน่นอนของภาวะเศรษฐกิจโลก บวกกับการลงทุนภาครัฐจะชะลอลงจากความล่าช้าในการประกาศใช้ พ.ร.บ.รายจ่ายงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 สำหรับด้านบวก ราคาถ่านหินและน้ำมันที่ลดลง YTD จะช่วยให้ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงใน 2H62 Top picks คือ SCC และ SCCC

อุปสงค์เติบโต เมื่ออิงข้อมูลจาก สศอ. พบว่าหลังจากหดตัวลงในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา อุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศก็ฟื้นตัวดีขึ้น โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 2% YoY และ 5% YoY ในปี 2561 และ 1% YoY และ 5% YoY ใน 7M62 ตามลำดับ เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนที่เติบโต 3% ในปี 2562 อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC

โครงการภาคเอกชน แม้มีการเลื่อนแผนการลงทุนบางส่วนออกไป เนื่องจากความเชื่อมั่นต่ำ เพราะการส่งออกชะลอตัว แต่การลงทุนภาคเอกชนจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความคืบหน้าในการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ EEC และการย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทยมากขึ้นสืบเนื่องมาจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ทั้งนี้ใน 2Q62 มูลค่าโครงการที่ขอรับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI เพิ่มขึ้น 33% YoY สู่ 1.04 แสนลบ. โดยได้รับการสนับสนุนจากมูลค่าโครงการในพื้นที่ EEC ที่เพิ่มขึ้น 74% YoY และมูลค่าโครงการนอกพื้นที่ EEC ที่เพิ่มขึ้น 14% YoY พื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้นำอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2562 จนถึงปัจจุบัน

โครงการภาครัฐ การลงทุนมากขึ้นในโครงการขนาดใหญ่และการจัดสรรงบประมาณลงทุนภาครัฐเพิ่มขึ้น 19% YoY สู่ 6.43 แสนลบ. ในปีงบประมาณ 2562 (ค.ค. 2561-ก.ย. 2562) ส่งผลทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลเติบโต 8% YoY ใน 1Q62, 2% YoY ใน 2Q62 และ 17% YoY ในเดือนก.ค. 2562 อย่างไรก็ตาม อัตราการเติบโตของการลงทุนภาครัฐอาจชะลอลงใน 4Q62 โดยมีสาเหตุมาจากการประกาศใช้ พ.ร.บ.รายจ่ายงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 ล่าช้าจากเดือนค.ค. 2562 ออกไปประมาณ 3 เดือน เนื่องจากการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ใช้เวลานาน ทั้งนี้ในช่วงที่พ.ร.บ.รายจ่ายงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 ยังไม่มีผลบังคับใช้ งบลงทุนภายใต้กรอบการเบิกจ่ายสามารถเบิกจ่ายได้ แต่งบลงทุนใหม่ที่ไม่ได้อยู่ภายใต้กรอบการเบิกจ่ายไม่สามารถเบิกจ่ายได้ ผลกระทบต่อการลงทุนภาครัฐใน 4Q62 จะขึ้นอยู่กับว่ารัฐบาลสามารถเร่งดำเนินการก่อหนี้ผูกพันรายจ่ายงบลงทุนได้เร็วแค่ไหน

ได้ประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง ในปี 2562 ถึงปัจจุบัน ราคาถ่านหิน และราคาน้ำมัน (spot price) ปรับตัวลดลงมาแล้ว 23% YoY และ 9% YoY ตามลำดับ ทั้งนี้ใน 7M62 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ปรับขึ้น 1% YoY และดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 2% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะลืลดราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ดังนั้นจะเริ่มเห็นต้นทุนเชื้อเพลิงที่แท้จริงลดลงตั้งแต่ 2H62 เป็นต้นไป

Top picks เราชอบ SCC เนื่องจากผลการดำเนินงานมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานที่เกิดขึ้นครั้งเดียวเหมือนใน 2Q62 และกำไรจากธุรกิจบรรจภัณฑ์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากเข้าซื้อ Fajar นอกจากนี้เรายังชอบ SCCC เนื่องจากอุปสงค์จะเติบโตเพิ่มขึ้นและต้นทุนเชื้อเพลิงและค่าซ่อมบำรุงจะลดลงใน 2H62

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
DCC	Neutral	2.0	2.5	29.2	13.3	12.7	3.0	2.9
SCC	Buy	426.0	510.0	23.5	12.6	11.5	1.5	1.4
SCCC	Buy	221.0	270.0	25.8	19.4	18.0	1.9	1.8
Average					15.1	14.0	2.1	2.0

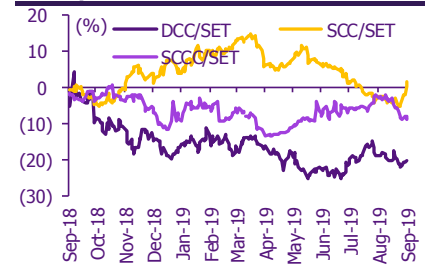
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	1.0	1.0	(24.6)	(2.6)	1.3	(22.1)
SCC	4.9	(7.4)	(3.6)	1.2	(7.2)	(0.4)
SCCC	(4.7)	(5.6)	(11.6)	(8.1)	(5.3)	(8.7)

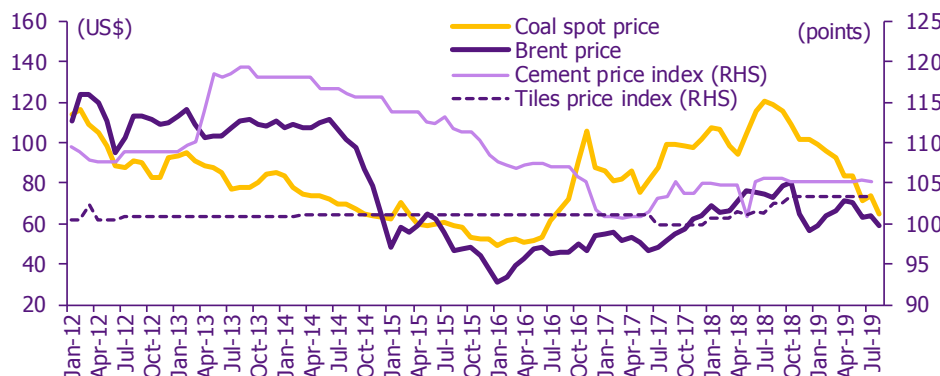
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาถ่านหินและราคาน้ำมันที่ลดลง YTD สะท้อนถึงต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงใน 2H62

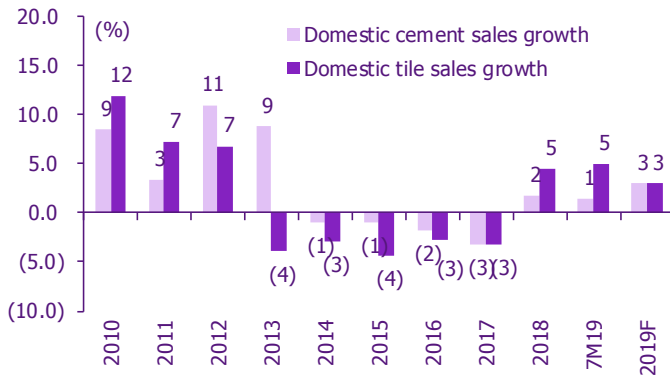


Source: REIC, NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

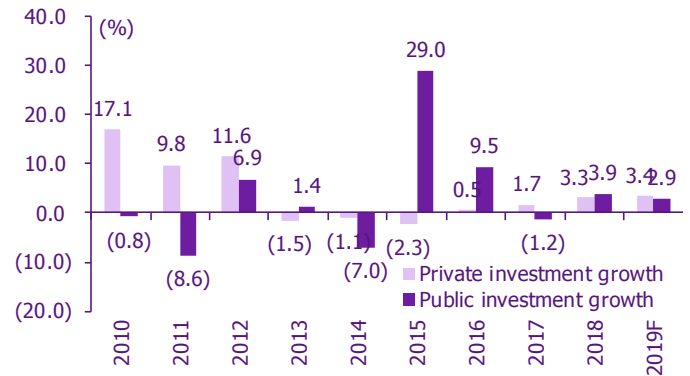
ศิริมา ดิสสรา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Local sales volume growth in 2019F



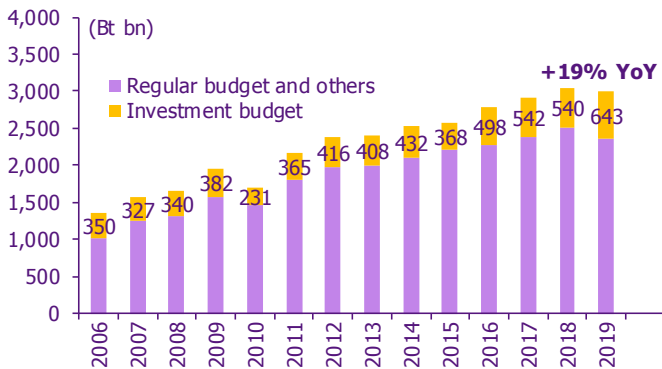
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 2: Public and private investment growth



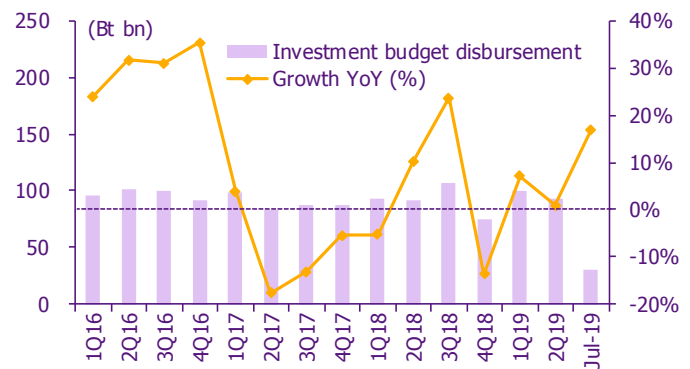
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 3: Government investment budget raised to Bt643bn (+19% YoY) in FY2019 (Oct 2018-Sep 2019)



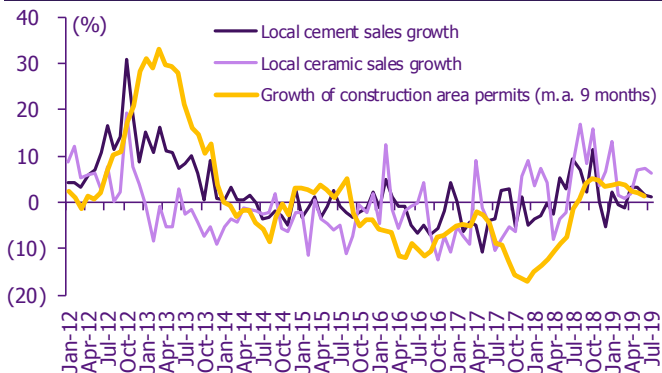
Source: FPO, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: Government investment budget disbursement on the rise in 2019TD



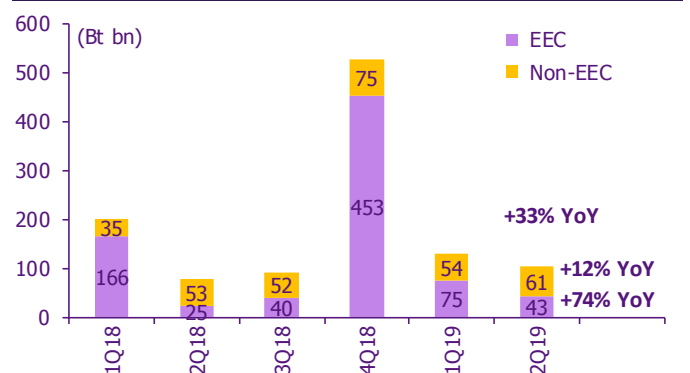
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 5: Construction area permits (9-month moving average) has been rising in 2019TD



Source: BOT, OIE and SCBS Investment Research

Figure 6: Net value of BOI applications rose in 2Q19, mainly for more projects in EEC



Source: BOI and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
DCC	Neutral	2.02	2.5	29.2	13.5	13.3	12.7	(12)	1	5	3.1	3.0	2.9	24	24	24	5.7	5.4	5.9	8.1	8.0	7.6
SCC	Buy	426.00	510.0	23.5	11.4	12.6	11.5	(14)	(10)	9	1.6	1.5	1.4	14	12	13	4.2	3.8	3.8	8.8	9.5	9.0
SCCC	Buy	221.00	270.0	25.8	21.4	19.4	18.0	9	10	8	1.9	1.9	1.8	9	10	10	3.6	3.6	3.6	11.3	10.8	10.3
Average					15.4	15.1	14.0	(6)	1	7	2.2	2.1	2.0	16	15	16	4.5	4.3	4.4	9.4	9.5	9.0

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 16/9/2019 25,852.94 +432.71 / +1.70% Bt18,904mn
Bloomberg ticker: SETENERG



Switch มายังบริษัทที่ทำธุรกิจหลากหลายมากขึ้น

แนวโน้มอุปสงค์น้ำมันได้รับผลกระทบจากกรณีพิพาททางการค้าที่ยืดเยื้อระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ซึ่งเรามองว่าจะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันและค่าการกลั่น เราเชื่อว่านักลงทุนจะยังคงมุมมองระยะยาวต่อน้ำมันและก๊าซในระยะสั้นจนกว่าจะเห็นสัญญาณบวกจากการเจรจาการค้า ในระหว่างนี้ เราจึงแนะนำให้นักลงทุนโฟกัสไปที่บริษัทที่ทำธุรกิจหลากหลาย และต้นทุนการดำเนินงานสามารถแข่งขันได้ ท่ามกลางราคาน้ำมันที่ผันผวน ดังนั้นเราจึงเปลี่ยน top picks สำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซ จาก IRPC มาเป็น PTT และ TOP valuation ปี 2563 ของหุ้นสองตัวนี้กลับมามีอยู่ในระดับต่ำและน่าสนใจมากกว่าเมื่อครั้งที่เกิดวิกฤติทางการเงินครั้งก่อนในปี 2551-52

ราคาน้ำมันได้รับผลกระทบจากความกังวลเศรษฐกิจโลกชะลอตัว ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงโดยเฉลี่ยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องใน 3Q62TD โดยลดลงอีก 18-19% YoY และ 6-10% QoQ สะท้อนความกังวลของตลาดเกี่ยวกับอุปทานน้ำมันที่เพิ่มขึ้นสืบเนื่องมาจากภาวะเศรษฐกิจสหรัฐฯ และโลกชะลอตัว ซึ่งมีสาเหตุมาจากสงครามการค้าระหว่างจีนกับสหรัฐฯ IMF ปรับคาดการณ์อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจโลกลดลงอีกครั้งในไตรมาสค. หลังจากปรับลดคาดการณ์ครั้งแรกในเดือนเม.ย. สู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่เกิดวิกฤติทางการเงินในปี 2551-52 ซึ่งเป็นผลมาจากการดำเนินนโยบายการค้า และ Brexit ผิดพลาด ทำให้เศรษฐกิจไม่ฟื้นตัวตามที่คาดการณ์ไว้ หลังจากนั้น IEA ก็ปรับลดคาดการณ์อัตราการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันสำหรับปี 2562 และปี 2563 ลดลงปีละ 0.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน สู่ 1.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และ 1.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ ทั้งนี้แม้โอเปกและพันธมิตรพยายามควบคุมอุปทานน้ำมันในระยะสั้น แต่เรามองว่าแนวโน้มราคาน้ำมันยังไม่สดใส โดยราคาน้ำมันดิบเบรนท์แกว่งตัวอยู่ที่ระดับ US\$60± ความเสี่ยงขาลงยังคงอยู่ที่การเติบโตของอุปทานจากกลุ่ม non-OPEC เราเชื่อว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้ราคาน้ำมันปรับขึ้น น่าจะมาจากพัฒนาการเชิงบวกมากขึ้นเกี่ยวกับการเจรจาการค้า ซึ่งจะกลับมามีผลอีกครั้งในเดือนค.ค. แต่เรามองว่าโอกาสที่จะบรรลุข้อตกลงร่วมกันได้มีน้อยมาก

GRM ฟื้นตัวใน 3Q62 แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีค่อนข้างมาก แม้ Singapore GRM โดยเฉลี่ยปรับตัวดีขึ้นถึง 42% QoQ แต่ยังคงอยู่ในระดับต่ำที่เพียง US\$4/bbl เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$5.7/bbl Singapore GRM นับถึงปัจจุบันยังคงปรับตัวลดลง 32% YoY สู่ US\$3.96/bbl GRM ปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ เพราะ crack spread ของแก๊สโซลีนและน้ำมันดีเซล สูงขึ้น ก่อนที่โรงกลั่นในภูมิภาคเอเชียจะหยุดซ่อมบำรุงตามแผน รวมถึงมีความต้องการ gasoil เพื่อใช้ทดแทนน้ำมันเตาที่มีปริมาณกักตุนสูงเพิ่มมากขึ้นเพื่อปฏิบัติตามข้อกำหนดใหม่ของ IMO ที่จะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่เดือนค.ค. 2563 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงที่เริ่มปรากฏให้เห็นจากภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัวสืบเนื่องมาจากสงครามการค้า อาจส่งผลกระทบต่อให้อุปสงค์น้ำมันหยุดชะงักในปี 2563 แนวโน้มเช่นนี้อาจจะสกัดกั้นการฟื้นตัวของ GRM ในเดือนต่อๆ ไป

คำแนะนำสำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซ ผลการดำเนินงาน 1H62 ของบริษัทน้ำมันและก๊าซออกมาดีเกินคาด โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอและการหยุดซ่อมบำรุงตามแผน เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย HoH ใน 2H62 แม้ว่าจะยังคงลดลง YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่มีเสถียรภาพมากขึ้นหลังจากลดลงมากใน 1H62 top picks ของเราสำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซ คือ PTT เพราะทำธุรกิจหลากหลาย ท่ามกลางราคาน้ำมันที่ผันผวน และได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ E&P ซึ่งปริมาณการขายเพิ่มขึ้น และ TOP เพราะต้นทุนการดำเนินงานสามารถแข่งขันได้ท่ามกลาง GRM ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และได้ประโยชน์จาก crack spread ของ gasoil ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากผลกระทบของมาตรการ IMO2020 นอกจากนี้การที่สองบริษัทนี้ทำธุรกิจโรงไฟฟ้ายังเป็นส่วนสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนให้กระแสเงินสดแข็งแกร่งในระยะยาว ซึ่งจะช่วยยืนยันผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ระดับ 4-5% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F	
BCP	Buy	28.3	34.0	25.1	9.2	9.0	0.9	0.9	
ESSO	Buy	8.9	11.0	24.7	52.0	6.6	1.2	1.0	
IRPC	Buy	4.0	5.5	39.3	32.7	10.3	0.9	0.9	
PTT	Buy	47.0	53.0	17.0	12.7	10.6	1.4	1.3	
PTTEP	Buy	125.0	164.0	35.6	11.7	11.0	1.2	1.1	
SPRC	Buy	9.9	11.0	13.7	67.6	11.2	1.1	1.1	
TOP	Buy	71.0	72.0	4.2	16.1	9.7	1.1	1.0	
Average					22.8	28.9	9.8	1.1	1.0

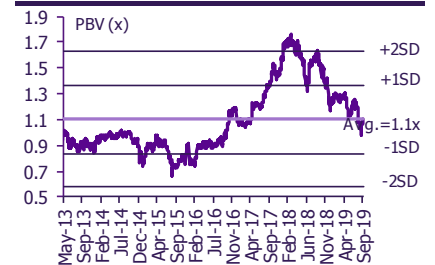
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	5.6	(4.2)	(21.0)	1.9	(4.0)	(18.3)
ESSO	1.1	(11.0)	(46.4)	(2.4)	(10.8)	(44.6)
IRPC	3.1	(15.2)	(41.3)	(0.6)	(15.0)	(39.4)
PTT	11.2	1.1	(7.8)	7.3	1.3	(4.8)
PTTEP	1.6	(1.6)	(17.8)	(2.0)	(1.3)	(15.0)
SPRC	17.3	6.5	(33.4)	13.1	6.8	(31.2)
TOP	10.9	18.3	(16.2)	7.0	18.6	(13.4)

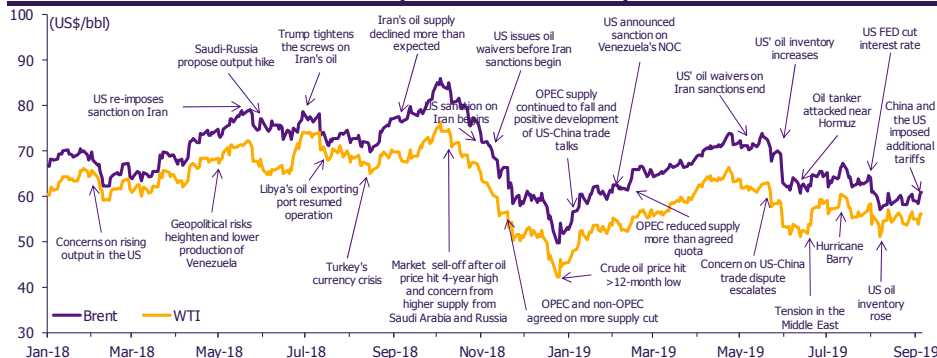
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETENERG



Source: SET, SCBS Investment Research

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ม.ค. 2561-ก.ย. 2562)



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

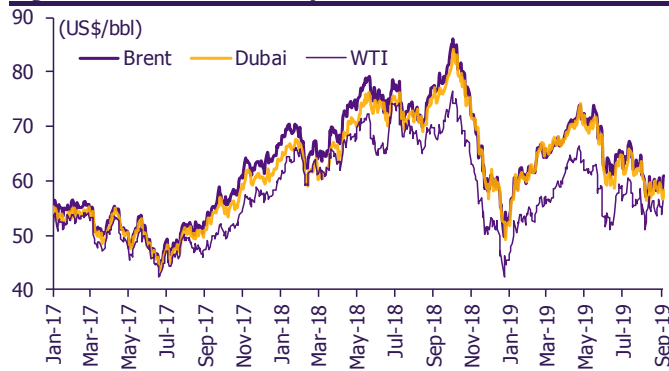
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

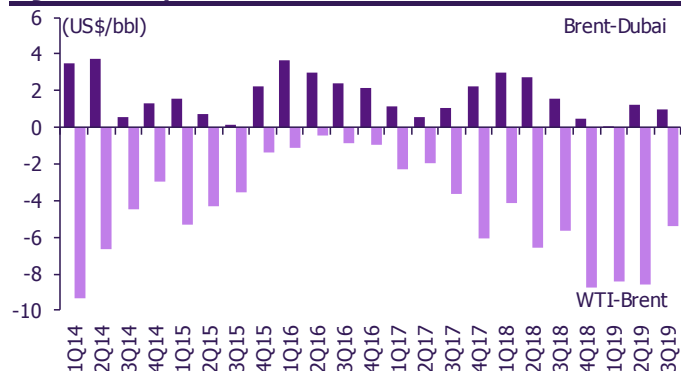
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil prices



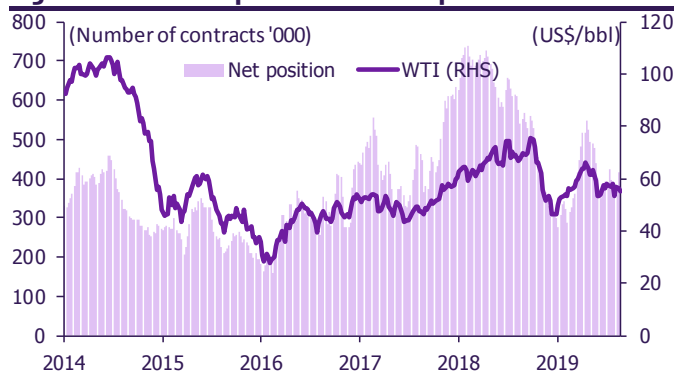
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differential



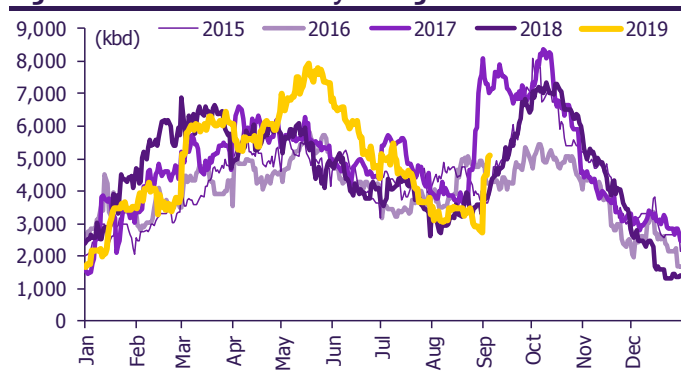
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC net position vs. WTI price



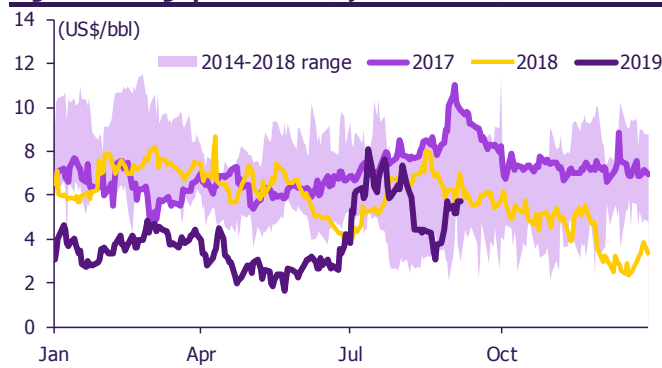
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Global oil refinery outage



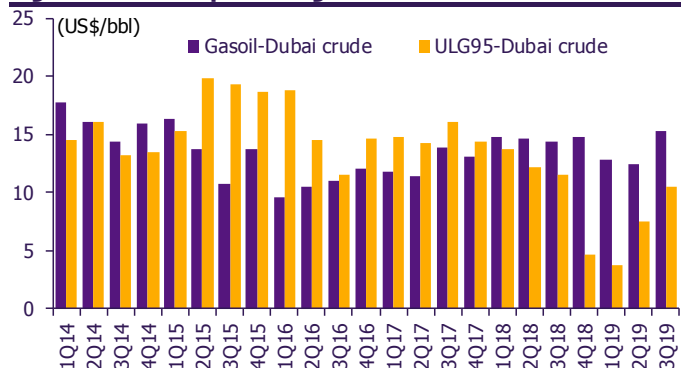
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Singapore GRM (hydrocracker)



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: Crack spread – gasoline vs. diesel



Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BCP	Buy	28.25	34.0	25.1	14.0	9.2	9.0	(55)	59	2	0.9	0.9	0.9	6	10	10	4.6	4.7	5.4	7.6	7.4	7.0
ESSO	Buy	8.90	11.0	24.7	13.8	52.0	6.6	(69)	(73)	692	1.2	1.2	1.0	8	2	17	2.2	1.1	7.9	12.2	20.2	6.0
IRPC	Buy	4.02	5.5	39.3	11.8	32.7	10.3	(36)	(64)	216	0.9	0.9	0.9	8	3	9	4.7	2.5	4.7	7.8	11.0	6.9
PTT	Buy	47.00	53.0	17.0	11.8	12.7	10.6	(23)	(7)	19	1.5	1.4	1.3	9	8	9	4.3	4.3	4.3	4.1	3.9	3.2
PTTEP	Buy	125.00	164.0	35.6	13.7	11.7	11.0	(5)	17	6	1.3	1.2	1.1	9	11	11	4.0	4.4	4.6	3.3	3.4	3.3
SPRC	Buy	9.85	11.0	13.7	29.1	67.6	11.2	(80)	(57)	503	1.1	1.1	1.1	4	2	10	6.0	2.0	4.5	8.9	10.0	4.5
TOP	Buy	71.00	72.0	4.2	14.0	16.1	9.7	(53)	(13)	67	1.1	1.1	1.0	8	7	11	3.7	2.8	4.2	6.4	8.3	7.4
Average					15.5	28.9	9.8	(37)	(1)	35	1.2	1.1	1.0	8	6	11	4.2	3.1	5.1	7.2	9.2	5.5

Source: SCBS Investment Research



ปัจจัยพื้นฐานดี แต่ valuation ดึงตัว

เราคาดว่าทั้ง KTC และ AEONTS จะขยายสินเชื่อได้ดีขึ้นจากการขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ และจะได้รับประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยขาลง ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนทางการเงินลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทสองแห่งนี้จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้น เราคาดว่าทั้งสองบริษัทจะรายงานผลประกอบการที่น่าพอใจสำหรับไตรมาสที่กำลังจะมาถึง เพราะเป็นไฮซีซั่น เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า

สินเชื่อจะเติบโตมากขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจใหม่ เราคาดว่าสินเชื่อของทั้ง KTC และ AEONTS จะเติบโตเพิ่มขึ้นในปี 2562 เนื่องจากทั้งสองบริษัทขยายกิจการไปสู่ธุรกิจใหม่ KTC จัดตั้งบริษัทย่อยที่บริษัทถือหุ้น 75% (อีก 25% ถือโดย KTB) เพื่อให้บริการสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันภายใต้โครงการสินเชื่อนาโนและพีโกไฟแนนซ์ (คิดอัตราดอกเบี้ยสูงสุดไม่เกิน 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล) ใน 2Q62 AEONTS เริ่มให้บริการสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองในปีที่ผ่านมา และวางแผนเพิ่มสัดส่วนของสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองจากไม่ถึง 1% ของสินเชื่อทั้งหมดในปี FY2561 สู่ 5% ของสินเชื่อทั้งหมดในปี FY2562 ธปท. ได้ปรับปรุงหลักเกณฑ์สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคลเพื่อขยายขอบเขตของธุรกิจให้ครอบคลุมถึงสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ เพิ่มเติมจากสินเชื่อไม่มีหลักประกัน โดยกำหนดเพดานอัตราดอกเบี้ยที่ 28% มีผลบังคับใช้ในเดือนก.พ. ปีนี้ เราคาดว่า KTC และ AEONTS จะขยายธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถภายใน 1 หรือ 2 ปีนี้

ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง AEONTS และ KTC จะได้รับประโยชน์จากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยขาลงในแง่ต้นทุนทางการเงินที่ลดลง เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 25-50 bps สำหรับ AEONTS หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยประมาณ 30% ณ 1QFY62 เป็นหนี้ที่มีกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี สำหรับ KTC หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยประมาณ 30% ณ 2Q62 เป็นหนี้ที่มีกำหนดชำระคืนภายใน 1 ปี

ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น KTC คาดว่าจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปีนี้เป็นสัดส่วนการขยายธุรกิจสินเชื่อส่วนบุคคลและพีโกไฟแนนซ์ซึ่งให้ผลตอบแทนสูงกว่าแต่มีความเสี่ยงสูงกว่าสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล LLR coverage ระดับสูงที่ 604% ของ KTC น่าจะช่วยลดแรงกดดันในการตั้งสำรองที่เกิดจากการขยายธุรกิจกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงขึ้น เราคาดว่า KTC จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นใน 2H62 และปี 2563 สำหรับ AEONTS เราคาดว่า credit cost จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 6.6% ในปี FY2561 สู่ 6.8% ในปี FY2562 และ 6.8% ในปี FY2563 โดยมีสาเหตุมาจากการบังคับใช้มาตรฐานบัญชี IFRS9 ในเดือนม.ค. 2563

พริวิผลประกอบการ 2QFY62 ของ AEONTS เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2QFY62 (ม.ย.-ส.ค.) ของ AEONTS จะเพิ่มขึ้น 15% YoY และ 1% QoQ สู่ 995 ลบ. ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่าสินเชื่อจะเติบโตแรงตัวขึ้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองที่ขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง NIM ในระดับทรงตัว (ต้นทุนทางการเงินที่ลดลงจะถูกหักล้างโดยผลตอบแทนจากการให้สินเชื่อที่ลดลงจากการหันมาปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองเพิ่มมากขึ้น) รายได้จากหนี้สูญได้รับคืนที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากเศรษฐกิจชะลอตัว

พริวิผลประกอบการ 3Q62 ของ KTC เราคาดว่ากำไรสุทธิ 3Q62 ของ KTC จะเพิ่มขึ้น 3% YoY และ 9% QoQ ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่า KTC จะตั้งสำรองลดลงจากการติดตามหนี้ได้ดีขึ้น เพราะมีวินัยน้อยกว่าใน 2Q62 สินเชื่อจะเติบโตแรงตัวขึ้น QoQ และ NIM มีแนวโน้มทรงตัว

ชอบ AEONTS มากกว่า KTC เราชอบ AEONTS มากกว่า KTC เพราะ valuation น่าสนใจมากกว่า AEONTS ซื้อขายที่ PE 13 เท่า ในขณะที่ KTC ซื้อขายที่ PE 20 เท่า

Valuation summary

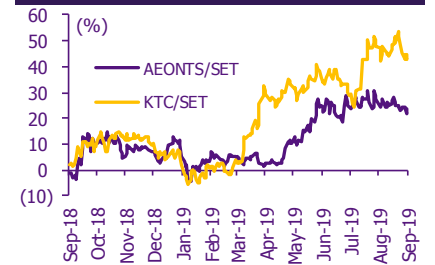
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)		
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	
AEONTS	Buy	214.0	250.0	19.5	13.1	11.3	2.5	2.2
KTC	Neutral	44.3	44.0	1.5	19.4	17.5	5.7	4.7
Average					16.3	14.4	4.1	3.4

Source: SCBS Investment Research

Price performance

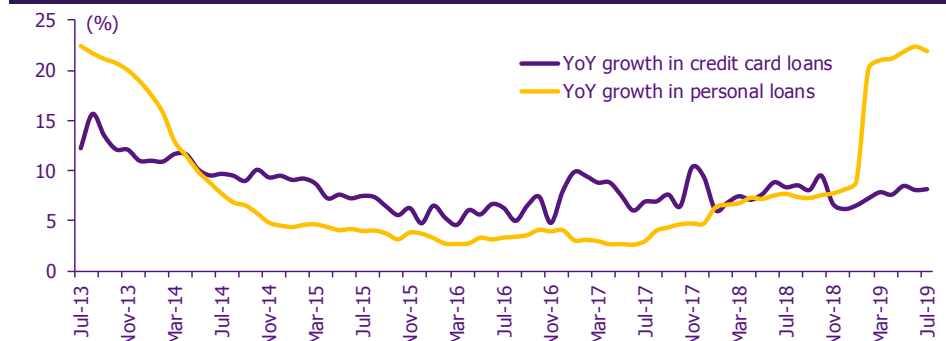
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(0.5)	(5.3)	21.2	(4.0)	(5.1)	25.3
KTC	2.9	5.4	37.2	(0.7)	5.6	41.8

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การรวมสินเชื่อจำนำทะเบียนรถเข้ามาทำให้การเติบโตของสินเชื่อส่วนบุคคลมีเดือนตั้งแต่ก.พ. 62



Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

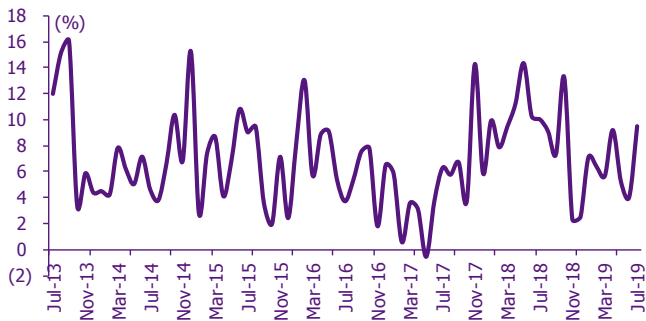
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

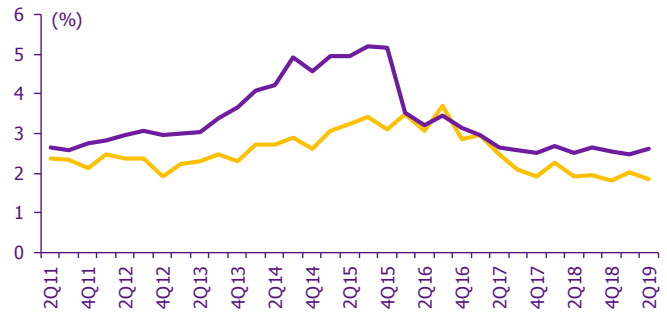
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: YoY growth in credit card spending



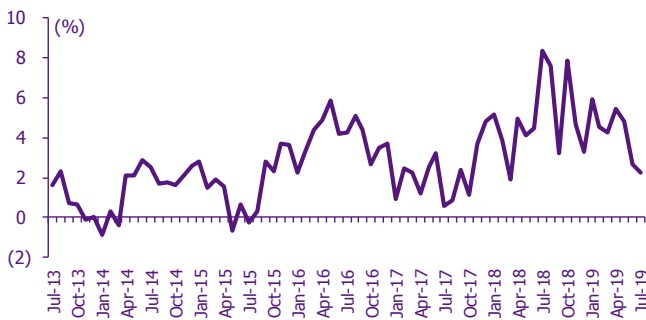
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Credit card and personal loan NPLs



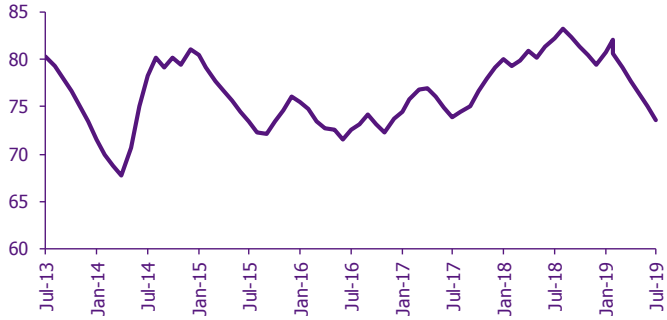
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



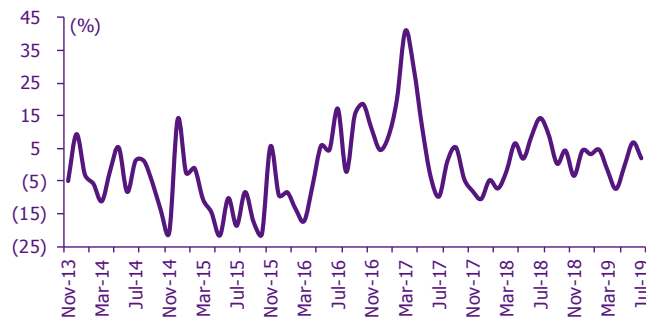
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



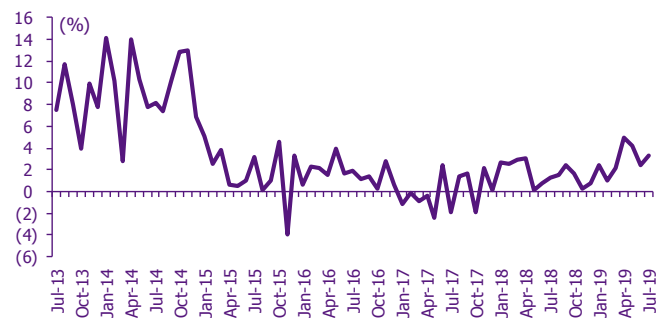
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Farm income growth



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 6: YoY growth in average wage



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AEONTS	Buy	214.00	250.0	19.5	15.3	13.1	11.3	18	17	16	3.0	2.5	2.2	21	21	21	2.2	2.7	3.1
KTC	Neutral	44.25	44.0	1.5	22.2	19.4	17.5	56	14	11	7.0	5.7	4.7	36	32	29	1.8	2.1	2.3
Average					18.7	16.3	14.4	37	16	13	5.0	4.1	3.4	28	27	25	2.0	2.4	2.7

Source: SCBS Investment Research

ผู้ผลิตไก่ในประเทศมีพัฒนาการที่ดีขึ้นใน 3Q62TD

ผู้ผลิตไก่ในประเทศมีพัฒนาการที่ดีขึ้นใน 3Q62 ถึงปัจจุบัน โดยราคาปรับขึ้น YoY และ QoQ และต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำ แนวโน้มราคามุมทิศทางที่ลดลงเล็กน้อยในประเทศไทย (เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ) และเวียดนาม (ลดลง YoY แต่เพิ่มขึ้น QoQ) ต้นทุนวัตถุดิบหน้าปรับขึ้นเล็กน้อย QoQ เงินบาทที่แข็งค่าเป็นปัจจัยที่ต้องจับตามอง เนื่องจากอาจจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มอาหาร โดยเฉพาะ TU เราเลือก GFPT เป็น top BUY เพราะคาดการณ์ถึงกำไร 3Q62 ที่แข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจไก่ที่แข็งแกร่ง และประโยชน์ที่จะได้รับทางอ้อมจากการแพร่ระบาดของโรค ASF ในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

ธุรกิจสัตว์ปีก ธุรกิจไก่ในประเทศ ราคาไก่ยังอยู่ในระดับสูงที่สุดในรอบ 2 ปีที่ 37 บาท/กก. ในเดือนส.ค. (+6% YoY แต่ทรงตัว MoM) และ 3Q62TD (+11% YoY และ +2% QoQ) สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 32-33 บาท/กก. โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปทานที่ลดลง ใน 3Q62TD ต้นทุนอาหารสัตว์ลดลง YoY โดยราคาถั่วเหลืองอยู่ที่ 14.3 บาท/กก. (-14% YoY และ -1% QoQ) และราคาข้าวโพดทรงตัวอยู่ที่ 9.2 บาท/กก. (ทรงตัว YoY และ QoQ) ราคาที่ดีขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาไก่กับต้นทุนอาหารสัตว์ปรับตัวเพิ่มขึ้น 38% YoY ใน 3Q62TD ธุรกิจหมูในประเทศ ราคาหมูลดลง MoM โดยเกิดจากอุปสงค์ระดับต่ำตามฤดูกาล แต่อุปทานที่ลดลงช่วยหนุนให้ราคาปรับขึ้น YoY อย่างต่อเนื่อง สู่ 66 บาท/กก. ในเดือน ส.ค. (+3% YoY แต่ -8% MoM) และ 69 บาท/กก. ใน 3Q62TD (+10% YoY แต่ -4% QoQ) สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 58 บาท/กก. ราคาที่ดีขึ้นและต้นทุนที่ลดลง ส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาหมูกับต้นทุนอาหารสัตว์เพิ่มขึ้น 26% YoY ใน 3Q62TD ธุรกิจหมูในเวียดนาม ฟันตัว MoM แต่การแพร่ระบาดของโรค ASF กดดันให้ราคาลดลง YoY สู่ VND40,000/กก. ในเดือนส.ค. (-22% YoY แต่ +18% MoM) และ VND35,500/กก. ใน 3Q62TD (-30% YoY แต่ทรงตัว QoQ) ใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการ

การแพร่ระบาดของโรค ASF: ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นตามมา FAO รายงานว่าโรคคหิวขาดแอฟริกาในสุกร (ASF) ได้ลุกลามเข้าสู่ประเทศจีนในเดือนส.ค. 2561 จากนั้นก็ลุกลามเข้าสู่เวียดนามในเดือนก.พ. กัมพูชาในเดือนเม.ย. เกาหลีในเดือนพ.ค. ลาวในเดือนมิ.ย. และเมียนมาร์ในเดือนส.ค. ส่งผลทำให้มีการทำลายสุกรมีชีวิตในวงกว้างเพื่อป้องกันการระบาดของโรค เมื่ออิงกับข้อมูลจาก FAO เราคาดว่าผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นตามมามีดังนี้ ประการแรก จีนเป็นผู้ผลิตเนื้อหมูรายใหญ่ที่สุดของโลก และเป็นผู้นำเข้าถั่วเหลืองรายใหญ่ที่สุดของโลก (ครึ่งหนึ่งใช้เป็นอาหารสัตว์สำหรับฟาร์มสุกรภายในประเทศ) อุปทานสุกรที่ลดลงจะส่งผลทำให้การนำเข้าถั่วเหลืองลดลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อราคาอาหารสัตว์สำหรับผู้ผลิตสัตว์ปีกในประเทศอื่นๆ รวมถึงประเทศไทย ประการที่สอง ผู้ผลิตเนื้อหมูจากประเทศผู้ส่งออกรายใหญ่ที่สุดของโลก (ยุโรป และสหรัฐฯ) จะได้รับประโยชน์จากการส่งออกไปยังจีนมากขึ้น ในขณะที่การส่งออกของไทยจะยังคงมีน้อย (5% ของการผลิตเนื้อหมูในประเทศ) เนื่องจากบางประเทศจำกัดการนำเข้าเนื้อหมูจากประเทศไทย โดยมีสาเหตุมาจากโรคปากและเท้าเปื่อยซึ่งเกิดขึ้นมานานแล้วในประเทศไทย ประการที่สาม การขาดแคลนอุปทานสุกรและราคาเนื้อหมูสูงเมื่อสถานการณ์แพร่ระบาดของโรค ASF ทรงตัว จะส่งผลทำให้ผู้บริโภคหันไปบริโภคเนื้อสัตว์อื่นทดแทน เช่น เนื้อสัตว์ปีก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ส่งออกสัตว์ปีกในตลาดโลกรวมถึงประเทศไทย

ธุรกิจสัตว์น้ำ ราคาปลาหน้าท้องแถบปรับขึ้นเล็กน้อย MoM จากปัจจัยฤดูกาล สู่ US\$1,350/ตัน ในเดือน ส.ค. (-7% YoY แต่ +13% MoM) และ US\$1,275/ตัน ใน 3Q62TD (-13% YoY แต่ +5% QoQ) แต่ยังคงใกล้เคียงกับระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปี เนื่องจาก TU เก็บสต็อกวัตถุดิบไว้นานถึง 3-6 เดือน ดังนั้นราคาวัตถุดิบที่แท้จริงของบริษัทจะยังอยู่ในระดับต่ำต่อไปอย่างน้อยจนถึง 4Q62 เงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับ USD และ EUR ใน 3Q62TD เป็นปัจจัยที่ต้องจับตามอง เนื่องจากอาจจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ TU

Top pick เราชอบ GFPT เพราะคาดการณ์ถึงกำไร 3Q62 ที่แข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจสัตว์ปีกที่ดีขึ้น และประโยชน์ที่จะได้รับทางอ้อมจากการแพร่ระบาดของโรค ASF ที่ขยายวงกว้างมากขึ้นในจีนและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CPF	Buy	27.50	35.0	29.6	17.4	16.0	1.0	1.0
GFPT	Buy	16.80	21.0	26.8	14.5	12.7	1.5	1.4
TU	Buy	17.00	23.0	38.9	14.0	12.8	1.7	1.5
Average					15.3	13.8	1.4	1.3

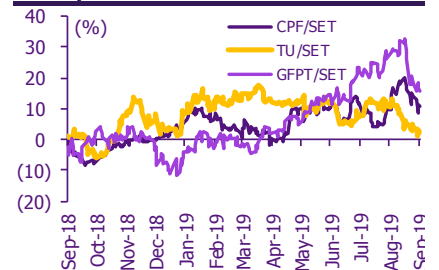
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	(4.3)	(2.7)	8.9	(7.7)	(2.4)	12.5
GFPT	(6.1)	2.4	12.8	(9.5)	2.7	16.5
TU	(6.1)	(7.6)	(1.7)	(9.4)	(7.4)	1.5

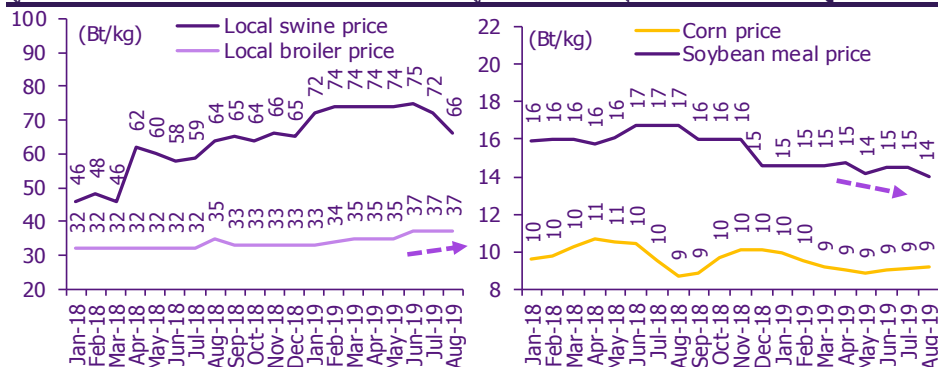
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ผู้ผลิตไก่ในประเทศจะได้รับประโยชน์จากราคาไก่สูงท่ามกลางต้นทุนอาหารสัตว์ต่ำใน 3Q62TD

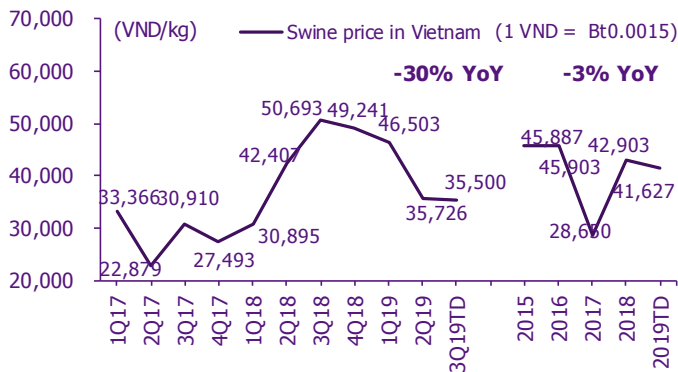


Source: Industry sources and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

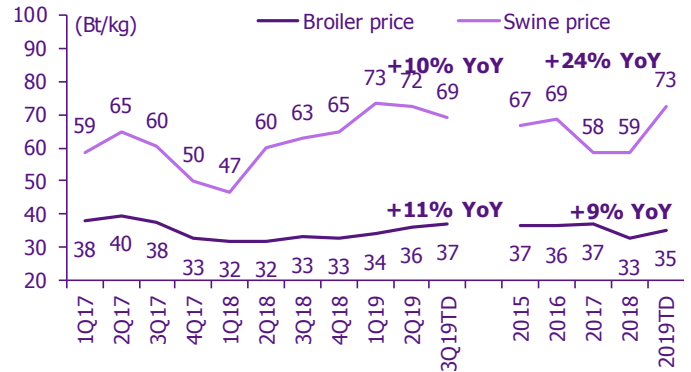
ศิริมา ดิสราร, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: In 3Q19TD, swine price in Vietnam dropped 30% YoY because of an ASF outbreak



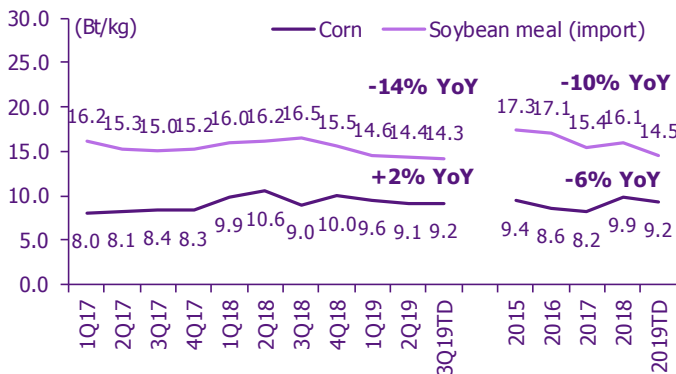
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 3Q19TD, local swine and broiler price grew 10% YoY and 11% YoY, respectively



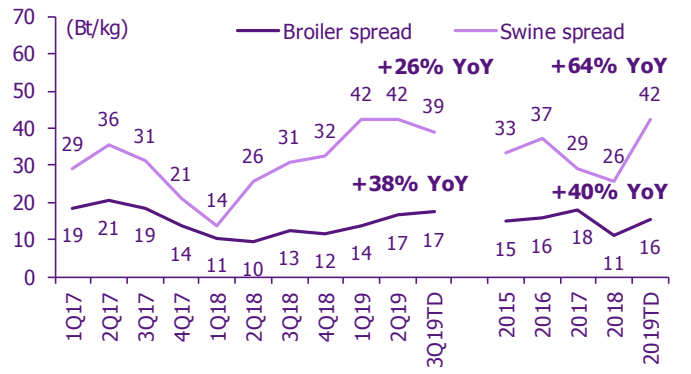
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 3Q19TD, blended feed cost declined, mainly on lower soybean meal cost of 14% YoY



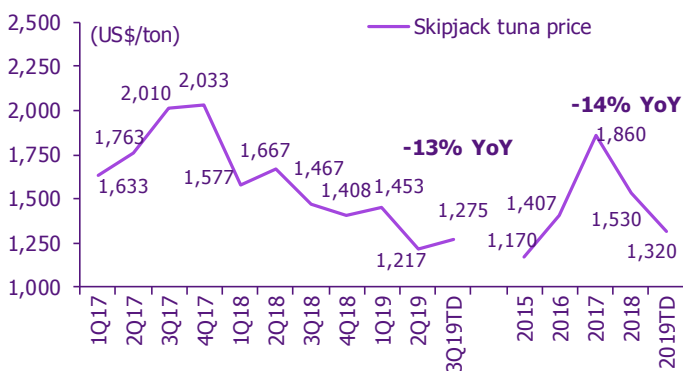
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 3Q19TD, local swine and broiler spreads (price minus feed costs) widened YoY



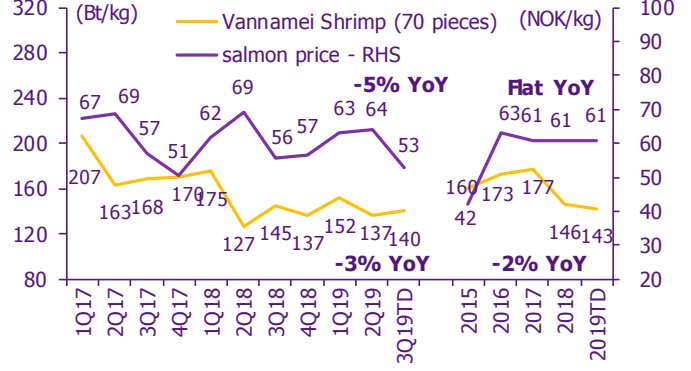
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 3Q19TD, skipjack tuna price dropped 13% YoY but rose slightly 5% QoQ



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 3Q19TD, local shrimp price and salmon price were manageable



Source: Industry sources, Fishpool and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
CPF	Buy	27.50	35.0	29.6	33.5	17.4	16.0	4	93	9	1.0	1.0	1.0	3	6	6	2.4	2.4	2.4	14.5	11.1	10.4
GFPT	Buy	16.80	21.0	26.8	18.4	14.5	12.7	(35)	27	14	1.7	1.5	1.4	9	11	11	1.5	1.8	1.8	8.6	8.0	7.4
TU	Buy	17.00	23.0	38.9	20.0	14.0	12.8	(15)	44	9	1.7	1.7	1.5	9	12	12	2.4	3.6	3.9	15.3	12.3	11.4
Average					24.0	15.3	13.8	(15)	54	11	1.5	1.4	1.3	7	10	10	2.1	2.6	2.7	12.8	10.4	9.8

Source: SCBS Investment Research



ทำไมมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น ขอบ BCH และ CHG

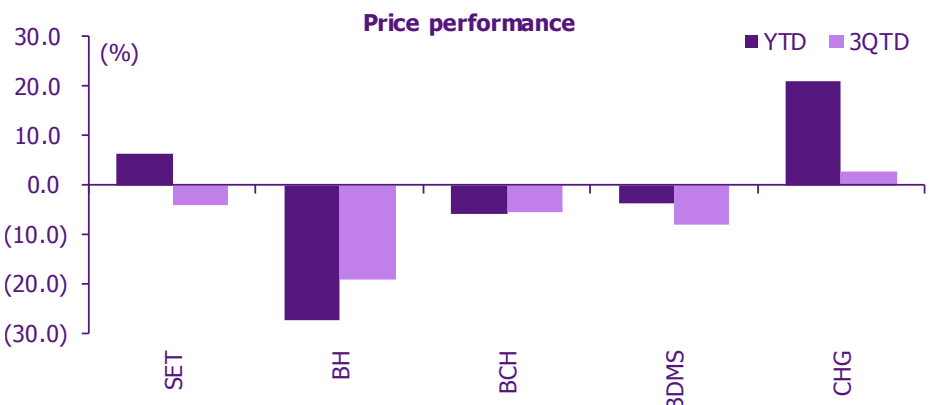
เรายังคงคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะปรับตัวดีขึ้น นักลงทุนอาจจะมีความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์อุปทานสีบเนื่องมาจากการเปิดโรงพยาบาลใหม่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ แต่เรามองว่าความเสี่ยงต่อผู้ประกอบการรายเดิมน่าจะผ่อนคลายลงได้ด้วยการเสริมสร้างความเข้มแข็งของเครือข่ายแพทย์ของตนเอง และการให้บริการทางการแพทย์เฉพาะทางเพิ่มขึ้น เราเลือก BCH เป็นหุ้นเด่นอันดับหนึ่ง เนื่องจากราคาหุ้นที่ยังปรับตัวต่ำ หลังทำให้ผลตอบแทนดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง และกำไรมีแนวโน้มเติบโต 16% ในปี 2563 CHG เป็นหุ้นเด่นอันดับสอง เนื่องจากเราขอบแนวโน้มกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้น หลังจากปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ 3Q61

กำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 สำหรับ 3Q62TD CHG เป็นหุ้นที่โดดเด่นที่สุดในกลุ่มการแพทย์ เพราะราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 3% เทียบกับหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันที่ปรับตัวลดลง 19% สำหรับ BH, 8% สำหรับ BDMS และ 5% สำหรับ BCH เพราะถูกจัดรั้งโดยกำไรที่อ่อนแอลงและตามมาด้วยการปรับประมาณการกำไรลดลง เมื่อมองต่อไปใน 2H62 เราคาดว่ากำไรของผู้ให้บริการทางการแพทย์ทุกรายจะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากไตรมาส 3 เป็นไฮซีซั่นที่มีจะมีจำนวนผู้ป่วยมากขึ้น และการระบาดของโรคติดต่อมากขึ้น ข้อมูลจากกรมควบคุมโรคระบุว่า ในเดือนก.ค.-ส.ค. จำนวนผู้ป่วยโรคไข้เลือดออกและไข้หวัดใหญ่ในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 57% YoY และ 8% YoY ตามลำดับ

การตรวจสอบอุปทาน เรามองว่าตลาดกำลังมีความกังวลเกี่ยวกับอุปทานโรงพยาบาลที่เพิ่มขึ้นในย่านใจกลางกรุงเทพฯ จากการเข้ามาของผู้ประกอบการรายใหม่ เช่น *TPP Healthcare International*, *โรงพยาบาลวิมุตติ* และ *KPN Healthcare* ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของผู้ประกอบการเดิมเช่น BH และ BDMS โดยเฉพาะ BH ซึ่งมีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ; สำหรับ BDMS รายได้จากโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ และปริมณฑลคิดเป็นสัดส่วน ~60% ของรายได้ทั้งหมด, สำหรับ BCH รายได้จากโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ และปริมณฑลคิดเป็นสัดส่วน ~40% (CHG ไม่มีโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ) ข้อมูลจากกระทรวงสาธารณสุขระบุว่าโรงพยาบาลเอกชนมีจำนวนเตียงให้บริการรวม 14,220 เตียงในกรุงเทพฯ โดย ~5,300 เตียง (37%) อยู่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ เมื่อพิจารณาจากกำหนดการของโรงพยาบาลใหม่ๆแล้ว เราคาดว่าจำนวนเตียงใหม่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ จะเพิ่มขึ้น 4% ในปี 2563 และ 6% ในปี 2564 จากการสอบถาม BDMS พบว่าบริษัทกำลังพิจารณาถึงอุปทานที่เพิ่มขึ้น แต่เชื่อว่าความผลกระทบเช่นการที่ผู้ป่วยจะย้ายไปใช้บริการที่โรงพยาบาลใหม่จะผ่อนคลายลงได้ด้วยการเสริมสร้างความเข้มแข็งของเครือข่ายแพทย์ (ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยดึงดูดผู้ป่วยเข้ามา) และการให้บริการทางการแพทย์เฉพาะทางเพิ่มขึ้น เช่น การเปิด *โรงพยาบาลญี่ปุ่น สมิตีเวช* โดยตั้งเป้าให้บริการคนญี่ปุ่นที่เข้ามาทำงานในประเทศไทย และ *โรงพยาบาลกรุงเทพอินเตอร์เนชั่นแนล* ซึ่งตั้งเป้าไปที่ผู้ป่วยชาวต่างชาติ

เลือก BCH เป็นหุ้นเด่นอันดับหนึ่ง ตามมาด้วย CHG หุ้นเด่นอันดับหนึ่งของเรา คือ BCH และปรับ CHG ลงมาเป็นหุ้นเด่นอันดับสอง หลังจากราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ผลตอบแทนของ BCH ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง เนื่องจากราคาหุ้น BCH ยังปรับตัวตามหลัง CHG อยู่ 22% YTD และซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 29 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับ 32 เท่าของ CHG เราคาดว่า BCH จะรายงานผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นใน 2H62 และเติบโต 16% ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ งามคำแหง* ภายหลังได้รับการปรับปรุงและยกระดับขึ้นมา และผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวดีขึ้นของ *โรงพยาบาล World Medical Hospital (WMC)* สำหรับ CHG เราขอบที่ผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H62 หลังจากอยู่ในแนวโน้มขาลงมาตั้งแต่ 3Q61 และจะเติบโต 20% ในปี 2563 (แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มการแพทย์) โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ที่เติบโตมากขึ้นและอัตรากำไรที่ขยายตัวเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มบริการที่โรงพยาบาลเปิดใหม่ ซึ่งจะช่วยให้ขาดทุนลดลง

BCH น่าสนใจ เพราะราคาหุ้นยังปรับตัวตามหลัง CHG



Source: SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BCH	Buy	15.7	20.5	32.1	33.5	28.8	6.2	5.6
BDMS	Buy	23.9	28.0	18.5	39.8	34.1	4.6	4.4
BH	Neutral	136.5	175.0	30.2	24.5	23.0	4.9	4.5
CHG	Buy	2.3	2.7	18.2	38.8	32.3	7.0	6.4
Average					34.1	29.5	5.7	5.2

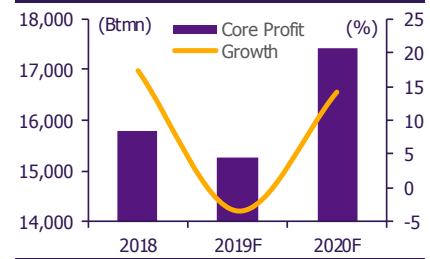
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	7.5	(6.0)	(16.9)	3.7	(5.7)	(14.2)
BDMS	2.6	(7.2)	(7.2)	(1.1)	(6.9)	(4.1)
BH	(4.2)	(20.2)	(23.7)	(7.6)	(20.0)	(21.2)
CHG	0.9	1.8	(13.4)	(2.7)	2.0	(10.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth

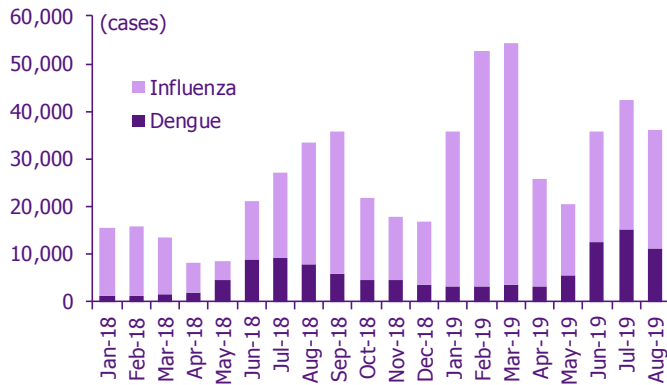


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

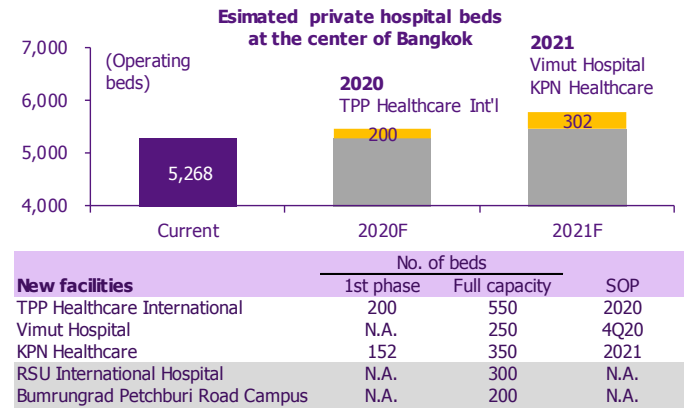
ระวีณัฐ ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Higher epidemic cases in Thailand



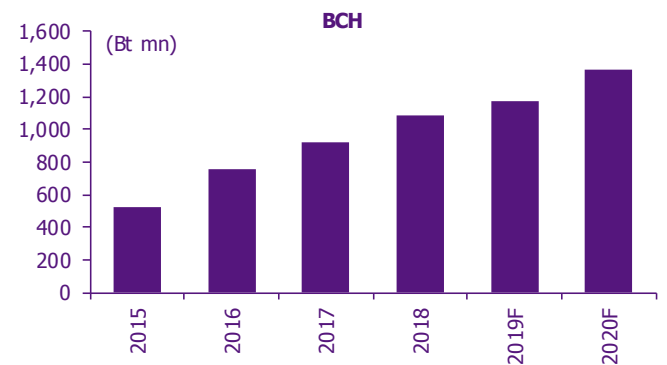
Source: Department of Disease Control and SCBS Investment Research

Figure 2: Estimated new bed supply in Bangkok



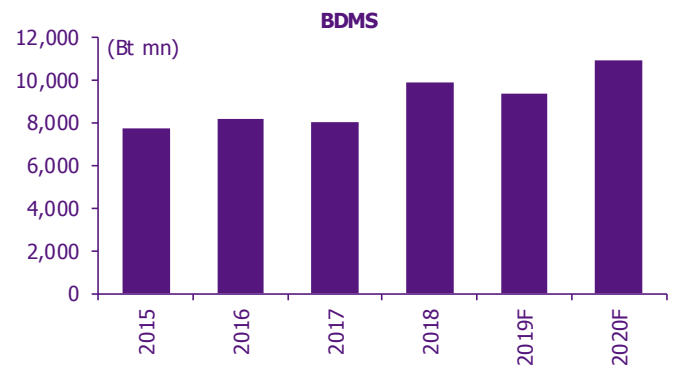
Source: Ministry of Public Health and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH earnings forecast



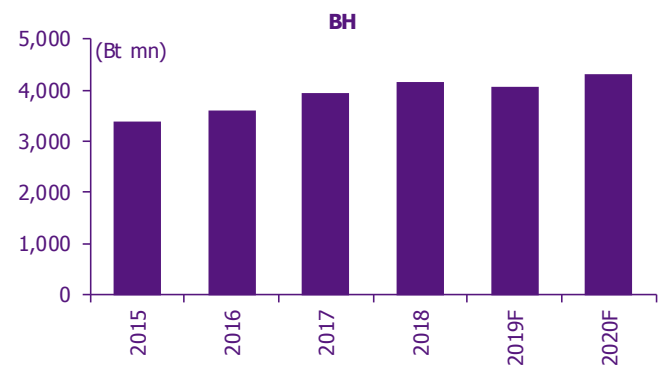
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS earnings forecast



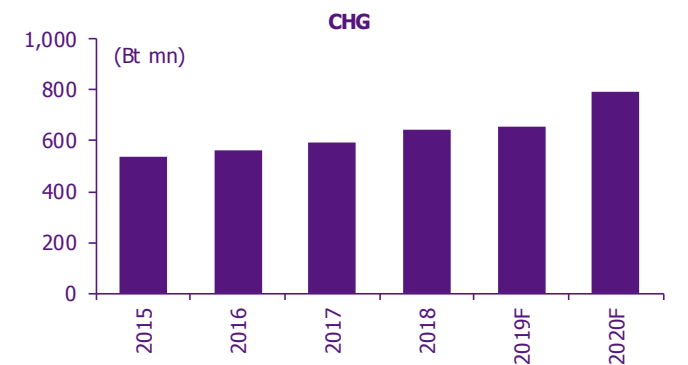
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BH earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: CHG earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BCH	Buy	15.70	20.5	32.1	35.9	33.5	28.8	18.8	7.3	16.4	6.9	6.2	5.6	18	17	19	1.4	1.5	1.7	19.3	17.6	15.3
BDMS	Buy	23.90	28.0	18.5	37.6	39.8	34.1	22.7	(5.5)	16.9	5.3	4.6	4.4	14	12	13	1.3	1.4	1.6	23.9	21.5	19.6
BH	Neutral	136.50	175.0	30.2	24.0	24.5	23.0	5.3	(2.1)	6.1	5.4	4.9	4.5	23	21	20	2.1	2.0	2.2	14.7	14.7	13.7
CHG	Buy	2.32	2.7	18.2	39.6	38.8	32.3	8.8	2.1	20.1	7.2	7.0	6.4	18	17	20	2.2	1.8	2.2	25.0	23.9	19.8
Average					34.3	34.1	29.5	13.9	0.5	14.9	6.2	5.7	5.2	18	17	18	1.8	1.7	1.9	20.7	19.4	17.1

Source: SCBS Investment Research



“ไทยแลนด์พลัส” เป็นบวกต่อกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม

เป็นไปตามที่เราคาดการณ์ไว้ รัฐบาลใหม่พยายามดึงดูด FDI ให้เข้ามามากขึ้น (ส่งผลโดยตรงต่อกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม) โดยล่าสุดได้มีมติเห็นชอบมาตรการกระตุ้นการลงทุนด้วยการเสนอลดหย่อนภาษีเพิ่มเติมให้กับอุตสาหกรรมทั้งที่ได้รับการส่งเสริมการลงทุนและไม่ได้รับการส่งเสริมการลงทุนจากบีโอไอ สำหรับการลงทุนในพื้นที่ใดก็ตามภายในปี 2564 เนื่องจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยังไม่มีทีท่าว่าจะจบลงส่งผลให้นักลงทุนเร่งย้ายฐานการผลิตไปยังประเทศอื่นๆ ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากการไหลเข้ามาของ FDI เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราไว้ว่าจะเติบโต 33% สู่ 2,383 ไร่ เราขอหนุน domestic play ทุกตัว – AMATA ROJNA และ WHA

ส่งเสริมการลงทุนเพื่อกระตุ้นความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรม เมื่อวันที่ 10 ก.ย. ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการกระตุ้นการลงทุนเพื่อดึงดูด FDI จากนักลงทุนที่ต้องการย้ายฐานการผลิตออกจากจีน โดยมาตรการดังกล่าวประกอบด้วยสิทธิประโยชน์ทางภาษี การพัฒนาพื้นที่เพื่อรองรับการลงทุนที่สอดคล้องกับความต้องการของนักลงทุนต่างชาติแต่ละประเทศเป็นการเฉพาะ และเร่งปรับปรุง พ.ร.บ.การประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว เพื่ออำนวยความสะดวกให้นักลงทุนต่างชาติเข้ามาลงทุน บีโอไอคาดว่าจะมีบริษัท 5,000 บริษัทยื่นขอรับส่งเสริม แพ็คเคจนี้ครอบคลุมอุตสาหกรรมในวงกว้างมากขึ้น โดยครอบคลุมถึงโครงการในกลุ่มกิจการที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคลในทุกพื้นที่ (ไม่ได้จำกัดแค่ในพื้นที่ EEC) ซึ่งน่าจะช่วยกระตุ้นให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2562-2564 (ต้องยื่นขอรับการส่งเสริมภายในปี 2563 และลงทุนภายในปี 2564)

สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ยังไม่มีทีท่าว่าจะจบลง การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่พลิกกลับไปมาทำให้ยังไม่มีทีท่าว่าทั้งสองฝ่ายจะสามารถบรรลุข้อตกลงร่วมกัน เมื่อวันที่ 1 ก.ย. สหรัฐฯ ได้ประกาศเก็บภาษีสินค้านำเข้าส่วนหนึ่งจากจีนในอัตรา 15% และจีนก็ตอบโต้กลับด้วยการประกาศเก็บภาษีสินค้านำเข้าจากสหรัฐฯ ในอัตรา 5-25% วันที่ 11 ก.ย. จีนประกาศรายชื่อสินค้าสหรัฐฯ ที่ได้รับการยกเว้นภาษีนำเข้าเป็นเวลา 1 ปี ในขณะที่คาดว่าจะมีการปรับภาษีนำเข้าเพิ่มขึ้นอีกในกลางเดือนต.ค. และ ธ.ค. เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณว่าสงครามการค้าจะจบลง ผู้ผลิตจึงต้องการย้ายฐานการผลิตออกจากจีนมากขึ้น Figure 1 แสดงผู้ผลิตที่กำลังพิจารณาย้ายฐานการผลิตออกจากจีน รัฐบาลหวังว่าจะชักจูงให้ผู้ผลิตเหล่านี้ย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทย

ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมน่าจะขายยอดขายที่ดินได้ตามคาด ยอดขายที่ดินของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราชะลอตัวที่ 906 ไร่ใน 1H62 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 32% ของประมาณการปี 2562 ของเรา อย่างไรก็ตาม เมื่อรวมจำนวนลูกค้าที่อยู่ระหว่างการเจรจา ประกอบกับมาตรการกระตุ้นการลงทุนที่เพิ่งอนุมัติเมื่อเร็วๆ นี้ เราเชื่อว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะขายยอดขายที่ดินได้ตามที่เราคาดการณ์ไว้ ดังนั้นเรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินของเราไว้ที่ 2,838 ไร่ (+33% YoY): 1,400 ไร่ (+43%) สำหรับ WHA, 988 ไร่ (+17%) สำหรับ AMATA และ 450 ไร่ (+50%) สำหรับ ROJNA

ขอหนุน domestic play ทุกตัว – AMATA ROJNA และ WHA ผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในประเทศ (AMATA ROJNA และ WHA) จะเป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์จากการย้ายฐานการผลิตที่มีสาเหตุมาจากสงครามการค้า และเราแนะนำ “ซื้อ” หุ้นเหล่านี้ทุกตัว เราขอ AMATA เพราะทำธุรกิจเกี่ยวกับนิคมอุตสาหกรรมเป็นธุรกิจหลัก และมีที่ดินจำนวนมากถึง 9,775 ไร่ (ทั้งหมดอยู่ในพื้นที่ EEC) ซึ่งคาดว่าจะได้รับประโยชน์จากราคาที่ดินปรับสูงขึ้น เราขอ ROJNA เพราะ valuation ถูก บวกกับมีมูลค่าแฝงของสินทรัพย์ และกระจายธุรกิจได้ดี WHA มีส่วนแบ่งตลาดยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรมและพื้นที่คลังสินค้าโลจิสติกส์แบบ build-to-suit มากที่สุดในขณะที่ความเสี่ยงด้านกฎหมายที่ยังไม่มีทีท่าว่าจะคลี่คลายเป็นอุปสรรคที่ทำให้ AMATAV ได้รับใบอนุญาตก่อสร้างนิคมอุตสาหกรรมใหม่ล่าช้า ลดโอกาสที่บริษัทจะได้รับประโยชน์จาก FDI จำนวนมากที่ไหลเข้ามายังเวียดนาม ดังนั้นเรายังคงคำแนะนำ “Neutral” สำหรับ AMATAV

มาตรการเร่งรัดการลงทุน “ไทยแลนด์พลัส”

- ให้สิทธิประโยชน์เพิ่มเติม:
 - ลดหย่อนภาษีเงินได้นิติบุคคล 50% เป็นเวลา 5 ปี สำหรับโครงการที่มีเงินลงทุนจริงอย่างน้อย 1 พันลบ. ภายในปี 2564
 - ต้องยื่นคำขอรับการส่งเสริมภายในปี 2563
- จัดตั้งคณะกรรมการขับเคลื่อนและประสานงานการลงทุน โดยมีนายกรัฐมนตรีเป็นประธาน เพื่ออำนวยความสะดวกและช่วยแก้ไขปัญหาลดอุปสรรคแก่นักลงทุน
 - บีโอไอสามารถอนุมัติโครงการในกลุ่มกิจการที่ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล ทุกขนาดการลงทุนเพื่อตอบสนองนักลงทุนที่ต้องการย้ายฐานการผลิตโดยเร็ว
- สนับสนุนให้ผู้ประกอบการจ้างงานบุคลากรทักษะสูงในสาขาวิชาวิทยาศาสตร์เทคโนโลยี และวิศวกรรมขั้นสูง โดยสามารถนำค่าจ้างไปหักค่าใช้จ่ายได้ 150% ระหว่างปี 2562-2563
 - ให้ผู้ประกอบการนำเงินลงทุนหรือค่าใช้จ่ายด้านการศึกษาที่เข้าข่ายเป็น Advanced Technology ไปหักค่าใช้จ่ายได้ 250% ระหว่างปี 2562-2563 (เพิ่มขึ้นจาก 200%)
- ปรับปรุง พ.ร.บ.การประกอบธุรกิจของคนต่างด้าว นอกจากนี้ยังขอให้บีโอไอและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเร่งรัดเชื่อมโยงข้อมูล เพื่ออำนวยความสะดวกในการขอวีซ่าและใบอนุญาตทำงานแก่นักลงทุน
- พัฒนาพื้นที่ที่เหมาะสมเพื่อรองรับการลงทุนของนักลงทุนต่างชาติแต่ละประเทศเป็นการเฉพาะ เช่น เกาหลี จีน ไต้หวัน เป็นต้น
- เร่งสรุปผลการศึกษาและกระบวนการต่างๆ ให้ได้ข้อสรุปเรื่องการพิจารณาความตกลงการค้าไทย-จีน และการเข้าร่วมความตกลงหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจเอเชีย-แปซิฟิก ภายในปี 2562 รวมทั้งมอบให้สำนักงานประมวลพิจารณาจัดงบประมาณแก่กระทรวงพาณิชย์ สำหรับกองทุนช่วยเหลือผู้ประกอบการที่ได้รับผลกระทบจากการเปิดเสรีทางการค้าด้วย
- เห็นควรให้กำหนดมาตรการส่งเสริมเพิ่มเติม โดยให้หักเงินลงทุนด้านระบบอัตโนมัติได้ 200% ระหว่างปี 2562-2563 (เพิ่มขึ้นจาก 150%)

Source: Bangkok Post Newspaper, SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AMATA	Buy	25.8	32.0	26.9	15.2	12.4	1.9	1.7
AMATAV	Neutral	4.9	5.2	7.8	43.9	24.9	1.6	1.6
ROJNA	Buy	6.8	8.5	31.0	19.7	14.2	1.1	1.1
WHA	Buy	4.8	6.0	28.0	21.7	17.2	2.2	2.1
Average					25.1	17.2	1.7	1.6

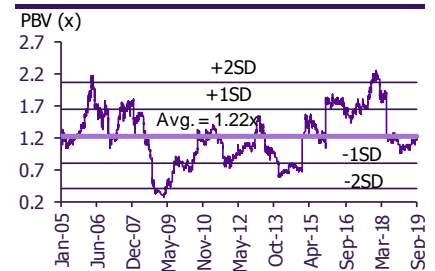
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	7.7	8.2	19.2	3.9	8.5	23.2
AMATAV	9.0	(2.8)	(18.3)	5.1	(2.5)	(15.6)
ROJNA	4.7	11.6	29.8	0.9	11.9	34.1
WHA	3.5	1.7	17.2	(0.2)	2.0	21.2

Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกรัย กฤษณีนิพัทธ์

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1020
 sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Companies considering moving production bases

Company	Nationality	Business	Location
Kyocera	Japan	Office equipment	Thailand/Vietnam
Dell	American	Personal computer	Vietnam/Philippines
Brooks Running Company	American	Sport fashion and shoes	Vietnam
Jason	American	Socks (Nike, Adidas and Fila)	Vietnam
Haier	China	Electrical appliances	Vietnam
Foxconn	Taiwan	Electronic equipment	Vietnam/ India/Mexico
Samsung	Korea	Electronic equipment	Vietnam
I.M.Healthcare	Korea	Medical equipment	Vietnam/Korea
Nintendo	Japan	Games and software	Vietnam
Echo	American	Fashion	Vietnam
Sharp	Japan	Electrical appliances	Vietnam
Kenda Rubber Industrial	Taiwan	Rubber products	Vietnam
Sierra Wireless Inc	Canada	Wireless communication equipment	Vietnam
HP	American	Electronic equipment	Thailand/Taiwan
Quanta Computer	Taiwan	Computer	Taiwan
Home Fashions Co., Ltd	Taiwan	Home decoration products	Taiwan
Accton Technology Corp	Taiwan	Computer network	Taiwan
Inventec	Taiwan	AirPods and HomePod producer	Taiwan/Mexico
Compal Electronics	Taiwan	Apple watches and iPads producer	Taiwan
Casio	Japan	Watch	Thailand/Japan
Mitsubishi Electrics	Japan	Electrical appliances	Japan
Seiko watch	Japan	Watch	Japan
Microsoft	American	Software developer	Thailand/Indonesia
Pegatron	Taiwan	Electronic equipment	Indonesia
SK Hynix Inc.	Korea	Memory chip producer	Korea
Micron Technology	American	Memory chip producer	Asia
Panasonic	Japan	Electrical appliances	n.a.
Apple	American	Computer	n.a.
Google	American	Online network	n.a.
Amazon	American	Online website	n.a.
Acer	Taiwan	Computer hardware	n.a.
Asustek	Taiwan	Computer hardware	n.a.
Samsonite International SA	American	Baggage	n.a.
Macy's Inc	American	Department store	n.a.
Fossil Group Inc.	American	Watch	n.a.
Jason Furniture (Hangzhou)	China	Furniture	n.a.
Cisco Systems	American	Telecommunication network	n.a.
Li & Fung Ltd.	Hong Kong	Fashion, garment, kitchen ware, furniture, toys, healthcare	n.a.

Source: NESDB

Figure 2: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AMATA	Buy	25.75	32.0	26.9	22.0	15.2	12.4	(19)	45	23	2.1	1.9	1.7	8	11	13	1.6	2.7	3.3	21.1	22.8	18.6
AMATAV	Neutral	4.86	5.2	7.8	11.5	43.9	24.9	(21)	(74)	76	1.6	1.6	1.6	13	3	6	0.8	0.8	0.8	10.0	28.8	20.3
ROJNA	Buy	6.75	8.5	31.0	43.3	19.7	14.2	14	119	39	1.1	1.1	1.1	2	4	5	8.9	5.1	7.0	11.4	10.1	8.8
WHA	Buy	4.76	6.0	28.0	23.5	21.7	17.2	5	8	26	2.5	2.2	2.1	10	10	11	1.8	1.9	2.4	30.1	25.1	22.0
Average					25.0	25.1	17.2	(5)	25	41	1.8	1.7	1.6	8	7	9	3.3	2.6	3.4	18.2	21.7	17.4

Source: SCBS Investment Research



ยังอยู่ในภาวะซบเซา

บริษัทประกันจะยังคงอยู่ในภาวะซบเซาในปี 2562 BLA ได้รับผลกระทบจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงอย่างมากและเบี้ยประกันรับรายใหม่ที่ไม่ยั่งยืน THREL จะลดการเพิ่มเบี้ยประกันรับเพื่อแก้ปัญหา combined ratio ซึ่งคาดว่าจะแย่ที่สุดในปีนี้ ขณะที่คาดว่า THRE จะเห็นการฟื้นตัวของเบี้ยประกันรับและ combined ratio และไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวนมากเกิดขึ้นอีก แต่ความสามารถในการทำกำไรยังคงอ่อนแอ เราชอบ BLA มากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มประกัน เพราะ valuation น่าสนใจ

BLA: ได้รับผลกระทบจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลง แต่ยิ่งต่ำกว่ามูลค่า อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงทำให้เราคาดว่า BLA จะตั้งสำรองพิเศษเพื่อรองรับการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT) ใน 3Q62 BLA คาดว่า discount rate ที่ลดลง 10 bps หมายถึงการตั้งสำรอง LAT reserve เพิ่มประมาณ 1 พันลบ. การใช้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปีเป็นตัวแทนสำหรับ discount rate ทำให้เราคำนวณได้ว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก 8 ไตรมาส ลดลงประมาณ 30 bps QTD และคาดว่า BLA จะต้องบันทึก LAT reserve ประมาณ 3 พันลบ. ใน 3Q62 อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ลดลงมากจะมีผลกระทบต่อ embedded value (EV) ของบริษัท เนื่องจากผลกระทบต่อหนี้สินส่วนใหญ่จะถูกชดเชยด้วยผลกระทบต่อส่วนต่อพอร์ตการลงทุน นอกจากนี้ยังมีพัฒนาการเชิงบวกในแง่ของแนวโน้มการเติบโตของเบี้ยประกันรับจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance กับ TISCO ใน 3Q62 ราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก โดยซื้อขายต่ำกว่า EV ปี 2561 ของบริษัทอยู่ 45%

THREL: จะลดการเพิ่มเบี้ยประกันรับเพื่อแก้ปัญหา combined ratio THREL ปรับเป้าอัตราดอกเบี้ยของเบี้ยประกันรับสำหรับปี 2562 และปี 2563 ลดลงจาก 7% สู่ 3-5% (SCBS คาดการณ์ที่ 0% สำหรับปี 2562 และ 3% สำหรับปี 2563) ทั้งนี้เป็นเพราะบริษัทจะลดการขยายผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพเพื่อปรับปรุงอัตราค่าโรของบริษัทให้ดีขึ้น เราคาดว่า combined ratio ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 90% ในปี 2561 สูงสุดสูงสุดที่ 94% ในปี 2562 (93.4% ใน 1H62) ก่อนที่จะลดลงสู่ 91% ในปี 2563 และ 89% ในปี 2564 เพราะเหตุผล 2 ประการ: 1) ผลกระทบ lag time จากการบริหารการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนเชิงรุกและการทบทวนค่าคอมมิชชั่น และ 2) ผลกระทบที่ลดน้อยลงจากการ recapture ผลิตรักษาระยะยาว ซึ่งจะแล้วเสร็จในปี 2563

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ THRE จะฟื้นตัวในปี 2562 หลักๆ เกิดจาก 1) เบี้ยประกันรับที่เติบโตมากขึ้น 2) combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้น และ 3) การขาดหายไปของค่าใช้จ่ายพิเศษจำนวนมาก (หลักๆ เป็นขาดทุนจากเงินลงทุนที่เกิดจากการปรับมูลค่ายุติธรรมของเงินลงทุนใน THREL และรายการด้วยค่าของสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี) เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 2% ในปี 2561 สู่ 10% ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายธุรกิจต่างประเทศ (กัมพูชา ลาว และเวียดนาม) และการออกผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมพัฒนา (non-conventional) ใหม่ เราคาดว่า combined ratio ของ THRE จะลดลงจาก 113% ในปี 2561 สู่ 105% ในปี 2562 และ 103% ในปี 2563 โดยเกิดจากการหมดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครูซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ ประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครูจะลดลงจาก 1.3 พันลบ. (29% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมด) ในปี 2561 สู่ประมาณ 1 พันลบ. (21% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมด) ในปี 2562 และ 200 ลบ. (4% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมด) ในปี 2563 ถ้าตัดประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครูออกไป combined ratio ใน 1H62 จะอยู่ที่ 98.6% แทนที่จะอยู่ที่ 107%

BLA เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ BLA เนื่องจาก valuation น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว โดยซื้อขายต่ำกว่า embedded value อย่างมาก

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BLA	Buy	21.0	34.0	64.8	8.5	5.3	0.8	0.7
THRE	Sell	0.7	0.7	9.6	21.2	15.8	0.7	0.7
THREL	Neutral	3.8	4.4	22.5	11.9	9.0	1.5	1.4
Average					13.9	10.1	1.0	0.9

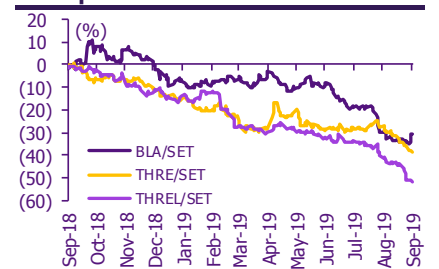
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	1.4	(25.7)	(33.9)	(2.1)	(25.5)	(31.7)
THRE	(11.0)	(16.7)	(40.9)	(14.1)	(16.5)	(38.9)
THREL	(14.8)	(30.9)	(53.7)	(17.8)	(30.7)	(52.1)

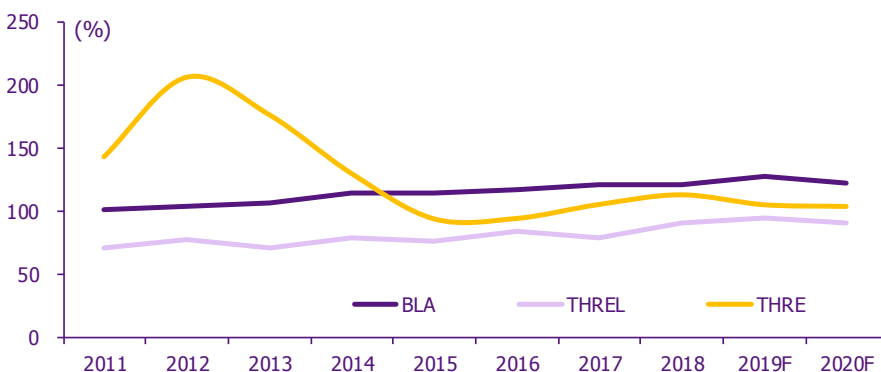
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: Companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

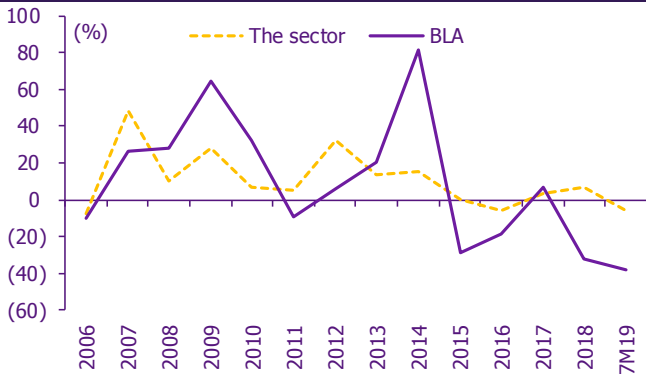
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

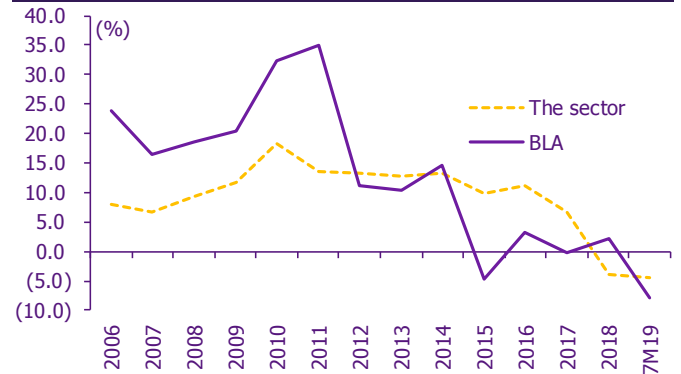
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



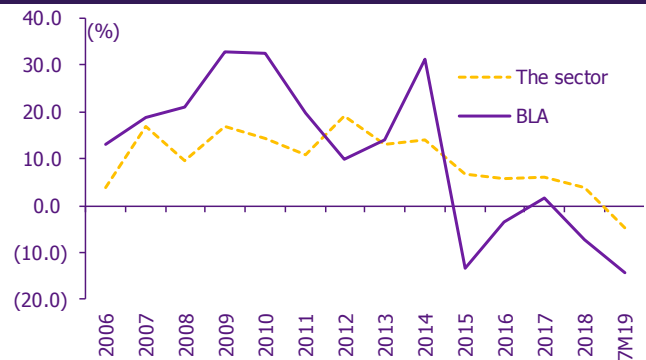
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



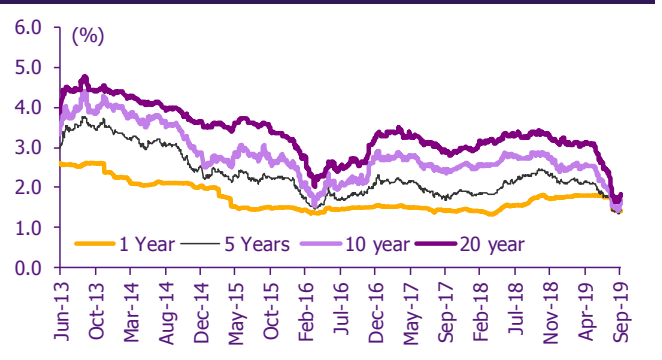
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



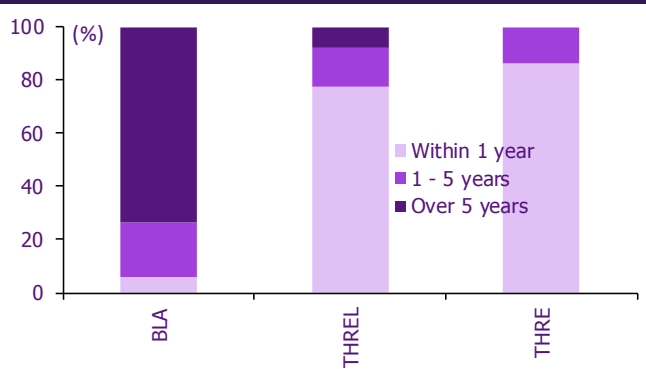
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



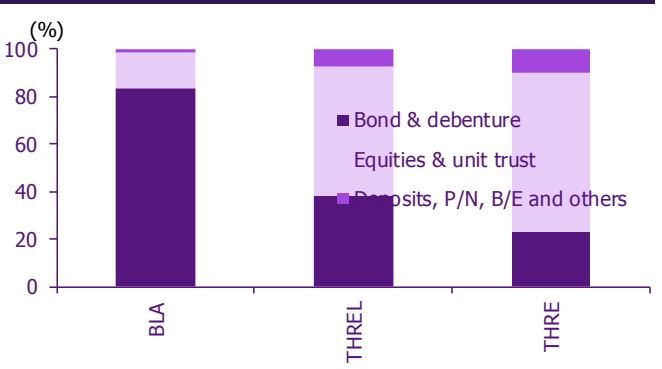
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
BLA	Buy	21.00	34.0	64.8	7.2	8.5	5.3	37	(15)	61	0.9	0.8	0.7	13	10	14	3.5	2.9	4.7
THRE	Sell	0.65	0.7	9.6	n.m.	21.2	15.8	(810)	n.m.	34	0.8	0.7	0.7	(24)	4	5	0.0	1.9	2.5
THREL	Neutral	3.80	4.4	22.5	9.0	11.9	9.0	(42)	(24)	31	1.6	1.5	1.4	17	13	16	9.2	6.7	8.3
Average					8.1	13.9	10.1	(272)	(20)	42	1.1	1.0	0.9	2	9	12	4.2	3.9	5.2

Source: SCBS Investment Research



ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้า

กรณีพิพาททางการค้าที่ยืดเยื้อระหว่างจีนกับสหรัฐฯ สร้างแรงกดดันต่อดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีอย่างต่อเนื่องใน 3Q62 โดยลดลง 19% QTD เทียบกับ SET ที่ -3% โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง เพราะได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวและกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มปิโตรเคมีต่อไปจนกว่าจะเห็นสัญญาณความคืบหน้าการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เราชอบ IVL (ราคาเป้าหมาย 68 บาท) หลังจากราคาหุ้นลดลง 35% YTD เนื่องจากถ้าเราจะได้รับผลกระทบน้อยมากจากอุปสรรคทางการค้าที่มีสาเหตุมาจากสถานการณ์ตึงเครียดในปัจจุบัน เรามองว่า valuation ปัจจุบันที่ P/E 7 เท่า (ปี 2563) น่าสนใจเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 12 เท่า (ปี 2558-2561) บวกกับผลตอบแทนจากเงินปันผล 3.7-4.8% ในปี 2562-64

ผลประกอบการ 2Q62 น่าผิดหวัง กำไรของกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลดลง 71% YoY และ 50% QoQ ใน 2Q62 โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงและขาดทุนจากสินค้าคงคลังกำไรที่ลดลงหลักๆ เกิดจากบริษัทขนาดใหญ่ 2 บริษัท คือ IVL และ PTTGC ซึ่งกำไรลดลงถึง 73-80% YoY และกำไรของสองบริษัทนี้คิดเป็นสัดส่วน 78% ของกำไร 2Q62 ของกลุ่มปิโตรเคมี ผลการดำเนินงาน 3Q62 ของกลุ่มปิโตรเคมีจะได้รับการสนับสนุนจาก IVL โดยเกิดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระดับทรงตัว และขาดทุนจากสินค้าคงคลังที่ลดลง ในขณะที่ PTTGC จะเห็นอัตรากำไรในธุรกิจไอเลฟินส์และธุรกิจอะโรแมติกส์ลดลงอย่างต่อเนื่อง

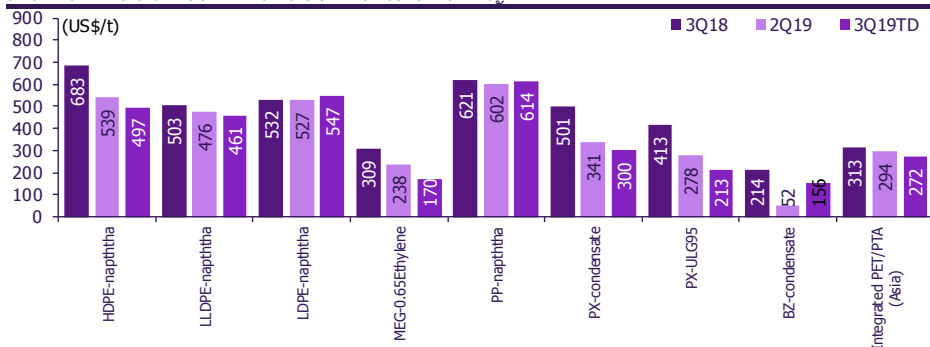
ตลาด PE ยังคงมีแนวโน้มเป็นลบใน 4Q62 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ HDPE ลดลงอีก 8% QoQ สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 7 ปีที่ <US\$500/ตัน ใน 3Q62TD ลดลง 27% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นและอุปสงค์ที่ลดลงจากแนวโน้มเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ปัจจุบันเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะยังคงอยู่ใน 4Q62 สืบเนื่องมาจากสถานการณ์ตึงเครียดทางการค้าที่ยืดเยื้อระหว่างจีนกับสหรัฐฯ กระแสการคาดการณ์ PE ที่คาดว่าจะเปลี่ยนแปลงไปมีบทบาทในการปรับสมดุลตลาดแต่ไม่มากพอที่จะชดเชย sentiment ที่แยลง เราคาดว่าส่วนต่างราคา PP-เนฟทาจะดีกว่าส่วนต่างราคา PE อย่างต่อเนื่องใน 4Q62 โดยเกิดจากอุปสงค์-อุปทานที่สมดุลมากขึ้น ส่วนต่างราคา PP-เนฟทา เทียบกับส่วนต่างราคา HDPE-เนฟทา กว้างขึ้นสู่ US\$117/ตัน ใน 3Q62TD จาก US\$63/ตัน ใน 2Q62

กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจะสร้างแรงกดดันต่อส่วนต่างราคา PX ส่วนต่างราคา PX เทียบกับคอนเดนเสทและ ULG95 ลดลง 12% และ 23% QoQ ใน 3Q62TD สู่ระดับเพียง US\$300/ตันต่ำสุดในรอบนานกว่า 7 ปี ส่วนต่างราคา PX ลดลงอย่างต่อเนื่องจากจุดสูงสุดใน 4Q61 โดยมีสาเหตุมาจากการเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ในจีน หลักๆ เกิดจาก Hengli Petrochemical ส่วนต่างราคา PX ระดับการกระตุ้นให้ผู้ผลิตต้นทุนสูงส่วนหนึ่งในเอเชียและยุโรปลดอัตราการใช้กำลังผลิตลง 20-30% ตั้งแต่เดือนพ.ค. 2562 และมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 2H62 เนื่องจากจะมีอุปทานเข้าสู่ตลาดเพิ่มมากขึ้น อย่างไรก็ตาม การลดอัตราการใช้กำลังการผลิตไม่น่าจะมากพอชดเชยกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นใน 2H62 โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากโรงงานเปิดใหม่ก็จะปรับเพิ่มอัตราการผลิตด้วย

ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดโลกอ่อนตัวลง ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดโลกปรับตัวลดลงเล็กน้อย QoQ สู่ US\$400/ตัน เพราะส่วนต่างราคาลดลงทั้งในตลาดเอเชียและตลาดตะวันตก PTA ยังคงเป็นผลิตภัณฑ์หลักที่ได้รับประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบ (PX) ที่ลดลง แต่ด้วยอัตราที่ลดลง QoQ เราคาดว่าผู้ผลิต integrated PET/PTA จะได้รับประโยชน์อย่างต่อเนื่องจากต้นทุน PX ที่ลดลงตลอดปีนี้ เนื่องจากจะมีอุปทาน PX ใหม่เข้าสู่ตลาด

ชอบ IVL หลังจากราคาหุ้นลดลง 35% YTD เรายังคงชอบ IVL ท่ามกลางความไม่แน่นอนของสงครามการค้าที่ดำเนินอยู่ในตอนนี้ เราคิดว่ากำไร 2H62 จะปรับตัวดีขึ้น โดยเกิดจาก core EBITDA/t ที่ดีขึ้นเพราะส่วนต่างราคา integrated PET แข็งแกร่ง และการกลับมาดำเนินงานตามปกติของโรงงาน EO/EG รวมถึงขาดทุนจากสินค้าคงคลังที่ลดลง เราเชื่อว่ากลยุทธ์กระจายธุรกิจไปสู่ตลาดที่สำคัญ เพื่อเข้าไปเป็นผู้ประกอบการท้องถิ่นท่ามกลางความเสี่ยงที่สูงขึ้นจากอุปสรรคทางการค้าจะส่งผลดีต่อบริษัท

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สำคัญ



Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
GGC	Sell	12.0	11.0	(5.0)	10.4	9.7
IVL	Buy	34.3	68.0	102.3	8.2	6.8
PTTGC	Buy	57.0	76.0	37.7	11.9	8.4
Average					10.2	8.3

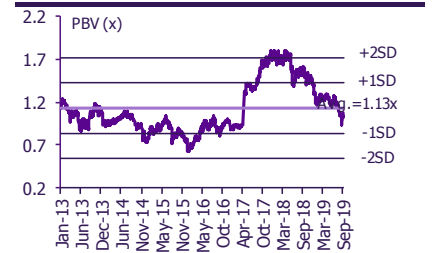
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Relative to SET		
	1M	3M	12M
GGC	13.2	9.1	3.4
IVL	(12.2)	(27.1)	(40.2)
PTTGC	9.1	(8.4)	(29.0)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



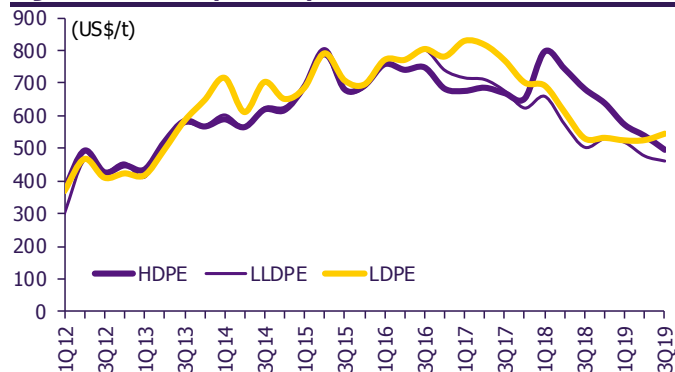
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

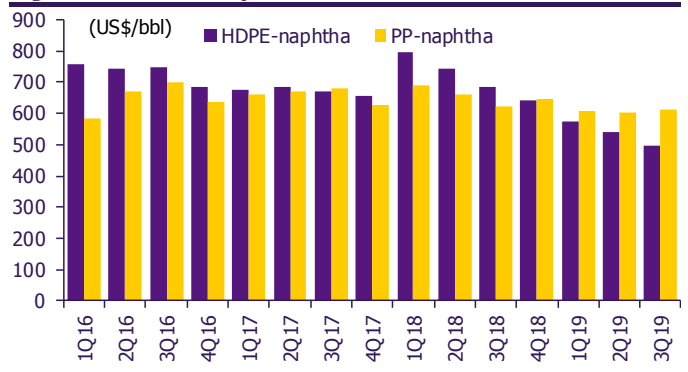
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพ์
 0-2949-1005
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE - Naphtha spread



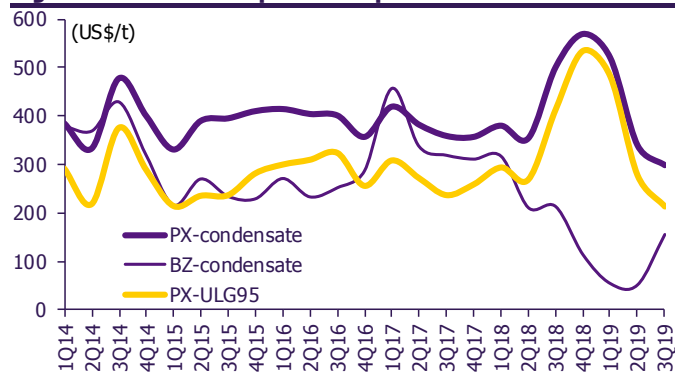
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Product spread – HDPE vs. PP



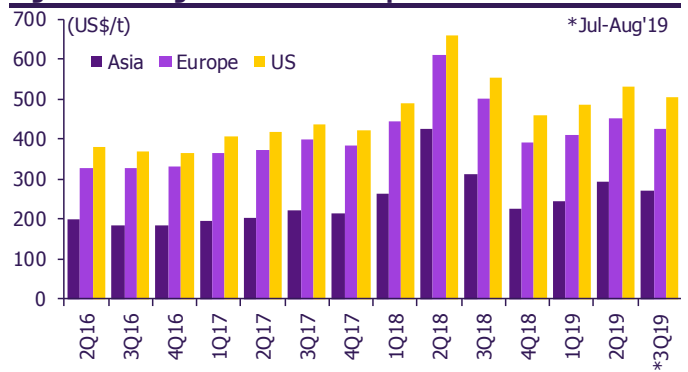
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



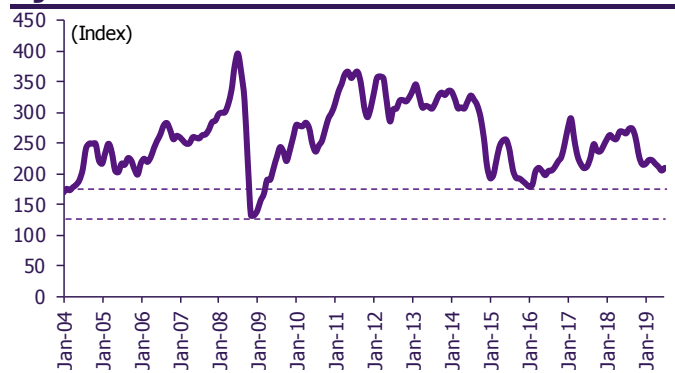
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Integrated PET/PTA spread



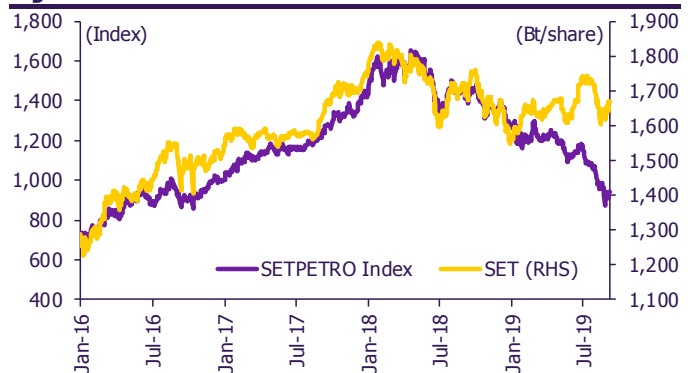
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Petrochemical Index



Source: ICIS, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 6: SET Petrochemical vs. SET Index



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
GGC	Sell	12.00	11.0	(5.0)	21.7	10.4	9.7	(6)	110	7	1.3	1.1	1.0	5	11	11	0.0	3.4	3.5	10.9	6.9	6.0
IVL	Buy	34.25	68.0	102.3	8.0	8.2	6.8	12	(3)	21	1.3	1.2	1.1	18	15	17	4.1	3.8	4.7	7.1	6.1	4.9
PTTGC	Buy	57.00	76.0	37.7	6.3	11.9	8.4	(0)	(47)	42	0.9	0.8	0.8	14	7	10	7.5	4.4	6.0	5.0	7.2	5.7
Average					12.0	10.2	8.3	2	20	23	1.2	1.1	1.0	13	11	12	3.8	3.8	4.7	7.7	6.7	5.5

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 16/9/2019 281.90 -1.84 / -0.65% Bt1,554mn
Bloomberg ticker: SETPROP



อยู่ในสถานการณ์ที่ยากลำบาก

แนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยอ่อนแอ เนื่องจากอุปทานใหม่มีมากกว่าอุปสงค์ ส่งผลทำให้สต็อกการขายปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1H62 โดยส่วนใหญ่มาจากคอนโด ราคาคอนโดปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง กระตุ้นให้เกิดการเก็งกำไรทั้งจากผู้ซื้อชาวไทยและชาวต่างชาติ ธนาคารหันมาคุมเข้มการปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยมากขึ้น และความต้องการซื้อจากชาวต่างชาติชะลอตัว ส่งผลกระทบทำให้แนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยซบเซาลง เราแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยที่ทำธุรกิจหลากหลาย และมีสัดส่วนยอดขายลูกค้าชาวต่างชาติต่ำ LH และ SPALI เป็นตัวเลือกที่ตรงตามเกณฑ์ดังกล่าว

ภาวะอุปสงค์/อุปทานอ่อนแอใน 1H62 การสำรวจโดย AREA พบว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง 10% YoY (50,050 ยูนิต) แต่อุปทานใหม่เพิ่มขึ้น 21% YoY (55,008 ยูนิต) ส่งผลทำให้สต็อกการขายปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% (เป็น 199,669 ยูนิต) ใน 1H62 โดยส่วนใหญ่เกิดจากคอนโด ในขณะที่อุปสงค์บ้านเดี่ยวและทาวน์เฮ้าส์มีมากกว่าอุปทานใหม่ ส่งผลทำให้สต็อกการขายปรับตัวลดลง สะท้อนถึงการแข่งขันที่ลดน้อยลง

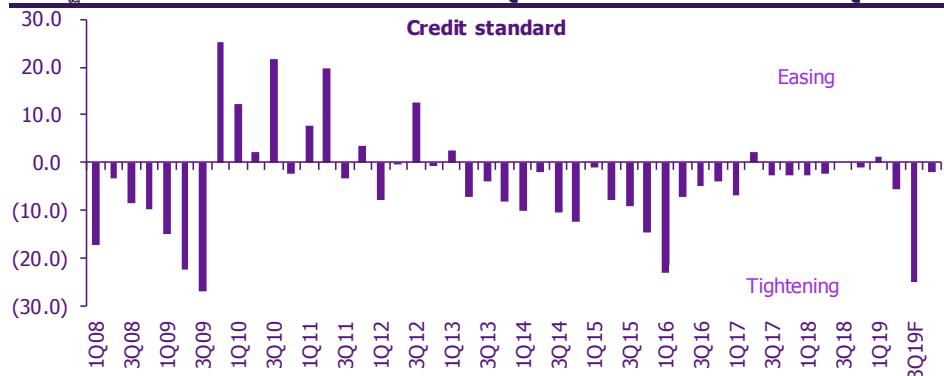
อุปทานล้นตลาด? คอนโด ไข่, บ้านแนวราบ ไม่ใช่ ตลาดคอนโดดูเหมือนว่าจะเกิดสถานการณ์อุปทานล้นตลาด; อัตราการขายต่ำ และสต็อกการขายทำสถิติสูงสุดที่ 88,788 ยูนิต ราคาคอนโดปรับขึ้นในอัตราที่เร็วกว่ารายได้ (GDP) เป็นเวลาหลายปีติดต่อกัน (ปี 2556-2561) โดยมีสาเหตุมาจาก: a) การเก็งกำไรภายในประเทศจากผู้แสวงหากำไรส่วนต่าง/ผลตอบแทนจากการลงทุน เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยในประเทศไทยอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน; และ b) การเก็งกำไรโดยชาวต่างชาติ เพราะราคาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยต่ำกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคเดียวกัน ผู้ซื้อชาวต่างชาติคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 21-27% ของคอนโดที่โอนทั้งหมดในปี 2558-2561 โดยจีนมีสัดส่วนสูงที่สุดที่ 30-64% ของยอดโอนชาวต่างชาติ ความต้องการซื้อจากแหล่งเหล่านี้ไม่สามารถคาดการณ์ได้และไม่ยั่งยืน ราคาที่ปรับขึ้นเล็กน้อยจะช่วยกระตุ้นการเติบโตของอุตสาหกรรม แต่หากมากเกินไปและนานเกินไปจะเป็นอันตราย ราคาบ้านแนวราบซึ่งเป็นตลาดที่มีความต้องการซื้อเพื่ออยู่อาศัย ปรับขึ้นในอัตราที่น้อยกว่า GDP ในระหว่างปี 2559-2560 (สวนทางกับแนวโน้มในปี 2556-2558) สะท้อนถึงภาวะเก็งกำไรน้อยลง และความต้องการซื้อที่ยังยืนมากกว่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงต่ำกว่าคอนโด

ธนาคารจะคงนโยบายระมัดระวังต่อเนื่อง การสำรวจของ ธปท. พบว่าธนาคารใช้มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดมากขึ้น ส่งผลทำให้อัตราการปฏิเสธสินเชื่อเพิ่มขึ้น (ดัชนีอัตราการอนุมัติสินเชื่อติดลบ) และยอดขายกับยอดโอนกรรมสิทธิ์ปรับตัวลดลงใน 2Q62 การสำรวจยังบ่งชี้ด้วยว่าธนาคารจะเข้มมาตรฐานการปล่อยสินเชื่อที่เข้มงวดต่อเนื่องใน 3Q62 เพราะมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับความสามารถในการชำระหนี้ของลูกค้าหนี้ สะท้อนถึงอัตราการปล่อยสินเชื่อต่ำ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัย สัดส่วนหนี้ครัวเรือนต่อ GDP ของประเทศไทยอยู่ในระดับสูงที่ 78.7% ใน 1Q62 ส่งผลทำให้ ธปท. และธนาคารพาณิชย์ระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อ

แนวโน้ม 3Q62 ไม่สดใส เราคาดว่าอุปสงค์ที่อยู่อาศัยจะยังชะลอตัวใน 3Q62 แต่การรับรู้รายได้จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากการโอนยอดขายหรือรับรู้รายได้ ดัชนีราคาคอนโดและดัชนีราคาที่ดินชะลอตัวลงใน 1H62 โดยเป็นการชะลอตัวครั้งแรกในรอบทศวรรษที่ผ่านมา สะท้อนถึงผลกระทบระยะสั้นจากอุปสงค์คอนโดที่ลดลงเพราะการลดลงของการซื้อเพื่อลงทุน/เก็งกำไร และความต้องการซื้อจากชาวต่างชาติ แต่จะดีสำหรับระยะยาว

Top picks คือ LH และ SPALI เราชอบ LH เพราะมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากเน้นพัฒนาโครงการบ้านแนวราบ และมีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจค้าปลีกและโรงแรมในประเทศไทยและสหรัฐอเมริกา *Grande CentrePoint สุขุมวิท 55* จะช่วยสนับสนุนกำไร 4Q62 และการจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2562 เราชอบ SPALI เพราะมียอดขายหรือรับรู้รายได้จำนวนมากที่จะสร้างรายได้ไปจนถึงปี 2566 และมีสัดส่วนยอดขายลูกค้าชาวต่างชาติต่ำ โครงสร้างรายได้มีสัดส่วนค่อนข้างสมดุลระหว่างบ้านแนวราบและคอนโด

มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อเข้มงวดมากขึ้นใน 2Q62 และจะเข้มงวดต่อเนื่องใน 3Q62



Source: Bot, SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AP	Buy	7.0	10.0	49.3	6.0	5.3	0.8	0.7
LH	Buy	10.3	13.0	33.1	13.7	13.0	2.5	2.5
LPN	Neutral	6.1	6.9	24.6	6.2	5.9	0.7	0.6
PSH	Neutral	19.3	20.5	14.4	6.9	6.7	1.0	0.9
QH	Buy	2.8	3.7	39.2	8.6	7.9	1.1	1.0
SIRI	Neutral	1.3	1.5	23.1	9.3	7.9	0.6	0.6
SPALI	Buy	18.6	27.0	51.2	6.2	5.7	1.1	1.0
Average					8.1	7.5	1.1	1.1

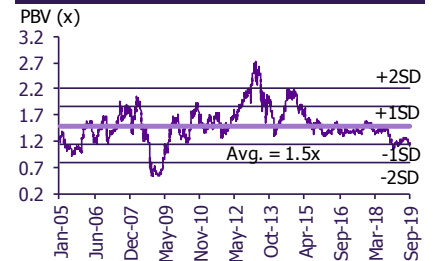
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	(2.1)	(11.5)	(27.2)	(5.6)	(11.2)	(24.8)
LH	(2.8)	(5.5)	(10.4)	(6.3)	(5.3)	(7.4)
LPN	(6.2)	(17.1)	(42.4)	(9.5)	(16.9)	(40.5)
PSH	(0.0)	(5.9)	(7.2)	(3.5)	(5.6)	(4.1)
QH	(4.8)	(9.1)	(19.5)	(8.1)	(8.9)	(16.9)
SIRI	(4.3)	(5.0)	(18.0)	(7.7)	(4.8)	(15.3)
SPALI	(8.4)	(18.1)	(25.6)	(11.6)	(17.8)	(23.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV

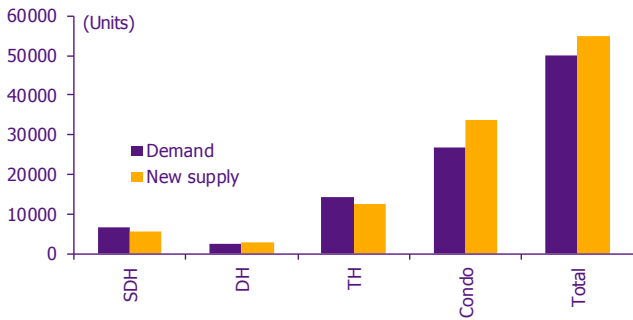


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

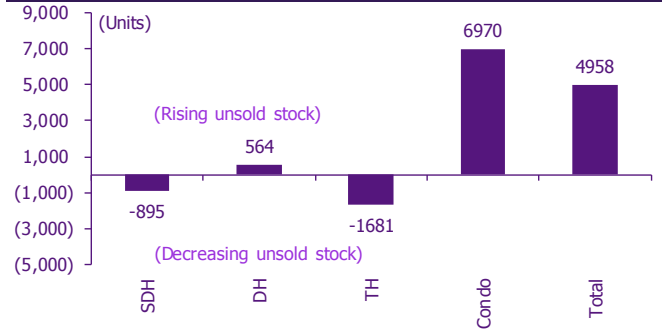
สิริกานย์ กฤษณิณีพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่ปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Demand/supply in 1H19



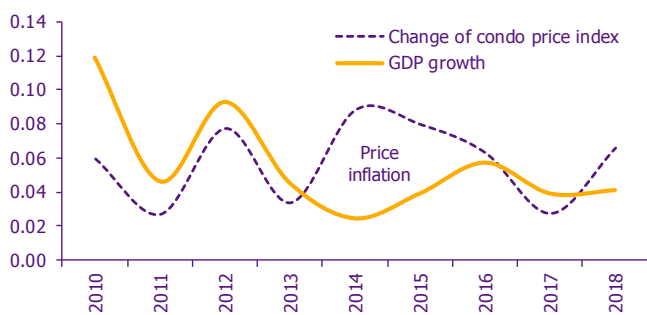
Source: AREA

Figure 2: Net supply in 1H19



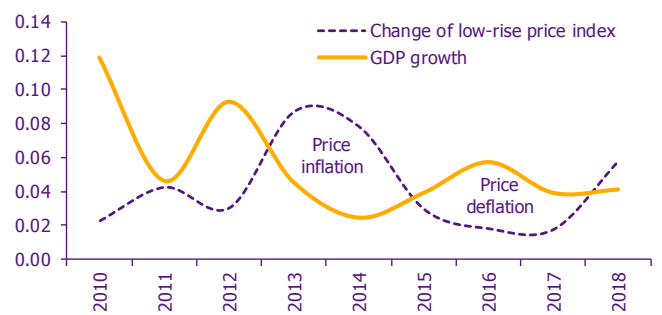
Source: AREA

Figure 3: Condo price index versus GDP growth



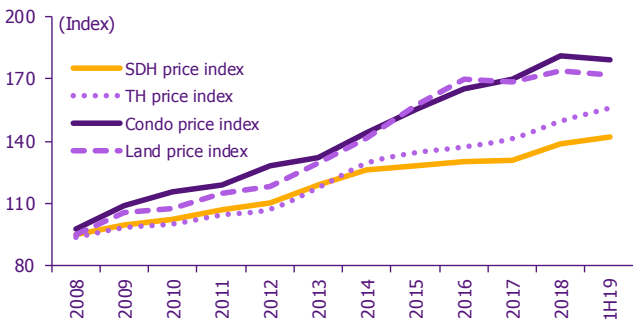
Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 4: Low-rise (average between SDH and TH) price index versus GDP growth



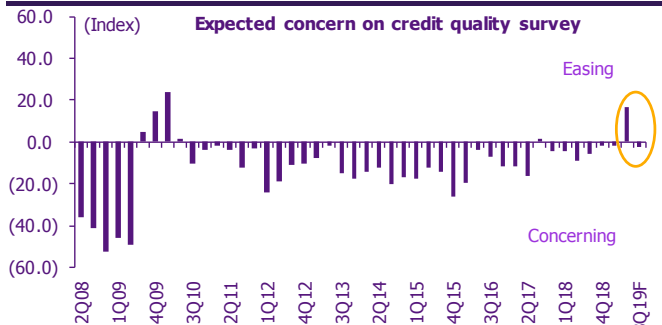
Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 5: Property price indices for both condo and land are falling



Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 6: Credit quality is a concern



Source: BoT, SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
AP	Buy	6.95	10.0	49.3	5.7	6.0	5.3	25	(6)	13	0.9	0.8	0.7	17	14	15	5.8	5.4	6.1	8.5	9.5	8.8
LH	Buy	10.30	13.0	33.1	13.1	13.7	13.0	5	(4)	6	2.5	2.5	2.5	19	18	19	7.3	6.9	7.3	12.5	14.2	13.6
LPN	Neutral	6.05	6.9	24.6	6.6	6.2	5.9	28	6	6	0.7	0.7	0.6	11	11	11	9.9	10.5	11.1	7.6	7.5	7.6
PSH	Neutral	19.30	20.5	14.4	7.0	6.9	6.7	10	2	2	1.0	1.0	0.9	15	14	14	8.0	8.2	8.4	8.2	8.0	7.9
QH	Buy	2.80	3.7	39.2	7.8	8.6	7.9	17	(10)	10	1.1	1.1	1.0	15	13	13	7.9	7.0	7.7	10.0	11.8	11.4
SIRI	Neutral	1.32	1.5	23.1	9.4	9.3	7.9	(29)	1	18	0.6	0.6	0.6	7	7	8	6.1	9.5	11.0	17.5	18.3	16.5
SPALI	Buy	18.60	27.0	51.2	6.9	6.2	5.7	(15)	11	10	1.2	1.1	1.0	19	18	18	5.4	6.0	6.6	7.0	6.2	5.7
Average					8.1	8.1	7.5	6	(0)	9	1.2	1.1	1.1	15	14	14	7.2	7.6	8.3	10.2	10.8	10.2

Source: SCBS Investment Research



ขอบ ASP มากกว่า MBKET

เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันและส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET และ ASP เพิ่มขึ้น เพื่อสะท้อนตัวเลข 3Q62 ที่เพิ่มขึ้น QoQ เราคิดว่าถ้า 3Q62 ของทั้งสองบริษัทจะฟื้นตัว YoY และ QoQ เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP เพราะคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจ แต่แนะนำ "ขาย" MBKET เพราะไม่น่าจะจ่ายเงินปันผลในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่อง หลังจากจ่ายเงินปันผลสูงมากเป็นพิเศษใน 1H62

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 เพิ่มขึ้น มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) เพิ่มขึ้นสู่ 5.5 หมื่นลบ. ใน 3Q62 (ณ วันที่ 12 ก.ย.) เพิ่มขึ้น 17% YoY และ QoQ มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.5 หมื่นลบ. ทั้งนี้เพื่อสะท้อนถึงตัวเลขดังกล่าว เราจึงปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 เพิ่มขึ้นจาก 4.3 หมื่นลบ. สู่ 4.5 หมื่นลบ. เทียบกับ 5.06 หมื่นลบ. ในปี 2561 เราคาดว่า จะเห็นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงสู่ 4.2 หมื่นลบ. ในปี 2563 เนื่องจากเงินลงทุนในกองทุน LTF จะไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้อีกต่อไป

ส่วนแบ่งการตลาดใน 3Q62TD ดีขึ้น QoQ ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นจาก 5.93% ใน 2Q62 สู่ 6.43% ใน 3Q62 (ณ วันที่ 12 ก.ย.) โดยส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 6.26% เทียบกับ 6.14% ในปี 2561 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ขยับขึ้นจาก 1.74% ใน 2Q62 สู่ 1.79% ใน 3Q62 (ณ วันที่ 12 ก.ย.) โดยส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 1.84% เทียบกับ 2.29% ในปี 2561 เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET ไว้ที่ 6.1% และคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ ASP ไว้ที่ 1.85%

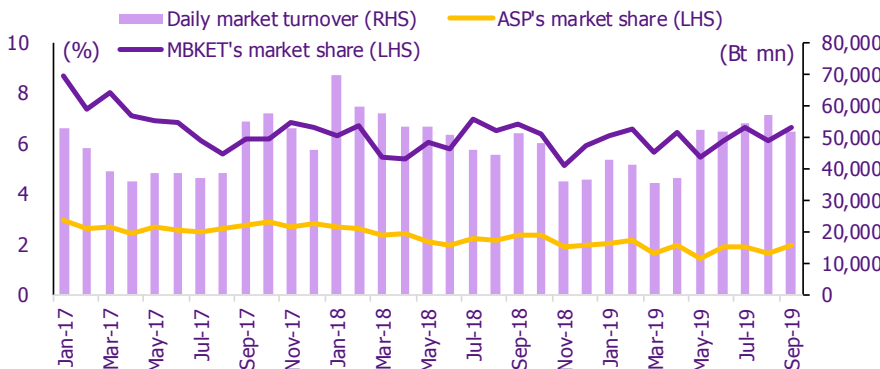
พริ้วผลประกอบการ 3Q62 ของ MBKET: กำไรเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เราคาดการณ์กำไร 3Q62 ที่ 60 ลบ. เพิ่มขึ้น 11% YoY และ 764% QoQ กำไรที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 764% QoQ เป็นเพราะไม่มีค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจำนวน 39 ลบ. เกิดขึ้นอีก รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 33% และกำไรจากเงินลงทุนฟื้นตัว ในขณะที่กำไรที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 11% YoY ได้รับการสนับสนุนจากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้น 12%

พริ้วผลประกอบการ 3Q62 ของ ASP: กำไรเพิ่มขึ้น YoY และ QoQ เราคิดว่ากำไร 3Q62 จะเพิ่มขึ้น 47% YoY และ 50% QoQ สู่ 100 ลบ. เมื่อเทียบ QoQ เราคิดว่ากำไร 3Q62 จะเพิ่มขึ้น 50% เพราะไม่มีค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงานที่เกิดขึ้นครั้งเดียวจำนวน 33 ลบ. เกิดขึ้นอีก รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์เพิ่มขึ้น 30% และกำไรจากเงินลงทุนเพิ่มขึ้น 26% แต่รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะลดลง 13% เพราะไม่มีดีล IPO เมื่อเทียบ YoY เราคิดว่ากำไร 3Q62 จะเพิ่มขึ้น 47% โดยเกิดจากกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้น (65 ลบ. เทียบกับศูนย์ใน 3Q61) ทั้งๆ ที่รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ลดลง 5%

คาดการณ์เงินปันผล 2H62 สำหรับ MBKET เราคิดว่าเงินปันผลสำหรับ 2H62 จะกลับคืนสู่ระดับปกติที่ 0.21 บาท/หุ้น (อัตราการจ่ายเงินปันผล 100%, ผลตอบแทนจากเงินปันผล 2.5%) หลังจากบริษัทจ่ายเงินปันผลสำหรับ 1H62 สูงกว่าค่าที่ 0.68 บาท/หุ้น หรือคิดเป็น 9.9 เท่าของ EPS ใน 1H62 สำหรับ ASP เราคาดการณ์เงินปันผล 0.10 บาท/หุ้น สำหรับ 2H62 (เทียบกับ 0.06 บาท/หุ้น สำหรับ 1H62) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 90% ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4.8%

คำแนะนำ "Neutral" ASP เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าพอใจ เราคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP เพราะคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจ เราแนะนำ "ขาย" MBKET เนื่องจากเราเชื่อว่า MBKET ไม่น่าจะจ่ายเงินปันผลในระดับสูงมากเป็นพิเศษเหมือนใน 1H62 ได้อย่างต่อเนื่อง

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าคาด



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 20F
ASP	Neutral	2.7	3.0	17.7	13.6	12.9	1.2	1.2
MBKET	Neutral	8.4	8.2	3.5	17.0	21.3	1.1	1.1
Average					15.3	17.1	1.2	1.2

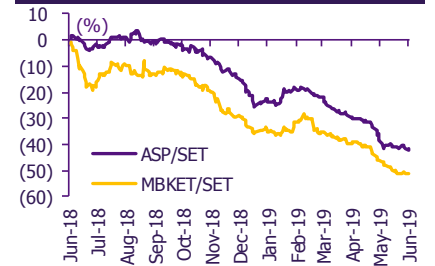
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	3.1	(13.5)	(30.1)	(0.1)	(15.9)	(28.7)
MBKET	(4.5)	(17.6)	(40.0)	(7.5)	(19.9)	(38.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

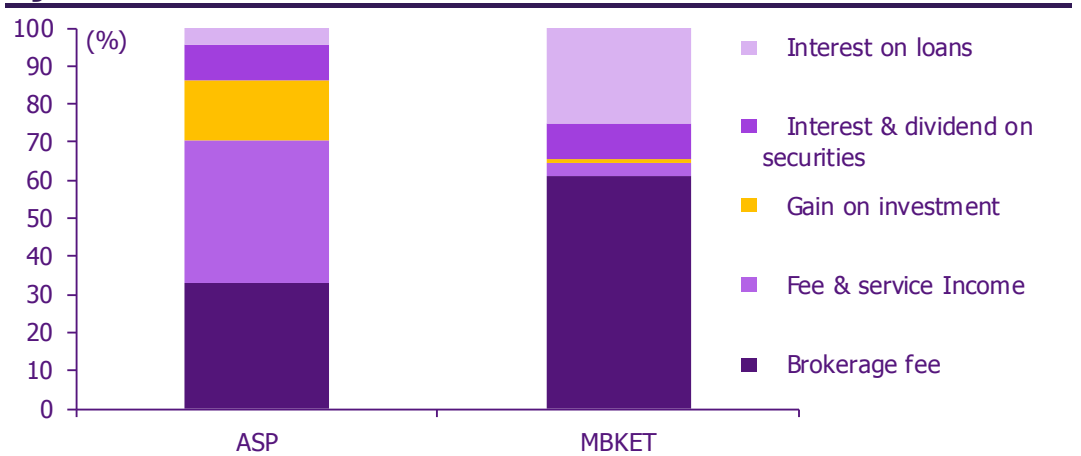
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1003
 kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	2.8	6.1
Bt45bn — base case	2.6	4.7
Bt48bn	2.4	3.4
EPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	0.19	0.36
Bt45bn — base case	0.17	0.28
Bt48bn	0.16	0.20
DPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	0.17	0.36
Bt45bn — base case	0.16	0.28
Bt48bn	0.14	0.20
Dividend payout	90%	100%
Target PE (x)	15.0	16.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2019F revenue breakdown



Source: ASP, MBKET and SCBS Investment Research

Figure 3: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
ASP	Neutral	2.00	2.7	42.8	9.7	11.6	11.1	(41)	(16)	5	0.9	0.9	0.9	9	8	8	10.0	7.8	8.1
MBKET	Sell	8.55	4.0	(42.7)	12.5	30.1	30.7	(39)	(59)	(2)	1.1	1.1	1.2	8	4	4	8.0	10.5	3.3
Average					11.1	20.9	20.9	(40)	(38)	1	1.0	1.0	1.1	9	6	6	9.0	9.1	5.7

Source: SCBS Investment Research



แนวโน้มสดใส

เราเชื่อว่ากำไรของกลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยคาดว่าจะเติบโตทั้ง HoH และ YoY ใน 2H62 ซึ่งเป็นผลมาจากการแข่งขันที่ลดน้อยลง และฐานต่ำใน 2H61 การแข่งขันยังอยู่ในระดับทรงตัวใน 3Q62 กำไรของผู้ประกอบการบริการโทรคมนาคมจะได้รับกระทบไม่มากจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวทั้งในประเทศไทยและทั่วโลก นอกจากนี้ valuation ของกลุ่มยังจะได้รับประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระดับต่ำด้วย เนื่องจากเป็นธุรกิจที่สร้างกระแสเงินสดได้ดี ADVANC เป็น top pick ของเรา โดยมีราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 255 บาท ในขณะที่เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ TRUE (ราคาเป้าหมาย 6.2 บาท) และ DTAC (ราคาเป้าหมาย 60 บาท)

กำไรมีแนวโน้มเติบโตชัดเจนใน 2H62 เราเชื่อว่ากำไรของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q62 และคาดว่าจะเห็นกำไรที่อัตราการเติบโตเป็นบวก HoH และ YoY ใน 2H62 โดยจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากรายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากแพ็คเกจแบบไม่จำกัดดาต้าความเร็วคงที่เริ่มหมดอายุ และการแข่งขันลดลง ทั้งนี้ ณ 2Q62 ผู้ให้บริการรายเดือนประมาณ 30% ของ ADVANC และ TRUE ใช้แพ็คเกจแบบไม่จำกัดดาต้าความเร็วคงที่ ในขณะที่ DTAC ไม่ได้เปิดเผยข้อมูลดังกล่าว แต่เราเชื่อว่าตัวเลขน่าจะใกล้เคียงกัน

ภาพรวมการแข่งขันยังทรงตัวใน 3Q62 หลังจากผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายยกเลิกการนำเสนอแพ็คเกจแบบใช้งานดาต้าไม่จำกัดใน 2Q62 แรงกดดันจากการแข่งขันก็ผ่อนคลายลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับการตรวจสอบของเราพบว่า การแข่งขันค่อนข้างทรงตัวนับถึงปัจจุบัน แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลต่อ ARPU ซึ่งเติบโตเฉลี่ย 3.4-4.4% QoQ ใน 2Q62 นอกจากนี้การแข่งขันที่รุนแรงน้อยลงยังจะช่วยลดแรงกดดันในการทำกิจกรรมการตลาดด้วย

ADVANC เริ่มได้ส่วนแบ่งตลาดกลับคืนมา ใน 2Q62 TRUE เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เพียงรายเดียวที่รายงานยอดผู้ใช้บริการเพิ่มขึ้นสุทธิ 229,000 เลขหมาย ADVANC และ DTAC รายงานยอดผู้ใช้บริการลดลงสุทธิ 26,000 เลขหมาย และ 94,000 เลขหมาย ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม ADVANC เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เพียงรายเดียวที่มีส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มขึ้นจาก 49.9% ใน 1Q62 สู่ 50.5% ใน 2Q62

ADVANC เป็น top pick ของเรา เรายังคงเลือก ADVANC เป็น top pick เราเชื่อว่า ADVANC จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการแข่งขันที่ลดน้อยลง เนื่องจากมีส่วนแบ่งตลาดมากที่สุด แนวโน้มเช่นนี้ยังสะท้อนให้เห็นในตัวเลข 2Q62 ซึ่ง ADVANC เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่มีรายได้จากการให้บริการไม่รวมค่า IC เพิ่มขึ้น QoQ มากที่สุดที่ 4% นอกจากนี้บริษัทยังให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่มด้วยที่ 3.6% ในปี 2563 อ้างอิงอัตราการจ่ายเงินปันผล 70% เราไม่คิดว่า ADVANC จะปรับอัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นจนกว่าการลงทุนในระบบ 5G จะมีความชัดเจน ซึ่งจะหนุนให้เราปรับสมมติฐานสำหรับ ADVANC เพิ่มขึ้น เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC และ TRUE สำหรับ DTAC เราเชื่อว่าความคาดหวังเชิงบวกทั้งหมดน่าจะสะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว valuation ปัจจุบันอยู่ที่ PE 23.5 เท่า และ EV/EBITDA 7.5 เท่า ในปี 2563 สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตของบริษัท ทั้งนี้เมื่อมองย้อนหลังกลับไปในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา EV/EBITDA ของ DTAC ไม่สามารถปรับตัวผ่านระดับ 8.0 เท่าขึ้นไปได้ อย่างไรก็ตาม โมเมนตัมกำไรที่ดีใน 2H62 จากฐานต่ำในปีที่ผ่านมาจะช่วยป้องกันความเสี่ยงขาลง สำหรับ TRUE เราเชื่อว่า valuation ปัจจุบันในแง่ PE ต่ำสุด (สูงที่สุดในกลุ่ม)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
ADVANC	Buy	223.0	255.0	17.8	20.5	19.2	9.7	8.4
DTAC	Neutral	58.8	60.0	5.3	23.5	23.1	5.6	5.0
TRUE	Neutral	5.7	6.2	10.5	63.8	96.9	1.4	1.4
Average					35.9	46.4	5.6	4.9

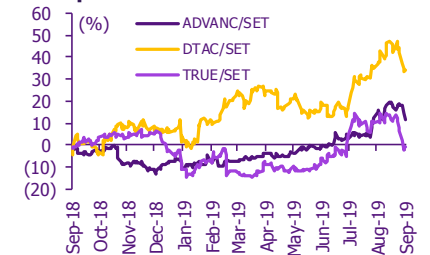
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	3.2	13.5	10.9	(0.4)	13.8	14.6
DTAC	1.7	14.1	25.7	(1.9)	14.4	29.9
TRUE	(5.0)	9.6	(1.7)	(8.4)	9.9	1.6

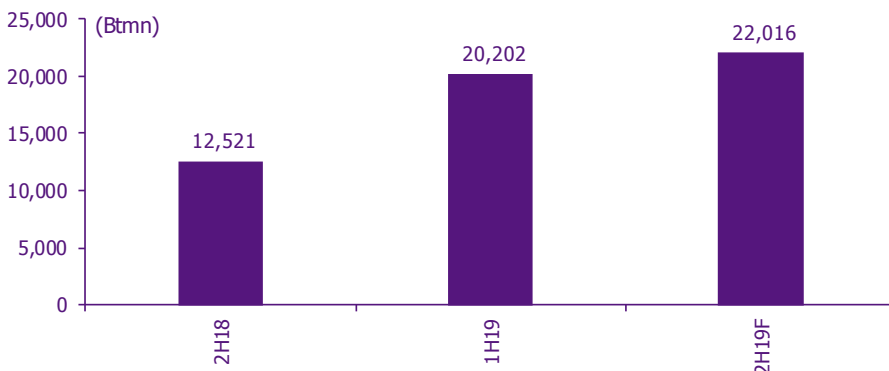
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

คาดการณ์กำไรปี 2H62 ของกลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่จะเติบโต 9% HoH และ 75% YoY



Source: The companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พงศ์ภัทร, CFA, FRM

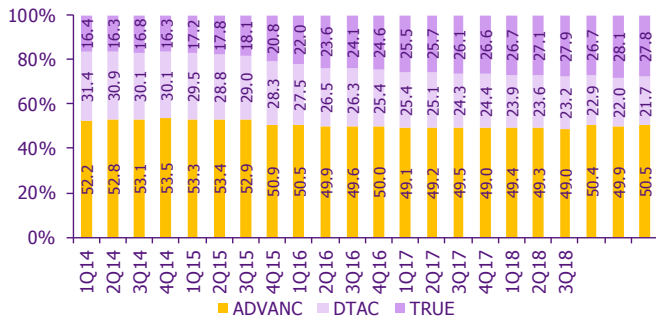
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

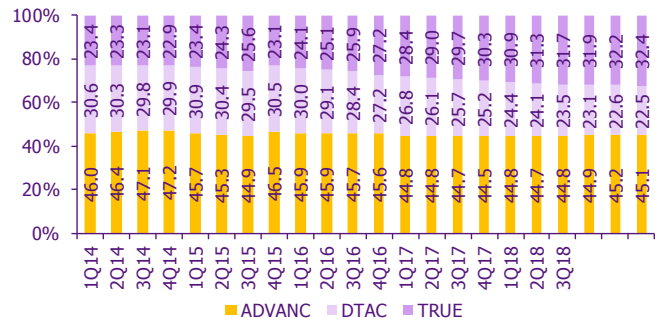
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

Figure 1: ADVANC gaining revenue market share in 2Q19



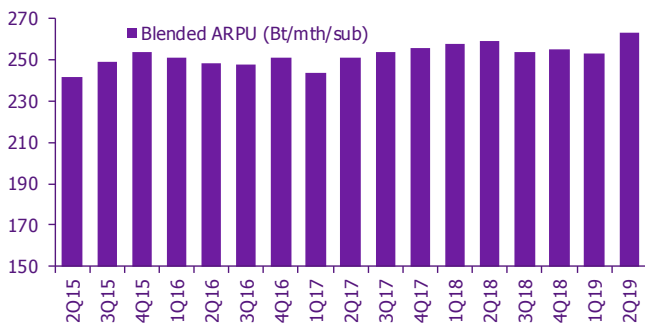
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: ...despite lower subs market share



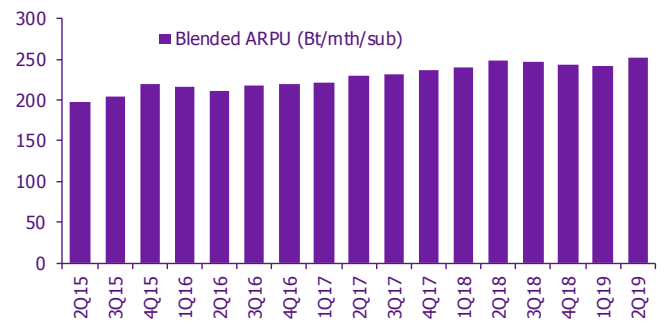
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Blended ARPU started to improve in 2Q19 for ADVANC



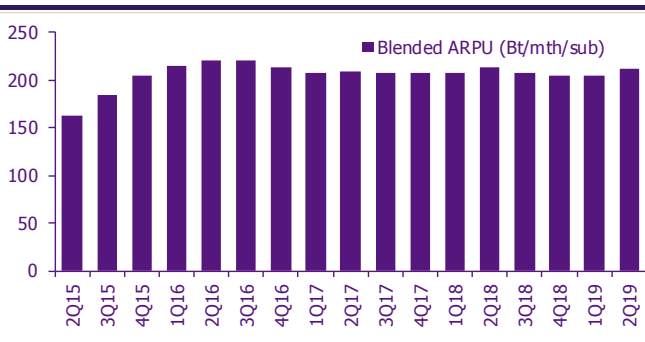
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ...and DTAC



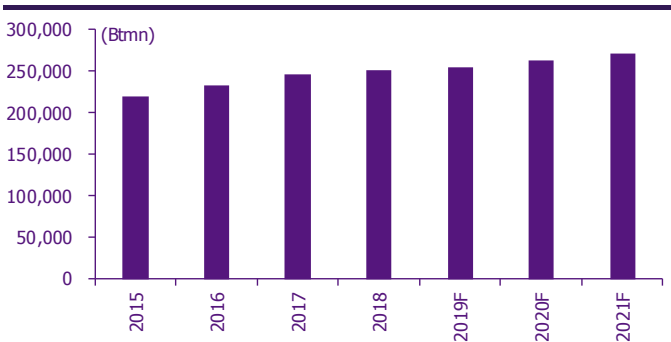
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: ...as well as TRUE



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Expect sector mobile revenue to grow by 1% in 2019F and 3% in 2020F



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
ADVANC	Buy	223.00	255.0	17.8	22.4	20.5	19.2	(1)	9	7	11.5	9.7	8.4	55	51	47	3.2	3.5	3.6	10.2	9.5	9.3
DTAC	Neutral	58.75	60.0	5.3	n.m.	23.5	23.1	n.m.	n.m.	2	6.3	5.6	5.0	(17)	25	23	1.7	3.2	2.2	8.8	7.5	7.6
TRUE	Neutral	5.70	6.2	10.5	27.0	63.8	96.9	n.m.	(58)	(34)	1.4	1.4	1.4	5	2	1	1.6	1.7	0.5	6.1	9.1	8.9
Average					24.7	35.9	46.4	(1)	(24)	(9)	6.4	5.6	4.9	14	26	24	2.2	2.8	2.1	8.4	8.7	8.6

Source: SCBS Investment Research



ส่งสัญญาณผ่อนคลายในระยะสั้น

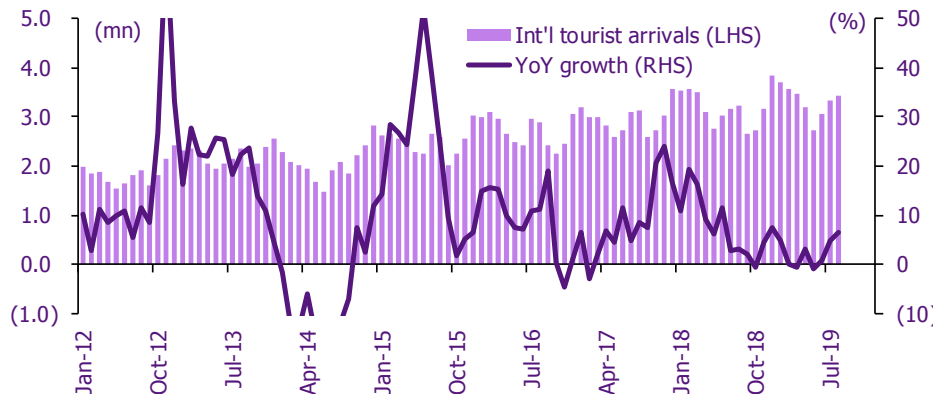
ท่ามกลางสภาพแวดล้อมที่ท้าทายของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่มีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจและค่าเงินบาทที่แข็งค่าซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางท่องเที่ยว อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เราสังเกตเห็นสัญญาณผ่อนคลายในระยะสั้นจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้นในอัตราเร่งจากฐานต่ำใน 2H61 และการขยายระยะเวลาวีซ่าฟรีที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทย visa-on-arrival (VOA) ของรัฐบาล top picks ของเรา คือ ERW (การดำเนินงานปรับตัวดีขึ้นและ valuation สนิบสนุน) และ MINT (แนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง)

1H62 ชะลอตัว แต่มีแนวโน้มดีขึ้นใน 2H62 การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) ปรับเป้าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2562 ลดลงสู่ 40 ล้านคน เดิมโต 4% YoY (จาก 41.1 ล้านคน หรือเติบโต 7% YoY) หลังจากชะลอตัวใน 1H62 โดยเติบโตเพียง 1% YoY ตัวเลขดังกล่าวสะท้อนถึงจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เติบโตเร็วที่สุดในช่วงที่เหลือของปีนี้จากฐานต่ำใน 2H61 หลังจากเกิดอุบัติเหตุเรือล่มในภูเก็ต และรัฐบาลขยายระยะเวลาวีซ่าฟรีที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทย visa-on-arrival (VOA) ออกไปจนถึงเดือนเม.ย. 2563 จากสิ้นสุดเดือนต.ค. 2562 ในช่วง 8M62 นักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 2.6% YoY (26.5 ล้านคน) บ่งชี้ว่านักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยเพิ่มขึ้น 6% YoY ในเดือนส.ค. เร่งตัวขึ้นจากที่เพิ่มขึ้น 5% YoY ในเดือนก.ค. เราทำการตรวจสอบตามช่องทางต่างๆ พบว่าไมเมตัมปรับตัวดีขึ้น: จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่เดินทางผ่านท่าอากาศยานของ AOT เพิ่มขึ้น 7% YoY ในระหว่างวันที่ 1-7 ก.ย. และยอดจองตั๋วโดยสารล่วงหน้าของ AAV สำหรับเส้นทางบินจีนในช่วง Golden Week ของเดือนต.ค. สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีก่อน

ความท้าทายรออยู่ข้างหน้า อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเผชิญกับความท้าทายมากขึ้น โดยไม่ได้มีแค่ความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของสงครามการค้าต่อเศรษฐกิจเท่านั้น แต่ยังมีความกังวลว่าเงินบาทที่แข็งค่าอาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางท่องเที่ยว สำหรับ YTD เงินบาทแข็งค่าขึ้นมาแล้ว 9% เมื่อเทียบกับหยวน, 6% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และ 14% เมื่อเทียบกับยูโร สะท้อนถึงค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นในการเดินทางมาท่องเที่ยวในประเทศไทย เนื่องจากการท่องเที่ยวมีบทบาทสำคัญต่อเศรษฐกิจไทย ททท. จึงพยายามดึงดูดให้นักท่องเที่ยวจากตลาดระยะใกล้ (~70% ของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติทั้งหมดที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทย) เช่น อาเซียน จีน และอินเดีย เดินทางเข้ามาเพิ่มขึ้น โดยร่วมมือกับศูนย์การค้าและผู้ประกอบการสายการบินเพื่อนำเสนอโปรโมชั่นพิเศษสำหรับนักท่องเที่ยวจากประเทศเหล่านี้ ททท. ตั้งเป้านักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยจำนวน 42 ล้านคน หรือเติบโต 4% ในปี 2563

Top picks: ERW และ MINT ในฐานะที่ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กำไรของ ERW ปรับตัวดีขึ้นใน 2H62 นอกจากนี้ valuation ของ ERW ก็อยู่ในระดับต่ำที่ EV/EBITDA ที่ 2563 ระดับ 11 เท่า ใกล้เคียงกับระดับในปี 2551-52 และปี 2556-57 เมื่อครั้งที่อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ตึงเครียดทางการเมือง เราชอบ MINT เพราะกำไรแข็งแกร่งจากการรวมผลการดำเนินงานของ NH Hotel Group เข้ามา ทั้งนี้ MINT จะรับกำไรพิเศษ ~2.1 พันลบ. จากการขายโรงแรม 3 แห่งในโปรตุเกสใน 3Q62 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ฐานะการเงินของบริษัทแข็งแกร่งมากขึ้นด้วยเช่นกัน เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ CENTEL เนื่องจากเรามองว่าแนวโน้มกำไรของบริษัทอ่อนแอกว่าผู้ประกอบการโรงแรมรายอื่นๆ เพราะถูกจัดตั้งโดยต้นทุนค่าเช่าที่สูงขึ้นสำหรับโรงแรมที่หัวหิน และการปรับปรุงใหญ่โรงแรมที่สมุย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าราคาหุ้นมีความเสี่ยงขาลงจำกัดเนื่องจากราคาหุ้น CENTEL ปรับตัวลดลงมาแล้ว 18% YTD (ใกล้กับจุดต่ำสุดในรอบ 4 ปี) โดยซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 22 เท่า ต่ำกว่าระดับในช่วงที่เกิดวิกฤตการณ์การเมืองในปี 2556-57 (-1SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต)

การท่องเที่ยวไทยเติบโตเร็วตัวขึ้นในเดือนส.ค. โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโต 6% YoY



Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CENTEL	Neutral	32.8	41.0	26.9	24.1	21.9	3.0	2.8
ERW	Buy	5.9	8.5	45.1	30.5	22.9	2.4	2.3
MINT	Buy	37.8	47.0	25.9	24.2	20.9	2.0	1.9
Average					26.3	21.9	2.5	2.3

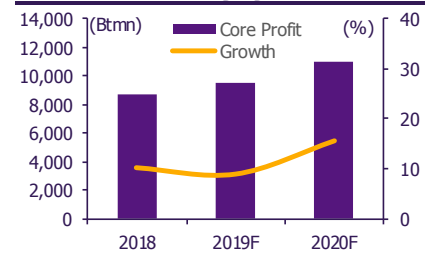
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	7.4	(9.0)	(15.5)	3.6	(8.8)	(12.7)
ERW	8.3	(9.2)	(25.3)	4.4	(9.0)	(22.8)
MINT	1.3	(2.6)	(4.4)	(2.2)	(2.3)	(1.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



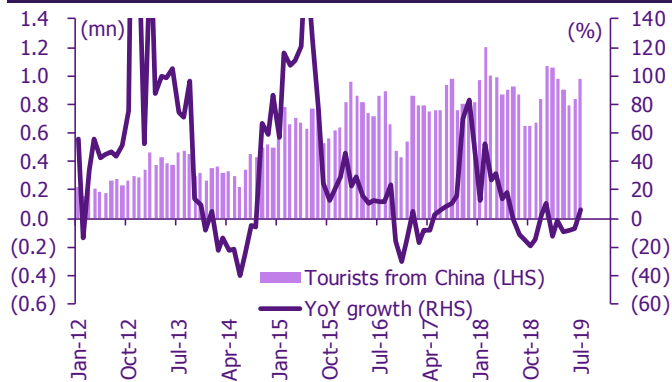
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Recovery of China market (as of July 2019)



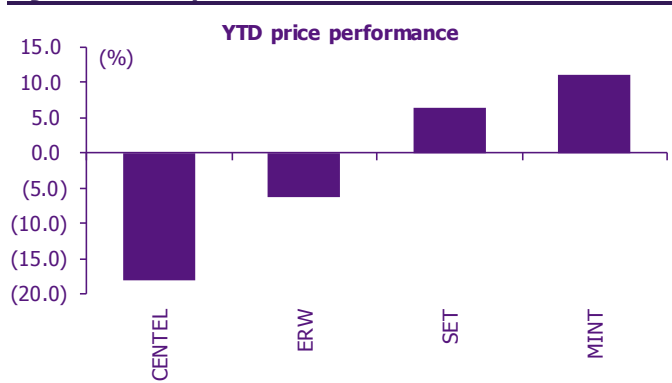
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism forecast



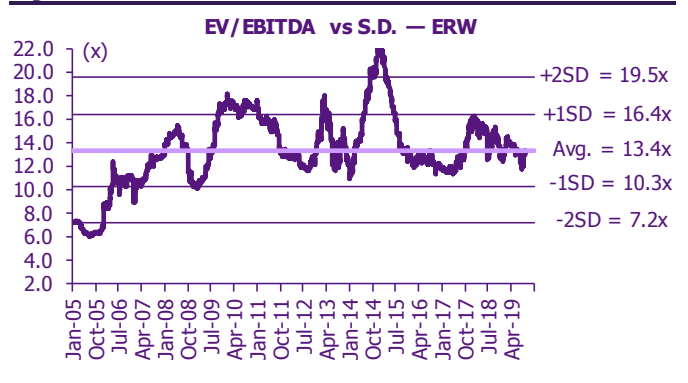
Source: The Tourism Authority of Thailand and SCBS Investment Research

Figure 3: Price performance



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ERW EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
CENTEL	Neutral	32.75	41.0	26.9	20.3	24.1	21.9	8.0	(16.1)	10.0	3.3	3.0	2.8	17.1	13.1	13.3	2.0	1.7	1.8	10.0	11.0	10.9
ERW	Buy	5.90	8.5	45.1	26.3	30.5	22.9	9.8	(13.6)	33.1	2.6	2.4	2.3	10.0	8.2	10.3	1.5	1.1	1.5	12.1	13.0	10.9
MINT	Buy	37.75	47.0	25.9	29.0	24.2	20.9	6.6	19.9	15.8	2.1	2.0	1.9	9.0	8.4	9.2	1.1	1.4	1.7	18.3	12.6	11.4
Average					25.2	26.3	21.9	8.1	(3.3)	19.6	2.7	2.5	2.3	12.0	9.9	10.9	1.5	1.4	1.7	13.4	12.2	11.1

Source: SCBS Investment Research

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 16 ก.ย. 62



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	Core Profit (Btm)			Core EPS (Bt)			Core EPS growth (%)			Core PER (x)			BVPS(Bt)			P/BV (x)			ROE (%)			
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A
Health Care Services						20.0	16,059	15,580	17,775					33.7	32.4	28.1				6.16	5.65	5.21	18	18	19		
BCH	Buy	15.70	20.50	30.6	18.9	1,089	1,169	1,361	0.44	0.47	0.55	19	7	16	35.9	33.5	28.8	2.3	2.5	2.8	6.87	6.23	5.62	18	17	19	
BDMS	Buy	23.90	28.00	17.2	27.0	9,918	9,373	10,954	0.64	0.60	0.70	23	(6)	17	37.6	39.8	34.1	4.5	5.2	5.5	5.31	4.63	4.36	14	12	13	
BH	Neutral	136.50	175.00	28.2	160.5	4,152	4,067	4,316	5.70	5.58	5.92	5	(2)	6	24.0	24.5	23.0	25.3	27.7	30.7	5.39	4.93	4.45	23	21	20	
CHG	Buy	2.32	2.70	16.4	2.7	645	658	790	0.06	0.06	0.07	9	2	20	39.6	38.8	32.3	0.3	0.3	0.4	7.16	6.97	6.39	18	17	20	
RJH	Buy	26.50	30.50	15.1	31.4	255	314	354	0.85	1.05	1.18	10	23	13	31.2	25.3	22.5	4.4	4.8	5.1	6.07	5.48	5.22	17	23	24	
Information & Communication Technology						10.8	43,707	54,406	56,046					22.6	30.9	38.7				6.08	5.40	4.84	18	28	25		
Mobile																											
ADVANC	Buy	223.00	255.00	14.3	236.9	29,564	32,341	34,476	9.94	10.88	11.60	(1)	9	7	22.4	20.5	19.2	19.4	23.0	26.7	11.50	9.70	8.36	55	51	47	
DTAC	Neutral	58.75	60.00	2.1	56.3	-4,382	5,918	6,027	-1.85	2.50	2.55	n.m.	n.m.	2	n.m.	23.5	23.1	9.3	10.5	11.8	6.34	5.62	5.00	(17)	25	23	
TRUE	Neutral	5.70	6.20	8.8	6.0	7,035	2,982	1,963	0.21	0.09	0.06	n.m.	(58)	(34)	27.0	63.8	96.9	4.0	4.1	4.1	1.42	1.38	1.39	5	2	1	
Other																											
INTUCH	Buy	65.25	70.00	7.3	73.8	11,491	13,166	13,580	3.58	4.11	4.24	(7)	15	3	18.2	15.9	15.4	12.9	13.3	14.1	5.05	4.92	4.61	29	31	31	
Insurance						55.7	4,212	4,523	7,199					8.1	13.9	10.1				1.09	1.02	0.95	2	9	12		
BLA	Buy	21.00	34.00	61.9	30.1	4,970	4,202	6,774	2.91	2.46	3.97	37	(15)	61	7.2	8.5	5.3	22.5	25.8	29.1	0.93	0.81	0.72	13	10	14	
THRE	Sell	0.65	0.70	7.7	0.7	-1,011	129	173	-0.24	0.03	0.04	(810)	n.m.	34	n.m.	21.2	15.8	0.9	0.9	0.9	0.76	0.73	0.71	(24)	4	5	
THREL	Neutral	3.80	4.40	15.8	5.0	253	192	252	0.42	0.32	0.42	(42)	(24)	31	9.0	11.9	9.0	2.4	2.5	2.7	1.58	1.50	1.41	17	13	16	
Petrochemicals & Chemicals						59.4	65,201	46,224	60,275					12.0	10.2	8.3				1.15	1.06	0.97	0	0	0		
GCC	Sell	12.00	11.00	(8.3)	13.1	565	1,184	1,263	0.55	1.16	1.23	(6)	110	7	21.7	10.4	9.7	9.5	10.6	11.5	1.27	1.13	1.05	5%	11%	11%	
IVL	Buy	34.25	68.00	98.5	50.8	24,053	23,437	28,389	4.28	4.17	5.06	12	(3)	21	8.0	8.2	6.8	25.8	28.6	32.2	1.33	1.20	1.06	18%	15%	17%	
PTTGC	Buy	57.00	76.00	33.3	63.0	40,583	21,603	30,622	9.00	4.79	6.79	(0)	(47)	42	6.3	11.9	8.4	65.7	67.2	71.1	0.87	0.85	0.80	14%	7%	10%	
Property Development						26.1	37,230	38,222	42,426					14.2	14.3	11.0				1.41	1.33	1.26	12	11	12		
Industrial Estate																											
AMATA	Buy	25.75	32.00	24.3	27.9	1,250	1,808	2,223	1.17	1.69	2.08	(19)	45	23	22.0	15.2	12.4	12.2	13.5	14.9	2.12	1.91	1.73	8	11	13	
AMATAV	Neutral	4.86	5.20	7.0	6.9	396	103	182	0.42	0.11	0.20	(21)	(74)	76	11.5	43.9	24.9	3.0	2.9	3.1	1.63	1.65	1.57	13	3	6	
ROJNA	Buy	6.75	8.50	25.9	8.4	315	691	958	0.16	0.34	0.47	14	119	39	43.3	19.7	14.2	6.2	5.9	6.1	1.09	1.14	1.11	2	4	5	
WHA	Buy	4.76	6.00	26.1	5.2	2,907	3,390	4,275	0.20	0.22	0.28	5	8	26	23.5	21.7	17.2	1.9	2.1	2.3	2.50	2.22	2.06	10	10	11	
Residential																											
AP	Buy	6.95	10.00	43.9	9.0	3,860	3,635	4,117	1.23	1.16	1.31	25	(6)	13	5.7	6.0	5.3	7.8	8.5	9.4	0.90	0.82	0.74	17	14	15	
LH	Buy	10.30	13.00	26.2	12.0	9,389	8,980	9,499	0.79	0.75	0.79	5	(4)	6	13.1	13.7	13.0	4.1	4.1	4.2	2.50	2.50	2.45	19	18	19	
LPN	Neutral	6.05	6.90	14.0	6.9	1,358	1,433	1,526	0.92	0.97	1.03	28	6	6	6.6	6.2	5.9	8.7	9.1	9.5	0.69	0.67	0.64	11	11	11	
PSH	Neutral	19.30	20.50	6.2	21.2	6,022	6,165	6,308	2.75	2.82	2.88	10	2	2	7.0	6.9	6.7	18.5	19.7	21.0	1.04	0.98	0.92	15	14	14	
QH	Buy	2.80	3.70	32.1	3.3	3,865	3,474	3,809	0.36	0.32	0.36	17	(10)	10	7.8	8.6	7.9	2.5	2.6	2.7	1.14	1.10	1.03	15	13	13	
SIRI	Neutral	1.32	1.50	13.6	1.3	2,098	2,110	2,480	0.14	0.14	0.17	(29)	1	18	9.4	9.3	7.9	2.1	2.1	2.1	0.64	0.63	0.62	7	7	8	
SPALI	Buy	18.60	27.00	45.2	24.1	5,770	6,432	7,050	2.69	3.00	3.29	(15)	11	10	6.9	6.2	5.7	15.5	17.4	19.5	1.20	1.07	0.96	19	18	18	
Tourism & Leisure						29.9	2,737	2,311	2,653					23.3	27.3	22.4				2.93	2.74	2.54	14	11	12		
CENDEL	Neutral	32.75	41.00	25.2	37.7	2,182	1,831	2,014	1.62	1.36	1.49	8	(16)	10	20.3	24.1	21.9	9.9	10.8	11.7	3.29	3.04	2.80	17	13	13	
ERW	Buy	5.90	8.50	44.1	7.3	555	480	638	0.22	0.19	0.26	10	(14)	33	26.3	30.5	22.9	2.3	2.4	2.6	2.56	2.44	2.29	10	8	10	
Transportation & Logistics						11.1	17,149	29,176	35,666					52.2	35.0	27.7				3.29	2.97	2.67	(4)	4	10		
Aviation																											
AAV	Buy	3.16	5.80	83.5	4.1	-68	968	1,205	-0.01	0.20	0.25	n.m.	n.m.	24	n.m.	15.8	12.7	4.2	4.3	4.4	0.75	0.73	0.71	(0)	5	6	
AOT	Neutral	73.50	80.00	8.8	79.0	25,036	27,409	28,199	1.75	1.92	1.97	15	9	3	41.9	38.3	37.2	10.1	10.9	11.9	7.28	6.74	6.16	18	18	17	
THAI	Sell	9.55	10.00	4.7	8.4	-10,364	-2,670	2,566	-4.75	-1.22	1.17	n.m.	74	n.m.	n.m.	n.m.	8.1	9.4	8.8	10.0	1.02	1.09	0.96	(40)	(13)	13	
Mass Transit																											
BTS	Buy	13.40	16.00	19.4	14.0	2,545	3,469	3,697	0.21	0.26	0.25	65	22	(3)	62.4	50.9	52.6	3.3	4.0	4.7	4.10	3.32	2.85	5	6	5	
Infrastructure Fund							18,448	20,488	25,921							15.0	13.8	12.3				1.08	1.07	1.07	8	8	10
BTSIF	Neutral	11.00	11.00	-	10.8	4,525	4,691	5,883	0.78	0.81	1.02	(2)	4	25	14.1	13.6	10.8	10.4	10.3	10.2	1.06	1.07	1.08	7	8	10	
DIF	Buy	17.20	19.50	13.4	18.2	8,467	10,394	11,391	0.88	1.05	1.07	(10)	20	2	19.6	16.4	16.1	15.2	15.7	15.7	1.13	1.10	1.10	7	7	7	
JASIF	Buy	11.30	13.00	15.0	12.3	5,455	5,402	8,648	0.99	0.98	1.13	0	(1)	15	11.4	11.5	10.0	10.7	10.9	11.0	1.06	1.04	1.03	9	9	12	
mai						533	601	697							17.8	15.7	13.5				3.22</						

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 16 ก.ย. 62



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F			
Agribusiness				25.0					1.47	1.79	1.79	8.64	7.97	7.42	-10	4	4	2,200	1,284	505		21,064	0.12
GFPT	Buy	16.80	21.00	25.0	19.8	0.25	0.30	0.30	1.47	1.79	1.79	8.64	7.97	7.42	-10	4	4	2,200	1,284	505	1,254	21,064	0.12
Automotive				43.1					5.91	5.53	6.28	5.46	4.82	4.07	12	4	6	-1,746	-4,219	-7,361		37,429	0.22
AH	Buy	18.10	29.00	60.2	16.9	1.30	1.11	1.21	7.18	6.12	6.67	7.29	6.61	5.61	32	2	1	5,807	4,886	3,355	323	5,839	0.03
PCSGH	Neutral	6.35	7.20	13.4	6.9	0.27	0.32	0.41	4.25	5.07	6.40	8.09	7.04	5.75	3	8	16	(498)	(957)	(1,417)	1,525	9,684	0.06
SAT	Buy	17.10	25.00	46.2	23.8	1.35	1.13	1.24	7.89	6.63	7.27	3.44	2.87	2.48	3	2	0	(1,759)	(2,583)	(3,228)	425	7,271	0.04
STANLY	Buy	191.00	295.00	54.5	270.0	8.25	8.20	9.10	4.32	4.29	4.76	3.00	2.77	2.44	12	5	7	(5,296)	(5,564)	(6,071)	77	14,635	0.09
Banking				28.4					4.35	4.93	4.46											1,940,775	11.29
Large Banks																							
BBL	Buy	173.00	225.00	30.1	220.7	6.50	6.54	7.19	3.76	3.78	4.16							-	-	-	1,909	330,230	1.92
KBANK	Neutral	163.00	188.00	15.3	204.7	4.00	3.93	4.23	2.45	2.41	2.59							-	-	-	2,393	390,101	2.27
KTB	Buy	17.50	22.00	25.7	20.1	0.72	0.76	0.76	4.10	4.33	4.36							-	-	-	13,976	244,581	1.42
Mid/small banks																							
BAY	Buy	34.75	44.00	26.6	43.2	1.01	1.38	1.23	2.91	3.98	3.53							-	-	-	7,356	255,613	1.49
KKP	Neutral	67.00	72.00	7.5	77.3	5.00	4.64	4.35	7.46	6.92	6.50							-	-	-	847	56,732	0.33
LHFG	Sell	1.36	1.40	2.9	1.6	0.04	0.04	0.05	3.24	3.26	3.56										21,184	28,810	0.17
TCAP	Buy	57.00	65.00	14.0	59.7	2.30	5.50	2.70	4.04	9.65	4.73							-	-	-	1,165	66,412	0.39
TISCO	Neutral	102.50	101.00	(1.5)	98.0	7.00	7.52	7.27	6.83	7.33	7.09							-	-	-	801	82,066	0.48
TMB	Buy	1.68	2.20	31.0	1.9	0.07	0.05	0.06	4.17	3.11	3.51							-	-	-	43,852	73,671	0.43
Commerce				15.4					1.84	1.85	2.02	18.89	17.99	16.63	8	4	7	301,514	276,925	255,689		1,482,950	8.63
BJC	Neutral	51.75	56.00	8.2	55.9	0.73	0.71	0.76	1.41	1.37	1.47	17.22	16.63	15.89	5	3	4	155,208	152,549	150,610	4,006	207,301	1.21
CPALL	Buy	82.00	98.00	19.5	90.9	1.20	1.31	1.49	1.46	1.59	1.82	19.91	18.16	16.54	5	7	8	118,667	101,713	85,735	8,983	736,614	4.28
GLOBAL	Buy	16.40	19.00	15.9	18.0	0.21	0.14	0.15	1.25	0.83	0.94	22.98	23.36	21.02	21	-3	10	11,761	10,492	9,421	4,202	68,905	0.40
HMPRO	Buy	17.80	19.50	9.6	18.4	0.35	0.40	0.45	1.97	2.23	2.51	23.49	21.05	19.21	10	11	9	11,020	9,583	7,580	13,151	234,091	1.36
MAKRO	Neutral	34.25	40.00	16.8	39.7	0.96	0.96	0.96	2.80	2.80	2.80	16.45	16.07	15.78	0	1	2	6,081	4,002	4,739	4,800	164,400	0.96
ROBINS	Buy	64.50	70.00	8.5	62.9	1.37	1.47	1.65	2.13	2.27	2.56	13.27	12.65	11.38	5	5	10	-1,223	-1,415	-2,397	1,111	71,638	0.42
Construction Materials				20.1					4.17	3.97	4.22	10.56	10.31	9.54	0	3	7	186,123	195,025	199,011		611,685	3.56
Cement																							
SCC	Buy	426.00	510.00	19.7	468.1	18.00	16.02	16.02	4.23	3.76	3.76	8.81	9.53	8.96	-9	-6	7	154,615	165,113	171,403	1,200	511,200	2.97
SCCC	Buy	221.00	270.00	22.2	259.1	8.00	8.00	8.00	3.62	3.62	3.62	11.29	10.85	10.34	4	3	3	28,277	27,149	25,674	298	65,858	0.38
Others																							
DCC	Neutral	2.02	2.50	23.8	2.4	0.12	0.11	0.12	5.74	5.42	5.92	8.14	8.05	7.62	7	8	8	2,280	2,350	2,274	7,231	14,607	0.08
EPG	Buy	7.15	8.50	18.9	8.3	0.22	0.22	0.25	3.08	3.08	3.57	14.02	12.84	11.26	-2	6	10	952	413	-341	2,800	20,020	0.12
Energy & Utilities				16.7					3.90	2.89	4.45	9.59	10.40	7.55	-11	8	43	178,559	247,854	95,499		2,365,125	13.76
Oil & Gas and Coal																							
PTT	Buy	47.00	53.00	12.8	51.2	2.00	2.00	2.00	4.26	4.26	4.26	4.08	3.86	3.20	-2	-2	8	109,030	4,110	-139,194	28,563	1,342,461	7.81
PTTEP	Buy	125.00	164.00	31.2	150.9	5.00	5.50	5.75	4.00	4.40	4.60	3.27	3.37	3.34	18	11	1	-79,887	-18,678	-20,157	3,970	496,248	2.89
Refineries																							
BCP	Buy	28.25	34.00	20.4	31.9	1.35	0.80	1.40	4.78	2.83	4.96	7.58	9.15	7.41	-20	-9	17	38,652	46,177	41,492	1,377	38,898	0.23
ESSO	Buy	8.90	11.00	23.6	11.0	0.20	0.10	0.70	2.25	1.12	7.87	12.20	20.24	5.96	-59	-43	203	24,458	21,671	15,981	3,461	30,802	0.18
IRPC	Buy	4.02	5.50	36.8	4.9	0.19	0.10	0.19	4.73	2.49	4.73	7.78	10.96	6.90	-19	-32	47	55,028	49,982	40,191	20,434	82,146	0.48
SPRC	Buy	9.85	11.00	11.7	11.1	0.59	0.20	0.44	6.02	2.03	4.47	8.89	10.02	4.53	-61	-18	97	-74	-3,251	-7,625	4,336	42,709	0.25
TOP	Buy	71.00	72.00	1.4	74.6	2.65	2.00	3.00	3.73	2.82	4.23	6.41	8.27	7.43	-40	-3	35	-202	36,048	73,982	2,040	144,842	0.84
Utilities																							
GPSC	Buy	71.00	76.00	7.0	67.7	1.25	1.25	1.40	1.76	1.76	1.97	21.00	14.07	14.85	22	181	16	16,829	101,737	84,250	1,498	106,379	0.62
TTW	Neutral	13.50	14.00	3.7	14.6	0.60	0.60	0.60	4.44	4.44	4.44	12.62	11.92	10.91	3	3	5	6,592	4,893	2,767	3,990	53,865	0.31
WHAUP	Buy	7.00	8.75	25.0	8.0	0.21	0.19	0.21	3.02	2.75	3.01	12.09	12.12	11.00	50	-9	6	8,135	5,165	3,812	3,825	26,775	0.16
Finance & Securities				4.1					5.49	5.74	4.19											176,683	1.03
Credit card																							
AEONTS	Buy	214.00	250.00	16.8	238.4	4.70	5.74	6.63	2.20	2.68	3.10										250	53,500	0.31
KTC	Neutral	44.25	44.00	(0.6)	43.1	0.80	0.91	1.01	1.80	2.06	2.28										2,578	114,091	0.66
Securities																							
ASP	Neutral	2.00	2.70	35.0	2.9	0.20	0.16	0.16	10.00	7.76	8.11										2,106	4,211	0.02
MBKET	Sell	8.55	4.00	(53.2)	4.0	0.68	0.89	0.28	7.95	10.47	3.26										571	4,880	0.03
Food & Beverage				27.6					1.93	2.46	2.65	16.04	11.98	11.09	17								

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 16 ก.ย. 62



Company	Rec.	Price (Bt)	Target Price	% Up/(Down)	12-mth BB-CON	DPS (Bt)			Dividend Yield (%)			EV/EBITDA (x)			EBITDA Growth (%)			Net Debt (Btm)			Shares (m Shrs.)	Mkt. Cap. (Btm)	%Mkt.Cap / SET
						18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F			
Health Care Services																							
				20.0					1.93	1.98	2.25	20.43	18.68	16.53	8	8	12	38,208	17,569	12,214		551,928	3.21
BCH	Buy	15.70	20.50	30.6	18.9	0.22	0.23	0.27	1.39	1.49	1.74	19.35	17.65	15.32	8	9	15	4,044	3,739	3,608	2,494	39,152	0.23
BDMS	Buy	23.90	28.00	17.2	27.0	0.32	0.33	0.39	1.34	1.38	1.61	23.89	21.54	19.61	11	6	9	39,055	20,066	16,466	15,892	379,819	2.21
BH	Neutral	136.50	175.00	28.2	160.5	2.90	2.79	2.96	2.12	2.04	2.17	14.74	14.70	13.68	4	-1	6	(5,414)	(6,834)	(8,350)	729	99,487	0.58
CHG	Buy	2.32	2.70	16.4	2.7	0.05	0.04	0.05	2.16	1.81	2.17	24.95	23.87	19.81	6	5	19	718	914	661	11,000	25,520	0.15
RJH	Buy	26.50	30.50	15.1	31.4	0.70	0.84	0.94	2.64	3.16	3.56	19.23	15.64	14.22	12	21	12	(194)	(316)	(171)	300	7,950	0.05
Information & Communication Technology																							
				10.8					2.66	3.66	3.19	10.52	10.55	10.33	0	-1	6	272,031	263,797	316,137		1,201,545	6.99
Mobile																							
ADVANC	Buy	223.00	255.00	14.3	236.9	7.08	7.69	8.12	3.17	3.45	3.64	10.24	9.49	9.30	5	6	3	100,066	85,174	90,355	2,973	663,019	3.86
DTAC	Neutral	58.75	60.00	2.1	56.3	1.01	1.87	1.27	1.72	3.19	2.17	8.82	7.47	7.62	-33	17	3	32,910	31,039	39,041	2,368	139,109	0.81
TRUE	Neutral	5.70	6.20	8.8	6.0	0.09	0.10	0.03	1.58	1.71	0.46	6.09	9.14	8.93	23	-32	14	134,606	143,236	182,492	33,368	190,199	1.11
Other																							
INTUCH	Buy	65.25	70.00	7.3	73.8	2.71	4.11	4.24	4.15	6.29	6.49	16.92	16.11	15.48	4	5	4	4,449	4,349	4,249	3,206	209,219	1.22
Insurance																							
				55.7					4.23	3.85	5.18											40,879	0.24
BLA	Buy	21.00	34.00	61.9	30.1	0.73	0.62	0.99	3.46	2.93	4.72										1,708	35,859	0.21
THRE	Sell	0.65	0.70	7.7	0.7	0.00	0.01	0.02	0.00	1.89	2.53										4,215	2,740	0.02
THREL	Neutral	3.80	4.40	15.8	5.0	0.35	0.26	0.32	9.21	6.73	8.29										600	2,280	0.01
Petrochemicals & Chemicals																							
				59.4					3.85	3.85	4.72	7.67	6.72	5.52	2	12	12	170,966	134,859	86,746		461,587	2.68
GCC	Sell	12.00	11.00	(8.3)	13.1	0.00	0.40	0.42	0.00	3.35	3.53	10.92	6.87	5.99	-17	63	6	-1,681	-1,439	-2,282	1,024	12,284	0.07
IVL	Buy	34.25	68.00	98.5	50.8	1.40	1.30	1.60	4.09	3.80	4.67	7.07	6.12	4.86	30	2	12	130,554	93,334	62,596	5,615	192,298	1.12
PTTGC	Buy	57.00	76.00	33.3	63.0	4.25	2.50	3.40	7.46	4.39	5.96	5.02	7.17	5.71	-9	-30	19	42,093	42,963	26,433	4,509	257,004	1.49
Property Development																							
				26.1					5.75	5.82	6.53	13.08	14.76	12.83	0	0	14	233,392	261,728	274,502		401,265	2.33
Industrial Estate																							
AMATA	Buy	25.75	32.00	24.3	27.9	0.40	0.68	0.84	1.55	2.66	3.27	21.10	22.85	18.58	-14	34	25	9,397	25,866	26,728	1,067	27,475	0.16
AMATAV	Neutral	4.86	5.20	7.0	6.9	0.04	0.04	0.04	0.81	0.82	0.83	9.98	28.82	20.29	-13	-61	42	2,065	2,942	2,962	935	4,544	0.03
ROJNA	Buy	6.75	8.50	25.9	8.4	0.60	0.34	0.47	8.89	5.07	7.03	11.41	10.06	8.76	1	13	11	21,701	21,451	20,111	2,020	13,638	0.08
WHA	Buy	4.76	6.00	26.1	5.2	0.08	0.09	0.11	1.75	1.94	2.38	30.15	25.13	22.03	-21	28	16	32,402	33,711	35,295	14,709	70,015	0.41
Residential																							
AP	Buy	6.95	10.00	43.9	9.0	0.40	0.38	0.43	5.76	5.41	6.13	8.54	9.52	8.77	20	-5	12	19,323	21,717	23,287	3,146	21,864	0.13
LH	Buy	10.30	13.00	26.2	12.0	0.75	0.71	0.76	7.28	6.93	7.33	12.47	14.17	13.59	-2	-10	5	42,832	46,347	47,630	11,950	123,082	0.72
LPN	Neutral	6.05	6.90	14.0	6.9	0.60	0.64	0.67	9.92	10.52	11.14	7.61	7.48	7.64	27	4	7	4,813	5,116	6,352	1,476	8,928	0.05
PSH	Neutral	19.30	20.50	6.2	21.2	1.55	1.59	1.62	8.03	8.22	8.41	8.16	8.05	7.95	6	3	3	25,655	26,760	28,015	2,189	42,238	0.25
QH	Buy	2.80	3.70	32.1	3.3	0.22	0.20	0.22	7.86	7.02	7.74	10.00	11.84	11.39	15	-11	9	19,613	22,497	25,129	10,714	30,000	0.17
SIRI	Neutral	1.32	1.50	13.6	1.3	0.08	0.12	0.15	6.06	9.45	11.02	17.47	18.30	16.49	-19	-3	17	41,878	42,765	45,898	14,863	19,619	0.11
SPALI	Buy	18.60	27.00	45.2	24.1	1.00	1.11	1.22	5.38	5.99	6.57	6.98	6.17	5.66	4	11	10	13,712	12,557	13,094	2,143	39,861	0.23
Tourism & Leisure																							
				29.9					1.76	1.39	1.68	11.02	12.01	10.92	5	-4	12	13,395	16,688	18,652		59,052	0.34
CENDEL	Neutral	32.75	41.00	25.2	37.7	0.65	0.57	0.60	1.98	1.73	1.82	9.96	11.01	10.91	5	-6	5	4,843	6,968	9,023	1,350	44,213	0.26
ERW	Buy	5.90	8.50	44.1	7.3	0.09	0.06	0.09	1.53	1.06	1.53	12.08	13.01	10.94	4	-2	18	8,551	9,720	9,629	2,515	14,839	0.09
Transportation & Logistics																							
				11.1					3.79	2.25	2.39	21.94	18.12	16.82	-11	41	12	148,763	141,686	108,289		1,254,430	7.30
Aviation																							
AAV	Buy	3.16	5.80	83.5	4.1	0.34	0.10	0.12	10.60	3.16	3.93	15.41	7.63	6.75	-53	104	14	16,680	16,987	17,315	4,850	15,326	0.09
AOT	Neutral	73.50	80.00	8.8	79.0	1.05	0.96	0.99	1.43	1.31	1.34	26.43	24.57	22.99	10	8	7	-54,899	-54,039	-56,591	14,286	1,049,999	6.11
THAI	Sell	9.55	10.00	4.7	8.4	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.54	7.97	5.81	-43	38	27	137,585	130,050	119,381	2,183	20,845	0.12
Mass Transit																							
BTS	Buy	13.40	16.00	19.4	14.0	0.42	0.61	0.57	3.13	4.54	4.28	34.38	32.30	31.74	42	15	0	49,398	48,688	28,185	12,557	168,259	0.98
Infrastructure Fund																							
									6.99	7.14	8.09	16.02						25,740	25,105	38,036		308,682	1.80
BTSIF	Neutral	11.00	11.00	-	10.8	0.78	0.80	1.01	7.09	7.29	9.15	14.08	13.57	10.81	-2	4	26	-67	-50	-62	5,788	63,668	0.37
DIF	Buy	17.20	19.50	13.4	18.2	1.02	1.04	1.05	5.90	6.04	6.10	19.41	17.77	16.36	52	19	8	25,844	26,135	25,946	10,632	182,864	1.06
JASIF	Buy	11.30	13.00	15.0	12.3	0.90	0.91	1.02	7.96	8.08	9.01	11.45	11.32	10.47	0	0	74	-37	-980	12,152	5,500	62,150	0.36
mai																							
									3.90	3.80	4.09	9.37	8.91	7.27				427	875	-654		9,432	0.05
DOD	Buy	12.60	14.90	18.3	14.9	0.71	0.63	0.69	5.64	4.96	5.49	14.25	13.98	12.20	15	123	11	-425	150	158	410	5,166	0.03
JKN	Buy	7.90	12.00	51.9	11.8	0.17	0.21	0.21	2.15	2.65	2.70	4.49	3.85	2.35	39	20	15	852	725	-812	540	4,266	0.02
SCBS Coverage																							
		1662.93		20.4					3.21	3.24	3.41	10.71	10.60	9.64	-1	1	9	2,017,524	2,007,455	1,805,316		11,098,693	64.55

ข้อมูลวงสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องหรือสมมติฐานของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่กักขังเท่านั้น บริษัทขอสงวนข้อมูลในแง่กักขังเท่านั้น บริษัทขอสงวนข้อมูลในแง่กักขังไว้เป็นพิเศษ อย่างไรก็ตาม ข้อมูลดังกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกในหลักทรัพย์อนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BEM, BJC, EA, GFPT, IVL, KCE, MINT, MTC, ORI, PLANB, PRM, PTT, PTPPE, ROBINS, RS, SAWAD, STA, TKN, TOP, VGI, WORK.

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างระมัดระวังก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บริษัทวิจัย บริษัทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ข้อมูลแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดสรรให้เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือเผยแพร่โดยไม่แจ้งความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ซี จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างระมัดระวังก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บริษัทวิจัย บริษัทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBAM”) ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างระมัดระวังก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวก่อนหน้านี้ บริษัทวิจัย บริษัทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสิทธิภาพในการลงทุนของ ท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้ของรอบคอบ เนื่องจากความเป็นไปได้ที่ราคาอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าวงเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดอาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดสรรให้เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยายจำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปเผยแพร่โดยไม่แจ้งความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

CG Rating 2018 Companies with CG Rating



ADVANC, AKP, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BRR, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPN, CSL, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, EGCO, GC, GEL, GFPT, GGC*, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MBK, MCOI, MINT, MONO, MTC, NCL, NKI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PPS, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT, PTPPE, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TASCO, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDD, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER



2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMANAH, APCO, AQUA, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AU, AUCT, AYUD, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFTT, BGRIM, BIZ, BJC, BJI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HTC, HYDRO, INC, ILINK, INET, IRC, ITD**, JAS, JCKH, JKN, JWD, K, KBS, KCAR, KKI, KKC, KOOL, KTIS, L&E, LANNA, LDC, LH, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MALEE, MBKET, MC, MEGA, METCO, MFC, MFEC, MK, MOONG, MSC, MTD, NCH, NEP, NINE, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, PAF, PATO, PB, PDI, PJW, PLAT, PM, PORT, PPP, PREB, PRECHA, PRINC, PRM, PT, QLT, RICHY, RML, RS, RFL, S, S11, SALEE, SANKO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SMK, SMP, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, NEX, SPVI, SR, SSF, SST, STA, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TEAM, TFG, TFAMA, THRE, TICON, TIPCO, TK, TKN, TKS, TM, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOA, TOG, TPA, TPAC, TPBR, TPCORP, TRITN, TRT, TSE, TSR, TSTE, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZMICO



7UP, ABICO, ABM, AEC, AEONTS, AF, AJ, ALUCON, AMARIN, AMC, AS, ASAP, ASEFA, ASIAN, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMO, CMR, COLOR, CPL, CPT, CRL, CSR, CTW, D, DCON, B52, DIMET, EKH, EKM, EPAC, ESSO, ESTAR, FE, LALIN, FLOYD, PROUD, FSS, FTE, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GPI, GREEN, GTB, GVT, HTECH, IFCI, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, JT, ITD, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWC, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATT, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MIL, MJD, MM, MODERN, MPG, NC, NDR, NETBAY, NNCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPPM, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SGP, SKN, SKR, SKY, SLP, SMT, SOLAR, SPA, SPCC, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITTLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPIPP, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

Corporate Governance Report

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not base on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2017 to 19 October 2018) is publicized.

CSL was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 26, 2018

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อจำกัดดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AIE, AKP, AMANAH, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJI, BJK, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CIG, CIMBT, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFCI, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWG, L&E, LANNA, LHJ, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOI, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTD, NCH, NINE, NOK, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PAF, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PRINC, SPR, PSTC, PT, PTT, PTPPE, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SMT, SMC, SMP, SPC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SQR, SQRON, SFT, SSI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TASCO, TCAP, TFG, TFI, TFAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIJK

Declared (ประกาศเจตนาจริง)

2S, ABICO, AF, AI, AIRA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, ANAN, B, BM, BPP, BUI, CHG, CHO, CHOTTI, CHOW, CI, CMC, COL, DDD, DELTA, EFORL, EPCO, ESTAR, ETE, FPI, FTE, ICHI, INOX, ICH, ITEL, JAS, JSP, JTS, KWG, LDC, LIT, META, MFEC, MPG, NEP, NOK, NWR, ORI, PRM, PSL, ROJNA, RWI, SAAM, SAPPE, SCI, SEAOL, SHANG, SKR, SPALI, STANLY, SYNEX, TAE, TAKUNI, TMC, TOPP, TPP, TRITN, TVO, UV, UWC, WHAUP, XO, YUASA, ZEN

N/A

7UP, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADB, EA, AEONTS, ACF, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMATAV, AMC, AOT, APCO, APEX, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, B52, BA, BEAT3, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFTT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BKD, BLAND, BLISS, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTLO, CPH, CPL, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DOD, DOHOME, DTCI, EA, EASON, ECF, EE, EIC, EKH, EKM, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FPT, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GPI, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GVT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HALYD, ICN, IFEC, IHL, III, ILINK, LHM, INGRS, IRCP, JT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KUMWEL, KWM, KYE, LALIN, LEE, LH, LHFG, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MAJOR, MANRIN, MATCH, MATT, MA, M-CHAI, MCS, MDX, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MTP, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFE, NOBLE, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSH, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PK, PLE, PMTA, POLAR, POMPUJ, PORT, POST, PPM, PPPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, RPH, RP, RPC, RRM, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEF, SF, SFG, SGI, SIAM, SIMAT, SINGER, SISB, SKE, SKN, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCC, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STARIK, STEG, STHAI, STI, STPI, SUN, SUPER, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TPAC, TPBAC, TBSB, TC, TCC, TCCC, TCI, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITTLE, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMI, TMW, TNDD, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TST, TSTE, TTA, TTI, TTJ, TTW, TWT, TWP, TWY, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WIN, WINNER, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, ZIGA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand’s Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.

กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่

เลขที่ 19 ชั้น 2, 20-21, อาคาร 3 ไทยพาณิชย์ ปาร์ค พลาซ่า,
ถนนรัชดาภิเษก แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
กรุงเทพฯ 10900
โทรศัพท์: 0 2949 1000
โทรสาร: 0 2949 1001

กรุงเทพฯ – สาขาสิรินธร

130-132 อาคารสิรินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิภาวดี
แขวงจตุจักร เขตปทุมธานี
กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรูพ่าย
กรุงเทพฯ 10100
โทรศัพท์: 0 2688 9200
โทรสาร: 0 2688 9020

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต

199, 199/1, 199/2 หมู่ 6 ชั้น 3 ตำบลสาทรหิน อำเภอบางใหญ่
นนทบุรี 11140
โทรศัพท์: 0 2949 1358
โทรสาร: 0 2194 2896

กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า

7/222 ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า ห้องเลขที่ K414 ชั้น 4
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์ เขตบางกอกน้อย
กรุงเทพฯ 10700
โทรศัพท์: 0 2949 1429
โทรสาร: 0 2884 7962

กรุงเทพฯ – สาขารามารินดี

270 ถนนพระราม 6 แขวงทุ่งพญาไท
เขตราชเทวี กรุงเทพมหานคร 10400
โทรศัพท์: 0-2949-1424
โทรสาร: 0-2354-5590

เชียงใหม่ – สาขาเชียงใหม่

90/1 ยูนิท 512 ชั้น 5 โครงการเออร์พอร์ต บิสเนส พาร์ค อาคาร
ถนนมหิดล
ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่ 50100
โทรศัพท์: 0-5323-5933
โทรสาร: 0-5323-5944

เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ

17 ชั้น 2 ถนนท่าแพ ตำบลช้างคลาน อำเภอเมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่ 50000
โทรศัพท์: 0 5381 8422
โทรสาร : 0 5381 8433

หาดใหญ่ – สาขากนบราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

16/4 ชั้น 2 ถนนราษฎร์ยินดี ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่
สงขลา 90110
โทรศัพท์: 0 7420 9788
โทรสาร: 0 7420 9737