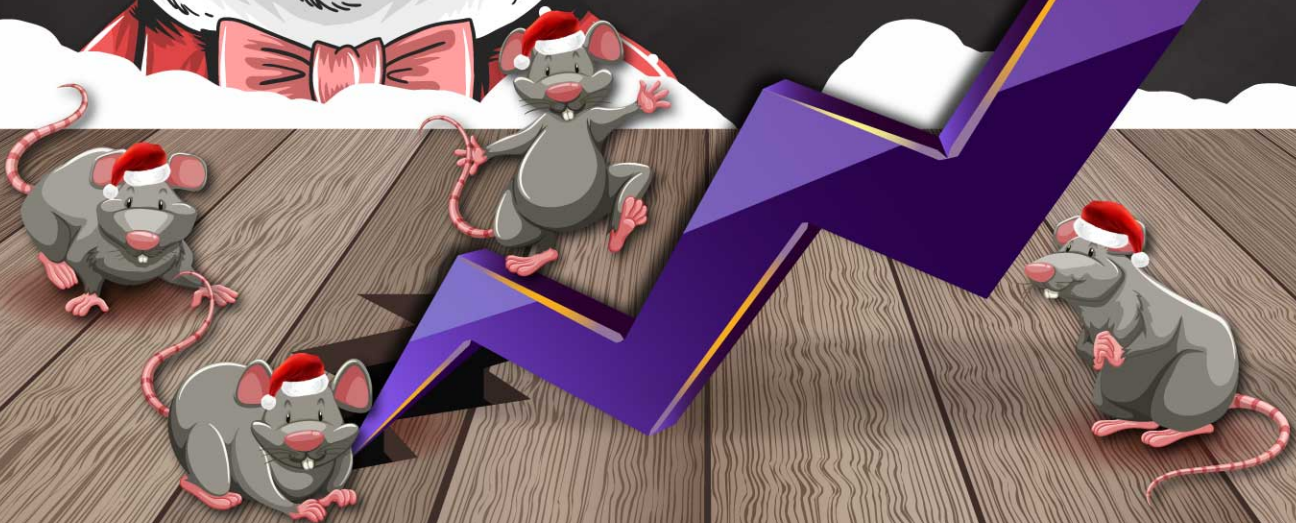


แมวไม่อยู่ หนูร่ำรวย

เจอกันครั้งหลังปีหน้า
2020



Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

สุกิจ อุดมศิริกุล

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

เลขานุการ

กนิษารัตน์ กาวี:

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ก่อตั้งเกี่ยว ขนส่ง ยานยนต์

รวีบุษ ปิยะภริยงไกร

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

ธนาคาร เงินทุน ประกัน หลักทรัพย์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชย อาหาร

สิริมา ดิสสร, CFA

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

สิริกาม กฤษฏิ์นิพัทธ์

sirikam.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

สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา

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

นักวิเคราะห์หุ้นขนาดกลางและเล็ก

ณัฐฐวรีวัน ไตรภพสกุล

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

กองทุนรวม ตราสารหนี้

ธัญญา โลหะนิมัย

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตต์ เจริญเรือ

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

กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรพิชาต์

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บັນยรัตน์ คงกชจันทร์

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

กลยุทธ์การลงทุน

พชชัย ภัทราวิญญ์

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จารัดศักดิ์ วรกิจบำรุง

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

Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

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

ฐานข้อมูล

สุภัตรา ไจเรว

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เผ่าเจริญ

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

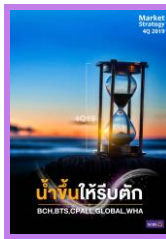
จัดพิมพ์

สรานจิตร์ อ่อนอารีย์

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

SCBS Market Strategy Reports

2562



2561



2560



2559



ดูข้อมูลผลงานสิทธิ์และปฏิสัมพันธ์ความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

แนวไม่อยู่ หนูสำเร็จ	1
----------------------------	---

Top Picks

บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL)	23
บมจ. ทูมคอนเนกต์ (TCAP)	27
บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)	31
บมจ. ไทยออยล์ (TOP)	35
บมจ. บางกอก เชน โฮสপিทอล (BCH)	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: 29/11/2019	1,590.59	-7.09 / -0.44%	Bt51,843mn
SET50 index	Close: 29/11/2019	1,070.23	-7.07 / -0.66%	Bt36,235mn

แนวโน้มอยู่ หนุราเร็ง

ปี 2563 น่าจะเป็นปีที่สภาวะตลาดหุ้นไทยระหว่างครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังแตกต่างกัน เรามีมุมมองเชิงบวกในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 เพราะความกังวลระยะสั้นผ่อนคลายลงและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจปรับตัวดีขึ้น การปรับลดประมาณการกำไรจบลงแล้ว และจะเริ่มต้นปี 2563 ด้วยการคาดการณ์ระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม เรามีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยง 3 อย่าง คือ การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ นโยบายการเงินแบบดิ่งตัว และการผิดนัดชำระหนี้ในประเทศจีน ในช่วงครึ่งหลังปี 2563 ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นไทย สำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 1Q63 ของเรา เราแนะนำให้ลงทุนเพิ่มในหุ้นวัจจักรที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตได้ดี และ valuation น่าสนใจ top picks ของเรา คือ BBL, BCH, IVL, TCAP และ TOP

จุดลงตัวในปี 2563 มีเหตุผล 3 ประการที่จะช่วยสนับสนุนให้ปี 2563 อยู่ในจุดที่เรียกว่า "sweet spot" หรือเป็น "จุดลงตัว" ที่สุดสำหรับนักลงทุนทั่วโลก: 1) เสถียรภาพทางเศรษฐกิจ 2) การอัดฉีดสภาพคล่อง และ 3) เหตุการณ์ความเสี่ยงทั่วโลกที่ลดลง ซึ่งจะทำให้ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจจะเข้าสู่ภาวะถดถอยมีจำกัด อย่างไรก็ตาม การเติบโตในปัจจุบันเปราะบางและเผชิญกับความเสียหายในระยะกลางที่อาจจะเพิ่มสูงขึ้นในปี 2564-2565 แม้เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อเศรษฐกิจไทย แต่อาจจะมี upside เกิดขึ้นจากการสะสมสินค้าคงคลังเพิ่ม ดังนั้นเราจึงคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวเล็กน้อย โดย GDP จะขยายตัว 2.8% ในปี 2563 เติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 2.5% ในปี 2562

แนวโน้มเศรษฐกิจระยะยาวไม่สดใส บรรยายภาพการลงทุนที่เพิ่มขึ้นในตลาดหุ้นทั่วโลกส่วนหนึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากความตึงเครียดทางการค้าที่ผ่อนคลายลง นโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย เสถียรภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจ และการกลับมาเก็บสะสมสินค้าคงคลัง จุดลงตัวทางเศรษฐกิจในปัจจุบันไม่อาจจะกลายเป็นบรรทัดฐานใหม่ (new normal) ในขณะที่ความไม่แน่นอนจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีตามยุคสมัย สังคมผู้สูงอายุ และหนี้ครัวเรือน ยังไม่หมดไป เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยอยู่ในวัจจักรอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ

การปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มหุ้นวัจจักรใน 4Q62 จะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 1H63 กลุ่มหุ้นวัจจักร เช่น อิเล็กทรอนิกส์ ปีโตรเคมี และธนาคาร ให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวตอนปลาย สภาพคล่องจำนวนมากและการยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้นควบคู่กับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจมักจะเป็ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้กลุ่มหุ้นวัจจักรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราเชื่อว่านักลงทุนยังถือครองหุ้นวัจจักรน้อย แม้เราพบการปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังหุ้นวัจจักรใน 4Q62 แต่การปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังหุ้นวัจจักรในตลาดหุ้นไทยยังไม่แล้วเสร็จ ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นหุ้นวัจจักรปรับตัว outperform อย่างต่อเนื่อง เมื่อพิจารณาจากสัญญาณการปรับลดประมาณการที่มีเสถียรภาพ เรามองเห็นโอกาสจากการที่ตลาดรับรู้ข่าวร้ายมากเกินไป และราคาหุ้นวัจจักรน่าจะฟื้นตัวโดยได้รับการสนับสนุนจาก valuation ที่น่าสนใจ

กลับมาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานและ valuation ที่สมเหตุสมผล เนื่องจากราคาหุ้นเริ่มฟื้นตัวและ valuation ปรับตัวสูงขึ้น ดังนั้นผลตอบแทนจะต้องได้รับปัจจัยกระตุ้นจากอัตราดอกเบี้ยของกำไรแทนที่จะเป็นการเพิ่มขึ้นของ valuation ในวงกว้าง และประเด็นที่ช่วยกระตุ้นให้ sentiment ปรับตัวดีขึ้น ปัจจัยพื้นฐานเริ่มส่งสัญญาณกลับมาเป็นบวกเล็กน้อยจากสัญญาณความมีเสถียรภาพในกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลก เราเล็งเห็นมูลค่าในกลุ่มหุ้นวัจจักรที่ valuation ถูก discount อย่างมาก เมื่อเทียบกับกลุ่มหุ้นปลอดภัย

กำไรจะกลับมาเติบโตปานกลาง นำโดยกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมี กำไรของบริษัทจดทะเบียนมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 13% ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้ที่เติบโต 5% กลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จะเป็นผู้นำ โดย EPS จะเติบโต 32% และ 90% หลังจากลดลง 13% และ 62% ในปี 2562 EPS ของกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์มีแนวโน้มฟื้นตัวกลับมาเติบโต 16% ในปี 2563 หลังจากลดลง 34% ในปี 2562 EPS ของกลุ่มธนาคารและกลุ่ม ICT น่าจะหดตัวลงเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับต่ำ การเติบโตของ EPS อย่างต่อเนื่องที่ระดับ 10% ในปี 2564 จะช่วยสนับสนุนการ rally ของตลาดในปี 2563

งกล้าที่จะเสี่ยงใน 1Q63 ความเสี่ยงตลาดเริ่มปรับตัวลดลง ปัจจัยพื้นฐานระยะสั้นปรับตัวดีขึ้น เราจึงแนะนำให้เน้นลงทุนในหุ้นวัจจักรที่มีประเด็นเกี่ยวกับกำไรฟื้นตัว เรามีความเชื่อมั่นสูงว่ากำไรของกลุ่มหุ้นวัจจักรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโตได้ปานกลางพร้อมกับ valuation ที่น่าสนใจ และโอกาสที่จะถูก re-rate เราชอบกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมี เพราะกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างน่าประทับใจ กลุ่มธนาคารจะปรับตัวเพิ่มขึ้นตามเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นพร้อมกับ valuation ที่น่าสนใจ และการคาดการณ์ต่ำ ตลาดตอบรับข่าวร้ายในกลุ่มเหล่านี้มากเกินไป สะท้อนถึงแนวโน้ม upside และส่วนเผื่อความปลอดภัย (margin of safety) ค่อนข้างมากในกลุ่มพลังงาน ปีโตรเคมี และธนาคาร สนับสนุนให้เราแนะนำเพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน 1Q63 ในขณะที่เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัย ยานยนต์ สื่อสาร สาธารณูปโภค และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ และ REIT



Top picks 1Q63

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
BBL	Buy	176.50	205.0	20.1
BCH	Buy	17.40	20.5	19.1
IVL	Buy	34.75	50.0	47.9
TCAP	Buy	55.75	63.0	25.2
TOP	Buy	69.00	79.0	18.3

	PE (x)		EPS growth (%)	
	19F	20F	19F	20F
BBL	9.2	8.9	4	4
BCH	39.1	36.5	21	7
IVL	8.1	20.2	12	(60)
TCAP	7.9	7.9	5	0
TOP	13.6	15.7	(53)	(13)
Average	15.6	17.8	(2)	(12)

	PBV (x)		ROE (%)	
	19F	20F	19F	20F
BBL	0.8	0.7	9	8
BCH	7.6	6.9	18	18
IVL	1.3	1.3	18	7
TCAP	0.9	0.9	12	11
TOP	1.1	1.1	8	3
Average	2.3	2.2	13	10

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	19F	20F	19F	20F
BBL	4.0	4.2	-	-
BCH	1.3	1.3	21.2	19.4
IVL	4.0	4.0	7.1	9.1
TCAP	12.2	6.4	-	-
TOP	3.8	1.7	6.2	6.9
Average	5.1	3.5	6.9	7.1

นักวิเคราะห์
ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์

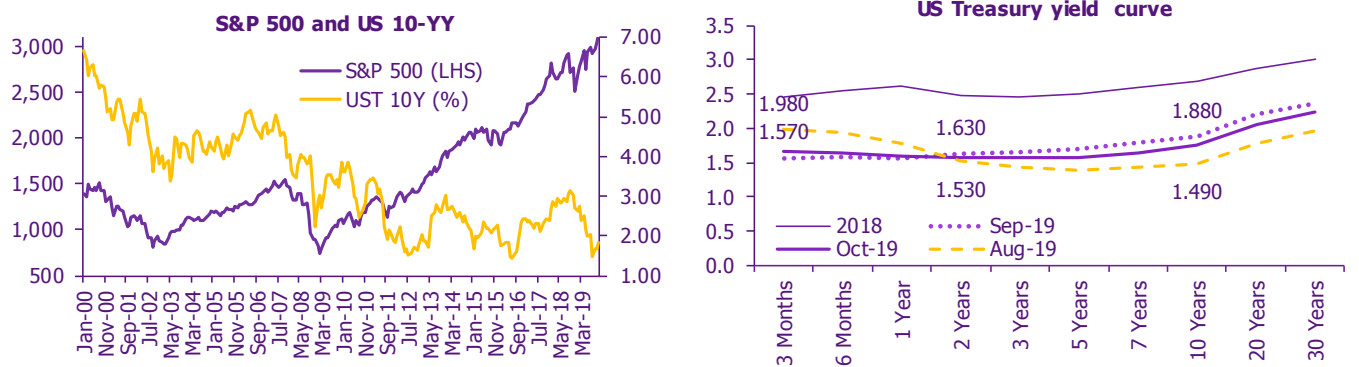
สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์

กลยุทธ์การลงทุน: 1Q63

"จุดลงตัว"

สำหรับนักลงทุนทั่วโลก บรรยากาศการลงทุนค่อนข้างสดใสในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา ดัชนีตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 1-8% โดยตลาดพัฒนาแล้วปรับตัวขึ้นมากที่สุด และตลาดหุ้นหลายตลาดปิดที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ โดยเฉพาะดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐฯ ซึ่ง S&P Dow Jones และ Nasdaq ทำสถิติปิดที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ทุกวัน อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลก็ปรับขึ้น 0.10-0.40% สูงที่สุดสำหรับพันธบัตรระยะยาวสะท้อนถึงภาวะ risk-on แต่ที่สำคัญที่สุดคือ อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 3 เดือน ปรับตัวลดลงต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี หรือกล่าวอีกนัยหนึ่งก็คือ ภาวะ "inverted yield curve" (ภาวะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระยะยาวต่ำกว่าอัตราผลตอบแทนระยะสั้น) ซึ่งเป็นสัญญาณเตือนว่าเศรษฐกิจกำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอย ได้กลับคืนสู่ "ภาวะปกติ" แล้ว

Figure 1: ดัชนี S&P 500 ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่ yield curve พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ กลับคืนสู่ภาวะ "un-inverted"



Source: CEIC, SCBS Investment Research

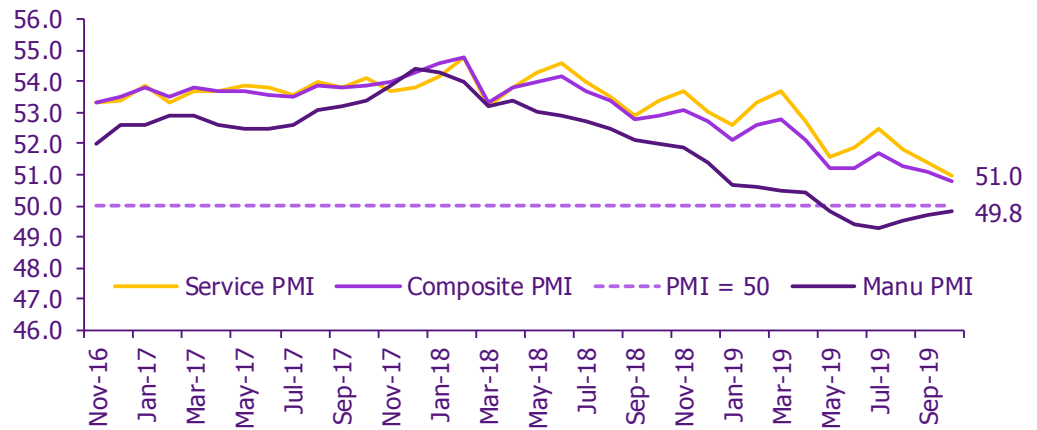
ปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนภาวะ risk-on มี 3 ปัจจัยด้วยกัน คือ: 1) ข้อมูลเศรษฐกิจ ซึ่งแม้ว่าจะอ่อนแอในเชิงเปรียบเทียบ แต่ก็เริ่มส่งสัญญาณมีเสถียรภาพ; 2) การอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่เศรษฐกิจโลก และ 3) เหตุการณ์ความเสี่ยงทั่วโลกแสดงสัญญาณคลี่คลายลง อย่างน้อยก็ในตอนนี้ ถ้าสถานะตาม 3 ปัจจัยดังกล่าวข้างต้นยังคงมีอยู่ต่อไป เราคาดว่าสถานการณ์ในตอนนี้จะอยู่ในจุดที่เรียกว่า "sweet spot" หรือเป็น "จุดลงตัว" ที่สุดสำหรับนักลงทุนทั่วโลก ในขณะที่เรากำลังก้าวเข้าสู่ปีหน้า

ภาคการผลิตทั่วโลกเริ่มมีเสถียรภาพหลังจากสินค้าคงคลังลดลง

สำหรับข้อมูลเศรษฐกิจโดยรวม ภาคการผลิตทั่วโลก (อ้างอิงกับดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อโลก หรือ PMI ในภาคการผลิต) ที่แม้ว่าจะหดตัวลง แต่ก็แสดงสัญญาณมีเสถียรภาพหลังจากหดตัวลง 2 ปีติดต่อกัน ดัชนี PMI ภาคการผลิตทั่วโลกปรับตัวลงทำจุดต่ำสุดที่ 49.3 ในเดือนมิถุนายน แต่หลังจากนั้นก็เริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ 49.8 ในเดือนตุลาคม (ยังอยู่ในภาวะหดตัว) ดัชนี PMI ภาคการผลิตรายประเทศก็เริ่มแสดงสัญญาณมีเสถียรภาพเช่นเดียวกัน ทั้งในตลาดที่พัฒนาแล้วและตลาดกำลังพัฒนา เช่น สหรัฐฯ เยอรมนี ฝรั่งเศส มาเลเซีย เกาหลีใต้ และจีน

ในทางกลับกัน สำหรับภาคบริการที่แม้ว่ายังอยู่ในภาวะขยายตัว แต่ก็ชะลอตัวลงมาบ้างเล็กน้อย ดัชนี PMI ภาคบริการทั่วโลกปรับตัวลดลงนับตั้งแต่ทำจุดสูงสุดตอนต้นปี 2561 ทำให้ดัชนี composite PMI ทั่วโลกก็ปรับตัวในทิศทางเดียวกัน

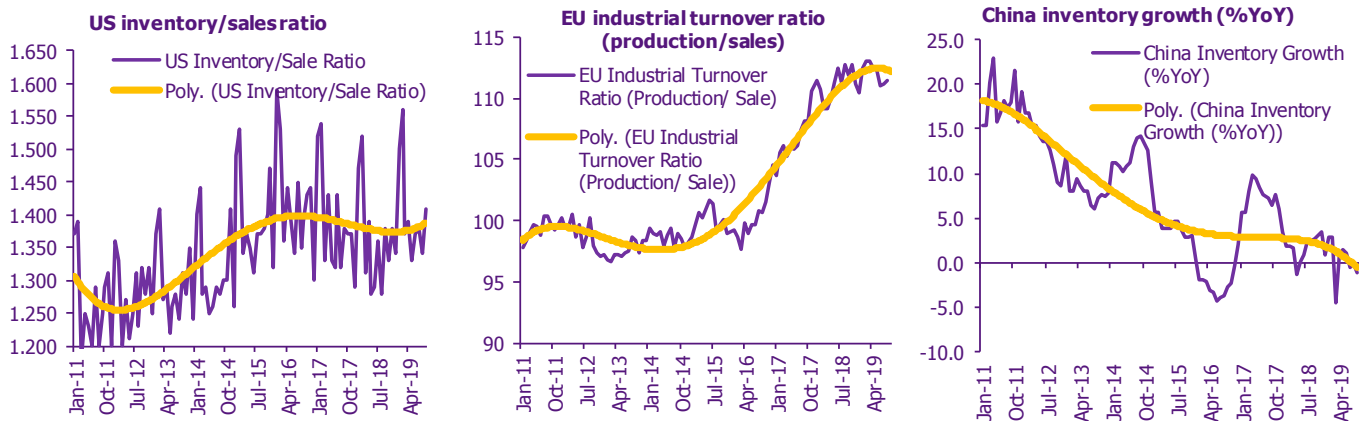
Figure 2: ดัชนี PMI ภาคการผลิต ดัชนี PMI ภาคบริการ และ ดัชนี Composite PMI ทั้งหมด



Source: CEIC, SCBS Investment Research

เรามองว่าการฟื้นตัวของดัชนี PMI ภาคการผลิตทั่วโลก มีสาเหตุมาจากการปรับตัวลดลงของสินค้าคงคลังทั่วโลก เมื่อมองในภาพรวม เราพบว่าอัตราส่วนคำสั่งซื้อใหม่ต่อรอบการขนส่ง (new order PMI per shipment) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนให้เห็นว่าผู้ผลิตชะลอการผลิตสินค้าใหม่ แต่ทยอยขายสินค้าคงคลังเดิมให้น้อยลงเพื่อตอบสนองอุปสงค์ที่ลดลง ในขณะที่เมื่อดูเป็นรายประเทศ ระดับสินค้าคงคลังในเศรษฐกิจหลักๆ อย่างสหรัฐฯ EU และจีน ชี้ให้เห็นว่าระดับของสินค้าคงคลังทยอยลดขาลง (ในกรณีของสหรัฐฯ และ EU) หรืออัตราการเติบโตของสินค้าคงคลัง (ในกรณีของจีน) ปรับตัวขึ้นถึงจุดสูงสุดแล้ว และอยู่ในระดับคงที่ ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังคงเกิดขึ้นต่อไป มีความเป็นไปได้ที่เราจะเห็นการปรับตัวของดัชนี PMI ทั่วโลกอย่างที่เคยเกิดขึ้นในปี 2560 (แม้ระดับของการปรับตัวอาจจะไม่มากนัก) สะท้อนถึงความเป็นไปได้ที่จะเห็นภาคการผลิตทั่วโลกฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อยในเวลาเดียวกัน

Figure 3: ตัวชี้วัดระดับสินค้าคงคลังในเศรษฐกิจหลักๆ อยู่ในระดับคงที่



Source: CEIC, SCBS Investment Research

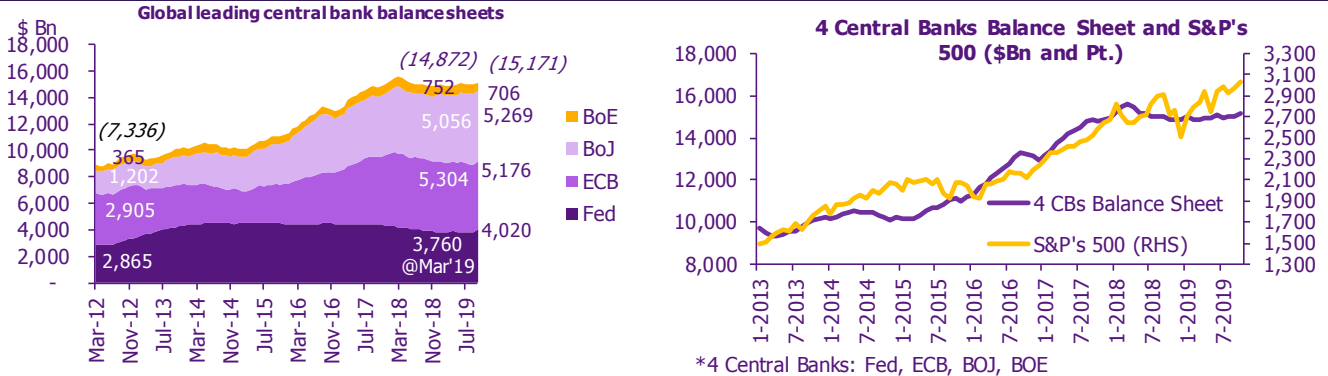
นโยบายการเงินทั่วโลกเปลี่ยนมาเป็นแบบผ่อนคลายเป็นอีกครั้ง

ภาวะชะลอตัวของเศรษฐกิจทั่วโลกส่งผลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงในนโยบายการเงินสำหรับเศรษฐกิจประเทศหลักๆ ธนาคารกลางทั่วโลกลดอัตราดอกเบี้ยลง และเพิ่มปริมาณเงินในระบบ ในขณะที่ธนาคารกลางประเทศหลักๆ กลับมาเริ่มโครงการซื้อพันธบัตรอีกครั้ง ในสหรัฐฯ การลดอัตราดอกเบี้ยและการลดลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะยาวส่งผลทำให้อัตราดอกเบี้ยสินเชื่อบริโภคปรับลดลง ซึ่งช่วยให้ต้นทุนทางการเงินในการซื้อที่อยู่อาศัยปรับลดลง และกระตุ้นกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์

อย่างไรก็ดี สิ่งที่สำคัญที่สุด คือ การอัดฉีดสภาพคล่อง หรือที่รู้จักกันในชื่อ มาตรการผ่อนคลายเป็นปริมาณ (Quantitative Easing หรือ QE) ซึ่งมีบทบาทที่สำคัญต่อตลาดการเงิน เรามองว่าการ rally ของตลาดทั่วโลกมีสาเหตุหลักมาจากการอัดฉีดสภาพคล่องเข้ามาในระบบโดยธนาคารกลางทั่วโลก โดยนับตั้งแต่ปี 2555 งบดุลของธนาคารกลางหลักๆ ทั่วโลก (สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และสหราชอาณาจักร) มีขนาดใหญ่ขึ้นกว่าเท่าตัว จาก 7.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เมื่อต้นปี 2555 สู่ 15.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน และที่สามารถสังเกตเห็นได้ชัดเจนที่สุดคือ การขยายตัวของขนาดงบดุลของธนาคารกลางที่มีสาเหตุมาจากการอัดฉีดสภาพคล่องพร้อมๆ กันโดยธนาคารกลางทั้ง 4 แห่ง ส่งผลทำให้ขนาดงบดุลขยายตัวสูงสุดถึง 15.6 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในเดือนมีนาคม 2561 หรือเพิ่มขึ้น 67.8% นับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2556 และในช่วงเวลาดังกล่าว ราคาสินทรัพย์เสี่ยง โดยเฉพาะหุ้น ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระดับที่ใกล้เคียงกัน: ดัชนี S&P 500 ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 68.3% จากรดับ 1,569 จุด สู่ 2,641 จุด

ตั้งแต่เดือนมีนาคม 2561 เป็นต้นมา ขนาดงบดุลของธนาคารกลาง 4 แห่งดังกล่าวข้างต้น หดตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากการปรับนโยบายการเงินให้กลับสู่ภาวะปกติ (normalization) โดยใช้มาตรการเข้มงวดทางการเงินเชิงปริมาณ (Quantitative Tightening หรือ QT) ในสหรัฐฯ หรือการปรับลดวงเงินมาตรการ QE ในยุโรป ในขณะที่เดียวกัน performance ของสินทรัพย์เสี่ยงทั่วโลกก็ปรับตัวแยกลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในไตรมาสที่ 4 ของปี 2561 ซึ่งเป็นช่วงที่ขนาดงบดุลของธนาคารกลาง 4 แห่งดังกล่าวปรับตัวลดลงต่ำสุดที่ 14.8 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และนับแต่นั้นเป็นต้นมา การผ่อนคลายนโยบายการเงิน และการกลับมาใช้มาตรการ QE ในยุโรป และสหรัฐฯ (ใช้ชื่อว่า มาตรการอัดฉีดสภาพคล่องระยะสั้น วงเงิน 6.0 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในระยะเวลา 6 เดือน เริ่มตั้งแต่เดือนตุลาคม 2562) ก็ส่งผลทำให้มูลค่าสินทรัพย์ในงบดุลของธนาคารกลางปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกครั้ง สู่อันดับ 15.3 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ หรือเพิ่มขึ้น 2.9% จาก 1 ปีก่อน และในเวลาเดียวกัน ดัชนี S&P 500 ก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น 12.1%

Figure 4: ขนาดงบดุลของธนาคารกลางชั้นนำทั่วโลกขยายตัวเพิ่มขึ้นพร้อมกับการปรับตัวเพิ่มขึ้นของดัชนี S&P 500

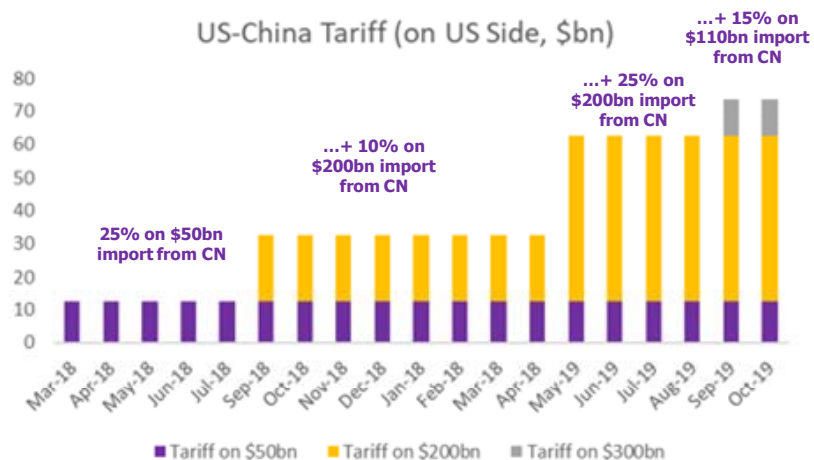


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ความเสี่ยงด้านเหตุการณ์เริ่มคงที่

ความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกในเดือนกันยายนส่วนใหญ่เกิดจากความไม่แน่นอนที่สงครามการค้าจะทวีความรุนแรงมากขึ้น ในเดือนที่ผ่านมา ความเสี่ยงดังกล่าวดูเหมือนจะผ่อนคลายลงมาบ้าง เพราะข้อตกลงการค้าเฟส 1 ระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ดูเหมือนจะอยู่ในขั้นตอนสุดท้ายของการเจรจา พัฒนาการเชิงบวกในการการค้าเริ่มมีให้เห็นในเดือนตุลาคม โดยสหรัฐฯ ยกเว้นการขึ้นภาษีนำเข้าสินค้าจากจีนในวันที่ 15 ตุลาคม แลกกับการที่จีนตกลงซื้อสินค้าเกษตรจากสหรัฐฯ เพิ่ม ต่อจากนั้น กระแสข่าวด้านบวกจากการพูดคุยระหว่างนายหลิว เหอ ผู้แทนการค้าจีน กับนายโรเบิร์ต ไลท์ฮีเซอร์ ผู้แทนการค้าสหรัฐฯ และนายสตีเวน มนูชิน รัฐมนตรีคลังสหรัฐฯ ก็ส่งสัญญาณถึงความไม่แน่นอนที่อาจมีการทำข้อตกลงการค้าแบบจำกัดระหว่างทั้งสองฝ่าย เมื่อมองต่อไปข้างหน้า ตลาดคาดว่าสงครามการค้าไม่น่าจะทวีความรุนแรงมากขึ้น เพราะเหตุผล 3 ประการ: 1) สหรัฐฯ อยู่ในช่วงเลือกตั้งกลางเทอม (ดังนั้นจึงมีแรงจูงใจที่ทรัมป์จะไม่ยกระดับสงครามการค้าซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ปรับตัวแยกลงอีก); 2) เศรษฐกิจจีนอยู่ใน "ภาวะชะงักงันแบบอ่อนๆ" (Mild Stagflation หรืออัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากราคาหมูที่สูงขึ้น ในขณะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงอีก) สภาวะเช่นนี้จะบ่งชี้ว่าจำกัดในการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของธนาคารกลางจีน; และ 3) เศรษฐกิจสหรัฐฯ เริ่มชะลอตัว เรามองว่าถ้าสหรัฐฯ กับจีนบรรลุข้อตกลงการค้าเฟส 1 ก็จะมีการปรับลดภาษีนำเข้าระหว่างสองฝ่ายลง โดยสหรัฐฯ อาจยกเลิกการเก็บภาษีนำเข้า 15% ที่มีผลบังคับไปเมื่อเดือนกันยายน 2562

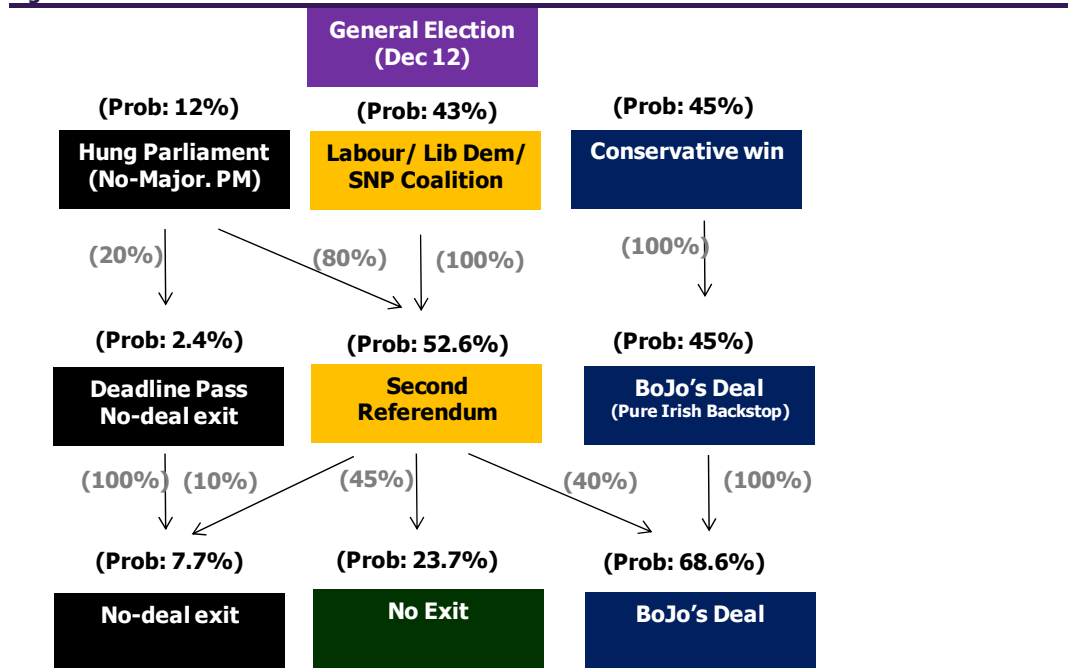
Figure 5: อัตราภาษีนำเข้าสหรัฐฯ -จีน (ฝั่งสหรัฐฯ)



Source: SCBS Investment Research

ปัญหาใหญ่อีกอย่างหนึ่ง ที่ดูเหมือนกำลังจะลดลง ก็คือ จุดจบของ Brexit ที่มีความชัดเจนมากขึ้นว่าโอกาสที่จะเกิด no-deal Brexit ลดน้อยลงอย่างมาก หลังจากนายกรัฐมนตรี บอริส จอห์นสัน ของสหราชอาณาจักร (UK) บรรลุข้อตกลงกับไอร์แลนด์เหนือโดยยกเลิกมาตรการ “backstop” ซึ่งเป็นมาตรการเพื่อหลีกเลี่ยงการกั้นเขตแดนที่ชัดเจนระหว่างไอร์แลนด์ (อยู่ใน EU) และไอร์แลนด์เหนือ (อยู่ใน UK) เพื่อรับประกันว่าจะไม่มีการตั้งด่านตรวจตามแนวชายแดนระหว่างกัน และแทนที่ด้วยมาตรการที่ยืดหยุ่นมากขึ้น ในขณะที่โอกาสที่จะเกิด no-deal Brexit ลดลงอย่างมาก แต่โอกาสที่จะเกิด no Brexit มีความเป็นไปได้มากขึ้น โดยการเลือกตั้งทั่วไปจะมีขึ้นตอนต้นเดือนธันวาคม ถ้าพรรคอนุรักษนิยมของนายกรัฐมนตรี บอริส จอห์นสัน (ปัจจุบันมีคะแนนนำในโพล) ไม่สามารถคว้าชัยชนะในการครองคะแนนเสียงข้างมากได้ ในขณะที่พรรคแรงงานและพรรคเสรีนิยมประชาธิปไตยซึ่งจับมือร่วมกันได้คะแนนเสียงข้างมากไปครอง มีความเป็นไปได้ที่เราจะเห็นการทำประชามติครั้งที่สอง หรือกระทั่งยกเลิกมาตรา 50 ของ สนธิสัญญาลิสบอน (Lisbon treaty) ซึ่งหมายความว่ามีความเป็นไปได้มากขึ้นที่จะเกิด no Brexit หรืออังกฤษอยู่ในสภาพยุโรปต่อไป (แม้ในการวิเคราะห์สถานการณ์ของเรา โอกาสที่จะเกิด Brexit ตามข้อเสนอของนายกรัฐมนตรีอังกฤษมีสูงกว่าโอกาสที่จะเกิด no Brexit หรือ no-deal exit)

Figure 6: การวิเคราะห์สถานการณ์ Brexit



Source: SCBS Investment Research

เศรษฐกิจโลกปี 2563: ยังมีความเสี่ยงของขาลงค่อนข้างมาก แต่ไม่น่าจะเข้าสู่ภาวะถดถอย

แม้ว่าเราจะมีความรู้สึกเชิงบวกเกี่ยวกับการลงทุนทั่วโลกในระยะสั้น แต่เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อภาพรวมเศรษฐกิจทั่วโลกในปี 2563 โดยตัวเลขคาดการณ์เศรษฐกิจปี 2563 ของเรต่ำกว่าตัวเลขคาดการณ์เศรษฐกิจของ IMF ที่เผยแพร่ในรายงาน World Economic Outlook ฉบับเดือนตุลาคม 2562 โดยเรามองว่าแม้เพียงอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจของจีนที่จะสอดคล้องกับตัวเลขคาดการณ์ของ IMF

Figure 7: ตัวเลขคาดการณ์เศรษฐกิจในรายงาน WEO (ฉบับเดือนตุลาคม 2562) ของ IMF เทียบกับ SCBS

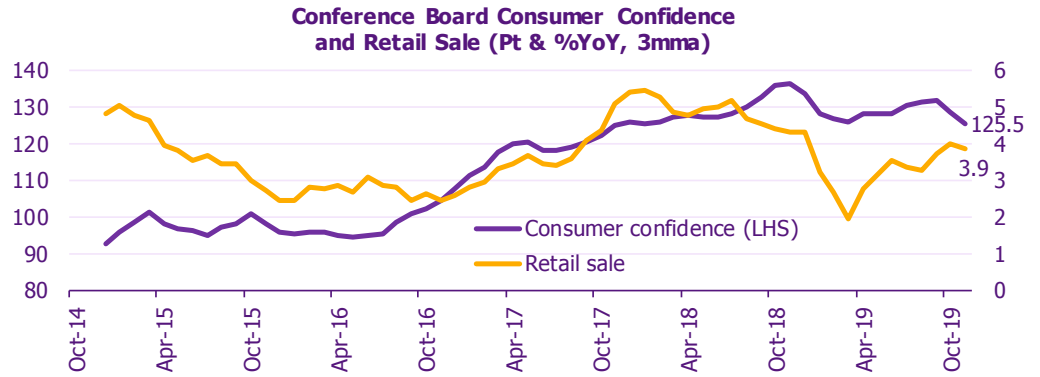
GDP Growth	2020 (WEO Oct'19)	2020 (SCBS)
World	3.4	3.2
US	2.1	1.8
Euro Zone	1.4	1.0
Germany	1.2	0.7
China	5.8	5.8
Thailand	3.0	2.8

Source: IMF, SCBS Investment Research

ในสหรัฐฯ เครื่องชี้เศรษฐกิจส่งสัญญาณบวก 2 ด้าน คือ ภาคอสังหาริมทรัพย์ และภาวะการเงิน ทั้งนี้เป็นเพราะว่าการลดอัตราดอกเบี้ยเมื่อไม่นานนี้ช่วยให้ต้นทุนทางการเงินในการซื้อที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง ซึ่งช่วยกระตุ้นกิจกรรมในภาคอสังหาริมทรัพย์ให้ปรับตัวสูงขึ้น สัญญาณเศรษฐกิจด้านอื่นๆ เช่น การอุปโภคบริโภค การลงทุน และผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ดูไม่ดีนัก ทั้งนี้เป็นเพราะผลกระทบด้านลบของเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงเมื่อไม่นานนี้ส่วนใหญ่เกิดขึ้นกับการค้าระหว่างประเทศและภาคการผลิต เมื่อมองต่อไปข้างหน้า เราคาดว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ ซึ่งทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาสแรกของปี 2561 จะค่อยๆ ปรับตัวแยงลง โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นสืบเนื่องมาจากสงครามการค้า การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และความไม่แน่นอนที่ยังมีอยู่ โดยเกิดจากหลายปัจจัยด้วยกัน เช่น นโยบายของฝ่ายบริหารชุดใหม่ แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของผู้บริโภค และต่อเนื่องมาถึงยอดค้าปลีก ดังนั้นเฟดจะต้องลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 2 ครั้ง จากระดับ 1.50-1.75% ในปัจจุบัน สู่ระดับ 1.00-1.25% นอกจากนี้เรายังเชื่อว่ามีแนวโน้มที่เฟดจะต้องจัดสภาพคล่องด้วยการซื้อพันธบัตรระยะสั้นอย่างต่อเนื่องหลังจากโครงการซื้อพันธบัตรในปัจจุบันสิ้นสุดลงในเดือน

มีนาคม 2563 เพื่อรักษาสภาพคล่องในระบบให้เพียงพอเพื่อหลีกเลี่ยงปัญหาขาดแคลนสภาพคล่องที่เคยเกิดขึ้นในเดือนกันยายน-ตุลาคม

Figure 8: ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคของ Conference Board และยอดขายปลีกของสหรัฐฯ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

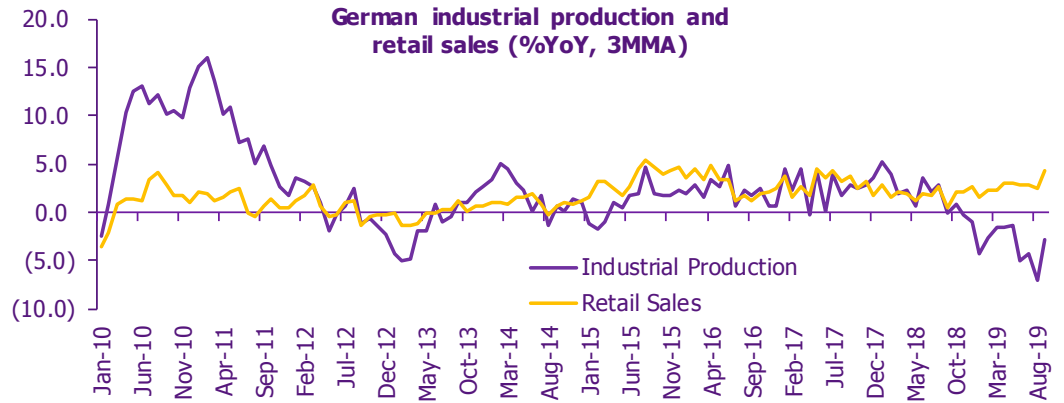
ในยุโรป ข้อมูลเศรษฐกิจล่าสุด เช่น GDP ไตรมาส 3 บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจยุโรปยังไม่ถดถอยทั้งในภาพรวมและรายประเทศ ยุโรปโดยรวม รวมถึงประเทศสมาชิกที่สำคัญๆ เช่น ประเทศเยอรมนี ประเทศสเปน ประเทศฝรั่งเศส ประเทศอิตาลี และประเทศเนเธอร์แลนด์ มีอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจเป็นบวกแม้ค่อนข้างต่ำ เศรษฐกิจยุโรปเผชิญกับความท้าทายหลายอย่างด้วยกัน ทั้งทางโครงสร้าง (สังคมสูงอายุ และการแบ่งแยกดินแดนเหนือ-ใต้) และทางวัฏจักร (การชะลอตัวลงเมื่อไม่นานนี้ของภาคการผลิต และนักการเมืองกลุ่มอนุรักษ์นิยมที่ไม่ต้องการใช้เครื่องมือทางการคลังในการกระตุ้นเศรษฐกิจ)

เมื่อมองต่อไปถึงปี 2563 เราเชื่อว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจหลักๆ ที่ควรจับตาในกรณีของเศรษฐกิจยุโรป คือ ความแข็งแกร่งของเศรษฐกิจเยอรมนี เนื่องจากเศรษฐกิจเยอรมนีเป็นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ที่สุดและเป็นตัวจุดรั้งให้เศรษฐกิจยุโรปโดยรวมเข้าสู่แนวโน้มขาลง แม้ว่าเศรษฐกิจที่มีขนาดเล็กกว่า เช่น ฝรั่งเศส และสเปน จะขยายตัวแข็งแกร่งกว่าในช่วงนี้ก็ตาม

ในเยอรมนี เรากำลังจับตาดูการต่อสู้ระหว่างผลผลิตอุตสาหกรรมกับยอดขายปลีก ผลผลิตอุตสาหกรรมปรับตัวลดลงเป็นเวลากว่า 1 ปีแล้ว โดยมีสาเหตุมาจากเรื่องอื้อฉาวเกี่ยวกับการปลอมแปลงตัวเลขการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ที่ส่งผลทำให้มีคำสั่งระงับการผลิตรถยนต์เยอรมัน ซึ่งส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตของเยอรมนีโดยรวม เนื่องจากสินค้ากลุ่มยานยนต์คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 3 ใน 4 ของห่วงโซ่มูลค่าภาคการผลิตของเยอรมนีโดยรวม อย่างไรก็ตาม แม้ภาคการผลิตจะหดตัวลง แต่การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนของเยอรมนีขยายตัวได้ค่อนข้างดี โดยมีสาเหตุมาจากสภาวะตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง

ถ้าสถานการณ์ของภาคการผลิตในเยอรมนีเริ่มมีเสถียรภาพ และฟื้นตัวดีขึ้นได้เล็กน้อยในอนาคตอันใกล้นี้ตามที่เราคาด ยอดค้าปลีกจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และจะช่วยสนับสนุนเศรษฐกิจของเยอรมนีและยุโรปให้สามารถหลีกเลี่ยงภาวะถดถอยได้

Figure 9: ผลผลิตอุตสาหกรรมและยอดขายปลีกของเยอรมนี

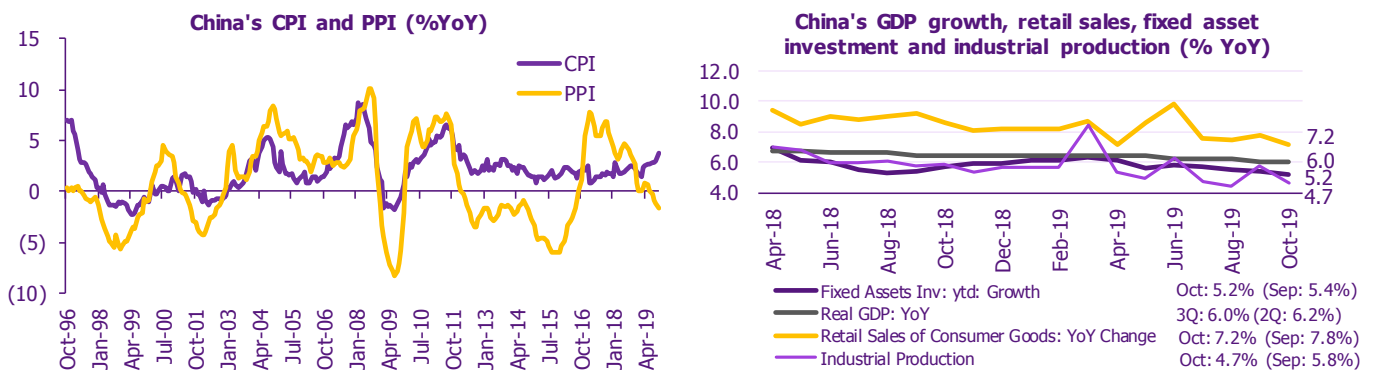


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ในประเทศจีน ข้อมูลเศรษฐกิจล่าสุดไม่ตึง ผลผลิตอุตสาหกรรมและภาคส่งออก-นำเข้าชะลอตัวลงมาก ในขณะที่การอุปโภคบริโภคภายในประเทศและภาคบริการชะลอตัวลงน้อยกว่า ความเคลื่อนไหวล่าสุดของธนาคารกลางจีนเพื่อผ่อนคลายนโยบายการเงิน โดยลดต้นทุนทางการเงินผ่านการลดอัตราดอกเบี้ย reverse repo และอัตราดอกเบี้ยเงินกู้อ้างอิงประเภท Loan Prime Rate ซึ่งให้เห็นว่ารัฐบาลจีนพยายามที่จะป้องกันไม่ให้เกิดเศรษฐกิจชะลอตัวลงแรง ทั้งๆ ที่ความจริงแล้วเศรษฐกิจจีนกำลังเผชิญกับ "ภาวะชะงักงัน" แบบอ่อนๆ หรือ Mild Stagflation (เศรษฐกิจชะลอตัวลง ซึ่งส่งผลทำให้ดัชนีราคาผู้ผลิตหดตัวลง แต่อัตราเงินเฟ้อสูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากราคาหมูที่สูงขึ้นเพราะเกิดการแพร่ระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร) สถานะเช่นนี้จะเป็นข้อจำกัดในการออกมาตรการกระตุ้นของธนาคารกลางจีน (People's Bank of China หรือ PBOC) อย่างไรก็ดี ถ้าสหรัฐฯ กับจีนสามารถบรรลุข้อตกลงการค้าเฟส 1 จีนมีแนวโน้มที่จะนำเข้าเนื้อสัตว์รวมถึงสินค้าเกษตรอื่นๆ จากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบของราคาอาหารที่สูงขึ้น และต่อจากนั้นก็ส่งผลทำให้อัตราเงินเฟ้อลดลง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ PBOC กระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มได้

ทั้งนี้นอกเหนือจากการจับตาความแตกต่างระหว่างดัชนีราคาผู้บริโภค (เงินเฟ้อ) กับดัชนีราคาผู้ผลิต (เงินฝืด) แล้ว ดัชนีอีกชุดหนึ่งที่ต้องจับตา คือ การเปลี่ยนแปลงของเครื่องชี้การลงทุน เปรียบเทียบกับเครื่องชี้อื่นๆ เช่น ผลผลิตอุตสาหกรรม และยอดขายปลีก โดยมีแนวโน้มสูงที่ (เนื่องจากเศรษฐกิจจีนชะลอตัวลง ในขณะที่มาตรการกระตุ้นทางการเงินค่อนข้างทำได้จำกัด) เครื่องมือทางการคลังที่เหลืออยู่เพียงอย่างเดียวสำหรับรัฐบาลจีน คือ การพึ่งพานโยบายการคลัง ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่เครื่องชี้การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรจะฟื้นตัวดีขึ้น

Figure 10: เครื่องชี้เศรษฐกิจจีน



Source: CEIC, SCBS Investment Research

เศรษฐกิจไทยปี 2563: เรายังคงมุมมองเชิงลบ แต่อาจจะมี upside จากระดับสินค้าคงคลังที่ลดลง

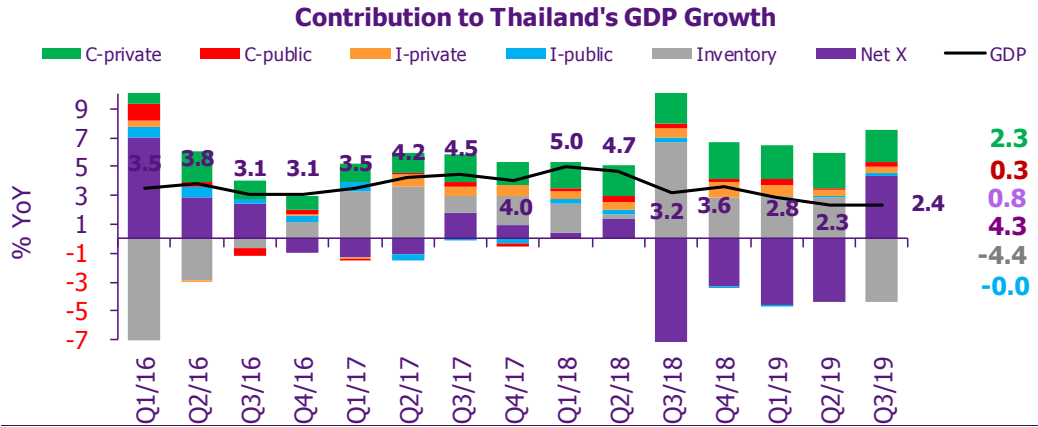
ผู้คนส่วนใหญ่เชื่อว่าเศรษฐกิจไทยกำลังอยู่ในแนวโน้มขาลง โดยหลังจากเติบโตสูงถึง 5.0% ใน 1Q61 อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยก็ชะลอตัวลงนับแต่นั้นเป็นต้นมา ตัวเลขอัตราการขยายตัวของ GDP ล่าสุดใน 3Q62 ที่ 2.4% YoY และ 0.1% QoQ (ปรับฤดูกาล) ก็ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 2.8% YoY อย่างไรก็ตาม แม้ตัวเลข GDP จะสร้างความผิดหวัง แต่เรามองเห็นความหวังเล็กๆ ในเศรษฐกิจไทยในอนาคตอันใกล้ ทั้งนี้เพื่ออธิบายมุมมองของเรา เราจำเป็นต้องพิจารณาองค์ประกอบของอัตราการขยายตัวของ GDP ล่าสุดของประเทศไทย

ตัวเลข GDP 3Q62 ที่ต่ำกว่าคาดมีสาเหตุมาจาก 3 ปัจจัย: ปัจจัยแรก อัตราการขยายตัวของค่าใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคที่ชะลอตัวลงจาก 4.6% YoY ใน 2Q62 สู่ 4.2% มีสาเหตุมาจากการชะลอตัวของการใช้จ่ายในหมวดสินค้าคงทน (รถยนต์: -6.5% YoY) และการชะลอตัวของการบริการที่ใช้ในชีวิตประจำวัน เช่น การใช้ไฟฟ้าและน้ำมัน ซึ่งสะท้อนถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมที่ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว

ปัจจัยที่สอง การส่งออกทรงตัว ดังเห็นได้จากมูลค่าการส่งออกที่ไม่เปลี่ยนแปลง (0.0% YoY) ในขณะที่การส่งออกโดยรวมไม่ได้หดตัวลง แต่เมื่อพิจารณาในองค์ประกอบพบว่ามูลค่าการส่งออกสินค้าเกษตรและสินค้าอุตสาหกรรมหดตัวลงอย่างมาก เช่น มันสำปะหลัง (-27%) ข้าว (-35%) และรถยนต์ (-4.4%) ในขณะที่มูลค่าการส่งออกทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก (+348%) หากตัดทองคำออกไป พบว่ามูลค่าการส่งออกหดตัวลงที่ -4.8% YoY ใน 3Q62 ในทางกลับกัน มูลค่าการนำเข้าหดตัวลงอย่างมากที่ -7.7% YoY มูลค่าการนำเข้าวัตถุดิบและน้ำมัน (สิ่งจำเป็นสำหรับการผลิต) หดตัวลงอย่างมากใน 3Q62 การนำเข้าที่หดตัวลงอย่างมาก ในขณะที่การส่งออกทรงตัว ส่งผลทำให้การส่งออกสุทธิเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และกลายเป็นองค์ประกอบที่มีน้ำหนักมากขึ้นในอัตราการขยายตัว GDP ของประเทศไทย (4.3% จากอัตราการขยายตัวของ GDP ที่ 2.4%)

องค์ประกอบสุดท้ายของ GDP ไทย และสร้างเซอร์ไพรส์มากที่สุด คือ สินค้าคงคลัง ซึ่งหดตัวลงอย่างมากที่ประมาณ -113% YoY หรือประมาณ 1.3 หมื่นล้านบาท โดยมีสาเหตุหลักมาจากการหดตัวลงในสินค้าคงคลังทองคำ สินค้าเกษตร และสินค้าอุตสาหกรรม รวมกัน เช่น มันสำปะหลัง ข้าว น้ำตาล คอมพิวเตอร์ และนาฬิกา การหดตัวลงอย่างมากของสินค้าคงคลังทำให้ contribution ต่อ GDP ตีลบค่อนข้างมาก (-4.4%) โดยลดลงมากที่สุดนับตั้งแต่ 3Q59

Figure 11: อัตราการขยายตัวของ GDP ไทย และองค์ประกอบของ GDP

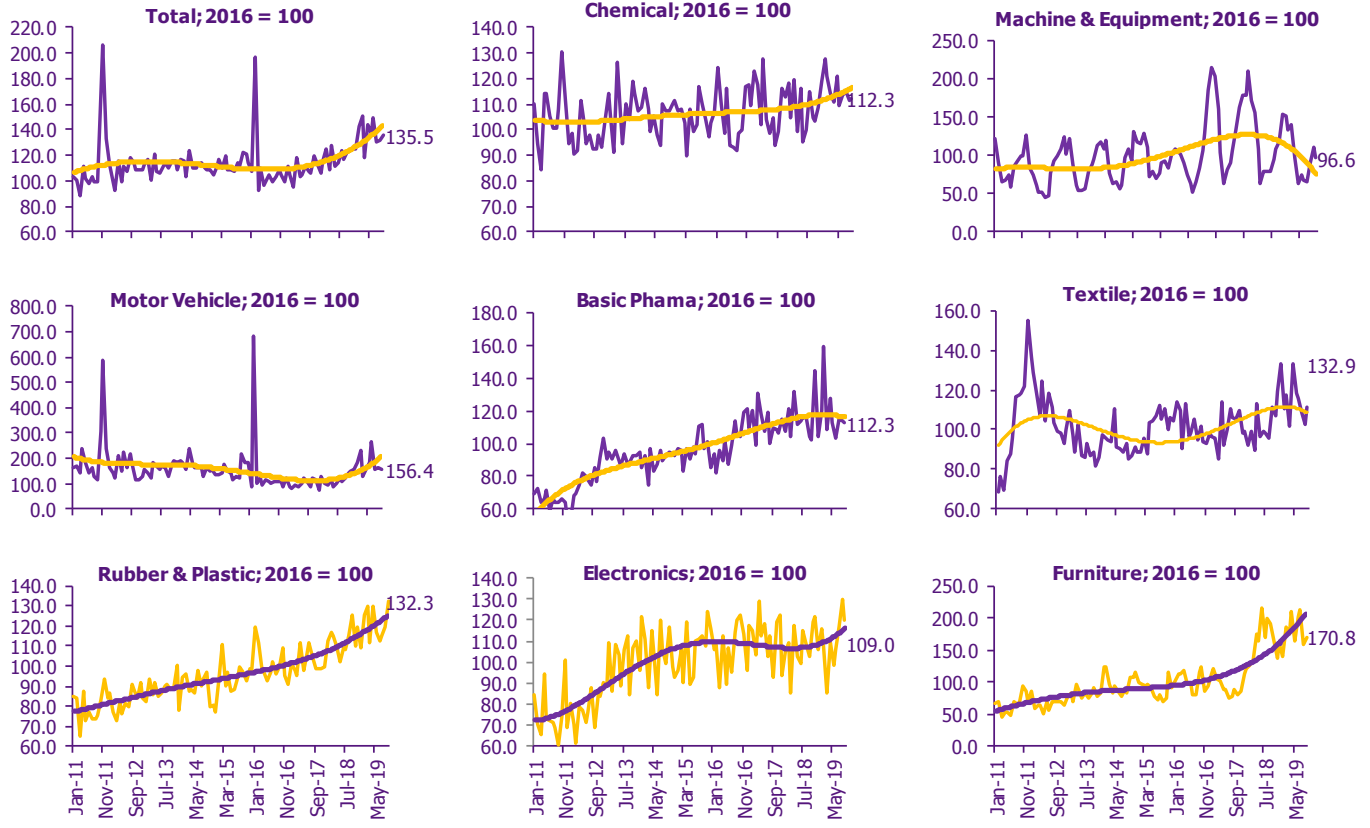


Source: NESDB, SCBS Investment Research

ทั้งนี้เพื่อทำความเข้าใจในความสำคัญของการหดตัวในระดับสินค้าคงคลัง เราขอแนะนำผู้อ่านย้อนกลับไปสู่เศรษฐศาสตร์มหภาคขั้นต้น ในการประเมินอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจ เทรียงทั้งสองด้านต้องอยู่ในภาวะสมดุล ซึ่งก็คือ: 1) ด้าน "การผลิต" ซึ่งประกอบด้วย ภาคการเกษตร ภาคอุตสาหกรรม และภาคบริการ; และ 2) ด้าน "รายจ่าย" ซึ่งประกอบด้วย การใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชน การใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาครัฐ และการส่งออกสุทธิ เมื่อใดก็ตามที่ทั้งสองด้านนี้ไม่สมดุล "สินค้าคงคลัง" จะเป็นองค์ประกอบที่สามารถปรับได้ ยกตัวอย่างเช่น ถ้าเศรษฐกิจเผชิญกับปัญหา "อุปทานส่วนเกิน" (ผลิตมากกว่าใช้) สินค้าคงคลังจะเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นในช่วง 11 ไตรมาสที่ผ่านมาที่มีอุปทานส่วนเกิน หลังจาก "เศรษฐกิจทั่วโลกขยายตัวอย่างพร้อมเพรียงกัน" ในปี 2560-61 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าสินค้าคงคลังที่หดตัวลงอย่างมากใน 3Q62 เป็นสัญญาณอย่างแรกๆ ที่แสดงให้เห็นว่าเศรษฐกิจไทยกำลังปรับตัวอีกครั้ง โดยหยุดการผลิต ในขณะที่ระบายสินค้าคงคลังออกมา ถ้าสถานการณ์เช่นนี้ยังคงเกิดขึ้นต่อไป สินค้าคงคลังจะหมดลงในไม่ช้า ซึ่งหมายความว่าผู้ผลิตจะต้องสะสมสินค้าคงคลังเพิ่มในอนาคตอันใกล้ ทั้งนี้ต้องยอมรับว่าการลดลงของสินค้าคงคลังส่วนใหญ่เกิดจากการระบายสต็อกทองคำ หลังจากราคาทองคำปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อไม่นานนี้ใน 3Q62 แต่ข้อมูลจากสำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (สศช.) แสดงให้เห็นว่า การลดลงของสินค้าคงคลังยังเกิดจากสต็อกสินค้าเกษตรและสินค้าอุตสาหกรรมที่ลดลงด้วยเช่นกัน

ทั้งนี้เพื่อศึกษารายละเอียดของสินค้าคงคลังที่ลดลง เราดูที่อัตราส่วนการส่งสินค้าคงคลัง (inventory shipment ratio) ในส่วนของสินค้าอุตสาหกรรมไทย เราพบว่าแม้อัตราส่วนดังกล่าวค่อนข้างสูงในหลายอุตสาหกรรมเมื่อเทียบกับข้อมูลในอดีต แต่มีสัญญาณบางอย่างที่เตือนว่าอัตราส่วนดังกล่าวอาจจะลดลงในไม่ช้านี้ และที่สำคัญ คือ ในบางกลุ่ม เช่น เครื่องจักรกลและอุปกรณ์ รถยนต์ สิ่งทอ และสินค้าเวชภัณฑ์ขั้นพื้นฐานพบว่าอัตราส่วนดังกล่าวทำจุดสูงสุดไปแล้ว และคาดว่าจะลดลงในอนาคตอันใกล้

Figure 12: การวิเคราะห์สัดส่วนสินค้าคงคลัง (Inventory to Shipment Ratio) ในรายอุตสาหกรรมของไทย



Source: CEIC, SCBS Investment Research

แม้เราหวังว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวดีขึ้นเล็กน้อยในอนาคตอันใกล้นี้ แต่เรายังคงยึดหลักอนุรักษ์นิยมในการทำประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยในปี 2563 เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตที่ 2.5-3.0% (เฉลี่ย: 2.8%) ฟื้นตัวขึ้นมาเล็กน้อยจากอัตราการขยายตัว 2.5% ในปี 2562 ปัจจัยกระตุ้นให้เศรษฐกิจเติบโตส่วนใหญ่จะขึ้นอยู่กับการลงทุนภาครัฐที่ฟื้นตัวดีขึ้น (เติบโต 6.3-7.2% เพิ่มขึ้นจาก 1.1% ในปี 2562) ทั้งนี้เป็นเพราะงบประมาณรายจ่ายลงทุน (ซึ่งไม่สามารถเบิกจ่ายได้ใน 4Q62 โดยมีสาเหตุมาจากความล่าช้าในการอนุมัติงบประมาณประจำปี 2563) จะสามารถเบิกจ่ายได้ใน 1Q63 นอกจากนี้แล้ว ความต่อเนื่องของโครงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่ เช่น รถไฟความเร็วสูงเชื่อม 3 สนามบิน มอเตอร์เวย์สายพัทยา-มาบตาพุด รถไฟทางคู่ช่วงลพบุรี-ปากน้ำโพ และรถไฟฟ้ามหานครสายสีเหลือง สีลม สีแดง และสีชมพู จะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาครัฐขยายตัวเพิ่มขึ้น

เราคาดว่า การลงทุนภาครัฐที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะส่งผลทำให้การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวเพิ่มขึ้นตามมา การฟื้นตัวเล็กน้อยของภาคการผลิตจะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาคเอกชนฟื้นตัวด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะกลุ่มที่มีอัตราการใช้กำลังการผลิตสูงอยู่แล้ว เช่น เวชภัณฑ์ขั้นพื้นฐาน และเคมีภัณฑ์ ดังนั้นเราจึงคาดว่า การลงทุนภาคเอกชนจะขยายตัวที่ 3.5-4.5% (เฉลี่ย: 4.0%) จาก 2.7% YoY ในปี 2562

นอกเหนือจากสองกลุ่มดังกล่าวแล้ว เราเชื่อว่ากลุ่มอื่นๆ จะยังมีแนวโน้มปรับตัวแยลงอย่างต่อเนื่อง การใช้จ่ายเพื่อการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะเติบโตที่ระดับประมาณ 3.3% จาก 4.4% ในปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากหนี้ครัวเรือนสูงและรายได้ที่ลดลง การส่งออกอาจจะไม่เติบโตในปีหน้า ในขณะที่การนำเข้าอาจจะเริ่มเติบโตเล็กน้อยที่ประมาณ 1.7% โดยมีสาเหตุมาจากการลงทุนภาคเอกชนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้บัญชีเดินสะพัดเกินดุลลดลง ซึ่งอาจจะช่วยให้เงินบาทอ่อนค่าลงเล็กน้อย (ประมาณ 31 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ) อย่างไรก็ตาม เรายอมรับว่าเป็นไปได้สูงที่เงินบาทที่มีความเสี่ยงที่จะแข็งค่าขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากสภาพคล่องทั่วโลก (ซึ่งจะส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง) และความเสี่ยงที่การลงทุนภาครัฐและภาคเอกชนจะไม่ขยายตัวตามที่คาดการณ์ไว้ อัตราเงินเฟ้อทั่วไปจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.8% ในปีที่สิ้นสุด 1.0% โดยมีสาเหตุมาจากเงินบาทที่มีแนวโน้มอ่อนค่าลงเล็กน้อย ภาพรวมเศรษฐกิจเช่นนี้ทำให้เราคาดว่า ธนาคารแห่งประเทศไทยจะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 1 ครั้ง (0.25%) สู่ 1.00% ในปี 2563

หลากหลายปัจจัยไม่สามารถคาดเดาได้แน่ชัด: การวิเคราะห์พยากรณ์แนวโน้มสถานการณ์ (Scenario Analysis) ปี 2563

แม้ว่าเราจะพยายามวิเคราะห์สถานการณ์เศรษฐกิจอย่างรอบคอบ เพื่อให้สามารถประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกและประเทศไทยได้อย่างถูกต้องและแม่นยำ แต่มีอีกหลากหลายปัจจัยที่สามารถส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจและเหนือการคาดเดาได้ ยกตัวอย่างเช่น ในประเด็นภาวะเศรษฐกิจในอนาคตนั้น การหดตัวของภาคการผลิตทั่วโลกจะเกิดขึ้นเป็นเวลานาน (กว่าที่เราคาดการณ์) จะส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงภาคบริการจนทำให้ยอดค้าปลีกในเศรษฐกิจหลักๆ ลดลงหรือหดตัวลง หรือไม่ ส่วนในประเทศจีน “ภาวะเศรษฐกิจชะงักงันแบบอ่อนๆ” ในปัจจุบันจะเกิดขึ้นเป็นเวลานานหรือไม่ ซึ่งจะทำให้ PBOC กระตุ้นเศรษฐกิจได้ยากขึ้น (ถ้าภาวะดังกล่าวเกิดขึ้นเป็นเวลานาน) สำหรับเหตุการณ์อื่นๆ เช่น การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ กับความรุนแรงของสงครามการค้าก็มีความเกี่ยวข้องกัน ยกตัวอย่างเช่น ถ้าพรรคเดโมแครตของสหรัฐฯ เลือกตัวแทนฝ่ายหัวก้าวหน้า เช่น เอลิซาเบธ วอร์เรน ขึ้นมาชิงตำแหน่งประธานาธิบดีกับทรัมป์ สงครามการค้าอาจจะกลับมาทวีความรุนแรงอีกครั้ง เนื่องจากทรัมป์จะไม่ต้องการทำให้दनดูอ่อนแอก่อนการเลือกตั้งประธานาธิบดีในเดือนพฤศจิกายน แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยนโยบาย และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล

ในกรณีพื้นฐานของเรา เราเชื่อว่าเศรษฐกิจโลกจะยังคงขยายตัว อัตราเงินเฟ้อจะยังคงอยู่ในระดับต่ำ และความเสี่ยงด้านเหตุการณ์จะอยู่ในระดับคงที่ อย่างไรก็ตาม ถ้าเศรษฐกิจปรับตัวแยกลงมากกว่าคาด และ/หรือ ความเสี่ยงด้านเหตุการณ์เพิ่มสูงขึ้น สถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุดก็จะเกิดขึ้น (เราให้น้ำหนักจะเป็น 30% ที่จะเกิดกรณีเลวร้ายสุดนี้ เทียบกับ 60% สำหรับกรณีพื้นฐาน) ในขณะที่มองว่ามีความน่าจะเป็น 10% ที่จะเกิดสถานการณ์กรณีที่ดีที่สุดที่เศรษฐกิจฟื้นตัว และความเสี่ยงด้านเหตุการณ์ (สงครามการค้า) หายไป (หมายความว่าทั้งสองฝ่ายเริ่มลดภาษีนำเข้าที่เรียกเก็บจากอีกฝ่ายในตอนนั้น) ในกรณีนี้ ภาพรวมจะดูสดใส ในขณะที่ธนาคารกลาง โดยเฉพาะเฟด จะไม่มีความจำเป็นที่จะต้องลดอัตราดอกเบี้ยลงอีก

Figure 13: ประมาณการปี 2562-63 - การวิเคราะห์สถานการณ์

Macro/Market Variables	Now	2019	2020		
			Best	Base	Worst
Probability	N/A	N/A	10%	60%	30%
Global GDP (%YoY)	N/A	3.0	3.4	3.1	2.7
US GDP (%YoY)	1.8	2.2	2.3	1.7	1.1
CN GDP (%YoY)	6.0	6.1	6.4	5.7	4.5
TH GDP (%YoY)	2.4	2.5	3.2	2.8	2.0
US Core PCE	1.7	1.8	1.7	1.6	1.5
FFR	2.38	1.63	1.63	1.13	0.88
US10YY (%) eoy	1.76	1.75	2.5	1.8	1.5
US2YY (%) eoy	1.60	1.65	2.0	1.6	0.8
2-10 (%) eoy	0.16	0.1	0.5	0.2	0.7

Source: SCBS Investment Research

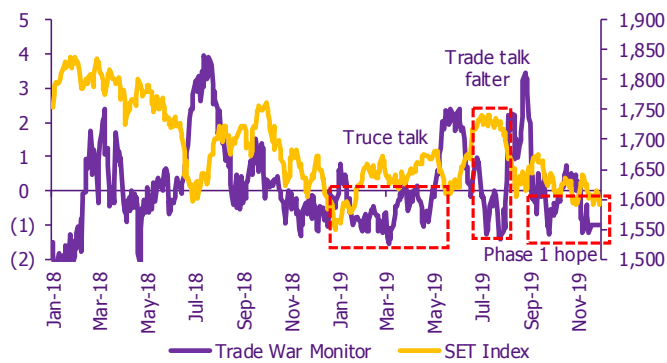
แนวโน้มอยู่ หนุ่ราเรื่ง

เปลี่ยนจากภาวะ risk-off เป็นภาวะ risk-on

สำหรั้หุ้นในฐาณะที่เป็นสินทรัพย์ทางการเงินนั้น พัฒนาการทางการเมื่งและภูมิรัฐศาสตร์ที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงสัญญาณที่บ่งบอกถึงการท่าจตุ่ต่ำสุดแล้วม้กจะทําให้บั้กลงทุนเป็ตรับความเสี่ยงจากการลงทุนมากขึ้น (risk appetite) sentiment ตลาตเปลี่ยนจากภาวะ risk-off เป็นภาวะ risk-on เพ็ตอบสนองพัฒนาการเข้บวก 4 อย่าง คื้: 1) สถานการณ์ดื่งเคเรียดทางการค้าที่ลดระดับความรุนแรงลง 2) ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายจากท่าที่ผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางต่าง ๆ 3) แนวโนม้เศรษฐกิจและท่าไร่ที่ดีขึ้น และ 4) สัญญาณการสะสมสินค้าคงคลังเพิ่ม

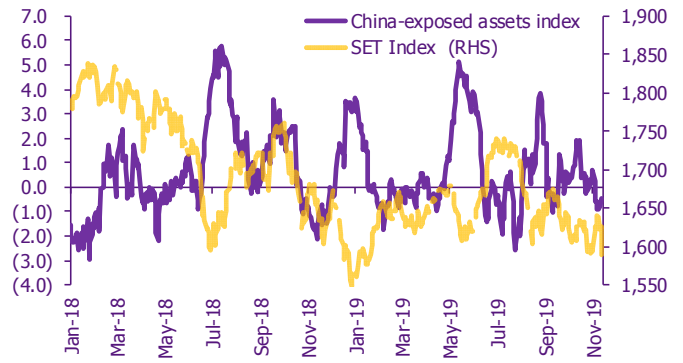
1) สถานการณ์ดื่งเคเรียดทางการค้าลดระดับความรุนแรงลง ความไม่แน่นอนที่ลดลงน้อยลงเก็ยกับการเจรจากรการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนมีแนวโน้มที่จะช่วยให้ปริมาณการค้าทั่วโลกฟื้นตัวจากที่ปรับตัวลดลงในปี 2561-2562 ทั้งนี้แม้ยังไม่เห็นการปรับตัวดีขึ้นอย่างแท้จริงในข้อมูลทางสถิติ แต่การคาดการณ์และความเชื่อมั่นปรับตัวดีขึ้นเป็นเวลา 3 เดือนติดต่อกันตั้งแต่เดือนกันยายนแล้ว นอกจากนี้ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อล่าสุดก็บ่งชี้ถึงการฟื้นตัวของยอดคำสั่งซื้อจากต่างประเทศ (new export order) ในเดือนตุลาคม 2562 ถ้าการเจรจากรการค้ามีความคืบหน้าที่ดีอย่างต่อเนื่อง เศรษฐกิจของประเทศไทยจะได้รับประโยชน์ แม้มความคืบหน้าที่ดีเก็ยกับการเจรจาสงครามการค้าถูกตลาดรับรู้ไปแล้ว แต่การยืนยันการท่าช้ดกเลิกการค้ามีแนวโน้มที่จะเป็นปัจจัยกระตุ้นให้ตลาดหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น ในทางกลับกัน การยกระดับความรุนแรงมากขึ้นของสงครามการค้าจะส่งผลทําให้เศรษฐกิจโลกที่ชะล่อตัวอยู่แล้วก้าวเข้าสู่ภาวะถดถอยได้โดยง่าย

Figure 14: ตลาดหวังว่าจะสหรัฐฯ กับจีนจะบรรลุข้อตกลงการค้า



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

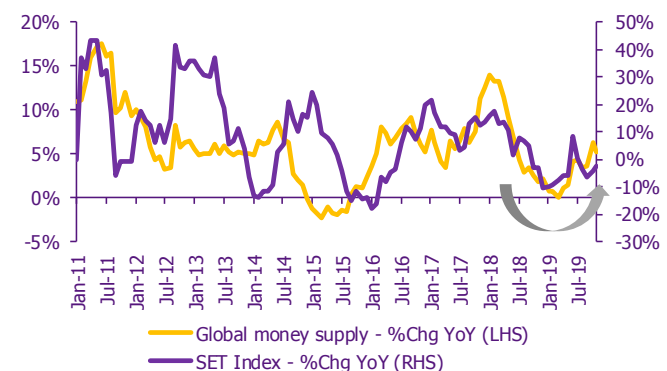
Figure 15: สงครามการค้าถูกตลาดรับรู้ไปแล้ว และ SET index



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

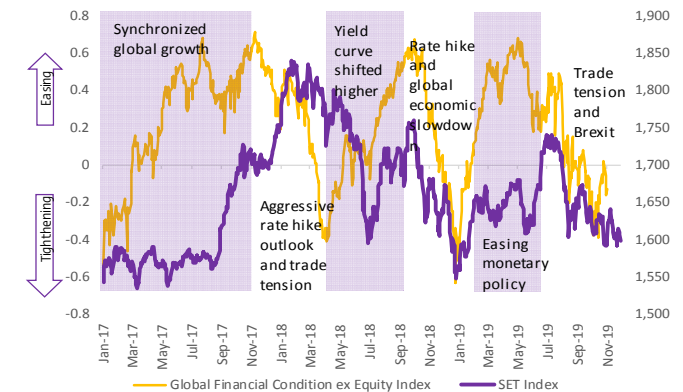
2) ภาวะการเงินผ่อนคลาย ธนาคารกลางหลักๆ ยังคงดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลาย และเตรียมออกมาตรการกระตุ้นเพิ่มหากจำเป็น ภาวะการเงินทั่วโลกจะผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจและตลาดหุ้นปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 เศรษฐกิจใหม่หลายประเทศนำมามาตรการกระตุ้นทางการคลังมาใช้เพื่อสนับสนุนให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่อง สภาพคล่องในระบบเศรษฐกิจในวงกว้างมีความเชื่อมโยงอย่างชัดเจนกับสภาพคล่องในตลาดการเงิน เราเชื่อว่าการผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่องโดยธนาคารกลางหลักๆ และการออกมาตรการกระตุ้นทางการคลังเพิ่มเติมจะช่วยสนับสนุนการปรับตัว rally ของตลาดในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 ควบคู่ไปกับการปรับตัวดีขึ้นของเครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจที่สำคัญ

Figure 16: ปริมาณเงินทั่วโลกสะท้อนถึงสภาพคล่องจำนวนมาก



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 17: ภาวะการเงินทั่วโลกปรับตัวดีขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

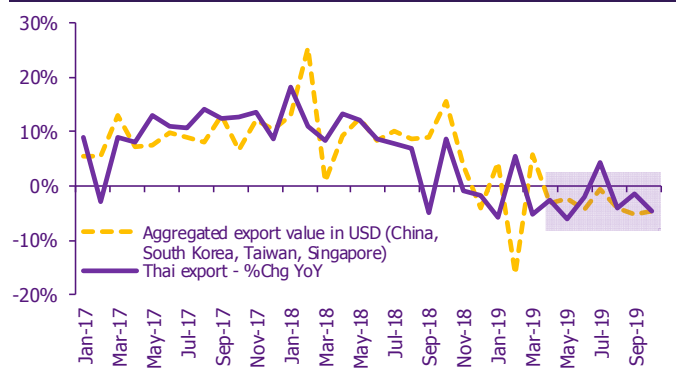
3) เสถียรภาพการเติบโตทางเศรษฐกิจ การฟื้นตัวของอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากวัฏจักรขาขึ้นของเศรษฐกิจโลก ทั้งนี้หลังจากชะลอตัวในปี 2561-2562 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากภาวะการเงินที่ผ่อนคลาย ผลกระทบที่เกิดขึ้นตามมาของมาตรการกระตุ้นทางการคลังที่ออกมาเมื่อไม่นานนี้ และความเชื่อมั่นที่ปรับตัวดีขึ้น การทำข้อตกลงการค้าเฟส 1 ระหว่างสหรัฐฯ กับจีน จะส่งผลทำให้ผู้ผลิตกลับมาเก็บสะสมสินค้าคงคลังเพิ่มและกิจกรรมภาคการผลิตฟื้นตัวภายใน 3-6 เดือน เมื่ออิงกับข้อมูลล่าสุด ดัชนีชี้เป้าเศรษฐกิจบางตัว เช่น ดัชนีคาดการณ์ภาวะธุรกิจ PMI ค่าสั่งซื้อใหม่ และการส่งออกจากภูมิภาคเอเชีย ส่งสัญญาณถึงความมีเสถียรภาพและแนวโน้มการเติบโตดีขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 (จากฐานต่ำในช่วงครึ่งแรกของปี 2562) เราเชื่อว่าดำเนินนโยบายการคลังสนับสนุนเพิ่มเติมอาจจะช่วยให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจฟื้นตัวด้วยเช่นกัน

Figure 18: Global PMI และคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวดีขึ้น



Source: IHS Markit, SCBS Investment Research

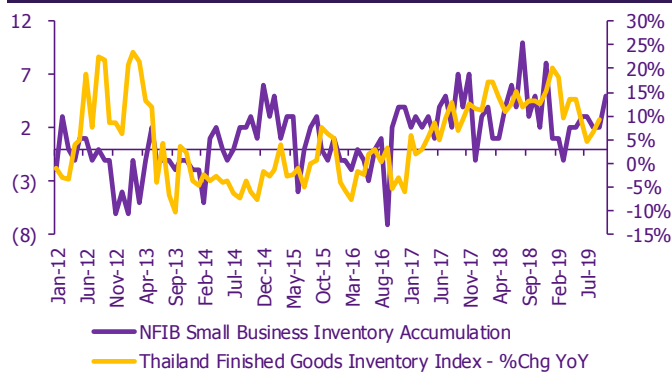
Figure 19: การส่งออกจากเอเชียมีเสถียรภาพมากขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

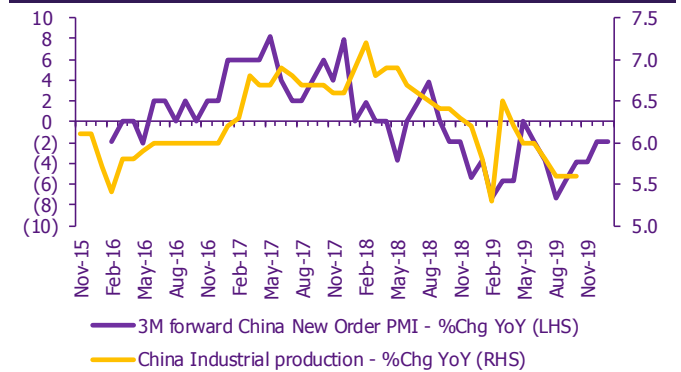
4) ระดับสินค้าคงคลังต่ำ ผู้ผลิตมีรายได้ต่ำกว่าคาดในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากการขึ้นราคาน้ำมันและความตึงเครียดทางการค้า ดังนั้นผู้ผลิตจึงตัดสินใจลดความเสี่ยงด้วยการเร่งระบายสินค้าคงคลัง หลังจากแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจไม่แน่นอนใน 3Q62 อย่างไรก็ตาม sentiment พลิกกลับมาเป็นบวกมากขึ้นใน 4Q62 เนื่องจากความตึงเครียดทางการค้าผ่อนคลายลง กลุ่มอุตสาหกรรมหลายกลุ่ม (โดยเฉพาะอุตสาหกรรมการผลิต) มีขาดดุลการค้าเรียบร้อยแล้วหลังจากสงครามการค้ายกระดับความรุนแรงมากขึ้น ถ้ามีการยกเลิกภาษีนำเข้า และทำการค้าได้อย่างเสรีมากขึ้น อุตสาหกรรมการผลิตและวัสดุพื้นฐาน เช่น อิเล็กทรอนิกส์ เครื่องจักรกล สินค้าอุตสาหกรรม ปีโตรเคมี และยานยนต์ จะเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์

Figure 20: สินค้าคงคลังของ SME ในสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

Figure 21: คำสั่งซื้อใหม่ในจีนเข้ามามากขึ้น

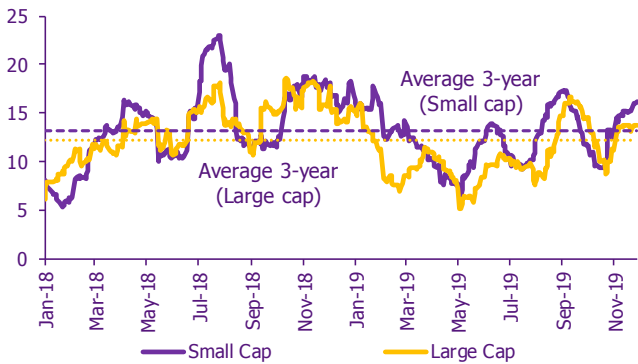


Source: CEIC, SCBS Investment Research

ความกลัวครอบงำความโลภ แม้ความกังวลลดลง

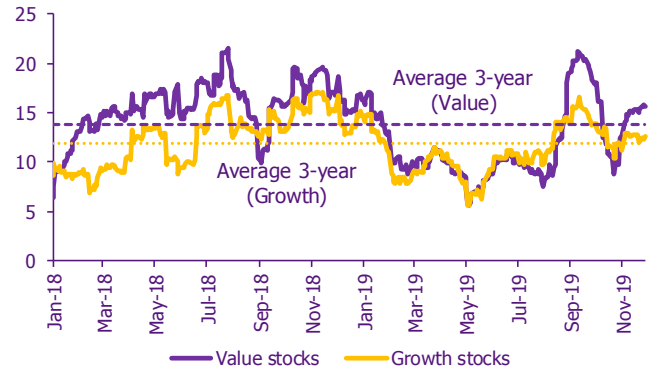
ความคาดหวังที่เพิ่มสูงขึ้นว่าความตึงเครียดทางการค้าที่ส่งผลกระทบต่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลกจะคลี่คลายลง จะสนับสนุนการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในระยะสั้น เหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด เช่น ความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ในวันออกกลาง Brexit และการชุมนุมประท้วงในฮ่องกง ยังไม่คลี่คลายลง แต่ไม่ใช่สาเหตุที่ทำให้เกิดสถานการณ์กรณีเลวร้ายที่สุด ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวเพิ่มขึ้น คือ ภาวะการเงินที่ผ่อนคลาย เนื่องจากเฟด ECB และธนาคารกลางของตลาดเกิดใหม่ ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง และออกมาตรการกระตุ้นทางการคลังเพิ่ม ความผันผวนของ SET ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากในเดือนตุลาคม 2561 แต่ไม่ได้ขึ้นไปถึงจุดสูงสุดเดิมอย่างที่เคยทำได้ในช่วงที่ตลาดปรับฐานในเดือนพฤษภาคม-มิถุนายน 2561 และเดือนตุลาคม-ธันวาคม 2561 ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนส่วนใหญ่กังวลเกี่ยวกับแนวโน้มผลประกอบการที่อ่อนแอ ในทางกลับกันดัชนีความโลภและความกลัว (Greed and Fear Index) ของเราแสดงให้เห็นว่านักลงทุนยังคงมีความกลัวอยู่มาก ทั้งๆ ที่สภาพคล่องสูงขึ้น และกิจกรรมการซื้อขายเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในหุ้นวัฏจักรและหุ้นคุณค่า ความผันผวนสูงกว่าค่าเฉลี่ย 3 ปี ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนยังคงจับตาดูสถานการณ์อยู่ภายนอกตลาด นอกจากนี้แล้วอัตราส่วน put/call ratio ในปัจจุบันก็ทำจุดสูงสุดในรอบ 3 ปี การถือ put option สะท้อนถึง sentiment เชิงลบ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าภาวะเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นช่วยให้ sentiment เปลี่ยนไปในทางที่ดีขึ้น ดังนั้นนักลงทุนน่าจะยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563

Figure 22: ความผันผวน – หุ้นขนาดใหญ่เทียบกับหุ้นขนาดเล็ก



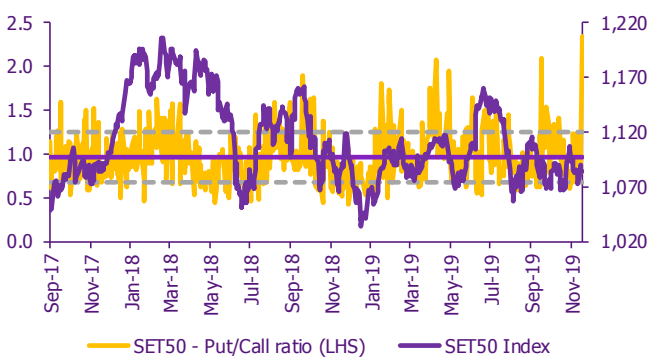
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 23: ความผันผวน – หุ้นคุณค่าเทียบกับหุ้นเติบโต



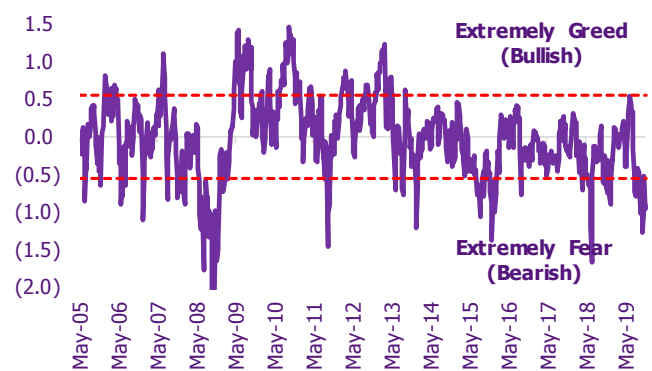
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 24: Put-call ratio



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 25: Fear/Greed Index

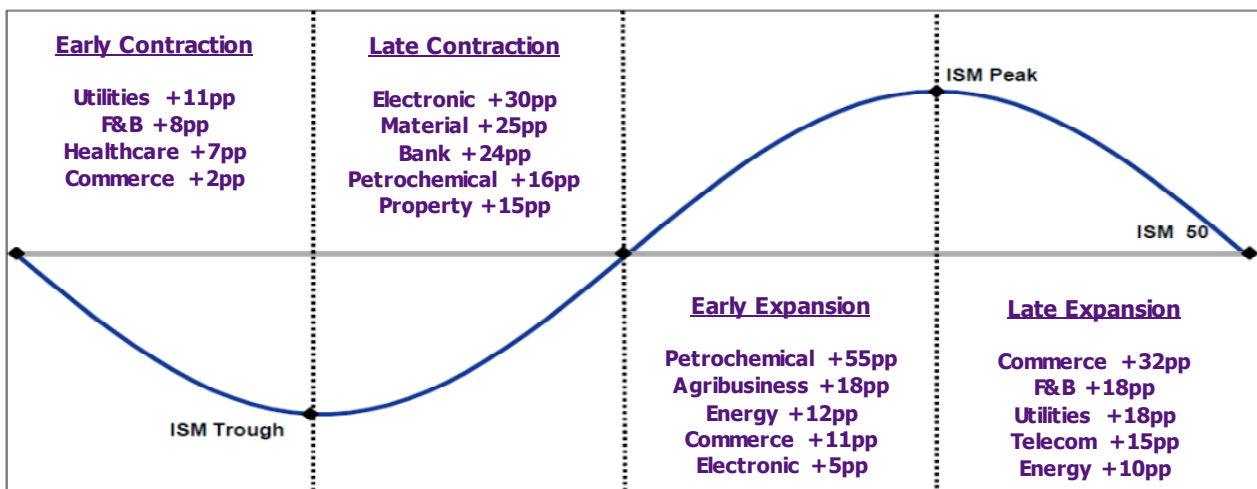


Source: SCBS Investment Research

หุ้นวิจัยกร outperform เมื่อเศรษฐกิจถึงจุดต่ำสุด

กลุ่มหุ้นวิจัยกรปรับตัว underperform เมื่อเศรษฐกิจปรับตัวแยลง ดังที่เราเห็นมาตั้งแต่ 4Q61 โดยเกิดจากการดำเนินนโยบายการเงินแบบดั่งตัวโดยธนาคารกลางหลักๆ และการยกระดับความรุนแรงขึ้นของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ซึ่งส่งผลทำให้เกิดความเสี่ยงที่เศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 รวมถึงกดดันให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวลดลงทำสถิติต่ำสุด อย่างไรก็ตาม sentiment ในตลาดการเงินเริ่มปรับตัวดีขึ้นควบคู่ไปกับสัญญาณว่าเศรษฐกิจทำจุดต่ำสุดแล้ว เนื่องจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้กลุ่มหุ้นวิจัยกรปรับตัวเพิ่มขึ้น เมื่ออิงกับข้อมูลในปี 2533-2561 เราพบว่ากลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ (ฮาร์ดแวร์) และปิโตรเคมี, วัสดุก่อสร้าง, ธนาคาร, อสังหาริมทรัพย์ และขนส่ง ให้ผลตอบแทนส่วนเพิ่มในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวต่อนปลาย ในทางกลับกัน กลุ่มหุ้นปลอดภัย เช่น พานิชย์ สาธารณูปโภค สื่อสาร และการแพทย์ ปรับตัว underperform เราคาดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะเกิดขึ้นขึ้นอีกในครั้งนี โดยเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มปิโตรเคมีและกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งกำลังเผชิญกับการถูกปรับประมาณการกำไรลดลงและการ de-rate valuation ลง

Figure 26: ผลตอบแทนส่วนเพิ่มในแต่ละอุตสาหกรรม vs SET Index ใน ISM cycle ตั้งแต่ปี 2533

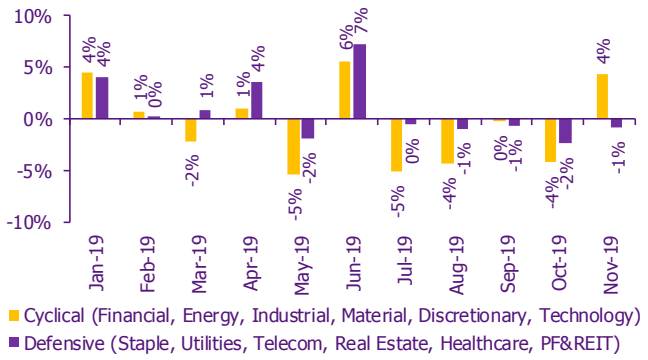


Source: SCBS Investment Research

พบการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักรในต้น 4Q62; คาดเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 1H63

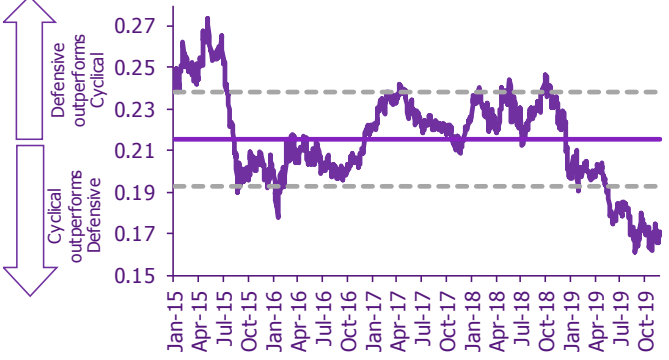
ภาวะการเงินทั่วโลกเริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงปลาย 3Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลดอัตราดอกเบี้ยและมาตรการกระตุ้น โดยทั่วไปแล้ว ภาวะการเงินที่ผ่อนคลายและต้นทุนการกู้ยืมที่ลดลงจะส่งผลทำให้ความเชื่อมั่นเกี่ยวกับการลงทุนในธุรกิจในอนาคตปรับตัวสูงขึ้น การผ่อนคลายนโยบายการเงินโดยธนาคารกลางต่างๆ เมื่อไม่นานนี้และการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่คืบหน้าดีขึ้น เป็นสาเหตุทำให้เกิดพัฒนาการเชิงบวกทางเศรษฐกิจในระยะหลังนี้ โดยพบการสะสมสินค้าคงคลังเพิ่มขึ้นอย่างมาก และคำสั่งซื้อใหม่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ดังนั้นเม็ดเงินจึงไหลออกจากกลุ่มหุ้นปลอดภัยมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักร เนื่องจากสินทรัพย์เสี่ยงได้รับความสนใจมากขึ้น เราเชื่อว่าต้นทุนการกู้ยืมในระดับทรงตัว และ credit spread ที่แคบลง จะช่วยสนับสนุนภาวะ risk-on ให้เกิดขึ้นต่อเนื่องในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 ดังนั้นเราจึงคาดว่ากลุ่มหุ้นวัฏจักรจะปรับตัว outperform อย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งเนื่องจากการปรับลดประมาณการกำไรของเริ่มส่งสัญญาณของการมีเสถียรภาพ สภาพคล่องที่ปรับตัวดีขึ้นและการยอมรับความเสี่ยงได้มากขึ้นควบคู่ไปกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจจึงจะช่วยสนับสนุนให้กลุ่มหุ้นวัฏจักรปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่การสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักรในตลาดหุ้นไทยยังไม่จบ เพราะกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย วัสดุก่อสร้าง และอิเล็กทรอนิกส์ ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าตลาดและกลุ่มหุ้นวัฏจักรอื่นๆ เราพบการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักรในเดือนพฤศจิกายน 2562 ในขณะที่พบการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักรในตลาดหุ้นอื่นๆ ตั้งแต่เดือนกันยายน 2562 ทั้งนี้จากการวิเคราะห์ของเรา เราคาดว่ากลุ่มหุ้นวัฏจักรจะมี upside ประมาณ 20-25% จากระดับปัจจุบัน มากกว่ากลุ่มหุ้นปลอดภัย เมื่ออิงกับกลยุทธ์ pair-trading

Figure 27: หุ้นวัฏจักรไทยยังปรับตัวล้าหลัง



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 28: ตลาดหุ้นไทย - Cyclical/Defensive ratio index

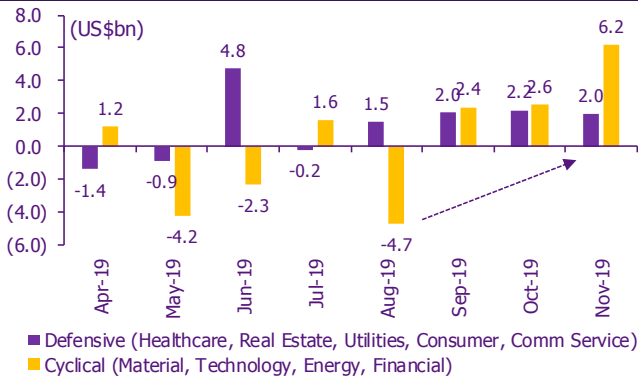


Source: SCBS Investment Research

หุ้นวัฏจักรมีการถือครองน้อย

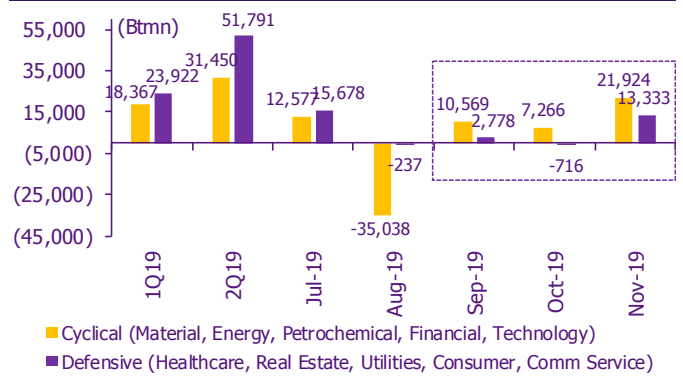
ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2562 หุ้นปลอดภัยปรับตัว outperform หุ้นวัฏจักร เนื่องจากนักลงทุนกังวลเกี่ยวกับการเติบโตทางเศรษฐกิจ และแนวโน้มการเติบโตอ่อนแอ นักลงทุนลงทุนมากในหุ้นที่มีความผันผวนต่ำ เล็งเห็นโอกาสเติบโตสูง และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าดึงดูด สถานะการถือครองหุ้นวัฏจักรของนักลงทุนโดยรวมยังเบาบาง และจะช่วยสนับสนุนให้ราคาปรับตัวเพิ่มขึ้นได้ถ้าปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้นตามที่เราคาด ข้อมูลจาก EPFR ชี้ให้เห็นว่า เม็ดเงินลงทุนทั่วโลกกำลังเคลื่อนย้ายไปสู่กลุ่มหุ้นวัฏจักร เช่น กลุ่มเทคโนโลยี (+5.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และกลุ่มการเงิน (+7.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) จากกลุ่มสินค้าอุปโภคบริโภค (-0.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และกลุ่มการแพทย์ (-2.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในระหว่างเดือนกันยายน-พฤศจิกายน 2562 ดังนั้นดัชนีหุ้นวัฏจักรจึงปรับตัว outperform ดัชนีหุ้นปลอดภัยตั้งแต่เดือนกันยายน 2562 ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนกำลังเริ่มทยอยเพิ่ม position ในหุ้นวัฏจักร นอกจากนี้ระดับการถือเงินสดของนักลงทุนสถาบันก็ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 3-4% ของสินทรัพย์ภายใต้การบริหาร ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 2% ขณะเดียวกัน กิจกรรมการซื้อขาย NVDR ตั้งแต่เดือนกันยายน-พฤศจิกายน 2562 ก็แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิในกลุ่มธนาคาร ปีโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง พลังงาน และอาหาร ทั้งนี้จากการตรวจสอบทางช่องทางของเราพบว่า นักลงทุนสถาบันกำลังลด position ในกลุ่มสื่อสาร และสาธารณูปโภค ในขณะที่เพิ่ม position ในกลุ่มการเงิน และวัสดุก่อสร้าง แม้เราพบว่ามี การสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนมายังกลุ่มวัฏจักรอยู่บ้าง แต่เราเชื่อว่านักลงทุนยังถือครองหุ้นวัฏจักรน้อย และอาจจะเพิ่มการถือครองถ้าปัจจัยพื้นฐานกลับมาเป็นบวกมากขึ้น ทำให้เรายังคงคาดหวังว่าเม็ดเงินลงทุนจะไหลออกจากกลุ่มหุ้นปลอดภัยมายังกลุ่มหุ้นวัฏจักรมากขึ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563

Figure 29: สถานะ fund flow ทั่วโลก



Source: EPFR, SCBS Investment Research

Figure 30: กิจกรรมการซื้อขาย NVDR แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: SET, SCBS Investment Research

แนวโน้มเศรษฐกิจระยะยาวไม่สดใส; ยังมุมมองเชิงบวกอย่างระมัดระวัง

บรรยากาศการลงทุนที่ดีขึ้นในตลาดหุ้นทั่วโลกส่วนหนึ่งได้รับปัจจัยกระตุ้นจากข่าวการเจรจาการค้าที่คืบหน้าดีขึ้น และส่วนหนึ่งเกิดจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินและมาตรการกระตุ้นทางการคลังที่ออกมาก่อนหน้านี้ เราคาดว่าข่าวเกี่ยวกับการเติบโตทางเศรษฐกิจในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 จะดีเป็นบวกมากกว่าในปี 2562 ภาวะชะลอตัวรับรู้ในตลาดไปแล้ว ในขณะที่การเติบโตในอนาคตยังคงไม่ชัดเจน โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีตามยุคสมัย สังคมผู้สูงอายุ และหนี้ครัวเรือนสูง กรณีพื้นฐานของเราสำหรับเศรษฐกิจไทยในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า คือ เศรษฐกิจจะเติบโตในอัตราชะลอตัวอย่างต่อเนื่อง เราคิดว่าเศรษฐกิจไทยอยู่ใน late cycle แต่คาดว่าภาคการผลิตจะฟื้นตัวในระยะสั้นจากการกลับมาเก็บสินค้าคงคลังเพิ่ม ค่าแนะนำของเราสำหรับพอร์ตลงทุนหลักระยะยาว คือ การถือครองหุ้นคุณภาพสูงและปลอดภัย ในขณะที่เพิ่มหุ้นวัฏจักรเข้ามาในพอร์ตซื้อขายระยะสั้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563

กำไรจะเติบโตดีขึ้นในปี 2563

ฐานต่ำในปี 2562 จากการหดตัวอย่างมากของกำไรในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีรวมถึงการรับรู้ผลประโยชน์ของพนักงานที่เกิดขึ้นครั้งเดียวใน 2Q62 จะส่งผลทำให้กำไรบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยฟื้นตัวกลับมาเติบโตได้ปานกลาง ทั้งนี้หลังจากปี 2562 ที่อ่อนแอ โดยกำไรมีแนวโน้มลดลง 3% เทียบกับการคาดการณ์เดิมของ consensus ที่ +10% ประมาณการกำไรปี 2563 ถูกปรับลดลงมาแล้ว 7% สะท้อนถึงการยึดหลักอนุรักษ์นิยมของนักวิเคราะห์ ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยกระตุ้นให้กำไรเติบโต คือ การเติบโตของรายได้และอัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการมีต้นทุนคงที่ในสัดส่วนสูง กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้รายได้เติบโตเพิ่มขึ้นจาก 2% ในปี 2562 สู่ 6% ในปี 2563 กลุ่มพลังงานและกลุ่มวัสดุก่อสร้าง (42% ของกำไรใน SET) มีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนการฟื้นตัวผ่านทางส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ค่าการกลั่น และราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพมากขึ้น และ operating leverage ที่ดี พร้อมกับต้นทุนเงินทุนที่ลดลง เราคาดการณ์ EPS growth ที่ 9% ในปี 2563 หลังจาก -14% ในปี 2562 กลุ่มสินค้าจำเป็น (12% ของกำไร) น่าจะมีอัตราการเติบโตของกำไรเป็นตัวหลักเดียวระดับสูง โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากยอดขายสาขาเดิมของร้านค้าปลีกที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง และการขยายสาขา ในขณะที่ธุรกิจอาหารอาจมีความเสี่ยงขาลงจากเงินบาทแข็งค่าและฐานสูงจาก 1H62 กลุ่มเทคโนโลยีฮาร์ดแวร์ (2% ของกำไร) จะรายงาน EPS ที่ฟื้นตัวกลับมาเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 19% โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้น หลังจาก -13% YoY ในปี 2562 นอกจากนี้ กำไรของกลุ่มการแพทย์ก็จะเติบโต 3% YoY ในปี 2563 หลังจาก -15% YoY ในปี 2562 โดยได้รับการสนับสนุนจากวัฏจักรลงทุนที่ชะลอตัวและอัตรากำไรที่มีเสถียรภาพ ในทางกลับกัน กลุ่มการเงิน (25% ของกำไร) จะรายงานกำไรเติบโตเป็นตัวหลักเดียวระดับต่ำ โดยเกิดจากอัตราดอกเบี้ยต่ำและ yield curve ที่แบนราบ EPS growth ของกลุ่มสื่อสารจะชะลอตัวลงจาก 15% YoY ในปี 2562 สู่ 5% ในปี 2563 จากฐานสูง การแข่งขันที่รุนแรง การลงทุนประมูล 5G และการขยายโครงข่าย โดยสรุปแล้ว เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโต 12.5% ในปี 2563 หลังจากลดลง 5% ในปี 2562 และคาดว่ากำไรจะเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ระดับเกือบ 10% ในปี 2564

Figure 31: คาดการณ์อัตราการเติบโตของกำไรในปี 2563

	Net Profit (Btm)				Growth (%)		
	18A	19F	20F	21F	19F	20F	21F
Agribusiness	1,038	1,228	1,148	1,299	18.34	(6.56)	13.17
Automotive	4,533	3,574	3,747	4,209	(21.17)	4.84	12.34
Banking	202,767	212,869	207,424	219,039	4.98	(2.56)	5.60
Commerce	41,137	44,101	49,778	55,562	7.21	12.87	11.62
Construction Materials	49,653	37,597	42,445	45,865	(24.28)	12.89	8.06
Energy & Utilities	189,179	164,237	216,490	229,294	(13.18)	31.82	5.91
Finance & Securities	15,128	17,595	20,841	24,728	16.31	18.45	18.65
Securities	825	539	432	452	(34.70)	(19.89)	4.76
Food & Beverage	24,233	28,884	25,691	28,268	19.19	(11.05)	10.03
Health Care Services	15,321	21,629	17,439	19,484	41.17	(19.37)	11.73
Information & Communication Technology	43,839	58,384	57,171	60,851	33.18	(2.08)	6.44
Insurance	4,212	5,223	5,350	5,588	24.01	2.42	4.46
Paper & Printing Materials	777	852	861	888	9.65	1.01	3.18
Petrochemicals & Chemicals	65,374	24,869	47,357	50,919	(61.96)	90.43	7.52
Property Development	38,588	37,875	41,940	46,439	(1.85)	10.73	10.73
Tourism & Leisure	2,714	2,035	2,229	2,440	(25.01)	9.50	9.48
Transportation & Logistics	16,489	17,923	24,031	40,901	8.70	34.08	70.20
SCBS Coverage	715,807	679,415	764,373	836,226	(5.08)	12.50	9.40

Source: SCBS Investment Research

Figure 32: ...เปรียบเทียบกับประเทศอื่น

	EPS growth - %Chg YoY					
	TH	CN	JP	US	EU	DE
Financials	0%	4%	0%	5%	4%	13%
Energy	12%	3%	24%	18%	15%	
Consumer Staples	13%	25%	15%	5%	6%	4%
Industrials	7%	9%	7%	14%	8%	7%
Utilities	13%	11%	-22%	4%	7%	5%
Communication Service	6%	14%	-3%	8%	10%	13%
Real Estate	6%	18%	2%	-10%	0%	-1%
Materials	15%	5%	10%	12%	6%	13%
Consumer Discretionary	12%	19%	6%	11%	9%	11%
Healthcare	1%	20%	6%	7%	7%	10%
Information Technology	5%	22%	11%	5%	17%	10%

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 33: ...อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน

	Cash flow from operation - %Chg YoY					
	TH	CN	JP	US	EU	DE
Financials	-2%	6%		5%	4%	40%
Energy	9%	2%		12%	11%	
Consumer Staples	0%	6%	9%	4%	7%	4%
Industrials	19%	7%	4%	16%	6%	1%
Utilities	23%	6%	1%	4%	8%	29%
Communication Service	-5%	12%	8%	8%	5%	6%
Real Estate	10%	10%	8%	7%	1%	-3%
Materials	4%	3%	4%	16%	4%	2%
Consumer Discretionary	1%	5%	4%	16%	8%	5%
Healthcare	1%	41%	5%	9%	10%	14%
Information Technology	4%	4%	4%	6%	30%	25%

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

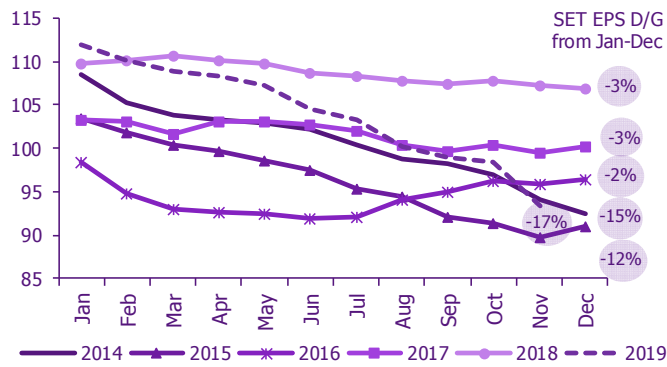
จากการวิเคราะห์ของเรา ตัวเลขคาดการณ์กำไรของหุ้นวิจัยภายในประเทศบางตัว เช่น กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (โดยเฉพาะโรงแรมและร้านอาหารบริการด่วน) และสายการบิน เป็นตัวเลขคาดการณ์ในมุมมองเชิงบวกมากขึ้น โดยมีความเสี่ยงจากอุปทานใหม่ การแข่งขันที่รุนแรงมากขึ้น ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างใหม่ และมาตรฐานบัญชีเกี่ยวกับสัญญาเช่าใหม่ ทั้งนี้ ที่ฐานค่าในปี 2562 ในทางกลับกัน ประเมินการกำไรสำหรับกลุ่มการเงิน และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ อาจจะมีเซอร์ไพรส์เชิงบวกด้านกำไรจากภาวะการเงินที่ผ่อนคลายลง และการใช้เงินทุนได้อย่างเหมาะสม

เรามองว่า valuation ขยายตัวเพิ่มขึ้น และ sentiment เชิงบวกดูเหมือนจะสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว ดังนั้น แนวโน้มการเติบโตของกำไรในปี 2563-2564 จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนตลาดหุ้นในปีหน้า นอกเหนือจาก valuation ที่ไม่สมดุลและประเมินมูลค่าที่แท้จริงผิดพลาดในบางกลุ่ม

การปรับลดประมาณการกำไรถึงจุดต่ำสุดแล้ว

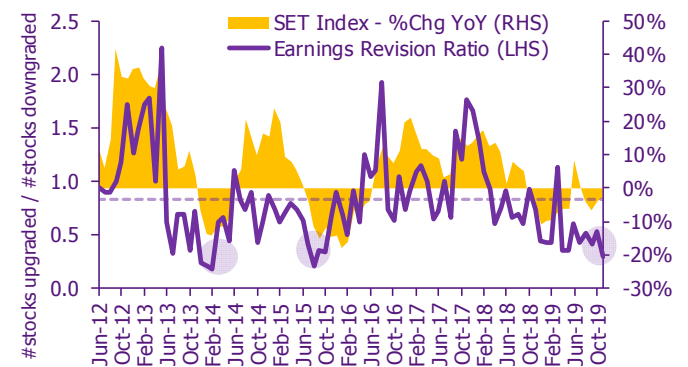
หลังจากผลการดำเนินงานใน 3Q62 ออกมาผิดหวัง บริษัทมากกว่า 40% ใน SET100 Index ก็ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยส่วนใหญ่เป็นการปรับประมาณการเพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานที่ 3Q62 ที่อ่อนแอกว่าคาด และความชัดเจนด้านการเติบโตต่ำ ประมาณการกำไรของ SET ถูกปรับลดลง 6% QTD (ณ วันที่ 28 พฤศจิกายน) และเกือบ 17% นับตั้งแต่ต้นปี 2562 ซึ่งเป็นการปรับลดลงมากที่สุดในรอบ 5 ปี จากการวิเคราะห์ของเรา พบว่าอัตราส่วนการปรับประมาณการกำไร (ERR) ซึ่งแสดงแนวโน้มในการคาดการณ์กำไร ลดลงจาก 0.6 ในเดือนมิถุนายน 2562 สู่ 0.3 ในเดือนพฤศจิกายน 2562 เนื่องจากนักวิเคราะห์ปรับประมาณการ EPS ลดลงในอัตราที่เร็วกว่าการปรับประมาณการขึ้น (11% ของ SET100) อยู่เล็กน้อย ERR สำหรับตลาดหุ้นเอเชียแปซิฟิก (ไม่รวมญี่ปุ่น) ทำจุดต่ำสุดในเดือนกันยายน 2562 ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักวิเคราะห์ในตลาดมีมุมมองระมัดระวังต่ออัตราการเติบโตของ EPS โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทจดทะเบียนไทย อัตราส่วนดังกล่าวปรับลดลงในหุ้นวิจัยส่วนใหญ่ ในปี 2563 ประมาณการกำไรเป็นตัวคาดการณ์ด้านต่ำ ซึ่งอาจจะทำให้มีเซอร์ไพรส์ด้านกำไร เนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวปานกลาง ทั้งนี้ดูเหมือนว่านักวิเคราะห์ในตลาดจะไม่ยอมปล่อยให้พัฒนาการเชิงบวกในเศรษฐกิจเข้ามาฉีกการคาดการณ์กำไรของตน และประมาณการ SET EPS ก็ขยับลดลงอย่างต่อเนื่อง

Figure 34: การปรับประมาณการ SET EPS



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 35: อัตราส่วนการปรับประมาณการกำไร (ERR)

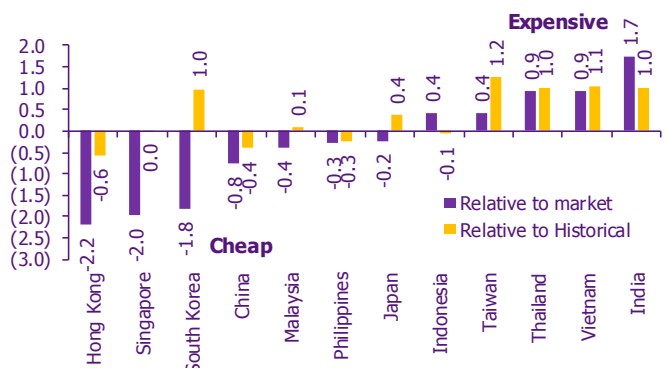


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

กลับมาดูมูลค่าเหมาะสมระยะสั้น ในขณะที่ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวยังไม่เปลี่ยนแปลง

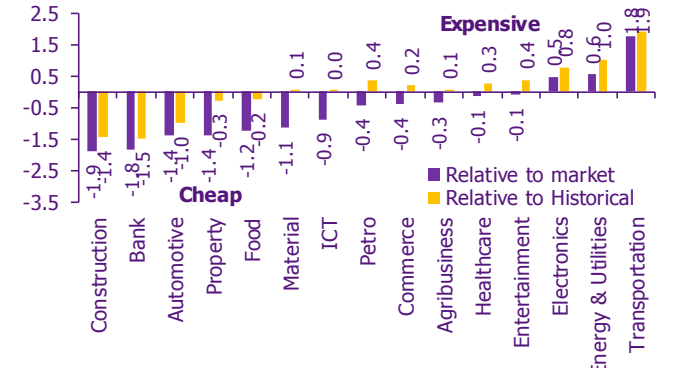
Performance ของตลาดหุ้นไทยเปรียบเทียบกับตลาดภูมิภาคยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปลายปี 2560 อยู่ 10% เมื่อพิจารณาจาก valuation scorecard รายประเทศ ซึ่งอิงกับอัตราส่วน P/E, P/B และ EV/EBITDA เปรียบเทียบกับค่าอ้างอิงและค่าเฉลี่ยระยะยาว ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะมีมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ P/E 15.5 เท่า, P/B 1.7 เท่า และ EV/EBITDA 10.4 เท่า บน valuation scorecard ของตลาดหุ้นเอเชียเทียบกับตลาดอื่นๆ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอยู่เล็กน้อย valuation ของตลาดหุ้นไทยดูสูง เพราะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงอย่างมาก แต่ดูสมเหตุสมผลมากขึ้นหลังจากกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น เมื่อพิจารณาเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มสาธารณูปโภค ขนส่ง และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT ดูแพงเมื่อเทียบกับค่าอ้างอิงและค่าเฉลี่ยระยะยาว ทั้งนี้เมื่ออิงกับ Z-score (คะแนนมาตรฐาน) ระยะ 3 ปี เราพบว่ากลุ่มสื่อสาร กองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT มี valuation แพง ในขณะที่กลุ่มวัสดุก่อสร้าง อาหาร การแพทย์ ปีโตรเคมี และอสังหาริมทรัพย์ มี valuation ถูกเมื่อเทียบกับระดับในอดีต ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนขึ้นขอบหุ้นปลอดภัย ทั้งๆ ที่ valuation สูง และกลัวหุ้นวัฏจักร ทั้งๆ ที่ valuation ถูก เราคาดว่าภาพดังกล่าวจะเปลี่ยนไป โดยนักลงทุนจะหันมาปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนยังกลุ่มหุ้นวัฏจักร valuation ที่ไม่เหมาะสมจะเกิดขึ้นได้ไม่นานนัก ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวในแง่ของความได้เปรียบทางการแข่งขันและปัจจัยกระตุ้นการเติบโตยังไม่เปลี่ยนแปลง

Figure 36: Valuation scorecard รายประเทศ



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

Figure 37: Valuation scorecard รายกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

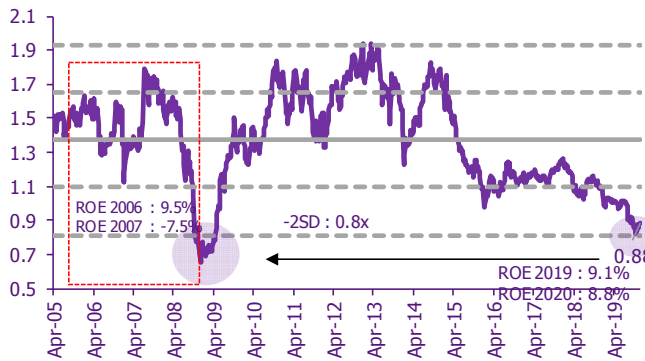
Figure 38: Heatmap valuation รายการอุตสาหกรรมอ้างอิง z-score

	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	Sep-19	Oct-19	Nov-19
Agribusiness	-0.17	-0.06	0.95	0.81	2.52	1.67	2.01	2.75	3.04	0.87	0.27	-0.27	0.39	0.29	0.50	0.61	0.50	1.01	1.10	0.49	0.25	-0.52	-0.04
Automotive	1.70	1.51	0.87	0.31	0.83	0.13	0.30	0.01	-0.16	-0.86	-1.12	-1.71	-1.39	-1.34	-1.81	-1.57	-1.81	-1.68	-1.84	-1.80	-1.59	-1.97	-1.33
Bank	1.74	1.44	0.42	0.21	0.12	-0.30	0.66	0.74	0.88	0.23	0.15	-0.47	0.29	0.31	-0.15	-0.44	-0.74	-0.34	-0.64	-1.43	-1.59	-1.83	-1.00
Commerce	2.69	2.69	2.48	2.48	1.29	-0.17	0.28	0.25	0.82	0.14	0.20	-0.13	0.76	0.70	0.17	0.39	0.21	1.26	1.33	0.97	0.38	-0.20	-0.50
ICT	1.02	0.70	0.67	0.88	-0.16	-0.68	0.08	0.08	-0.13	-0.47	-0.61	-1.10	-1.19	-0.71	-0.59	-0.34	-0.47	0.85	0.85	0.95	0.28	0.39	-0.26
Material	-0.21	-0.27	-0.38	-0.76	-0.97	-1.66	-0.59	-0.48	-0.42	-0.68	0.01	-0.58	0.38	0.47	0.43	0.20	-0.23	0.40	0.28	0.10	0.03	0.25	1.04
Construction	0.91	-0.03	0.27	0.08	1.30	0.05	0.75	0.91	1.55	0.57	0.26	0.45	0.95	0.54	-0.64	-0.24	-0.78	-0.31	-0.69	-1.40	-1.48	-2.53	-1.95
Energy	2.26	2.30	1.49	1.45	1.05	0.24	0.62	0.81	1.17	0.44	0.01	-0.52	0.67	0.98	0.97	1.37	0.64	1.66	1.70	1.68	1.87	1.56	1.73
Media	1.56	1.33	1.67	1.27	1.19	0.83	1.01	1.24	3.14	2.26	2.27	1.41	1.55	2.10	2.38	0.97	0.43	0.70	0.91	0.50	-0.01	-0.15	-0.15
Electronics	0.22	-0.05	-0.26	-0.03	-0.09	-0.26	0.63	0.02	-0.24	0.51	-0.11	-0.40	-0.37	0.60	0.07	0.47	-0.72	0.16	-0.12	-0.23	-0.10	-0.48	1.56
Finance	1.58	1.29	1.16	-0.08	0.27	0.08	0.20	0.34	1.02	0.66	0.28	-0.22	-0.26	-0.49	-0.03	0.50	0.47	1.01	1.48	0.91	0.74	1.00	0.61
Food	1.97	1.48	1.34	1.38	1.25	0.29	1.35	1.78	1.99	-0.56	0.93	-0.09	1.02	1.27	0.92	1.30	1.22	1.74	1.44	0.66	0.01	-0.19	0.08
Healthcare	0.70	0.83	0.99	0.46	0.93	0.01	0.46	0.59	0.45	0.01	0.48	-0.43	-1.23	-1.42	-1.48	-1.43	-1.83	-1.42	-1.60	-2.04	-1.83	-1.80	-1.33
Hotel & Tourism	0.91	0.87	0.48	0.83	-0.28	-1.14	-0.83	-0.93	-0.48	-0.79	-0.63	-1.09	-0.53	-0.37	-0.59	-0.65	-2.32	-2.08	-1.97	-1.99	-1.58	-2.65	-0.23
Petrochemical	1.54	1.41	0.73	0.99	0.15	-1.46	-0.57	-0.80	-1.02	-1.84	-1.90	-2.29	-2.33	-1.43	-1.77	-1.65	-1.68	-0.99	-1.24	-1.23	-0.98	-1.39	0.09
PF & REIT	-1.82	-1.43	-1.37	-1.17	-0.87	-0.82	-0.72	-0.59	-0.51	-0.54	-0.53	-0.54	-0.48	-0.43	-0.26	-0.18	-0.16	0.20	0.15	0.35	0.44	0.26	0.13
Property	1.29	1.15	0.40	0.80	0.40	-1.00	0.09	0.38	0.69	-0.40	-1.08	-1.77	-1.10	-1.19	-1.25	-0.79	-1.60	-0.78	-0.90	-1.80	-2.25	-2.68	-2.13
Transportation	2.21	2.17	1.64	1.86	1.42	0.70	1.06	1.40	1.09	0.45	0.96	0.76	1.49	1.22	1.41	1.72	1.09	2.24	1.94	2.69	2.66	2.47	2.53

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

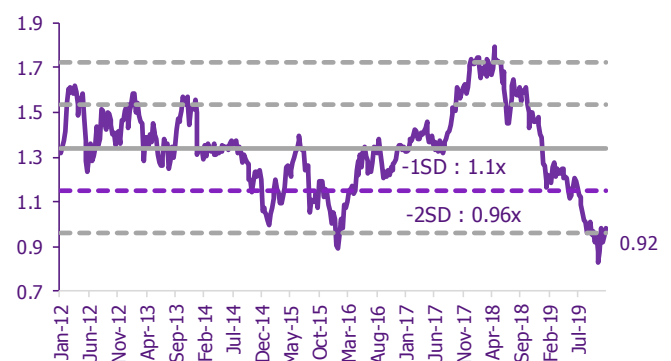
ดังนั้นการ de-rate และ re-rate สำหรับบางกลุ่มอุตสาหกรรมอาจจะเกิดขึ้นในระยะสั้น เราสังเกตเห็นมูลค่าในกลุ่มหุ้นวัฏจักรที่ valuation ถูก discount อย่างมาก เราเชื่อว่ากลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมีจะได้รับการ re-rate ขึ้นมาโดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่ฟื้นตัวในปี 2563 นอกจากนี้กลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมียังซื้อขายที่มูลค่าทางบัญชี หรือต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว (-2S.D.) กลุ่มธนาคารซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี (-2S.D.) ซึ่งสะท้อนถึงแนวโน้ม upside เพิ่มเติม และส่วนเผื่อความปลอดภัย (margin of safety) ค่อนข้างมากในกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี และธนาคาร สนับสนุนให้เราแนะนำเพิ่มน้ำหนักการลงทุน ในขณะเดียวกัน กลุ่มการแพทย์ นิคมอุตสาหกรรม และพาณิชย์ สามารถยืนอยู่ที่ valuation ปัจจุบันได้ เพราะภาพการเติบโตของกำไรชัดเจน เรามีความกังวลเกี่ยวกับการ de-rate ในกลุ่มโรงแรม และสื่อสาร โดยมีสาเหตุมาจากกำไรที่อ่อนแอ และวัฏจักรการลงทุน ในส่วนของหุ้นที่เห็นภาพของกำไรชัดเจน เราเชื่อว่ากลุ่มสาธารณูปโภค เครื่องดื่ม และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์และ REIT จะเผชิญกับการ de-rate valuation หลังจากปรับตัวขึ้นมามาก และการเติบโตของกำไรผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว

Figure 39: Valuation ของหุ้นธนาคารไทยอยู่ในระดับต่ำ



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

Figure 40: Valuation ของกลุ่มปิโตรเคมีน่าสนใจ

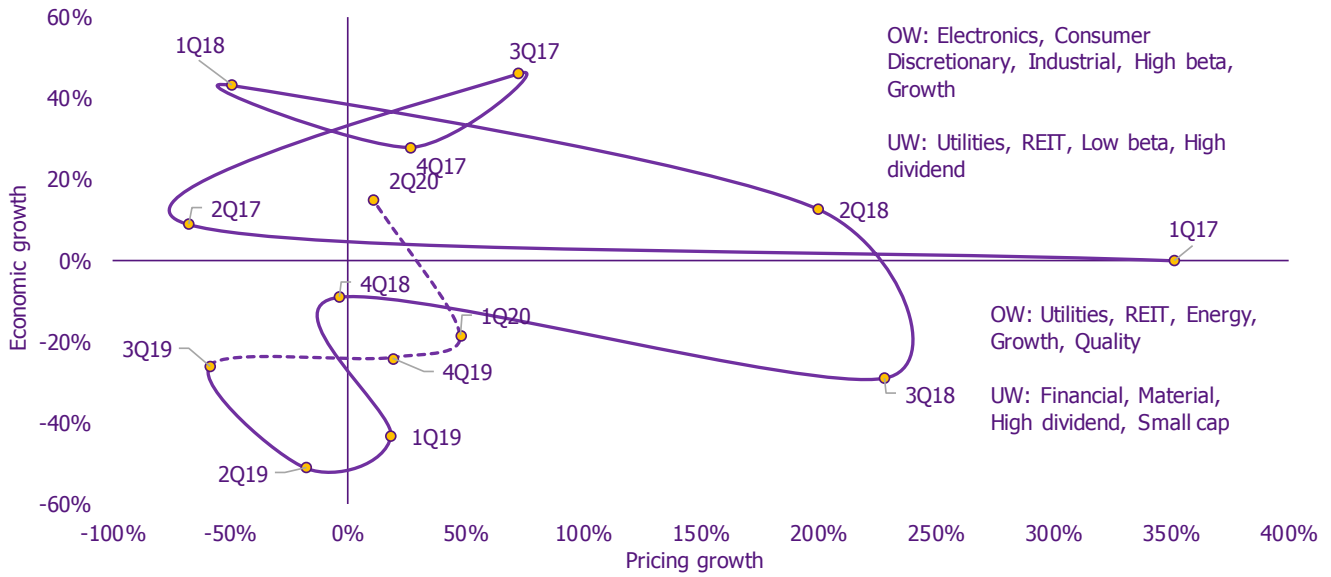


Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

มีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อตลาดหุ้นไทยในปี 2563

แม้ความเสี่ยงในระดับมหภาคยังคงมีอยู่ แต่เราคาดว่า GDP จะฟื้นตัวได้เล็กน้อยในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) ฐานต่ำจากมูลค่าการส่งออกที่ลดลง 2) การใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และ 3) การลงทุนภาครัฐที่เร่งตัวขึ้น ซึ่งโดยปกติแล้วมักจะเกิดขึ้นก่อนการลงทุนภาคเอกชน เราคาดว่า GDP จะปรับตัวดีขึ้น YoY ตั้งแต่ 2Q63 เป็นต้นไป ในขณะที่อัตราเงินเฟ้อในปี 2563 จะยังอยู่ในระดับต่ำที่ 1% โดยเฉลี่ย แต่คาดว่าจะขยายตัวเล็กน้อยจากปี 2562 ทั้งนี้เมื่ออิงกับโมเดลเศรษฐกิจและราคาของเรา ค่าแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะสั้นของเราในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 คือ ให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มหุ้นวัฏจักร เช่น เงินทุน พลังงาน อิเล็กทรอนิกส์ ทองเที่ยว อุตสาหกรรม รับเหมาก่อสร้าง และขนส่ง ในขณะที่ให้ลดน้ำหนักการลงทุนในกลุ่มสาธารณูปโภค REIT สินค้าจำเป็น และหุ้นปันผลสูง

Figure 41: ตลาดหุ้นไทย - แนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจและราคา



Source: SCBS Investment Research

ความเสี่ยงโลกหลักๆ ในปี 2563 มีจำกัด; ความเสี่ยงภายในประเทศสามารถจัดการได้ใน 1H63

การสำรวจที่จัดทำโดย Bloomberg เมื่อไม่นานนี้แสดงให้เห็นว่า consensus มองว่ามีความน่าจะเป็น 33% ที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในอีก 12 เดือนข้างหน้า และมีความน่าจะเป็น 20% สำหรับยุโรป และ 20% สำหรับจีน อย่างไรก็ตาม ความกลัวเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปและจีนมีมากกว่าในสหรัฐฯ ซึ่งชี้ให้เห็นว่า consensus อาจประเมินความเสี่ยงดังกล่าวต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เมื่ออิงกับปีปฏิทิน 2563 ความเสี่ยงโลกหลักๆ คือ กำหนดเส้นตาย Brexit ในเดือนมกราคม 2563 และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือนพฤศจิกายน 2563 ที่อาจจะส่งผลทำให้ตลาดเกิดความผันผวนมากขึ้น

ในประเทศไทย มีเหตุการณ์สำคัญ 4 เหตุการณ์ที่จะเกิดขึ้นใน 1Q63: 1) การอนุมัติงบประมาณประจำปี 2563 ในเดือนมกราคม 2563 2) การประมูล 5G ของประเทศไทยในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 3) การทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย และ 4) การเลือกตั้งท้องถิ่นในประเทศไทยในเดือนมีนาคม 2563 โอกาสที่จะเกิดเหตุการณ์ไม่คาดคิดอันจะนำมาซึ่งผลลบในปี 2563 มีน้อย ปัจจุบันคาดว่าจะมีผลกระทบจากการพิจารณาในวาระที่ 2 (พิจารณาพ.ร.บ.งบประมาณรายมาตรา) ในช่วงปลายเดือนมกราคม 2563 และการพิจารณาในวาระที่ 3 (ทั้งฉบับ) จะไม่เกิดขึ้นจนกว่าจะถึงวันที่ 8-9 มกราคม 2563 สำหรับการประมูล 5G เราไม่คิดว่าจะมีเซอร์ไพรส์ด้านลบหรือบวกเกิดขึ้น เนื่องจากมีโอกาสน้อยที่จะมีคู่แข่งหน้าใหม่เข้ามาและการลงทุนสามารถบริหารจัดการได้ อย่างไรก็ตาม กรณีการใช้งานในเชิงพาณิชย์ยังไม่มีความชัดเจน ดังนั้นอาจจะมีการปรับประมาณการกำไรลดลงบางในระยะสั้น ในเวลาเดียวกัน เราคาดว่าพีทซ์และมูดีส์จะปรับอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทยเพิ่มขึ้นจาก BBB+ และ Baa1 สู่ A- และ A3 เพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการแข่งขันที่ปรับตัวดีขึ้นและความเสี่ยงทางการเมืองที่ลดลง ซึ่งจะส่งผลบวกต่อต้นทุนการกู้ยืมของประเทศไทยและเงินทุนไหลเข้า สำหรับความเสี่ยงขาลง ปฏิทินทางการเมืองปี 2563 มีความร้อนแรงมากขึ้น เพราะการเลือกตั้งท้องถิ่นที่หยุดชะงักมาตั้งแต่เกิดรัฐประหารในปี 2557 มีกำหนดที่จะเดินหน้าต่อ เราคาดว่า การเลือกตั้งท้องถิ่นจะมีขึ้นในเดือนมีนาคม 2563 เป็นอย่างรวดเร็ว บรรยากาศการแข่งขันอาจจะรุนแรง เนื่องจากพรรคอนาคตใหม่ประกาศว่าจะลงแข่งขันเลือกตั้งท้องถิ่น

Figure 42: ปฏิทินเหตุการณ์ – เหตุการณ์ภายในประเทศใน 1Q63 และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ เป็นสิ่งที่ต้องจับตา

ม.ค. 63	ก.พ. 63	มี.ค. 63	เม.ย. 63	พ.ค. 63	มิ.ย. 63
เลือกตั้งใต้หวัน	งบประมาณอินเดีย	เลือกตั้งขั้นต้นประธานาธิบดีสหรัฐฯ	การเลือกตั้งสภาผู้แทนราษฎร	ประชุม G7	ประชุม OPEC
เสียดาย Brexit	ทบทวนอันดับความน่าเชื่อถือของประเทศไทย	ประชุม BOJ, BOE, ECB, FOMC	ประชุม BOJ, FOMC, ECB	ประชุม BOE	ประชุม BOJ, BOE, ECB, ประชุม FOMC
World Economic Forum	การประชุม 5G ของประเทศไทย	การประชุมร่วมสองสภาประจำปีของจีน			การประชุม EEC เฟส 1 แล้วเสร็จ
งบประมาณไทย		เลือกตั้งท้องถิ่นไทย			
ประชุม BOJ, BOE, ECB, FOMC					
ประชุม OPEC					
ก.ค. 63	ส.ค. 63	ก.ย. 63	ต.ค. 63	พ.ย. 63	ธ.ค. 63
โอลิมปิกฤดูร้อน - ญี่ปุ่น	โอลิมปิกฤดูร้อน - ญี่ปุ่น	ประชุม BOJ, BOE, ECB, FOMC	ประชุม BOJ, ECB	เลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ	ประชุม BOJ, BOE, ECB, FOMC
ประชุมใหญ่พรรคเดโมแครต	ประชุมใหญ่พรรครีพับลิกัน	เลือกตั้งท้องถิ่นอินโดนีเซีย		เลือกตั้งวุฒิสภาสหรัฐฯ	
ประชุม BOJ, ECB, FOMC	ประชุม BOE			เลือกตั้งทั่วไปนิวซีแลนด์	
				ประชุม G20	
				ประชุม BOE, FOMC	

Source: SCBS Investment Research

สถานการณ์ระหว่างครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังจะแตกต่างกัน - Goldilocks and three bears

ปี 2563 น่าจะเป็นปีที่สถานการณ์ในช่วงครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังแตกต่างกันสำหรับตลาดหุ้นไทย โดยในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 เราอาจอยู่ในสภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงบ้างแต่ไม่ถึงกับถดถอย หรือที่เรียกว่า Goldilocks พร้อมกับผลตอบแทนเล็กน้อยในวัฏจักรระยะยาวท่ามกลางความกังวลระยะสั้นที่ผ่อนคลายลงและเสถียรภาพทางเศรษฐกิจมหภาคที่ปรับตัวดีขึ้น ความเสี่ยงที่เศรษฐกิจทั่วโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยยังคงมีจำกัด ซึ่งน่าจะเป็นจุดลงตัวที่สุดสำหรับการลงทุนในตลาดหุ้นในช่วงครึ่งแรกของปี 2563 เราสังเกตเห็นโอกาสจากการที่ตลาดรับรู้ข่าวร้ายมากเกินไปและราคาหุ้นวัฏจักรน่าจะฟื้นตัวโดยได้รับการสนับสนุนจาก valuation ที่น่าสนใจ

อย่างไรก็ตาม เรามีความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยง 3 อย่างในช่วงครึ่งหลังของปี 2563 ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อตลาดหุ้นไทย ความเสี่ยงอย่างแรก คือ การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือนพฤศจิกายน 2563 ซึ่งอาจส่งผลทำให้เกิดความไม่แน่นอนทางการเมืองและนโยบายสำหรับภูมิภาคและโลก ความกังวลเกี่ยวกับการเลือกตั้งสหรัฐฯ อาจจะเริ่มปรากฏให้เห็นหลังการเลือกตั้งขั้นต้นในเดือนมีนาคม หรือประชุมใหญ่พรรคเดโมแครตในเดือนกรกฎาคม 2563

ความเสี่ยงอย่างที่สอง คือ ตลาดอาจจะรู้สึกกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มอัตราดอกเบี้ย ถ้าเศรษฐกิจโดยรวมแข็งแกร่งมากขึ้น และอัตราเงินเฟ้อปรับตัวสูงขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี 2563 ในขณะที่ความน่าจะเป็นในการลดอัตราดอกเบี้ยในเดือนกรกฎาคม 2563 อยู่ที่ระดับสูงกว่า 55% ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดยังไม่ได้รับรู้ถึงโอกาสในการปรับเปลี่ยนนโยบายการเงินมาเป็นแบบดั้งเดิมในปี 2563 เมื่อพิจารณาจากโอกาสที่จะผ่อนคลายนโยบายการเงินลงอีกได้จำกัด และตัวเลขการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นเล็กน้อย ดังนั้นการผ่อนคลายนโยบายการเงินจึงอาจจะเปลี่ยนเป็นมาตรการกระตุ้นทางการคลัง เนื่องจากหลายประเทศมีอัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่หรือใกล้กับระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์แล้วพร้อมกับความเสี่ยงด้านขาลงที่ลดน้อยลง

ความเสี่ยงอย่างที่สอง คือ ตลาดสินเชื่อน่าจะเปลี่ยนมา มีสภาวะที่เอื้ออำนวยน้อยลงในปี 2563 สินเชื่อขยายตัวอย่างรวดเร็วในหลายประเทศ (โดยเฉพาะในเอเชีย) และเรามีความกังวลเกี่ยวกับอัตราการผลิตชำระหนี้ที่สูงขึ้น โดยเฉพาะในจีน บริษัทจีนไม่สามารถชำระคืนหนี้ภายในประเทศมูลค่ารวม 1.10 แสนล้านหยวนได้ในปีนี้ นอกจากนี้เรายังสังเกตเห็นแรงกดดันในการชำระคืนตราสารทางการเงินของรัฐบาลท้องถิ่นเงินจำนวน 1.4 ล้านล้านหยวนในปี 2563 และ 1.5 ล้านล้านหยวนในปี 2564 ด้วย เรามองว่าความเสี่ยงนี้เป็นความเสี่ยงสำคัญอย่างหนึ่งในตลาดสินเชื่อของเอเชีย

Figure 43: โรดแมปการลงทุนและกลยุทธ์ในปี 2563

	1Q 2563	2Q 2563	3Q 2563	4Q 2563
เศรษฐกิจ	หดตัวอ่อนปลาย	เริ่มขยายตัว	ขยายตัว	ภาวะปกติ
สินทรัพย์	ตราสารหนี้ (-) หุ้น (+) ทางเลือก (0)	ตราสารหนี้ (-) หุ้น (+) ทางเลือก (0)	ตราสารหนี้ (0) หุ้น (0) ทางเลือก (+)	ตราสารหนี้ (+) หุ้น (-) ทางเลือก (+)
กลยุทธ์	Max/Tight exposure ป้องกันความเสี่ยงขายลง เน้นลงทุนในหุ้นเติบโต	Max/Wide exposure ป้องกันความเสี่ยงขายลง ป้องกันความเสี่ยงเงินเฟ้อ	Low/Wide exposure ป้องกันความเสี่ยงขาขึ้น	Low/Tight exposure ป้องกันความเสี่ยงขาขึ้น ซื้อหุ้นผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง Defensive
SET Index	ขึ้น	ขึ้น	Sideway	ลง
กลุ่มอุตสาหกรรม	OW หุ้นขนาดใหญ่ หุ้นเติบโต อิเล็กทรอนิกส์ ปิโตรเคมี ธนาคาร การแพทย์	OW Global play น้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ หุ้นวัฏจักร อุตสาหกรรม ท่องเที่ยว รับเหมาก่อสร้าง	OW SMID การแพทย์ ขนส่ง	OW สินค้าจำเป็น สาธารณูปโภค PF&REIT ปันผลสูง Beta ต่ำ
	UW สินค้าจำเป็น สาธารณูปโภค Beta ต่ำ ปันผลสูง อาหารและเครื่องดื่ม ICT	UW สินค้าจำเป็น สาธารณูปโภค Beta ต่ำ ปันผลสูง	UW	UW หุ้นวัฏจักร Beta สูง

Source: SCBS Investment Research

กลยุทธ์การลงทุน 1Q63: จงกล้าที่จะเสี่ยง – Top picks: BBL, TCAP, IVL, TOP และ BCH

แม้ข้อมูลเศรษฐกิจภายในประเทศอ่อนแอลงและนักวิเคราะห์ในตลาดปรับประมาณการกำไรของบริษัทจดทะเบียนลดลงอย่างต่อเนื่อง แต่สถานการณ์การลงทุนปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากท่าทีผ่อนคลายนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ และความคาดหวังว่า โอมิครอนจะปรับตัวดีขึ้น ในตอนนี้หุ้นปลอดภัยกำลังเป็นที่ต้องการ โดยซื้อขายที่ valuation ที่สูงขึ้น ในขณะที่หุ้นวัฏจักรซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี ภาพรวมเศรษฐกิจมหภาคที่ปรับตัวดีขึ้นและความคืบหน้าที่ดีขึ้นในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนช่วยให้ตลาดคลายความกังวลเกี่ยวกับหุ้นวัฏจักรซึ่ง position ยังคงเบาบางกลุ่มหุ้นวัฏจักร เช่น ปิโตรเคมี โรงกลั่น และอิเล็กทรอนิกส์ น่าจะปรับตัว outperform เราเชื่อว่ากลุ่มธนาคารจะได้รับความสนใจมากขึ้น เมื่อพิจารณาจาก valuation ที่น่าสนใจ การบริหารจัดการเงินทุนได้อย่างเหมาะสม และการปรับปรุงค่าเพื่อหนี้สงสัยจะสูญในระดับสูง เราคาดว่าจะมีการเปลี่ยนแปลงกลุ่มลงทุนมายังหุ้นวัฏจักรอย่างต่อเนื่องใน 1Q63-2Q63

เราแนะนำให้นักลงทุนลงทุนคงสถานะการถือครองหุ้นปลอดภัยที่มีคุณภาพสูงสำหรับการลงทุนระยะยาว เนื่องจากเราอยู่ในช่วงปลายวัฏจักรเศรษฐกิจ (late cycle) ในขณะที่มองหาหุ้นวัฏจักรที่มีค่า beta สูงสำหรับพอร์ตซื้อขายระยะสั้น ด้วยเหตุนี้กลยุทธ์การลงทุนใน 1Q63 ของเราจึงมุ่งเน้นไปที่: 1) หุ้น global play ที่มีประเด็นกำไรที่คุ้มค่าควบคู่ไปกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกเป็นปัจจัยสนับสนุน 2) valuation น่าสนใจ และความเป็นไปได้สูงที่จะมีการ re-rate หลังจากถูกลดโทษมากเกินไปในปี 2562 และ 3) เซอร์ไพรส์เชิงบวกและการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น พร้อมกับประเด็นการเติบโตเฉพาะตัวในปี 2563

เมื่อนำปัจจัยเหล่านี้เข้ามาประกอบการพิจารณา เราคาดว่ากลุ่มปิโตรเคมี (IVL), โรงกลั่น (TOP), ธนาคาร (TCAP, BBL) และการแพทย์ (BCH) จะปรับตัว outperform ใน 1Q63

เราแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยง: 1) หุ้นกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ เพราะแนวโน้มตลาดที่อยู่อาศัยดูอ่อนแอเนื่องจากอุปทานคอนโดมิเนียมใหม่มีมากกว่าอุปสงค์ ทำให้สต็อกการขายปรับตัวสูงขึ้น หลักเกณฑ์ที่เข้มงวดจากธนาคารกลาง การขอสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยทำได้ยากขึ้น และความต้องการซื้อจากลูกค้าต่างชาติลดน้อยลง; 2) หุ้นกลุ่มยานยนต์ เพราะความต้องการซื้อจากตลาดภายในประเทศและต่างประเทศชะลอตัวลง; 3) หุ้นกลุ่มสื่อสาร เพราะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการประมูล 5G และการแข่งขันรุนแรงมากขึ้น; 4) หุ้นกลุ่มสาธารณูปโภค เพราะส่วนใหญ่ซื้อขายที่ valuation แพง และการเติบโตสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว กลุ่มสาธารณูปโภค REIT และสื่อสาร เป็นกลุ่มที่ปลอดภัยและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงซึ่งอาจจะไม่ได้กลับมาเป็นปัจจัยกระตุ้นสำหรับปี 2563 เนื่องจากเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มฟื้นตัวและการผ่อนคลายนโยบายการเงินจะสิ้นสุดลง

Figure 44: นำหนักการลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 1Q63

กลุ่ม	Rating	ปัจจัยขับเคลื่อน	ความเสี่ยง / ความกังวล
ปิโตรเคมี	Overweight	การปรับลดประมาณการกำไรลงแล้ว, เศรษฐกิจฟื้นตัว, valuation น่าสนใจ	เดบิตด้าใน 4Q62
การแพทย์	Overweight	อัตราค่าโรหดตัว, การปรับเพิ่มค่าเหมาจ่ายรายหัว, valuation ลดลง	รายจ่ายลงทุนเดบิตด้าจำกัด, การควบคุมราคาขาย
ธนาคาร	Overweight	การบริหารจัดการเงินทุนได้อย่างเหมาะสม, valuation น่าสนใจ, non-NII มี downside น้อย	NPL สูงขึ้น, สินเชื่อเดบิตด้า, หลักเกณฑ์ของรพท.
พลังงาน	Overweight	ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นฟื้นตัว, IMO2020	ความผันผวนของราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	Overweight	อุปสงค์ทั่วโลกปรับตัวดีขึ้น, ต้นทุนทรหดตัว, วัฏจักรตลาดทดแทน	บาทแข็งค่า, อัตราค่าโรผลิตภัณฑ์ด้า
นิคมอุตสาหกรรม	Neutral	การย้ายฐานการผลิต, โครงการ EEC	ยอดขายที่ดินเดบิตด้า,
ธุรกิจการเกษตร	Neutral	ผลตอบแทนและผลผลิตปรับตัวดีขึ้น	อัตราค่าโรหดตัว, บาทแข็งค่า
REIT	Neutral	ภาวะ risk-off, อัตราผลตอบแทนพันธบัตรลดลงมาก	ผลตอบแทนจากเงินปันผลไม่น่าสนใจ, อัตราผลตอบแทนพันธบัตรสูงขึ้น, เศรษฐกิจชะลอตัว
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	การเดบิตด้าของอุปสงค์ภายในประเทศ	บาทแข็งค่า, ราคาน้ำมันสูง
โรงแรม	Neutral	จำนวนนักท่องเที่ยวมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น	อุปทานเดบิตด้าสูง, บาทแข็งค่า, การส่งอาหารปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก
ขนส่ง	Neutral	ปริมาณการจราจรภายในประเทศสูง, จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น, การต่อสัมปทาน	วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่, การแข่งขันในกลุ่มสายการบิน
พาณิชย์	Neutral	มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหม่, การท่องเที่ยวฟื้นตัว	การใช้จ่ายอุปโภคบริโภคในประเทศเดบิตด้า, การนำหุ้น CRC เข้าซื้อขายใน SET, การ de-rate valuation
รับเหมาก่อสร้าง	Neutral	การเบิกจ่ายงบประมาณเร่งตัวขึ้น, การรับรู้รายได้	ความเสี่ยงด้านการเมือง, การแข่งขันจากผู้ประกอบการต่างชาติ
สาธารณูปโภค	Underweight	ความชัดเจนของกำไรสูง	Valuation แพง, ต้นทุนก๊าซและดอกเบี้ยสูงขึ้น
สื่อสาร	Underweight	กระแสเงินสดปรับตัวดีขึ้น	การแข่งขันรุนแรง, การประมูลคลื่น, valuation สูงขึ้น
ยานยนต์	Underweight	การเปิดตัวรถยนต์รุ่นใหม่	อุปสงค์อ่อนแอ, สินค้าคงคลังสูง, ฐานสูงใน 1H63, โปรโมชันเชิงรุกจากผู้ประกอบการ EU
ที่อยู่อาศัย	Underweight	ฐานด้า	สินค้าคงคลังสูง, ยอดขายชะลอตัว, เปิดตัวโครงการใหม่บ่อยลง, หลักเกณฑ์เข้มงวด
อาหารและเครื่องดื่ม	Underweight	ตลาดส่งออกแข็งแกร่ง	การแข่งขันสูงขึ้น, valuation สูงขึ้น

Source: SCBS Investment Research



หุ้นวิจัยที่ราคาไม่แพง

BBL เป็นหุ้นวิจัยที่น่าสนใจที่สุดในกลุ่มธนาคาร เพราะเป็นธนาคารที่มี LLR coverage สูงที่สุด ทำให้มีแนวโน้มตั้งสำรองลดลง เราเชื่อว่า CAR ที่สูงขึ้นจะทำให้ธนาคารสามารถจ่ายเงินปันผลได้เพิ่มขึ้น ผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโตของสินเชื่อและ NIM จากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวเป็นเวลานานสะท้อนในราคาหุ้นที่ปรับตัว underperform ตลาด YTD (-13% เทียบกับ SET ที่ +2%) และ P/BV ระดับต่ำที่ 0.7 เท่า เทียบกับ ROE ต่ำกว่าที่ควรจะเป็นที่ 8.4% ไปเรียบร้อยแล้ว

หุ้นวิจัยที่น่าสนใจที่สุด เพราะมีแนวโน้มตั้งสำรองลดลง BBL เป็นธนาคารที่มี LLR coverage สูงที่สุดที่ 183% เมื่อเทียบกับ NPL และ 247% เมื่อเทียบกับ required LLR (เงินสำรองพึงกั้นตามเกณฑ์) ณ 3Q62 สะท้อนถึงการมีเงินสำรองส่วนเกินเมื่อเทียบกับเกณฑ์ที่กำหนดตามมาตรฐานบัญชี TFRS9 แม้ว่าธนาคารมีแนวโน้มที่จะเก็บสำรองส่วนเกินไว้เป็น management overlay สำรองส่วนเกินจำนวน 9.4 หมื่นลบ. ของ BBL ครอบคลุม 89% ของสินเชื่อจัดชั้นกล่าวถึงเป็นพิเศษ (4.8 หมื่นลบ.) และสินเชื่อที่ปรับโครงสร้างแล้วและก่อให้เกิดรายได้ (5.8 หมื่นลบ.) รวมกัน ซึ่งจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นภายใต้มาตรฐานบัญชี TFRS9 BBL เป็นหุ้นวิจัยที่น่าสนใจที่สุด เพราะมีเงินสำรองเพื่อรองรับความไม่แน่นอนมากที่สุดและมีแนวโน้มที่จะลดการตั้งสำรองลงมากที่สุดถ้าเศรษฐกิจฟื้นตัว เราคาดว่า BBL จะตั้งสำรองลดลงใน 4Q62 และปี 2563 เพราะมาตรฐานบัญชี TFRS9 ที่จะนำมาใช้ในปี 2563 จะไม่อนุญาตให้ธนาคารตั้งสำรองทั่วไปอีกต่อไป เงินตั้งสำรองมากกว่า 50% ของจำนวนที่ธนาคารตั้งเป้าไว้ที่ 2.0 หมื่นลบ. กันไว้สำหรับการตั้งสำรองทั่วไป เราคาดว่า BBL จะตั้งสำรองลดลง 29% ในปี 2563 โดยใช้สมมติฐาน credit cost ที่ 0.70% สำหรับปี 2563 เทียบกับ 1% สำหรับปี 2562

มีแนวโน้มเพิ่มเงินปันผล เรามองว่ามีโอกาสสูงที่ BBL จะเพิ่มเงินปันผล เพราะ: 1) อัตราส่วนความเพียงพอของเงินกองทุนเพิ่มขึ้นมาก และ 2) สินเชื่อมีแนวโน้มขยายตัวเล็กน้อย อัตราส่วนความเพียงพอของเงินกองทุน (CAR) ของ BBL เพิ่มขึ้น 243 bps QoQ สู่ 20.7% ใน 3Q62 ซึ่งเป็นเกิดจากการเพิ่มขึ้นของทั้งเงินกองทุนชั้นที่ 1 (87 bps QoQ สู่ 17.66%) และเงินกองทุนชั้นที่ 2 (156 bps QoQ สู่ 3.05% โดยไม่มีการออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิ) เงินกองทุนชั้นที่ 1 ของ BBL อยู่ในระดับใกล้เคียงกับ TISCO ซึ่งคาดว่าจะคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ในระดับสูงที่ 80% ในปี 2562 และ SCB ซึ่งกำลังพิจารณาเพิ่มอัตราการจ่ายเงินปันผล เมื่อพิจารณาจากการยึดหลักความระมัดระวังของธนาคาร เราจึงคาดว่า BBL จะค่อยๆ ปรับเพิ่มเงินปันผลปีละ 0.5 บาท จาก 6.5 บาท (อัตราการจ่ายเงินปันผล 35%) สำหรับปี 2561 สู่ 7 บาท สำหรับปี 2562 (อัตราการจ่ายเงินปันผล 36.5%) และ 7.5 บาท สำหรับปี 2563 (อัตราการจ่ายเงินปันผล 37.7%) คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 3.97% สำหรับปี 2562 และ 4.25% สำหรับปี 2563

กำไรจากเงินลงทุนในงบกำไรขาดทุนต่ำกว่าที่ควรจะเป็น เราคาดว่ากำไรก่อนตั้งสำรองจะลดลง 6.5% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากการคาดการณ์ว่ากำไรจากเงินลงทุนจะลดลง 50% การนำมาตรฐานบัญชี TFRS9 มาใช้ในปี 2563 หมายความว่า BBL จะต้องรับรู้กำไรที่ยังไม่เกิดขึ้นจากเงินลงทุนเพื่อขยายผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นแทนงบกำไรขาดทุน ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าหุ้นและ ROE แต่จะไม่มีผลกระทบต่อมูลค่าทางบัญชีของธนาคารรวมถึงปัจจัยพื้นฐาน ทำให้กำไรก่อนตั้งสำรองและ ROE ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น

แนวโน้มที่อ่อนแอสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว เรายังคงเลือก BBL เป็น top buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 205 บาท (0.85 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2563) เราเชื่อว่าแนวโน้มที่อ่อนแอสำหรับอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ (3% ในปี 2563) จากเศรษฐกิจที่ซบเซาเป็นเวลานาน และ NIM (-6 bps สำหรับปี 2563) จากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว ทำให้ valuation ถูกที่ PBV 0.7 เท่าสำหรับปี 2563

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Pre-provision profit	(Bt mn)	63,315	66,158	66,736	62,392	65,503
Net profit	(Bt mn)	33,009	35,330	36,613	37,935	39,956
PPP/Sh	(Bt)	33.17	34.66	34.96	32.69	34.32
EPS	(Bt)	17.29	18.51	19.18	19.87	20.93
BVPS	(Bt)	210.45	216.26	229.29	242.16	255.59
DPS	(Bt)	6.50	6.50	7.00	7.50	8.00
P/PPP	(x)	5.32	5.09	5.05	5.40	5.14
PPP growth	(%)	14.59	4.49	0.87	(6.51)	4.99
P/E	(x)	10.21	9.54	9.20	8.88	8.43
EPS growth	(%)	3.75	7.03	3.63	3.61	5.33
P/BV	(x)	0.84	0.82	0.77	0.73	0.69
ROE	(%)	8.46	8.67	8.61	8.43	8.41
Dividend yield	(%)	3.68	3.68	3.97	4.25	4.53

Source: SCBS Investment Research

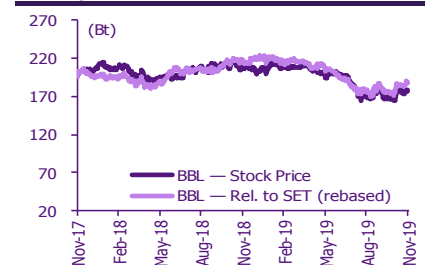
ชื่อ

Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	176.50
12-m target price (Bt)	205.00
Upside (Downside) to TP (%)	16.15
Mkt cap (Btbn)	336.91
Mkt cap (US\$mn)	11,163

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.99
Sector % SET	11.32
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	216 / 161
Avg. daily 6m (US\$mn)	33.30
Foreign limit / actual (%)	25 / 25
Free float (%)	98.6
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0	3.2	(15.1)
Relative to SET	0.7	7.4	(12.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	205.00
12-month dividend	(Bt)	6.69
Capital gain	(%)	16.15
Dividend yield	(%)	3.79
Total return	(%)	19.93

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Interest & dividend income	(Btmn)	103,470	103,814	102,443	105,476	110,781	112,956	115,098	126,561
Interest expense	(Btmn)	44,483	46,304	38,445	38,851	39,405	41,322	42,831	50,318
Net interest income	(Btmn)	58,987	57,510	63,998	66,625	71,376	71,634	72,267	76,243
Non-interest income	(Btmn)	37,678	45,026	41,763	45,638	49,947	47,814	48,253	49,747
Non-interest expenses	(Btmn)	43,087	45,045	50,505	48,948	55,165	53,149	54,203	55,430
Pre-provision profit	(Btmn)	53,579	57,492	55,256	63,315	66,158	66,300	66,317	70,560
Provision	(Btmn)	8,687	14,654	15,728	22,370	21,965	20,832	20,087	19,794
Pre-tax profit	(Btmn)	44,892	42,838	39,528	40,946	44,193	45,468	46,230	50,767
Tax	(Btmn)	8,593	8,630	7,556	7,832	8,554	8,753	8,899	9,773
Equities & minority interest	(Btmn)	(23)	28	157	105	309	257	257	257
Core net profit	(Btmn)	36,322	34,181	31,815	33,009	35,330	36,459	37,074	40,737
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	36,322	34,181	31,815	33,009	35,330	36,459	37,074	40,737
EPS	(Bt)	19.03	17.91	16.67	17.29	18.51	19.10	19.42	21.34
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.69	6.80	7.47

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Cash	(Btmn)	59,899	61,432	66,338	65,473	62,394	63,052	63,313	63,778
Interbank assets	(Btmn)	532,205	372,007	394,612	437,738	450,700	516,502	554,723	599,101
Investments	(Btmn)	383,210	520,805	547,941	593,180	558,395	586,315	586,315	586,315
Gross loans	(Btmn)	1,782,233	1,868,903	1,941,093	2,003,989	2,083,160	2,083,160	2,145,655	2,252,938
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,233	4,279	4,653	5,061	5,624	5,624	5,624	5,624
Loan loss reserve	(Btmn)	91,925	104,187	119,518	140,021	153,003	169,668	185,464	200,752
Net loans	(Btmn)	1,694,541	1,768,995	1,826,227	1,869,029	1,935,781	1,919,115	1,965,815	2,057,810
Total assets	(Btmn)	2,759,890	2,835,852	2,944,230	3,076,310	3,116,750	3,197,202	3,285,256	3,425,111
Deposits	(Btmn)	2,058,779	2,090,965	2,178,141	2,310,743	2,326,470	2,352,061	2,415,802	2,527,895
Interbank liabilities	(Btmn)	140,048	128,681	130,928	133,584	136,862	136,862	136,862	136,862
Borrowings	(Btmn)	140,845	138,403	137,815	107,190	116,348	147,000	147,000	147,000
Total liabilities	(Btmn)	2,436,247	2,473,821	2,564,985	2,674,303	2,703,591	2,759,834	2,823,575	2,935,668
Minority interest	(Btmn)	152	199	229	283	345	345	345	345
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	323,491	361,832	379,016	401,724	412,814	437,023	461,336	489,098
BVPS	(Bt)	169.47	189.56	198.56	210.45	216.26	228.95	241.68	256.23

Key Assumptions and Financial Ratios

	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Growth									
YoY loan growth	(%)	1.69	4.86	3.86	3.24	3.95	-	3.00	5.00
YoY non-NII growth	(%)	6.39	19.50	(7.25)	9.28	9.44	(4.27)	0.92	3.10
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.95	3.80	3.63	3.56	3.62	3.60	3.56	3.76
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.96	1.97	1.60	1.55	1.54	1.58	1.61	1.83
Spread	(%)	1.99	1.83	2.03	2.01	2.08	2.01	1.95	1.94
Net interest margin	(%)	2.25	2.11	2.27	2.25	2.33	2.28	2.23	2.27
ROE	(%)	11.73	9.98	8.59	8.46	8.67	8.58	8.25	8.57
ROA	(%)	1.36	1.22	1.10	1.10	1.14	1.15	1.14	1.21
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.53	3.01	3.55	4.36	3.85	4.00	4.07	4.07
LLR/NPLs	(%)	204.07	185.30	173.61	160.17	190.93	203.78	212.13	218.88
Provision expense/Total loans	(%)	0.49	0.78	0.81	1.12	1.05	1.00	0.94	0.88
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	81.02	83.83	83.81	82.88	85.28	83.36	83.72	84.23
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	47.56	48.08	50.26	46.78	49.14	47.69	47.75	46.58
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	17.41	17.86	18.32	18.16	17.96	17.72	18.06	18.15
Tier-1	(%)	15.11	15.78	16.40	16.62	16.43	16.19	16.57	16.72
Tier-2	(%)	2.30	2.08	1.92	1.54	1.52	1.53	1.49	1.43

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Interest & dividend income	(Btmn)	26,860	26,583	27,468	28,221	28,509	28,365	28,015	28,471
Interest expense	(Btmn)	9,906	9,460	9,895	9,964	10,086	10,066	10,379	10,527
Net interest income	(Btmn)	16,955	17,123	17,573	18,256	18,423	18,299	17,635	17,944
Non-interest income	(Btmn)	11,764	14,380	13,622	11,343	10,602	10,284	13,488	12,298
Non-interest expenses	(Btmn)	13,081	12,594	13,376	12,878	16,317	12,202	14,108	12,679
Earnings before tax & provision	(Btmn)	15,637	18,909	17,819	16,721	12,709	16,382	17,015	17,563
Provision	(Btmn)	4,617	7,322	6,533	5,346	2,765	5,078	5,549	5,381
Pre-tax profit	(Btmn)	11,020	11,587	11,286	11,376	9,944	11,303	11,466	12,181
Tax	(Btmn)	2,457	2,522	2,041	2,224	1,767	2,224	2,065	2,640
Equities & minority interest	(Btmn)	68	60	51	122	76	51	54	103
Core net profit	(Btmn)	8,496	9,005	9,194	9,030	8,101	9,028	9,347	9,438
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	8,496	9,005	9,194	9,030	8,101	9,028	9,347	9,438
EPS	(Bt)	4.45	4.72	4.82	4.73	4.24	4.73	4.90	4.94

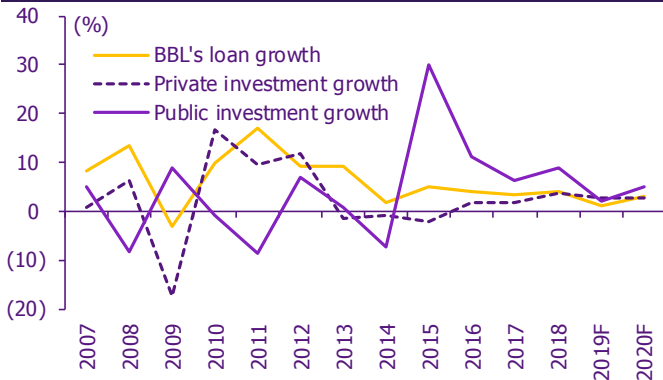
Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Cash	(Btmn)	65,473	57,980	55,924	56,770	62,394	58,652	55,151	51,825
Interbank assets	(Btmn)	437,738	634,237	494,489	448,478	450,700	520,967	505,175	575,970
Investments	(Btmn)	593,180	524,753	589,197	599,544	558,395	577,257	586,208	616,071
Gross loans	(Btmn)	2,003,989	1,978,511	2,065,487	2,021,246	2,083,160	2,029,810	2,017,314	2,001,445
Accrued interest receivable	(Btmn)	5,061	4,851	5,179	5,436	5,624	5,992	5,266	4,471
Loan loss reserve	(Btmn)	140,021	146,807	147,164	151,515	153,003	158,094	152,623	158,095
Net loans	(Btmn)	1,869,029	1,836,555	1,923,502	1,875,167	1,935,781	1,877,708	1,869,957	1,847,821
Total assets	(Btmn)	3,076,310	3,173,916	3,175,340	3,087,058	3,116,750	3,148,836	3,146,109	3,228,092
Deposits	(Btmn)	2,310,743	2,334,078	2,349,857	2,297,627	2,326,470	2,340,979	2,352,679	2,362,766
Interbank liabilities	(Btmn)	133,584	213,009	204,367	133,253	136,862	146,232	119,903	148,575
Borrowings	(Btmn)	107,190	89,777	95,766	132,543	116,348	114,172	111,103	147,375
Total liabilities	(Btmn)	2,674,303	2,768,225	2,775,166	2,682,235	2,703,591	2,723,141	2,722,609	2,797,654
Minority interest	(Btmn)	283	228	324	248	345	440	339	260
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	401,724	405,462	399,850	404,574	412,814	425,256	423,161	430,178
BVPS	(Bt)	210.45	212.41	209.47	211.95	216.26	222.78	221.68	225.36

Financial Ratios

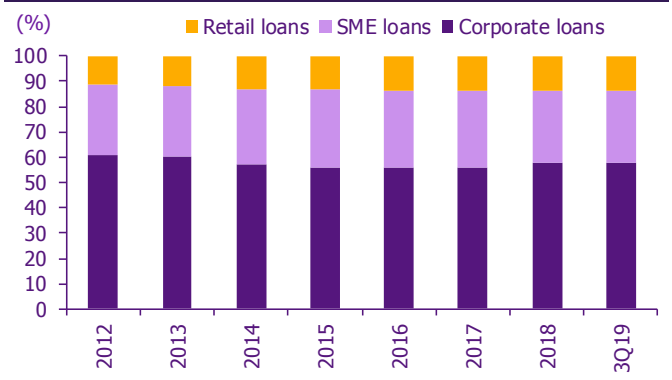
		4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Growth									
YoY loan growth	(%)	3.24	2.84	4.40	4.26	3.95	2.59	(2.33)	(0.98)
YoY non-NII growth	(%)	6.86	32.45	19.29	(2.20)	(9.87)	(28.48)	(0.98)	8.41
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.54	3.45	3.50	3.63	3.70	3.65	3.59	3.61
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.55	1.46	1.50	1.53	1.57	1.55	1.60	1.61
Spread	(%)	1.99	1.99	2.00	2.10	2.13	2.09	1.99	2.01
Net interest margin	(%)	2.23	2.22	2.24	2.35	2.39	2.35	2.26	2.28
ROE	(%)	8.55	8.92	9.13	8.98	7.93	8.62	8.81	8.85
ROA	(%)	1.10	1.13	1.16	1.17	1.04	1.15	1.19	1.17
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	4.36	4.66	4.04	4.16	3.85	4.12	4.07	4.31
LLR/NPLs	(%)	160.17	159.29	176.29	180.08	190.93	188.95	185.79	183.36
Provision expense/Total loans	(%)	0.92	1.48	1.27	1.06	0.53	1.00	1.10	1.08
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	82.88	81.63	84.46	83.17	85.28	82.68	81.88	79.73
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	47.49	45.59	46.86	46.50	57.46	42.69	45.33	41.92
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	18.16	17.98	17.22	17.86	17.96	18.12	18.28	20.07
Tier-1	(%)	16.62	16.43	15.70	16.34	16.43	16.63	16.79	17.70
Tier-2	(%)	1.54	1.55	1.52	1.52	1.52	1.49	1.49	2.37

Figure 1: Loan growth



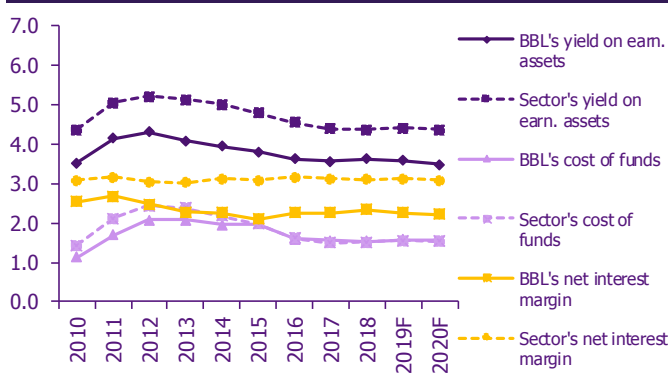
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's loan breakdown



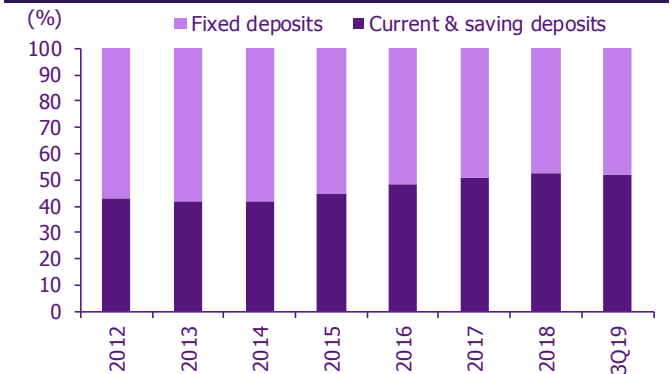
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM, yield on earnings assets, funding cost



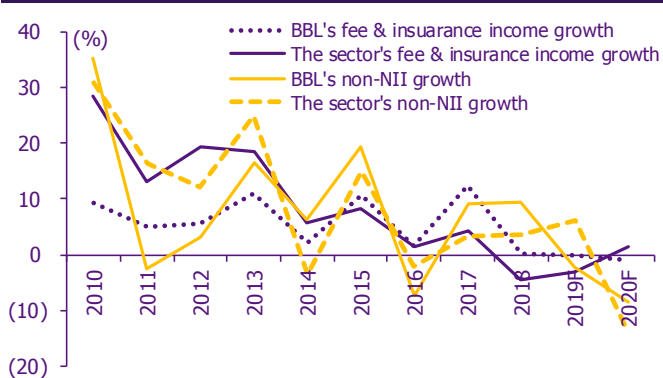
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 4: BBL's deposit breakdown



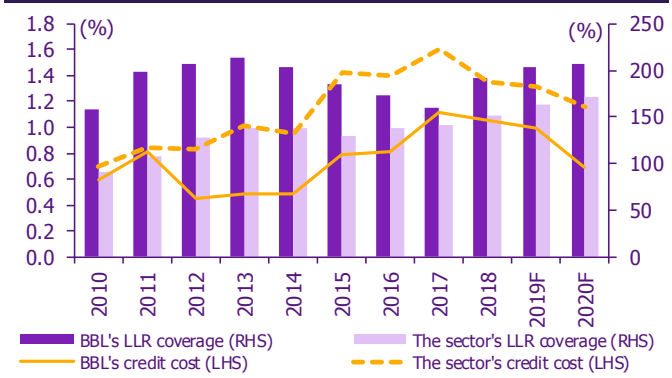
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: Growth in non-NII and fee income



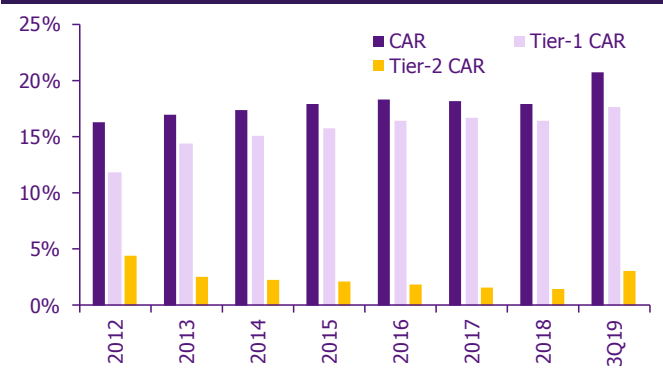
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: BBL's LLR coverage and credit cost



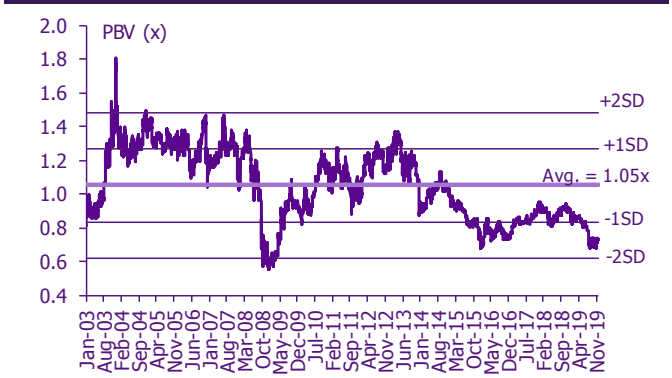
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 7: BBL's capital adequacy ratio (CAR)



Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 8: BBL's PBV



Source: BBL and SCBS Investment Research



ผลตอบแทนเงินปันผลสูง; ROE กับ valuation มี upside

เราเลือก TCAP เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 63 บาท (1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2563) เนื่องจากบริษัทให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 10% สำหรับ 2H62 และ 6.4% สำหรับปี 2563 และ valuation ต่ำเกินไป อีกทั้งยังมี upside จากแนวโน้มบริหารจัดการเงินทุนเพิ่มเติม การผนึกพลังจากการรวมกิจการระหว่าง TBANK กับ TMB รวมถึงโอกาสที่จะ re-rate valuation ขึ้น

ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง TCAP คาดว่าการรวมกิจการ TBANK (บริษัทย่อยที่ TCAP ถือหุ้น 51%) กับ TMB จะส่งผลทำให้บริษัทมีสภาพคล่องส่วนเกินไม่ต่ำกว่า 1.0 หมื่นลบ. ดังนั้นคณะกรรมการบริษัทจึงมีมติกำหนดแนวทางการบริหารสภาพคล่องส่วนเกินดังกล่าวหลังปรับโครงสร้างธุรกิจดังนี้: 1) ประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนจำนวนไม่เกิน 97 ล้านหุ้น ในวงเงินไม่เกิน 5 พันลบ. และ 2) จ่ายเงินปันผลระหว่างกาลเป็นเงินปันผลพิเศษในอัตราหุ้นละ 4 บาท คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 7.2% ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินปันผลใน 2H62 มีจำนวนรวม 5.6 บาท/หุ้น (เงินปันผลพิเศษ 4 บาท/หุ้น บวกกับเงินปันผลปกติ 1.6 บาท/หุ้น) คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 10%

มีแนวโน้มบริหารจัดการเงินทุนเพิ่มเติม เนื่องจาก TCAP จะถือหุ้นประมาณ 20% ในธนาคารที่เกิดจากการรวมกิจการ บริษัทจะไม่ถูกกำกับดูแลโดย ธปท. อีกต่อไป ดังนั้นจึงไม่มีความจำเป็นต้องดำรงเงินกองทุนไว้ในระดับสูง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัทบริหารจัดการเงินทุนเพิ่มเติมได้ทั้งในแง่ซื้อหุ้นคืนและจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้น เราคาดว่า TCAP จะปรับอัตราการจ่ายเงินปันผลจากผลการดำเนินงานตามปกติเพิ่มขึ้นจาก 40% ในปี 2562 สู่ 50% ในปี 2563 คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.35%

Upside จากการผนึกพลังจากการรวมกิจการ หลังการปรับโครงสร้างธุรกิจ เราคาดว่า TCAP จะรักษาความสามารถในการทำกำไรเอาไว้ได้ และมี upside จากการผนึกพลัง ซึ่งเราประเมินได้ประมาณ 3.0-4.0 หมื่นลบ. ในระยะ 5 ปีข้างหน้า ทั้งนี้หลังรวมกิจการ TCAP จะถือหุ้น 20.4% ในธนาคารที่เกิดจากการรวมกิจการ ดังนั้นบริษัทจะรับส่วนแบ่งกำไรตามวิธีส่วนได้เสีย นอกจากนี้บริษัทยังวางแผนที่จะเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน THANI จาก 33.25% ในปัจจุบัน สู่ 65.2% โดยเข้าซื้อหุ้นจาก TBANK และ Bank of Nova Scotia และคงสัดส่วนการถือหุ้นในบริษัทย่อยอื่นๆ ไว้เหมือนเดิม ยกเว้น บริษัท หลักทรัพย์จัดการกองทุนธนชาต จำกัด (ซึ่งจะถือโดยธนาคารที่เกิดจากการรวมกิจการ และคาดว่าจะขายให้กับ Eastspring Investments ในเวลาต่อมา)

ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร = โอกาส re-rate เราคาดว่า TCAP จะสามารถรักษา ROE ที่ระดับสูงกว่า 11% เอาไว้ได้ในปี 2563-2565 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 9% ใดๆก็ตาม หุ้น TCAP ยังคงซื้อขายที่ P/BV เฉลี่ยของกลุ่มธนาคารที่ 0.9 เท่า ทั้งนี้เมื่ออิงกับ ROE ที่ >11% เราเชื่อว่า TCAP มีโอกาสที่จะถูก re-rate ขึ้นมาซื้อขายที่ valuation สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร

Top Buy ของกลุ่มธนาคาร เราเลือก TCAP เป็น top Buy ของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 63 บาท (1 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2563) โดยได้รับการสนับสนุนจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่สูงถึง 10% สำหรับ 2H62 และ 6.4% สำหรับปี 2563 พร้อมกับแนวโน้มที่จะมีการบริหารจัดการเงินทุนเพิ่มเติม upside จากการผนึกพลังจากการรวมกิจการระหว่าง TBANK กับ TMB และ valuation ต่ำกว่าที่ควรจะเป็น รวมถึง ROE สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธนาคาร

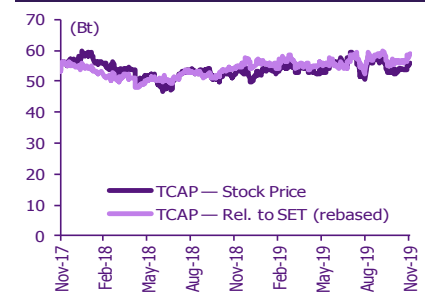
ชื่อ

Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	55.75
12-m target price (Bt)	63.00
Upside (Downside) to TP (%)	13.00
Mkt cap (Btbn)	64.96
Mkt cap (US\$m)	2,152

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.38
Sector % SET	11.32
Shares issued (mn)	1,165
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	59.5 / 49.5
Avg. daily 6m (US\$m)	7.08
Foreign limit / actual (%)	49 / 28
Free float (%)	75.4
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	4.2	(1.3)	4.7
Relative to SET	4.9	2.7	8.1

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	63.00
12-month dividend	(Bt)	6.80
Capital gain	(%)	13.00
Dividend yield	(%)	12.20
Total return	(%)	25.20

Source: SET, SCBS Investment Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Pre-provision profit	(Bt mn)	14,396	15,229	16,707	17,675	18,644
Net profit	(Bt mn)	7,001	7,839	8,226	8,254	8,793
PPP/Sh	(Bt)	11.93	13.07	14.34	15.17	16.00
EPS	(Bt)	5.80	6.73	7.06	7.08	7.55
BVPS	(Bt)	51.41	56.42	62.52	62.81	66.81
DPS	(Bt)	2.20	2.60	6.80	3.54	3.77
P/PPP	(x)	4.67	4.27	3.89	3.67	3.48
PPP growth	(%)	10.10	5.78	9.71	5.79	5.48
P/E	(x)	9.61	8.29	7.90	7.87	7.39
EPS growth	(%)	16.44	15.95	4.93	0.34	6.53
P/BV	(x)	1.08	0.99	0.89	0.89	0.83
ROE	(%)	11.78	12.27	11.87	11.30	11.64
Dividend yield	(%)	3.95	4.66	12.20	6.35	6.77

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจฉิมปริญญา

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Interest & dividend income	(Btmn)	52,940	48,640	45,208	44,681	46,559	48,825	50,374	51,778
Interest expense	(Btmn)	25,475	20,910	16,740	15,511	15,792	16,701	17,055	17,265
Net interest income	(Btmn)	27,465	27,730	28,468	29,170	30,767	32,123	33,319	34,513
Non-interest income	(Btmn)	12,179	12,202	11,884	13,065	12,865	13,564	12,886	13,328
Non-interest expenses	(Btmn)	19,830	20,319	21,073	20,836	20,979	21,665	21,188	21,338
Pre-provision profit	(Btmn)	19,814	19,613	19,279	21,399	22,653	24,023	25,017	26,503
Provision	(Btmn)	7,084	8,600	6,210	6,236	4,785	4,596	5,522	5,688
Pre-tax profit	(Btmn)	12,730	11,013	13,069	15,163	17,868	19,427	19,495	20,815
Tax	(Btmn)	2,558	225	852	1,159	2,604	3,885	3,899	4,163
Equities & minority interest	(Btmn)	5,052	5,352	6,204	7,003	7,425	7,315	7,342	7,860
Core net profit	(Btmn)	5,120	5,437	6,013	7,001	7,839	8,226	8,254	8,793
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	5,120	5,437	6,013	7,001	7,839	8,226	8,254	8,793
EPS	(Bt)	4.01	4.25	4.98	5.80	6.73	7.06	7.08	7.55
DPS	(Bt)	1.60	1.80	2.00	2.20	2.60	6.80	3.54	3.77

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Cash	(Btmn)	16,605	13,337	12,077	11,453	11,022	12,324	13,011	14,097
Interbank assets	(Btmn)	66,038	58,138	48,734	95,918	99,117	99,117	99,117	99,117
Investments	(Btmn)	164,735	186,915	189,818	181,530	173,464	175,199	175,199	175,199
Gross loans	(Btmn)	755,656	714,628	692,046	712,761	754,613	777,251	800,568	824,585
Accrued interest receivable	(Btmn)	788	667	631	601	657	657	657	657
Loan loss reserve	(Btmn)	28,450	26,244	25,155	24,518	24,145	25,243	27,563	29,953
Net loans	(Btmn)	727,994	689,051	667,521	688,844	731,125	752,665	773,662	795,290
Total assets	(Btmn)	1,025,684	997,581	966,867	1,025,525	1,060,929	1,085,506	1,107,191	1,129,904
Deposits	(Btmn)	696,949	669,454	676,456	716,091	751,917	761,767	775,479	785,366
Interbank liabilities	(Btmn)	80,139	85,600	65,701	82,343	71,923	71,923	71,923	71,923
Borrowings	(Btmn)	98,418	84,929	61,704	51,596	55,013	55,013	55,013	55,013
Total liabilities	(Btmn)	921,408	886,258	847,016	895,455	923,011	932,861	946,573	956,460
Minority interest	(Btmn)	52,923	58,649	62,960	68,050	72,183	79,798	87,440	95,600
Paid-up capital	(Btmn)	12,778	12,778	12,065	12,065	11,651	11,651	11,651	11,651
Total Equities	(Btmn)	51,353	52,674	56,891	62,020	65,735	72,847	73,178	77,844
BVPS	(Bt)	40.19	41.22	47.15	51.41	56.42	62.52	62.81	66.81

Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Growth									
YoY loan growth	(%)	(4.49)	(5.43)	(3.16)	2.99	5.87	3.00	3.00	3.00
YoY non-NII growth	(%)	(54.16)	0.19	(2.60)	9.93	(1.53)	5.43	(5.00)	3.44
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	5.30	5.00	4.78	4.65	4.62	4.70	4.74	4.76
Cost on int-bear'g liab	(%)	2.86	2.44	2.04	1.88	1.83	1.89	1.90	1.90
Spread	(%)	2.44	2.56	2.75	2.78	2.79	2.81	2.83	2.86
Net interest margin	(%)	2.75	2.85	3.01	3.04	3.05	3.09	3.13	3.18
ROE	(%)	10.37	10.45	10.98	11.78	12.27	11.87	11.30	11.64
ROA	(%)	0.49	0.54	0.61	0.70	0.75	0.77	0.75	0.79
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	4.47	3.16	2.50	2.65	2.67	2.42	2.42	2.42
LLR/NPLs	(%)	84.17	116.22	145.50	129.77	119.70	134.46	142.54	150.39
Provision expense/Total loans	(%)	0.94	1.20	0.90	0.87	0.63	0.59	0.69	0.69
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	95.01	94.73	93.75	92.85	93.52	95.16	96.40	98.12
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	50.02	50.88	52.22	49.33	48.08	47.42	45.86	44.60
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	13.59	14.71	15.61	15.18	15.58	15.63	15.31	15.45
Tier-1	(%)	9.37	10.29	11.30	12.50	12.97	13.09	12.83	13.03
Tier-2	(%)	4.22	4.42	4.30	2.68	2.61	2.54	2.48	2.42

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Interest & dividend income	(Btmn)	11,255	11,330	11,542	11,742	11,944	12,064	12,322	12,350
Interest expense	(Btmn)	3,915	3,874	3,918	3,974	4,026	4,142	4,249	4,357
Net interest income	(Btmn)	7,340	7,456	7,624	7,768	7,919	7,922	8,072	7,993
Non-interest income	(Btmn)	3,806	3,443	3,630	2,477	3,316	3,174	3,328	3,838
Non-interest expenses	(Btmn)	4,617	5,445	5,145	4,478	5,911	5,057	5,794	5,142
Earnings before tax & provision	(Btmn)	6,529	5,454	6,109	5,767	5,323	6,039	5,606	6,690
Provision	(Btmn)	2,319	1,431	1,448	1,233	672	991	952	1,091
Pre-tax profit	(Btmn)	4,210	4,023	4,661	4,534	4,651	5,048	4,654	5,599
Tax	(Btmn)	305	188	621	918	878	1,047	928	1,055
Equities & minority interest	(Btmn)	1,969	1,937	1,989	1,745	1,753	1,985	1,827	2,071
Core net profit	(Btmn)	1,935	1,899	2,051	1,870	2,020	2,016	1,899	2,472
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	1,935	1,899	2,051	1,870	2,020	2,016	1,899	2,472
EPS	(Bt)	1.60	1.57	1.70	1.60	1.73	1.73	1.63	2.12

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Cash	(Btmn)	11,453	9,272	8,642	8,951	11,022	9,373	8,760	9,374
Interbank assets	(Btmn)	95,918	112,746	121,477	71,916	99,117	107,217	89,535	139,094
Investments	(Btmn)	181,530	162,082	163,037	175,341	173,464	155,232	179,142	133,567
Gross loans	(Btmn)	712,761	713,693	725,080	737,109	754,613	763,776	769,747	771,039
Accrued interest receivable	(Btmn)	601	579	588	599	657	686	635	622
Loan loss reserve	(Btmn)	24,518	25,231	24,980	24,756	24,145	23,508	23,121	23,141
Net loans	(Btmn)	688,844	689,040	700,688	712,952	731,125	740,954	747,262	748,520
Total assets	(Btmn)	1,025,525	1,026,120	1,047,562	1,018,329	1,060,929	1,061,701	1,078,525	1,081,854
Deposits	(Btmn)	716,091	701,028	733,965	697,096	751,917	743,559	724,523	745,693
Interbank liabilities	(Btmn)	82,343	81,184	79,384	82,260	71,923	75,550	80,597	58,858
Borrowings	(Btmn)	51,596	53,629	54,917	58,236	55,013	56,775	79,128	80,406
Total liabilities	(Btmn)	895,455	892,225	913,846	883,536	923,011	919,445	933,093	934,943
Minority interest	(Btmn)	68,050	70,001	69,937	70,269	72,183	74,447	75,841	76,199
Paid-up capital	(Btmn)	12,065	12,065	12,065	11,651	11,651	11,651	11,651	11,651
Total Equities	(Btmn)	62,020	63,893	63,779	64,523	65,735	67,808	69,592	70,713
BVPS	(Bt)	51.41	52.96	52.86	55.38	56.42	58.20	59.73	60.69

Financial Ratios

FY December 31		4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Growth									
YoY loan growth	(%)	2.99	4.46	4.13	5.34	5.87	7.02	6.16	4.60
YoY non-NII growth	(%)	12.35	23.37	15.11	(25.29)	(12.87)	(7.80)	(8.32)	54.98
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	4.62	4.58	4.62	4.71	4.75	4.70	4.77	4.75
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.87	1.84	1.84	1.86	1.88	1.89	1.93	1.97
Spread	(%)	2.75	2.74	2.78	2.85	2.87	2.81	2.84	2.78
Net interest margin	(%)	3.01	3.01	3.05	3.12	3.15	3.09	3.13	3.07
ROE	(%)	12.68	12.06	12.85	11.66	12.40	-	-	-
ROA	(%)	0.75	0.74	0.78	0.73	0.76	0.00	0.00	0.00
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	2.65	2.80	2.69	2.71	2.67	2.57	2.64	2.89
LLR/NPLs	(%)	129.77	126.42	128.03	123.99	119.70	119.99	113.90	103.72
Provision expense/Total loans	(%)	1.30	0.80	0.80	0.67	0.36	0.52	0.49	0.57
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	92.85	94.57	91.91	97.59	93.52	95.43	95.78	93.33
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	44.40	52.19	48.66	41.84	54.35	46.95	52.29	47.81
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	15.18	15.24	14.92	14.88	15.58	15.54	15.16	-
Tier-1	(%)	12.50	12.61	12.29	12.26	12.97	12.94	13.58	0.00
Tier-2	(%)	2.68	2.63	2.63	2.63	2.61	2.60	1.58	-

Figure 1: TCAP's pro forma financial forecast post the TMB and TBANK merger

Unit	TMB		TBANK		TCAP		TMB post merger		TCAP post merger	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
Net profit (Bt mn)	7,471	7,628	10,611	11,752	8,226	8,254	18,082	19,380	8,246	8,430
Equities (Bt mn)	103,180	108,194	135,135	142,112	72,847	73,178	212,840	226,795	72,867	73,354
No. of shares (mn)	43,852	43,852	6,065	6,065	1,165	1,165	105,099	105,099	1,165	1,165
EPS (Bt)	0.17	0.17	1.75	1.94	7.06	7.08	0.17	0.18	7.08	7.23
BVPS (Bt)	2.35	2.47	22.28	23.43	62.52	62.81	2.03	2.16	62.54	62.96
ROE (%)	7.40%	7.22%	7.97%	8.48%	11.87%	11.30%	8.50%	8.82%	11.32%	11.49%

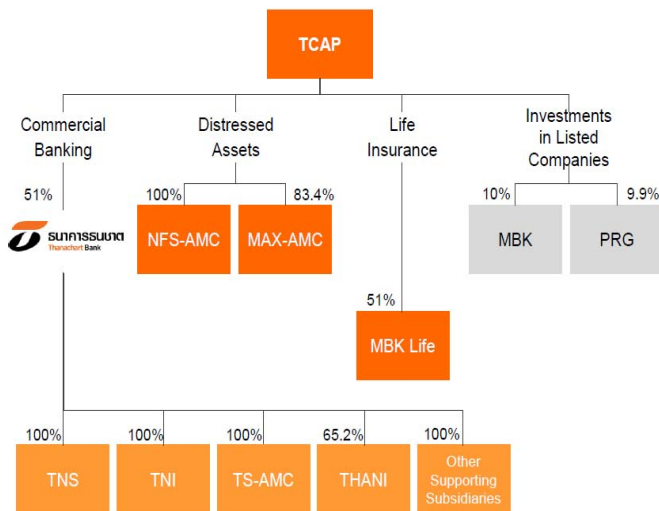
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: TCAP's pro form earnings composition

	% holding	2019F	2020F
TCAP unconsolidated (ex. dividend from TBANK)		853	853
Merged bank	20%	3,689	3,953
THANI	65%	1,276	1,305
TNS	51%	1,167	1,109
TNI	51%	904	904
TS AMC	51%	357	306
TCAP consolidated		8,246	8,430

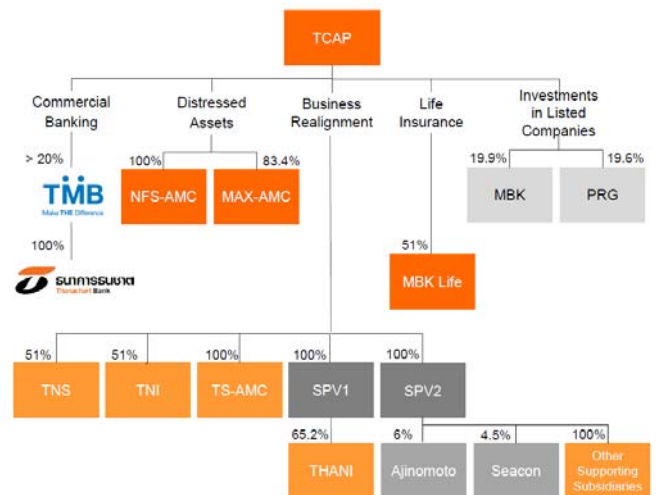
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: TCAP's structure before the merger



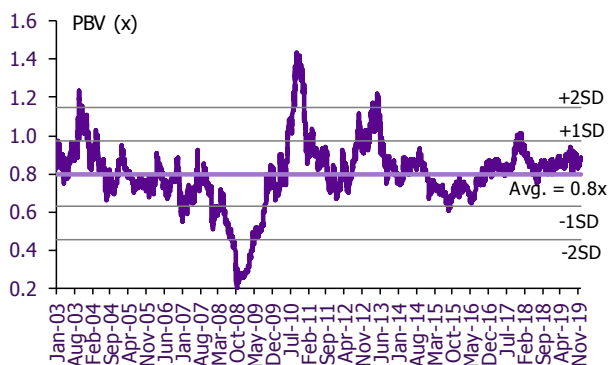
Source: TCAP and SCBS Investment Research

Figure 4: TCAP's structure after the merger



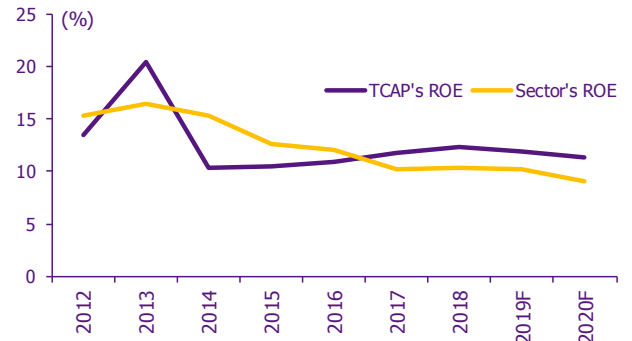
Source: TCAP and SCBS Investment Research

Figure 5: TCAP's PBV



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: TCAP's ROE vs Banking sector ROE



Source: TCAP and SCBS Investment Research



โดดเด่นที่สุดในระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน

ราคาหุ้น IVL ถูกตลาดลงโทษมากเกินไป โดยปรับตัวลดลงถึง 36% YTD สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปี โดยมีสาเหตุมาจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ sentiment เชิงลบต่อธุรกิจปิโตรเคมี และความกังวลเกี่ยวกับคำสั่งห้ามใช้พลาสติกแบบครั้งเดียวทิ้งและการซื้อธุรกิจสารลดแรงตึงผิวในสหรัฐฯ เรามองว่าตลาดกังวลมากเกินไป เนื่องจากกำไรจากการดำเนินงานของ IVL ยังคงเติบโตซึ่งเป็นผลมาจากการซื้อสินทรัพย์อย่างต่อเนื่องและอัตราการผลิตสูง เราคาดว่าตลาดจะกลับมาให้ความสนใจ IVL มากขึ้นในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ PET ที่เติบโตดี เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น YoY โดยเกิดจาก core EBITDA/t ที่ดีขึ้น และไม่ขาดทุนจากสินค้าคงคลังจำนวนมากเกิดขึ้นอีกครั้ง ราคาเป้าหมายของเราที่ 50 บาท อิงกับ EV/EBITDA 9 เท่า สะท้อนผลตอบแทนรวมที่น่าสนใจ >40% ซึ่งมีผลตอบแทนจากเงินปันผล >4% ในปี 2562-64 รวมอยู่ด้วย

PET margin ระดับต่ำจะกระตุ้นให้ผู้ผลิตต้นทุนสูงลดอัตราการผลิต Integrated PET spread ในตลาดเอเชียปรับตัวลดลง 20% QoQ ใน 4Q62 สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 3 ปีที่ US\$201/ตัน โดยมีสาเหตุมาจาก sentiment ตลาดเชิงลบ และอุปสงค์ระดับต่ำตามฤดูกาล เราเชื่อว่าต้นทุนเงินสดที่เพิ่มขึ้นสู่ระดับที่สูงกว่า US\$200/ตัน จะกระตุ้นให้ผู้ผลิตต้นทุนสูงลดอัตราการผลิตลง เราประเมินต้นทุนในการดำเนินการผลิต integrated PET ของ IVL ได้ที่ <US\$160/ตัน ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา สิ้นสุด 3Q62 ประโยชน์จากต้นทุน PX ที่ลดลงจะมีความชัดเจนมากขึ้นในปี 2563 โดยเกิดจากการดำเนินงานเต็มปีของกำลังการผลิต PX ใหม่ที่เริ่มเดินเครื่องในปี 2562 ปัจจัยสำคัญที่จะเป็นตัวจุดประกาย core EBITDA/t โดยรวมของ IVL ยังคงเป็นธุรกิจ IPA ซึ่งเผชิญกับสถานการณ์อุปทานสินค้าลดลงอย่างรุนแรง ธุรกิจนี้คิดเป็นสัดส่วนเพียง 3% ของกำลังการผลิตในปัจจุบัน

เน้นธุรกิจรีไซเคิลเพื่อตอบสนองความต้องการที่เพิ่มขึ้น IVL วางแผนจัดสรรงบลงทุน US\$1 พันล้าน เพื่อขยายพอร์ตในธุรกิจรีไซเคิลในระยะ 4 ปีข้างหน้า โดยตั้งเป้าขยายกำลังการผลิตของธุรกิจนี้ 700,000 ตันต่อปี จากกำลังการผลิตปัจจุบันที่ 465,000 ตันต่อปี หลักๆ ในตลาดที่พัฒนาแล้ว (ยุโรปและสหรัฐฯ) เพื่อตอบภัยความยั่งยืนและความต้องการจากลูกค้ารายสำคัญ โดยเฉพาะแบรนด์และผู้ค้าปลีกรายใหญ่ที่ต้องปฏิบัติตามกฎหมายที่กำหนดให้ใช้วัสดุรีไซเคิล กระแสเรื่องการใช้พลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งน่าจะมีผลกระทบเพียงเล็กน้อยต่อ PET ซึ่งเป็นพลาสติกรีไซเคิลที่ใช้กันแพร่หลายทั่วโลก IVL วางแผนเพิ่มกำลังการผลิต PET รีไซเคิลสู่ 12% ของกำลังการผลิต PET ทั้งหมดในระยะ 5 ปีข้างหน้า

ตลาดกังวลเกี่ยวกับการซื้อกิจการ Huntsman มากเกินไป ราคาหุ้น IVL ลดลงแรงหลังจากบริษัทประกาศลงทุนใน Huntsman เพื่อเพิ่มความหลากหลายให้กับพอร์ตผลิตภัณฑ์และสร้าง synergy กับธุรกิจ EO/EG ตลาดกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มของกิจการนี้ รวมถึงต้นทุนเข้าซื้อที่สูง (ซึ่งยังคงเป็นข้อถกเถียงกันสืบเนื่องมาจากความแตกต่างทางบัญชี) เราเล็งเห็น upside จาก Huntsman ซึ่งมีโรงงานผลิตสารลดแรงตึงผิวชนิดพิเศษที่จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนผ่านทางราคาที่สูงกว่าผลิตภัณฑ์ปัจจุบัน โดยเฉพาะเอทิลีนไกลคอล IVL คาดว่าจะได้รับประโยชน์จากกรณีนี้กำลังร่วมกับกิจการที่ซื้อมาครั้งนี้อย่างเต็มที่ \$US100 ล้านในปี 2566 ทั้งนี้แม้กิจการบางส่วน ของ Huntsman จะหยุดซ่อมบำรุงในปี 2563 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรของ Huntsman ลดลง YoY แต่การซื้อกิจการครั้งนี้จะสนับสนุนให้กำไรของ IVL เติบโตในปี 2563 (ถ้าดีแล้วเสร็จตามแผน)

IVL ยังคงเป็น top pick ของกลุ่มปิโตรเคมี ราคาเป้าหมายของเราที่ 50 บาท/หุ้น อ้างอิง EV/EBITDA เฉลี่ย 3 ปีที่ 9 เท่า valuation ปัจจุบันที่ PBV (ปี 2563) ระดับ 1.2 เท่า หรือ -1.6SD ดูไม่แพง เมื่อพิจารณาจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องทั้งจากธุรกิจหลักและการซื้อสินทรัพย์ ปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการกำไรและ valuation ของเรา คือ: 1) สงครามการค้าโลกส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ของ IVL ลดลง 2) การปรับปรุงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้ต่ำกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	286,332	347,171	357,539	378,870	386,049
EBITDA	(Btmn)	35,020	45,652	32,901	44,603	46,680
Core profit	(Btmn)	20,150	24,053	9,663	19,986	21,753
Reported profit	(Btmn)	20,883	26,465	9,263	19,986	21,753
Core EPS	(Bt)	3.84	4.28	1.72	3.56	3.87
DPS	(Bt)	1.00	1.40	1.40	1.40	1.50
P/E, core	(x)	9.0	8.1	20.2	9.8	9.0
EPS growth, core	(%)	93.4	11.5	(59.8)	106.8	8.8
P/BV, core	(x)	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	19.6	18.4	6.6	13.1	13.2
Dividend yield	(%)	2.9	4.0	4.0	4.0	4.3
FCF yield	(x)	0.1	(12.2)	15.8	15.2	30.3
EV/EBIT	(x)	11.9	10.4	17.3	9.6	7.3
EBIT growth, core	(%)	40.8	37.7	(44.8)	66.8	6.7
EV/CE	(x)	1.4	1.2	1.2	1.1	1.1
ROCE	(%)	11.7	9.3	4.9	9.2	11.6
EV/EBITDA	(x)	7.7	7.1	9.1	6.2	4.8
EBITDA growth	(%)	28.5	30.4	(27.9)	35.6	4.7

Source: SCBS Investment Research

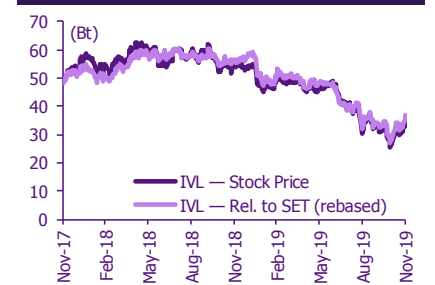
ชื่อ

Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	34.75
12-m target price (Bt)	50.00
Upside (Downside) to TP (%)	43.88
Mkt cap (Btbn)	195.11
Mkt cap (US\$mn)	6,465

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.15
Sector % SET	3.05
Shares issued (mn)	5,615
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	56.3 / 25.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	29.61
Foreign limit / actual (%)	100 / 73
Free float (%)	35.2
Dividend policy (%)	≥ 30

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	23.0	(1.4)	(35.6)
Relative to SET	23.9	2.6	(33.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	50.00
12-month dividend	(Bt)	1.40
Capital gain	(%)	43.88
Dividend yield	(%)	4.03
Total return	(%)	47.91

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	243,907	234,698	254,620	286,332	347,171	357,539	378,870	386,049
Cost of goods sold	(Btmn)	221,869	208,177	218,198	240,889	289,232	307,787	321,919	326,635
Gross profit	(Btmn)	22,038	26,521	36,422	45,444	57,939	49,753	56,951	59,414
SG&A	(Btmn)	16,627	19,293	21,823	23,925	28,760	34,538	30,409	31,200
Other income	(Btmn)	1,644	1,761	1,584	1,263	2,200	2,104	2,344	2,616
Interest expense	(Btmn)	3,555	3,652	4,222	3,864	4,227	5,434	4,927	4,754
Pre-tax profit	(Btmn)	3,501	5,337	11,961	18,917	27,151	11,885	23,960	26,076
Corporate tax	(Btmn)	1,625	1,881	2,062	(1,400)	3,812	2,114	3,762	4,094
Equity a/c profits	(Btmn)	(1,356)	(242)	(173)	28	586	(10)	(10)	(10)
Minority interests	(Btmn)	(285)	(279)	(162)	(195)	128	(98)	(202)	(220)
Core profit	(Btmn)	234	2,935	9,563	20,150	24,053	9,663	19,986	21,753
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,441	3,674	6,634	733	2,413	(400)	0	0
Net Profit	(Btmn)	1,675	6,609	16,197	20,883	26,465	9,263	19,986	21,753
EBITDA	(Btmn)	14,164	18,315	27,248	35,020	45,652	32,901	44,603	46,680
Core EPS	(Btmn)	0.05	0.61	1.99	3.84	4.28	1.72	3.56	3.87
Net EPS	(Bt)	0.35	1.37	3.36	3.98	4.71	1.65	3.56	3.87
DPS	(Bt)	0.38	0.48	0.66	1.00	1.40	1.40	1.40	1.50

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	72,180	70,548	84,495	92,953	124,284	117,210	139,199	162,269
Total fixed assets	(Btmn)	122,354	151,092	173,885	189,405	254,911	237,223	224,696	212,034
Total assets	(Btmn)	194,534	221,641	258,380	282,358	379,195	354,433	363,894	374,303
Total loans	(Btmn)	73,272	83,590	102,074	95,506	136,266	125,491	120,860	116,833
Total current liabilities	(Btmn)	48,066	57,383	65,862	65,622	113,700	91,184	92,325	92,384
Total long-term liabilities	(Btmn)	71,858	81,305	100,704	97,750	113,639	109,894	105,887	102,406
Total liabilities	(Btmn)	119,924	138,688	166,566	163,372	227,339	201,077	198,212	194,789
Paid-up capital	(Btmn)	4,814	4,814	4,814	5,245	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	72,553	79,825	89,055	117,062	144,838	146,240	158,365	171,977
BVPS	(Bt)	15.07	16.58	18.50	22.32	25.80	26.05	28.21	30.63

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	234	2,935	9,563	20,150	24,053	9,663	19,986	21,753
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,108	9,326	11,065	12,239	14,273	15,583	15,716	15,850
Operating cash flow	(Btmn)	22,293	24,800	24,953	28,907	32,362	28,700	32,835	62,140
Investing cash flow	(Btmn)	(18,503)	(21,300)	(36,382)	(28,786)	(56,227)	2,194	(3,100)	(3,100)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,565)	(5,607)	12,223	2,730	22,567	(15,525)	(12,289)	(11,948)
Net cash flow	(Btmn)	1,225	(2,107)	793	2,851	(1,299)	15,369	17,445	47,091

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	9.0	11.3	14.3	15.9	16.7	13.9	15.0	15.4
Operating margin	(%)	2.2	3.1	5.7	7.5	8.4	4.3	7.0	7.3
EBITDA margin	(%)	5.8	7.8	10.7	12.2	13.1	9.2	11.8	12.1
EBIT margin	(%)	2.9	3.8	6.4	8.0	9.0	4.8	7.6	8.0
Net profit margin	(%)	0.7	2.8	6.4	7.3	7.6	2.6	5.3	5.6
ROE	(%)	0.4	3.9	11.3	19.6	18.4	6.6	13.1	13.2
ROA	(%)	0.1	1.4	4.0	7.5	7.3	2.6	5.6	5.9
Net D/E	(x)	0.9	1.0	1.1	0.8	0.9	0.7	0.5	0.2
Interest coverage	(x)	4.0	5.0	6.5	9.1	10.8	6.1	9.1	9.8
Debt service coverage	(x)	0.6	1.1	1.3	1.5	2.4	0.7	1.1	1.2
Payout Ratio	(%)	109.2	35.0	19.6	25.1	29.7	84.9	39.3	38.7

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total capacity (period-end)	(ktpa)	7,510	8,776	10,470	10,692	13,056	15,105	15,453	15,490
Total sales volume	(kt)	6,249	7,024	8,729	9,103	11,091	12,400	13,000	13,200
Core EBITDA/t	(US\$/t)	96	91	89	110	138	100	110	113
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	79	80	88	112	141	90	110	113
Average selling price	(US\$/t)	1,202	975	827	927	968	930	940	943
FX	(Bt/US\$)	32.48	34.35	35.29	33.93	32.32	31.00	31.00	31.00

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total revenue	(Btmn)	70,417	76,143	83,591	96,001	91,436	95,810	94,895	84,478
Cost of goods sold	(Btmn)	59,445	63,416	68,010	77,055	80,751	83,550	82,282	74,221
Gross profit	(Btmn)	10,972	12,727	15,581	18,946	10,685	12,260	12,613	10,258
SG&A	(Btmn)	6,255	6,262	7,132	7,487	7,879	8,510	9,153	8,344
Other income	(Btmn)	593	976	395	365	463	555	514	356
Interest expense	(Btmn)	905	891	887	1,122	1,327	1,384	1,544	1,357
Pre-tax profit	(Btmn)	4,405	6,550	7,957	10,703	1,941	2,922	2,430	913
Corporate tax	(Btmn)	(3,149)	881	1,145	1,018	768	103	74	27
Equity a/c profits	(Btmn)	(45)	(42)	206	479	(57)	(0)	(5)	(5)
Minority interests	(Btmn)	(26)	(27)	(26)	64	117	(25)	95	202
Core profit	(Btmn)	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233	2,793	2,446	1,083
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,520	214	1,250	(173)	1,122	915	(179)	(290)
Net Profit	(Btmn)	10,003	5,814	8,243	10,054	2,355	3,708	2,267	793
EBITDA	(Btmn)	8,730	10,493	12,064	15,657	7,438	8,292	8,335	6,571
Core EPS	(Btmn)	1.43	1.03	1.26	1.82	0.22	0.50	0.44	0.19
Net EPS	(Bt)	1.91	1.07	1.49	1.79	0.42	0.66	0.40	0.14

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total current assets	(Btmn)	92,953	101,644	123,981	127,413	124,284	130,584	130,836	122,693
Total fixed assets	(Btmn)	189,405	185,224	209,820	229,300	254,911	264,881	264,466	262,060
Total assets	(Btmn)	282,358	286,868	333,801	356,713	379,195	395,465	395,302	384,753
Total loans	(Btmn)	95,506	90,462	113,269	117,404	136,266	145,911	146,383	142,536
Total current liabilities	(Btmn)	65,622	67,146	86,331	101,943	113,700	116,935	121,593	110,358
Total long-term liabilities	(Btmn)	97,750	91,809	104,689	104,738	113,639	125,723	125,703	129,882
Total liabilities	(Btmn)	163,372	158,955	191,020	206,681	227,339	242,658	247,296	240,240
Paid-up capital	(Btmn)	5,245	5,412	5,548	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	117,062	126,126	139,640	144,178	144,838	144,412	138,045	135,127
BVPS	(Bt)	22.32	23.31	25.17	25.68	25.80	25.72	24.59	24.07

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Core Profit	(Btmn)	7,483	5,600	6,993	10,227	1,233	2,793	2,446	1,083
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,420	3,052	3,219	3,832	4,170	3,987	4,361	4,301
Operating cash flow	(Btmn)	7,102	7,626	7,215	9,123	8,398	8,401	11,803	18,101
Investing cash flow	(Btmn)	(6,611)	(4,493)	(16,275)	(14,196)	(21,263)	(10,363)	(4,342)	(3,884)
Financing cash flow	(Btmn)	1,946	3,147	18,678	(6,585)	7,327	3,410	(5,991)	(6,507)
Net cash flow	(Btmn)	2,437	6,280	9,617	(11,658)	(5,538)	1,448	1,470	7,711

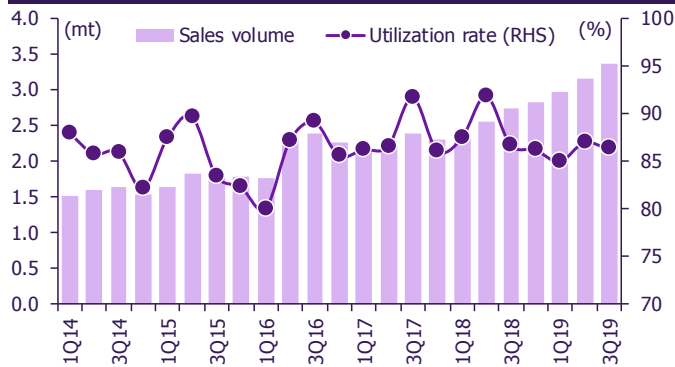
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Gross margin	(%)	15.6	16.7	18.6	19.7	11.7	12.8	13.3	12.1
Operating margin	(%)	6.7	8.5	10.1	11.9	3.1	3.9	3.6	2.3
EBITDA margin	(%)	12.4	13.8	14.4	16.3	8.1	8.7	8.8	7.8
EBIT margin	(%)	7.5	9.8	10.6	12.3	3.6	4.5	4.2	2.7
Net profit margin	(%)	14.2	7.6	9.9	10.5	2.6	3.9	2.4	0.9
ROE	(%)	26.5	18.4	21.0	28.8	3.4	7.7	6.9	3.2
ROA	(%)	10.8	7.9	9.0	11.8	1.3	2.9	2.5	1.1
Net D/E	(x)	0.8	0.6	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest coverage	(x)	9.6	11.8	13.6	14.0	5.6	6.0	5.4	4.8
Debt service coverage	(x)	1.9	2.2	1.6	1.7	0.6	0.7	0.7	0.6

Main Assumptions

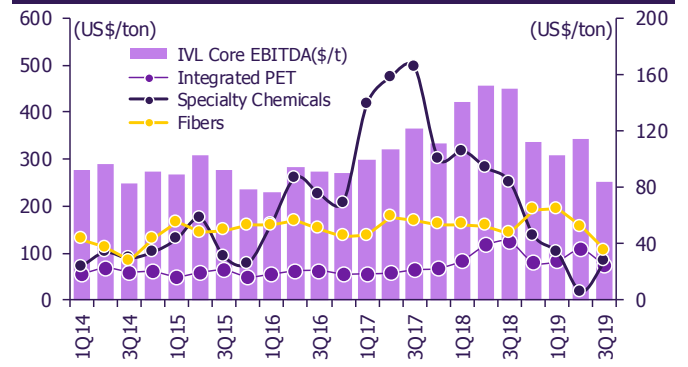
FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total capacity (period-end)	(ktpa)	10,665	10,638	11,084	12,587	13,029	13,920	14,520	15,520
Total sales volume	(kt)	2,306	2,325	2,546	2,730	2,820	2,970	3,150	3,350
Core EBITDA/t	(US\$/t)	111	140	153	150	113	102	115	84
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	117	148	156	175	85	89	87	63
Average selling price	(US\$/t)	926	1,038	1,028	1,070	989	1,020	930	845
FX	(Bt/US\$)	32.95	31.54	31.95	32.98	32.82	31.62	31.59	30.71

Figure 1: Sales volume



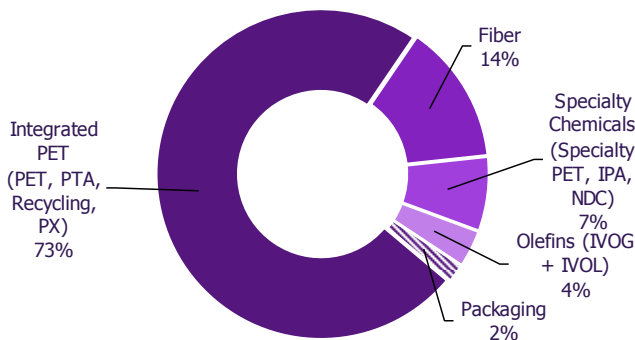
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 2: Core EBITDA/t



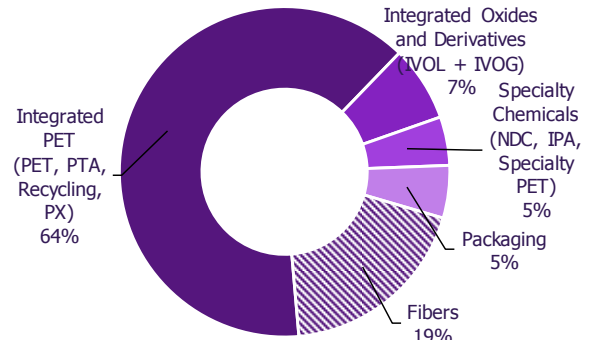
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 3: Capacity breakdown (end-2019)



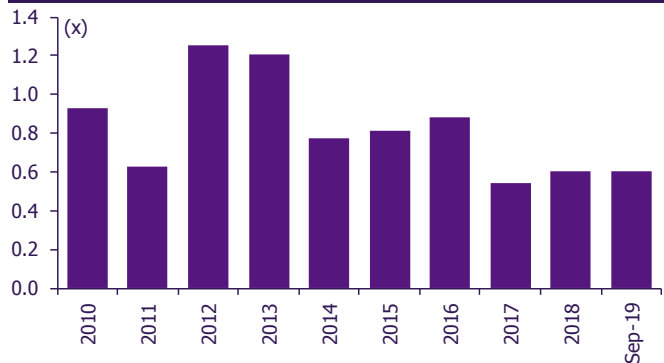
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 4: Core EBITDA breakdown (LTM-3Q19)



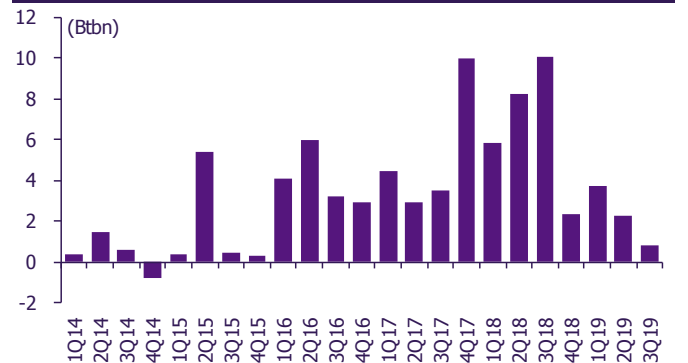
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Net operating debt to equity (period-end)



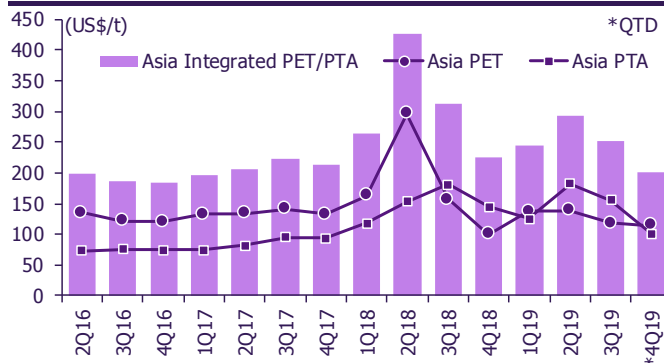
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: Quarterly net profit



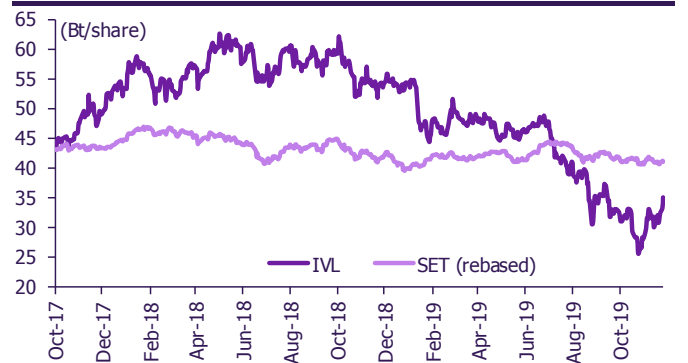
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 7: Integrated PET spread (Asia)



Source: IVL, Industry data, SCBS Investment Research

Figure 8: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research



ยังคงเป็นหุ้น TOP BUY

TOP ปรับตัว outperform หุ้นโรงกลั่นอื่นๆ ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา โดยปรับขึ้น **7%** เทียบกับ **-1%** ถึง **-32%** สำหรับหุ้นโรงกลั่นอื่นๆ เรามองเรื่องนี้เป็นที่ยืนยันถึงความมั่นใจสูงในความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนและฐานะการเงินที่แข็งแกร่งของ TOP ทั้งนี้แม้ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะโรเมติกส์ยังมีความไม่แน่นอน โดยมิสาเหตุมาจากสงครามการค้าและเศรษฐกิจโลกชะลอตัว แต่กำไรของ TOP ส่วนใหญ่จะได้รับการคุ้มครองโดยต้นทุนการดำเนินงานที่สามารถแข่งขันได้ และกระแสเงินสดที่มีเสถียรภาพจากธุรกิจโรงไฟฟ้า ปัจจุบันคือ crack spread ที่สูงขึ้นสำหรับผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate หลักๆ คือ gasoil อันเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากอุตสาหกรรมเดินเรือสำหรับใช้เป็นเชื้อเพลิงที่ถูกต้องตามมาตรการควบคุมปริมาณกำมะถันของ IMO เราเลือก TOP เป็น top BUY ของเรา ด้วยราคาเป้าหมาย 79 บาท

ธุรกิจโรงกลั่น: ปริมาณการกลั่นที่สูงขึ้นและ GRM ที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนกำไรในปี 2563 หลังจากการผลิตลดลงในปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่โรงกลั่นและโรงอะโรเมติกส์คอมเพล็กซ์ อัตราการใช้กำลังการผลิตน่าจะกลับคืนสู่ระดับปกติในปี 2563 พร้อมกับปริมาณการกลั่น >300kbd ซึ่งจะช่วยให้อัตราการดำเนินงานที่สามารถแข่งขันได้อยู่แล้วของ TOP ที่ US\$1.5-2/bbl ปรับตัวดีขึ้น เพื่อรับมือกับตลาดน้ำมันที่ผันผวน เนื่องจากอุปสงค์ไม่ชัดเจนและอุปทานใหม่เข้ามาในตลาดอย่างต่อเนื่อง เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจากการผลิตรวม (GIM) ของ TOP จะเพิ่มขึ้นจาก US\$5.5/bbl ในปี 2562 สู่ US\$6.2/bbl ในปี 2563 โดยเกิดจากแนวโน้มที่ดีขึ้นสำหรับอุปสงค์ gasoil หลังจากมาตรการควบคุมปริมาณกำมะถันของ IMO มีผลบังคับใช้ในเดือนม.ค. 2563 แผนกลั่นน้ำมันของ TOP ยืดหยุ่นได้ โดยสามารถปรับเปลี่ยนการคัดเลือกลำดับน้ำมันดิบเพื่อตอบสนองความต้องการน้ำมันเตาที่มีปริมาณกำมะถันต่ำที่เพิ่มสูงขึ้นสำหรับอุตสาหกรรมเดินเรือ ทั้งนี้ปริมาณที่ปริมาณกำมะถันสูงคิดเป็นสัดส่วน 4% ของผลผลิตทั้งหมด ถ้าสัดส่วนนี้เปลี่ยนมาเป็น LSFO GRM ก็น่าจะปรับเพิ่มขึ้นได้อีก ~US\$2/bbl แต่ยังคงขึ้นอยู่กับ crude premium

ธุรกิจอะโรเมติกส์ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยง แต่ไม่มาก ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ลดลงมาก YTD ในปี 2562 จากระดับสูงผิดปกติในปี 2561 เรามองส่วนต่างราคาที่เป็นตัวลดลงครั้งนี้เป็นสัญญาณสะท้อนถึงกำลังการผลิตเพิ่มเติมจำนวนมากที่เริ่มเดินเครื่องตามแผนที่วางไว้ ไม่ได้ล่าช้าอย่างที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ เรามองว่ากำลังการผลิตใหม่ดังกล่าวจะค่อยๆ ถูกดูดซับไปโดยอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำใหม่ เนื่องจากโรงงาน PTA ในตลาดภูมิภาค (จีน) จะเริ่มเดินเครื่องมากขึ้น นอกจากนี้ส่วนต่างราคา PX ที่ลดลงยังส่งผลทำให้ผู้ผลิตต้นทุนสูงลดอัตราการใช้กำลังการผลิตลงด้วย ซึ่งจะช่วยให้อุปสงค์และอุปทานเข้าสู่ภาวะสมดุลเร็วขึ้น

รายจ่ายลงทุนจะเพิ่มขึ้นในปี 2563 แต่ยังคงจ่ายเงินปันผล TOP จะเพิ่มรายจ่ายลงทุนในปี 2563 โดยส่วนใหญ่จะลงทุนในโรงกลั่นใหม่ภายใต้โครงการ Clean Fuel Project (CFP) บริษัทวางแผนใช้งบลงทุนเกือบ US\$2 พันล้านในปี 2563 เทียบกับ US\$935 ล้านในปี 2562 จากงบลงทุนทั้งหมด US\$4.4 พันล้านสำหรับโครงการดังกล่าว (ทยอยใช้ในปี 2562-65) เราคาดว่าบริษัทจะยังคงสามารถจ่ายเงินปันผลได้ในระดับที่น่าพอใจ เพราะกระแสเงินสดแข็งแกร่งและมีเงินสดในมือจำนวนมาก เราคาดว่า TOP จะสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานได้ >US\$800 ล้านต่อปีในปี 2563-65 หลังจากสะดุดลงในปี 2562 จากการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ ซึ่งจะทำให้บริษัทจ่ายเงินปันผลได้แม้ลงทุนสูง

ราคาเป้าหมาย 79 บาท อ้างอิง EV/EBITDA 7 เท่า เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" TOP ด้วยราคาเป้าหมายที่ 79 บาท/หุ้น อ้างอิง EV/EBITDA เฉลี่ยในอดีตที่ 7 เท่า เราคาดว่า TOP จะยังคงจ่ายเงินปันผลสูง เพราะสถานะเงินสดที่แข็งแกร่ง แม้ว่าจะมีรายจ่ายลงทุนสูง ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการของเรา คือ ราคาน้ำมันและ GRM ผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน และสงครามการค้าที่ส่งผลกระทบต่อตลาดน้ำมันและปิโตรเคมี

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	337,388	389,344	354,857	337,210	333,658
EBITDA	(Btmn)	37,531	22,574	16,183	30,205	31,617
Core profit	(Btmn)	21,808	10,343	4,336	15,420	16,411
Reported profit	(Btmn)	24,856	10,149	5,956	15,420	16,411
Core EPS	(Bt)	10.69	5.07	2.13	7.56	8.04
DPS	(Bt)	5.25	2.65	1.20	3.10	3.30
P/E, core	(x)	6.5	13.6	32.5	9.1	8.6
EPS growth, core	(%)	3.8	(52.6)	(58.1)	255.6	6.4
P/BV, core	(x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
ROE	(%)	18.3	8.2	3.4	11.4	11.2
Dividend yield	(%)	7.6	3.8	1.7	4.5	4.8
FCF yield	(x)	2.6	(5.1)	(2.8)	0.4	2.8
EV/EBIT	(x)	4.7	9.2	20.7	9.4	9.4
EBIT growth, core	(%)	14.0	(48.8)	(42.1)	157.6	5.9
EV/CE	(x)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
ROCE	(%)	19.7	10.0	3.1	8.7	8.4
EV/EBITDA	(x)	3.7	6.2	11.4	7.1	7.2
EBITDA growth	(%)	10.5	(39.9)	(28.3)	86.6	4.7

Source: SCBS Investment Research

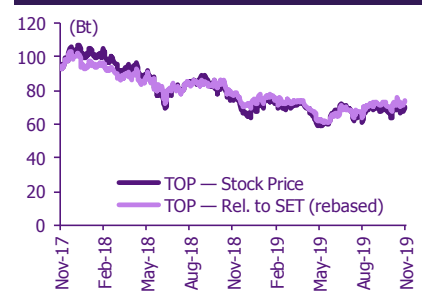
ชื่อ

Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	69.00
12-m target price (Bt)	79.00
Upside (Downside) to TP (%)	14.49
Mkt cap (Btbn)	140.76
Mkt cap (US\$mn)	4,664

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.83
Sector % SET	23.16
Shares issued (mn)	2,040
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	78.5 / 58.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.92
Foreign limit / actual (%)	40 / 20
Free float (%)	46.5
Dividend policy (%)	≥ 25

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	2.2	1.8	(9.2)
Relative to SET	2.9	6.0	(6.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	79.00
12-month dividend	(Bt)	1.20
Capital gain	(%)	14.49
Dividend yield	(%)	1.74
Total return	(%)	16.23

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	390,090	293,569	274,739	337,388	389,344	354,857	337,210	333,658
Cost of goods sold	(Btmn)	394,170	273,819	247,261	305,386	373,128	346,484	314,018	308,982
Gross profit	(Btmn)	(4,080)	19,750	27,478	32,002	16,216	8,373	23,193	24,675
SG&A	(Btmn)	2,641	3,207	2,633	3,461	2,782	2,224	2,409	2,384
Other income	(Btmn)	2,085	1,546	1,366	1,348	1,876	2,708	2,034	1,876
Interest expense	(Btmn)	3,966	3,435	3,461	3,285	3,942	4,761	5,188	5,382
Pre-tax profit	(Btmn)	(8,603)	14,654	22,750	26,604	11,368	4,097	17,629	18,785
Corporate tax	(Btmn)	(920)	1,597	2,295	5,529	1,983	915	3,173	3,381
Equity a/c profits	(Btmn)	630	712	930	1,197	1,193	1,253	1,315	1,381
Minority interests	(Btmn)	(301)	(323)	(365)	(463)	(235)	(99)	(351)	(374)
Core profit	(Btmn)	(7,354)	13,446	21,019	21,808	10,343	4,336	15,420	16,411
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,214	(1,264)	203	3,048	(194)	1,620	0	0
Net Profit	(Btmn)	(4,140)	12,181	21,222	24,856	10,149	5,956	15,420	16,411
EBITDA	(Btmn)	1,896	24,855	33,972	37,531	22,574	16,183	30,205	31,617
Core EPS	(Btmn)	(3.60)	6.59	10.30	10.69	5.07	2.13	7.56	8.04
Net EPS	(Bt)	(2.03)	5.97	10.40	12.18	4.97	2.92	7.56	8.04
DPS	(Bt)	1.16	2.70	4.50	5.25	2.65	1.20	3.10	3.30

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	95,464	90,490	115,731	126,211	164,743	120,248	82,683	71,217
Total fixed assets	(Btmn)	98,143	101,676	102,001	101,897	103,869	142,720	200,993	225,536
Total assets	(Btmn)	193,607	192,166	217,731	228,108	268,613	262,968	283,676	296,753
Total loans	(Btmn)	80,101	75,506	76,301	66,468	107,060	102,511	109,055	112,506
Total current liabilities	(Btmn)	35,635	18,192	34,146	33,348	38,020	32,364	35,887	31,868
Total long-term liabilities	(Btmn)	70,128	76,965	71,988	67,612	104,121	102,463	106,121	112,960
Total liabilities	(Btmn)	105,763	95,157	106,134	100,960	142,141	134,827	142,008	144,828
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Total equity	(Btmn)	87,844	97,009	111,597	127,148	126,472	128,141	141,668	151,925
BVPS	(Bt)	40.88	45.28	52.38	59.91	59.66	60.43	66.89	71.73

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	(7,354)	13,446	21,019	21,808	10,343	4,336	15,420	16,411
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,533	6,766	7,762	7,642	7,264	7,326	7,388	7,450
Operating cash flow	(Btmn)	24,356	31,738	23,105	33,821	18,699	8,175	32,916	24,534
Investing cash flow	(Btmn)	(20,346)	2,530	(18,352)	(30,092)	(25,846)	(12,098)	(32,363)	(20,603)
Financing cash flow	(Btmn)	(3,075)	(14,740)	(9,397)	(19,226)	25,566	(8,836)	4,650	(2,703)
Net cash flow	(Btmn)	934	19,527	(4,644)	(15,497)	18,418	(12,759)	5,204	1,228

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	(1.0)	6.7	10.0	9.5	4.2	2.4	6.9	7.4
Operating margin	(%)	(1.7)	5.6	9.0	8.5	3.5	1.7	6.2	6.7
EBITDA margin	(%)	0.5	8.5	12.4	11.1	5.8	4.6	9.0	9.5
EBIT margin	(%)	(1.2)	6.2	9.5	8.9	3.9	2.5	6.8	7.2
Net profit margin	(%)	(1.1)	4.1	7.7	7.4	2.6	1.7	4.6	4.9
ROE	(%)	(8.0)	14.5	20.2	18.3	8.2	3.4	11.4	11.2
ROA	(%)	(3.7)	7.0	10.3	9.8	4.2	1.6	5.6	5.7
Net D/E	(x)	0.4	0.2	0.1	(0.0)	(0.0)	0.3	0.5	0.6
Interest coverage	(x)	0.5	7.2	9.8	11.4	5.7	3.4	5.8	5.9
Debt service coverage	(x)	0.1	4.8	3.0	6.4	2.1	1.5	2.1	2.8
Payout Ratio	(%)	(57.2)	45.2	43.3	43.1	53.3	41.1	41.0	41.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	96.6	51.2	41.3	53.2	69.4	65.0	62.0	62.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	6.2	9.1	7.5	9.1	6.9	5.5	6.2	6.5
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	279.0	256.0	317.2	276.1	387.6	300.0	250.0	250.0
Utilization rate - refinery	(%)	98.0	108.0	108.0	112.0	113.0	105.0	113.0	113.0
Utilization rate - petchem	(%)	82.0	81.0	81.0	83.0	88.0	75.0	85.0	85.0
FX	(Bt/US\$)	32.62	34.35	35.29	33.93	32.32	31.00	31.00	31.00

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total revenue	(Btmn)	89,443	92,229	97,200	101,783	98,132	91,789	92,564	83,034
Cost of goods sold	(Btmn)	79,724	86,239	89,270	95,800	101,818	86,073	91,700	83,585
Gross profit	(Btmn)	9,719	5,990	7,929	5,983	(3,687)	5,717	864	(551)
SG&A	(Btmn)	1,390	589	695	643	855	546	801	526
Other income	(Btmn)	281	381	485	424	586	679	825	527
Interest expense	(Btmn)	797	750	1,077	844	1,271	1,215	1,196	1,041
Pre-tax profit	(Btmn)	7,812	5,032	6,642	4,921	(5,226)	4,635	(307)	(1,592)
Corporate tax	(Btmn)	1,711	1,209	1,081	1,008	(1,315)	1,000	116	(222)
Equity a/c profits	(Btmn)	301	333	339	320	201	351	351	297
Minority interests	(Btmn)	(88)	(120)	(16)	(82)	(17)	(63)	(45)	(60)
Core profit	(Btmn)	6,314	4,036	5,884	4,150	(3,727)	3,923	(117)	(1,133)
Extra-ordinary items	(Btmn)	613	1,572	(1,089)	408	(1,085)	486	684	451
Net Profit	(Btmn)	6,927	5,608	4,795	4,558	(4,812)	4,408	567	(683)
EBITDA	(Btmn)	10,578	7,520	9,554	7,593	(2,094)	7,652	2,661	1,230
Core EPS	(Btmn)	3.09	1.98	2.88	2.03	(1.83)	1.92	(0.06)	(0.56)
Net EPS	(Bt)	3.40	2.75	2.35	2.23	(2.36)	2.16	0.28	(0.33)

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total current assets	(Btmn)	126,211	138,893	141,537	139,639	164,743	166,386	146,947	138,546
Total fixed assets	(Btmn)	101,897	102,147	99,937	101,260	103,869	105,845	109,506	117,316
Total assets	(Btmn)	228,108	241,040	241,473	240,899	268,613	272,231	256,453	255,863
Total loans	(Btmn)	66,468	70,565	72,413	72,325	104,060	102,026	99,597	99,000
Total current liabilities	(Btmn)	33,348	37,183	38,642	37,652	38,020	38,127	29,885	32,255
Total long-term liabilities	(Btmn)	67,612	71,149	73,041	71,932	104,121	103,165	101,414	101,120
Total liabilities	(Btmn)	100,960	108,332	111,683	109,583	142,141	141,292	131,299	133,375
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Total equity	(Btmn)	127,148	132,708	129,791	131,316	126,472	130,939	125,154	122,488
BVPS	(Btmn)	59.91	62.65	61.32	62.04	59.66	61.82	59.39	58.08

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Core Profit	(Btmn)	6,314	4,036	5,884	4,150	(3,727)	3,923	(117)	(1,133)
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,969	1,738	1,835	1,828	1,862	1,803	1,772	1,781
Operating cash flow	(Btmn)	16,198	8,057	4,007	(4,395)	11,030	3,466	2,962	(1,670)
Investing cash flow	(Btmn)	(25,348)	2,915	6,689	(5,789)	(29,662)	7,878	18,388	9,630
Financing cash flow	(Btmn)	(4,259)	7,283	(10,023)	(3,610)	31,915	(5,186)	(3,911)	(3,468)
Net cash flow	(Btmn)	(13,410)	18,256	674	(13,794)	13,282	6,158	17,439	4,491

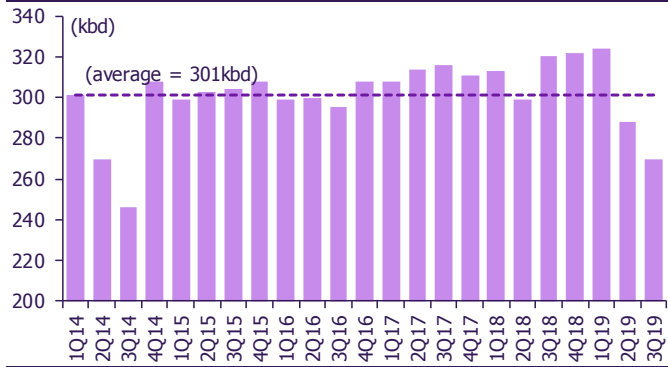
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Gross margin	(%)	10.9	6.5	8.2	5.9	(3.8)	6.2	0.9	(0.7)
Operating margin	(%)	9.3	5.9	7.4	5.2	(4.6)	5.6	0.1	(1.3)
EBITDA margin	(%)	11.8	8.2	9.8	7.5	(2.1)	8.3	2.9	1.5
EBIT margin	(%)	9.6	6.3	7.9	5.7	(4.0)	6.4	1.0	(0.7)
Net profit margin	(%)	7.7	6.1	4.9	4.5	(4.9)	4.8	0.6	(0.8)
ROE	(%)	20.4	12.4	17.9	12.7	(11.6)	12.2	(0.4)	(3.7)
ROA	(%)	11.4	6.9	9.8	6.9	(5.9)	5.8	(0.2)	(1.8)
Net D/E	(x)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.2
Interest coverage	(x)	13.3	10.0	8.9	9.0	(1.6)	6.3	2.2	1.2
Debt service coverage	(x)	7.4	4.9	5.1	4.0	(0.9)	3.9	1.3	0.7

Main Assumptions

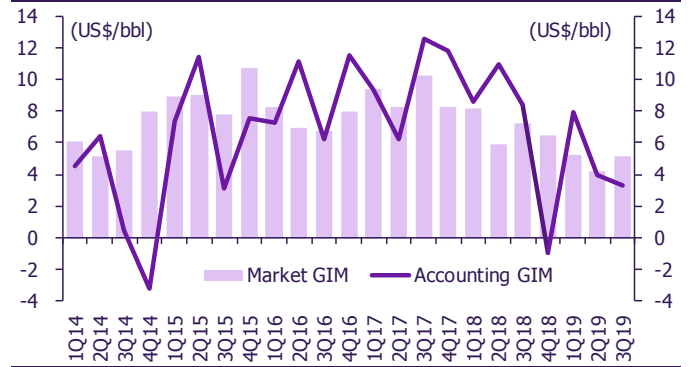
FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	59.30	63.90	72.10	74.30	67.40	63.50	67.40	61.10
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	8.3	8.2	5.9	7.2	6.5	5.2	4.2	5.1
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	260	304	268	451	528	508	273	194
Utilization rate - refinery	(%)	112	113	108	115	115	116	103	97
Utilization rate - petchem	(%)	82	90	84	89	94	92	64	54
FX	(Bt/US\$)	32.93	31.57	32.12	32.97	32.82	31.79	31.76	30.72

Figure 1: Integrated intake



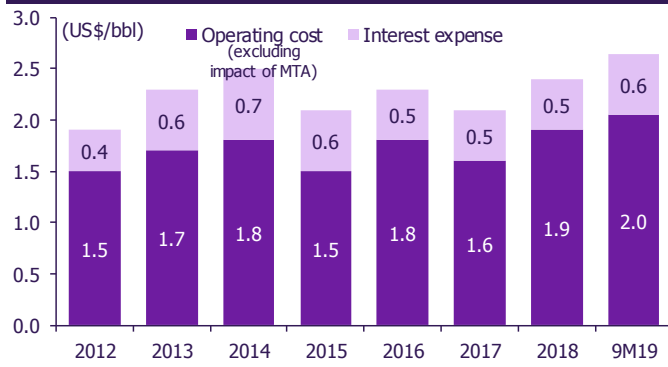
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 2: Gross integrated margin



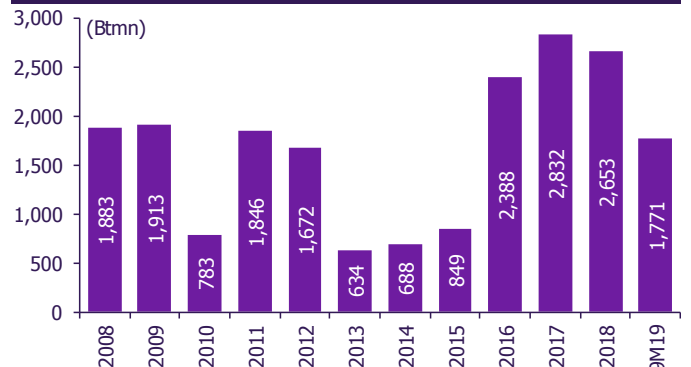
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 3: TOP – group cash cost



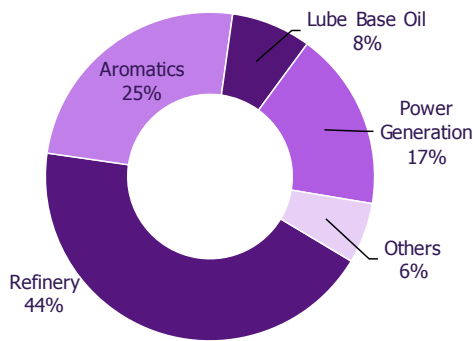
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 4: EBITDA from power business



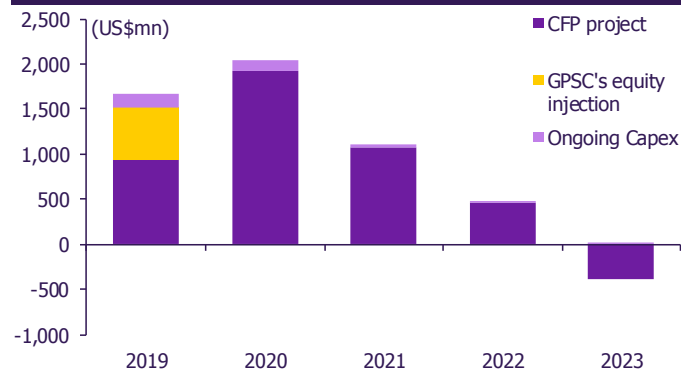
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 5: TOP – EBITDA breakdown (9M19)



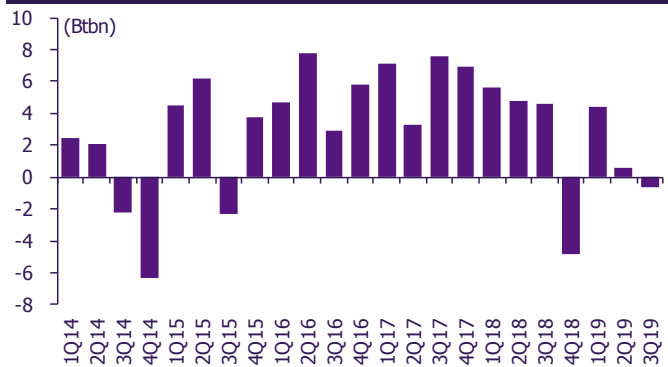
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 6: TOP – capex plan



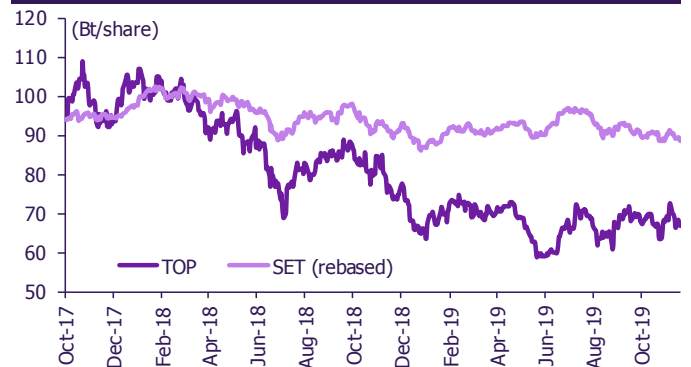
Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 7: Quarterly net profit



Source: TOP, SCBS Investment Research

Figure 8: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research



Laggard play ที่กำไรมีแนวโน้มเร่งตัวขึ้น

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BCH เพราะกำไรจะเร่งตัวขึ้นสู่ระดับที่เติบโต 15% ในปี 2563 จากผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นที่ WMC และการขยายการดำเนินงานของโรงพยาบาลที่ได้รับการยกระดับขึ้นมา อีกทั้งยังมี upside จากการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคม เราเชื่อว่าปัจจัยบวกยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น เนื่องจากราคาหุ้น BCH ปรับตัวขึ้นเพียง 4% YTD ยังล้าหลัง CHG ซึ่งเป็นคู่แข่งโดยตรง ที่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 38% เราแนะนำ "ซื้อ" BCH และเลือกให้เป็น top pick อันดับหนึ่งในกลุ่มการแพทย์

WMC กลับมามีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น ใน 3Q62 *World Medical Hospital* (WMC) รายงานผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดยรายได้อยู่ที่ 337 ลบ. (+28% QoQ แต่ -5% YoY, คิดเป็นสัดส่วน 14% ของรายได้รวมของ BCH) และ EBITDA margin อยู่ที่ 25.5% (เพิ่มขึ้นจาก 18.4% ใน 2Q62 แต่ลดลงจาก 30.9% ใน 3Q61) โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการกลับมาเปิดให้บริการศูนย์รักษาแผลเบาหวานที่เข้าในเดือนส.ค. เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ WMC จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดศูนย์เฉพาะทางแห่งใหม่ World ART Center ซึ่งเป็นศูนย์ผู้มีบุตรยากที่ให้บริการ IVF (in vitro fertilization), blastocyst cultures และ fertility preservation (การรักษาภาวะการเจริญพันธุ์) BCH เผยว่าได้เตรียมทีมแพทย์และฐานลูกค้าพร้อมแล้วและบริษัทตั้งเป้ารายได้จากศูนย์แห่งนี้ที่ ~190 ลบ. เมื่อดำเนินงานเต็มปี (อิงกับผู้ใช้บริการ 420 ราย/ปี และรายได้ 400,000-500,000 บาท/ราย) บริษัทวางแผนเปิดศูนย์แห่งนี้อย่างเป็นทางการในเดือนธ.ค.

การขยายการดำเนินงานที่ *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ रामคำแหง* หลังจากปรับปรุงและยกระดับการให้บริการตั้งแต่เดือนค.ค.ปีที่ผ่านมามี *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ रामคำแหง* ก็รายงานรายได้ที่แข็งแกร่งขึ้นที่ 385 ลบ. ใน 9M62 เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่า YoY และคิดเป็นสัดส่วน 6% ของรายได้รวมของ BCH โดยรายงาน EBITDA เป็นบวกครั้งแรกใน 3Q62 และช่วยให้ EBITDA margin ที่ไม่รวม WMC ของ BCH ปรับเพิ่มขึ้นสู่ 31.7% (เพิ่มขึ้นจาก 29.7% ใน 3Q61 และ 28.2% ใน 2Q62) BCH กล่าวว่าโรงพยาบาลแห่งนี้สร้างขาดทุนสุทธิ ~50 ลบ. ใน 9M62 และบริษัทคาดว่าโรงพยาบาลแห่งนี้จะถึงจุดคุ้มทุนในปี 2563 ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ รายได้ที่เพิ่มขึ้นจากผู้ป่วยเงินสดหลังจากบริษัทให้บริการเฉพาะทางเพิ่มมากขึ้นเพื่อตอบสนองความต้องการของกลุ่มผู้มีรายได้สูงและผู้ป่วยต่างชาติ และจำนวนผู้ประกันตนภายใต้ระบบประกันสังคมที่เพิ่มขึ้น โรงพยาบาลแห่งนี้มีผู้ประกันตนภายใต้ระบบประกันสังคมลงทะเบียนใช้บริการ 68,000 คน เทียบกับโควตาที่โรงพยาบาลแห่งนี้ได้รับ 100,000 คน ทำให้มีโอกาสที่จะรับผู้ประกันตนภายใต้ระบบประกันสังคมเพิ่มได้อีกในอนาคต

จำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมเพิ่มขึ้น และมีแนวโน้ม upside จากการขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัว BCH เป็นหนึ่งในเครือข่ายโรงพยาบาลรายหลักที่ให้บริการผู้ป่วยประกันสังคมในประเทศไทย เนื่องจากมีผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมลงทะเบียนใช้บริการโรงพยาบาลของบริษัททั้งหมด 873,000 คน BCH ตั้งเป้าเพิ่มตัวเลขดังกล่าวสู่ 1 ล้านคนในอีก 2 ปีข้างหน้า ซึ่งจะทำให้บริษัทมีส่วนแบ่ง 6% ของจำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมทั้งหมดในประเทศไทยที่ 16.5 ล้านคน โดยโรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการประกันสังคมได้มีการเสนอให้สำนักงานประกันสังคมพิจารณาปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคม (ซึ่งไม่ได้เพิ่มมาตั้งแต่เดือน ก.ค. ปี 2560) เพื่อให้สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการรักษาพยาบาล เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัว เนื่องจากโรงพยาบาลส่วนหนึ่งถอนตัวออกจากโครงการประกันสังคม (ลดลง 5% ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา) เพราะต้องแบกรับภาระต้นทุน ในขณะที่จำนวนผู้ประกันตนนั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น (เพิ่มขึ้น 76%) การประชุมครั้งต่อไปของสำนักงานประกันสังคมจะมีขึ้นในวันที่ 11 ธ.ค. 2562 เรามองว่าเรื่องนี้จะสร้าง upside ให้กับ BCH เนื่องจากรายได้จากโครงการประกันสังคมคิดเป็นสัดส่วน 33% ของรายได้ทั้งหมด

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	1,109	1,189	1,361	1,570
Reported profit	(Btmn)	917	1,089	1,169	1,361	1,570
Core EPS	(Bt)	0.37	0.44	0.48	0.55	0.63
DPS	(Bt)	0.20	0.22	0.23	0.27	0.31
P/E, core	(x)	47.3	39.1	36.5	31.9	27.6
EPS growth, core	(%)	21.8	21.0	7.1	14.5	15.4
P/BV, core	(x)	8.4	7.6	6.9	6.2	5.6
ROE	(%)	16.3	18.0	17.7	18.5	19.4
Dividend yield	(%)	1.1	1.3	1.3	1.6	1.8
FCF yield	(%)	(1.5)	4.3	2.0	1.8	2.0
EV/EBIT	(x)	31.7	28.6	26.1	22.7	19.8
EBIT growth, core	(%)	17.1	8.6	9.0	14.8	14.2
EV/CE	(x)	5.7	4.2	4.1	3.9	3.7
ROCE	(%)	13.5	11.2	11.7	12.9	13.9
EV/EBITDA	(x)	23.5	21.2	19.4	16.8	15.3
EBITDA growth	(%)	13.5	8.2	8.9	14.8	9.8

Source: SCBS Investment Research

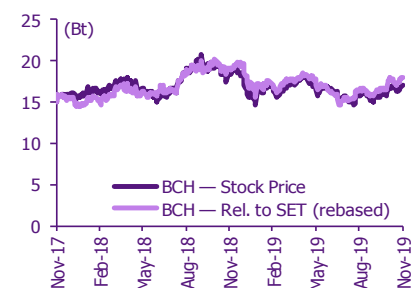
ซื้อ

Stock data

Last close (Nov 29) (Bt)	17.40
12-m target price (Bt)	20.50
Upside (Downside) to TP (%)	17.82
Mkt cap (Btbn)	43.39
Mkt cap (US\$mn)	1,438

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.26
Sector % SET	4.58
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	19.3 / 14.2
Avg. daily 6m (US\$mn)	6.19
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	4.2	8.8	(4.9)
Relative to SET	4.9	13.1	(1.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	20.50
12-month dividend	(Bt)	0.23
Capital gain	(%)	17.82
Dividend yield	(%)	1.35
Total return	(%)	19.16

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
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	1,109	1,189	1,361	1,570
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	-	-	-	(20)	(20)	-	-
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	0.48	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	1,109	1,189	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	18.0	17.7	18.5	19.4
ROA	(%)	5.2	5.1	7.1	7.9	8.8	9.2	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	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total revenue	(Btmn)	1,953	1,822	1,918	2,228	2,105	2,078	2,137	2,469
Cost of goods sold	(Btmn)	1,283	1,250	1,277	1,432	1,435	1,444	1,483	1,590
Gross profit	(Btmn)	670	573	641	796	670	635	654	879
SG&A	(Btmn)	254	255	288	300	289	288	306	317
Other income	(Btmn)	39	22	27	26	34	28	30	31
Interest expense	(Btmn)	35	33	30	31	32	32	34	35
Pre-tax profit	(Btmn)	420	307	350	491	383	342	343	559
Corporate tax	(Btmn)	85	53	62	88	82	59	65	101
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	1	1	1	0	1	1	1
Minority interests	(Btmn)	(57)	(39)	(38)	(47)	(34)	(35)	(36)	(56)
Core profit	(Btmn)	278	215	270	357	268	248	264	402
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	(20)	0	0	0	(20)	0
Net Profit	(Btmn)	278	215	250	357	268	248	244	402
EBITDA	(Btmn)	595	478	521	665	568	535	539	763
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.11	0.09	0.11	0.14	0.11	0.10	0.11	0.16
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.11	0.09	0.10	0.14	0.11	0.10	0.10	0.16

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Total current assets	(Btmn)	3,364	2,540	2,225	2,322	2,549	2,827	2,810	2,987
Total fixed assets	(Btmn)	8,718	8,819	9,062	8,282	9,497	9,606	9,795	10,113
Total assets	(Btmn)	12,674	11,952	11,875	12,167	12,627	13,006	13,186	13,687
Total loans	(Btmn)	5,494	4,531	4,505	4,000	4,690	4,873	5,179	5,370
Total current liabilities	(Btmn)	2,276	1,306	1,302	1,560	1,740	1,873	1,704	2,054
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,344	4,345	4,345	3,695	4,346	4,346	4,772	4,757
Total liabilities	(Btmn)	6,762	5,797	5,805	6,065	6,230	6,335	6,625	6,975
Paid-up capital	(Btmn)	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	(Btmn)	5,912	6,154	6,070	6,102	6,398	6,671	6,561	6,712
BVPS (Bt)	(Bt)	2.08	2.17	2.15	2.18	2.29	2.38	2.35	2.41

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Core Profit	(Btmn)	278	215	270	357	268	248	264	402
Depreciation and amortization	(Btmn)	141	138	141	143	153	161	161	169
Operating cash flow	(Btmn)	654	290	340	393	595	127	396	646
Investing cash flow	(Btmn)	(1,709)	707	136	(224)	(377)	(293)	(302)	(411)
Financing cash flow	(Btmn)	977	(1,019)	(442)	(249)	11	144	(96)	(137)
Net cash flow	(Btmn)	(78)	(22)	34	(81)	229	(22)	(1)	99

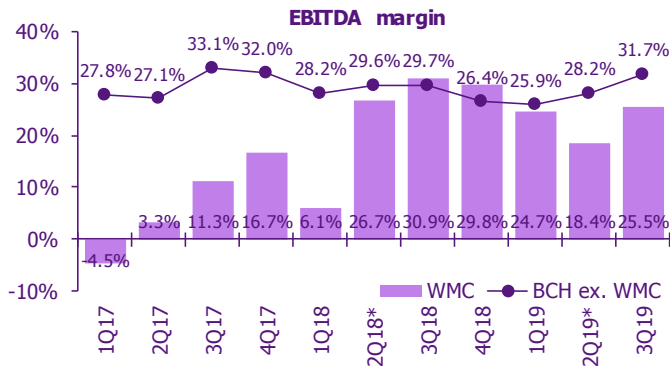
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Gross margin	(%)	34.3	31.4	33.4	35.7	31.8	30.5	30.6	35.6
Operating margin	(%)	21.3	17.5	18.4	22.2	18.1	16.7	16.3	22.8
EBITDA margin	(%)	30.5	26.2	27.2	29.9	27.0	25.8	25.2	30.9
EBIT margin	(%)	22.8	18.4	19.5	23.1	19.4	17.8	17.4	23.7
Net profit margin	(%)	14.2	11.8	13.1	16.0	12.7	11.9	11.4	16.3
ROE	(%)	16.3	14.7	16.8	19.2	18.0	15.5	16.2	19.0
ROA	(%)	7.9	7.5	8.4	9.6	8.8	8.0	8.2	9.4
Net D/E	(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	17.1	14.4	17.3	21.6	17.9	16.6	15.7	22.0
Debt service coverage	(x)	1.8	6.0	7.4	6.2	4.8	3.3	4.0	4.1

Main Assumptions

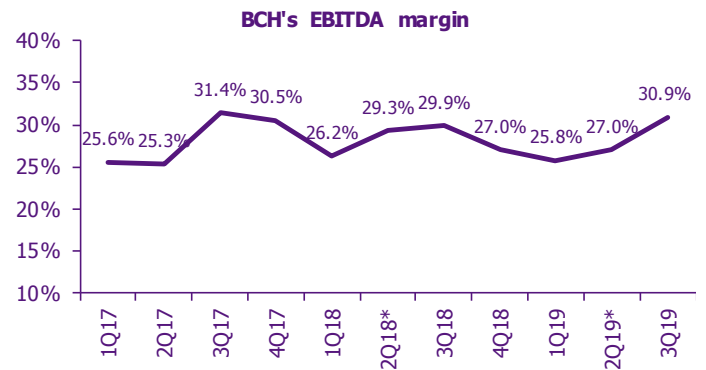
FY December 31	Unit	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	60.9	66.1	67.0	68.2	65.6	67.2	66.0	68.2
Social security service (SC)	(%)	38.7	33.9	33.0	31.8	34.4	32.8	34.0	31.8
Universal coverage (UC)	(%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Figure 1: Better operations at WMC and other hospitals in 3Q19



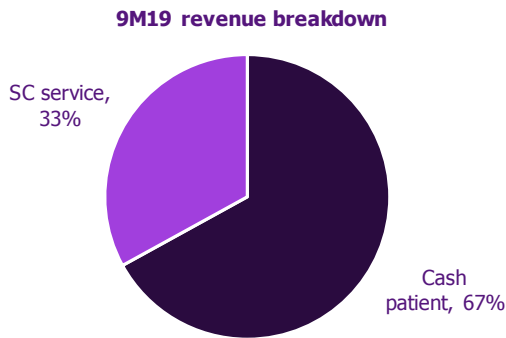
Source: SCBS Investment Research
*Excluding extra items

Figure 2: Stronger blended EBITDA margin trend



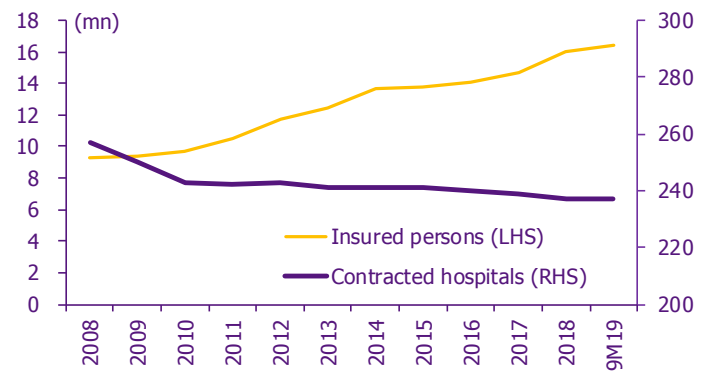
Source: SCBS Investment Research
*Excluding extra items

Figure 3: Revenue breakdown by service



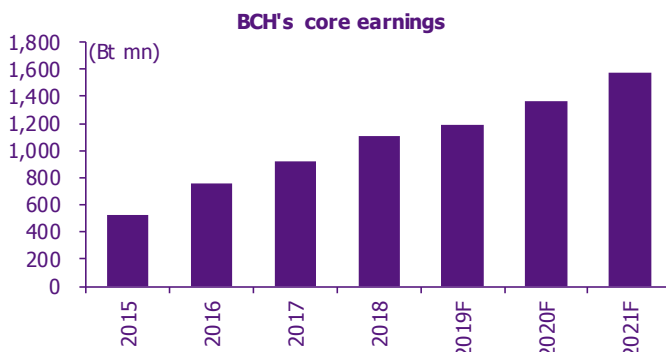
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Shortage of hospitals serving SC patient



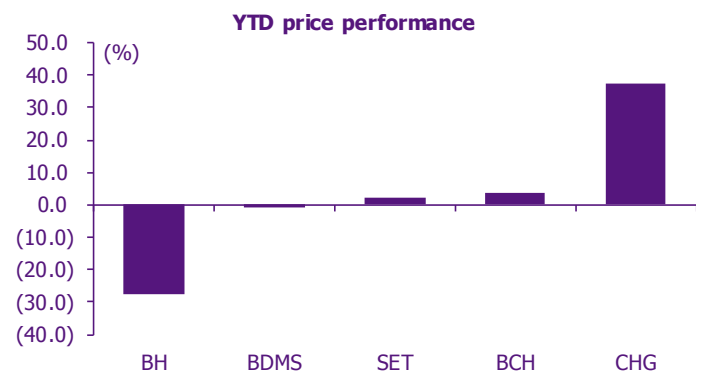
Source: Social Security Office and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Price performance



Source: SCBS Investment Research



ถูกจัดรั้งโดยความต้องการซื้อที่ชะลอลง

เราจึงมองไม่เห็นปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นสำหรับกลุ่มยานยนต์ เนื่องจากสงครามการค้าและผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจโลกจะสร้างแรงกดดันต่อความต้องการซื้อรถยนต์อย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันเรคาดว่ายอดขายรถยนต์ของประเทศไทยจะลดลงเฉลี่ย 2% ต่อปี สู่ 2.11 ล้านคันในปี 2562 และ 2.07 ล้านคันในปี 2563 ทั้งนี้ท่ามกลางแนวโน้มที่คลุมเครือ ฐานะการเงินและกระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์อยู่รอดต่อไปได้

ยอดขายส่งออกรถยนต์ลดลงอย่างมาก... ความต้องการซื้อสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์ ถูกจัดรั้งโดยภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอลงจากผลกระทบสงครามการค้า ใน 9M62 ประเทศไทยส่งออกรถยนต์จำนวน 821,000 คัน (52% ของยอดผลิตรถยนต์) ลดลง 4% YoY โดยลดลงมากถึง 12% YoY ใน 3Q62 ตลาดส่งออกทุกตลาดอ่อนแอ: เอเชีย (-3% YoY, 33% ของยอดส่งออกรถยนต์ทั้งหมด) ออสเตรเลีย นิวซีแลนด์ และโอเชียเนีย (-18% YoY, 28%) และยุโรป (-19% YoY, 9%) ยกเว้นตะวันออกกลาง (+36% YoY, 15%) ที่เพิ่มขึ้นเพียงตลาดเดียว

...ตลาดรถยนต์ในประเทศพลิกหดตัวลง ตลาดรถยนต์ในประเทศไทยเข้าสู่แนวโน้มขาลง โดยยอดขายลดลง YoY มาตั้งแต่เดือนมิ.ย. 2562 ทั้งนี้ใน 9M62 ยอดขายรถยนต์ในประเทศอยู่ที่ 762,000 คัน เพิ่มขึ้น 2% YoY แต่ 3Q62 เป็นไตรมาสที่อ่อนแอมากโดยลดลง 8% YoY สะท้อนถึงความต้องการซื้อที่ชะลอลงตามภาวะเศรษฐกิจชะลอลง และในขณะเดียวกันธนาคารก็เข้มงวดในการปล่อยสินเชื่อรถยนต์มากขึ้นเพราะกังวลเกี่ยวกับคุณภาพสินเชื่อที่ปรับตัวแย่ลง

ขาดปัจจัยกระตุ้นระยะสั้น ผู้ประกอบการที่มีฐานะการเงินและกระแสเงินสดอิสระแข็งแกร่งจะอยู่รอด ยอดผลิตรถยนต์อยู่ที่ 1.57 ล้านคัน ลดลง 2% YoY ใน 9M62 เราเชื่อว่าสงครามการค้าและผลกระทบที่มีต่อเศรษฐกิจโลกจะสร้างแรงกดดันต่อความต้องการซื้อรถยนต์อย่างต่อเนื่อง ปัจจุบันเรคาดว่ายอดขายรถยนต์ของประเทศไทยจะลดลงเฉลี่ย 2% ต่อปี สู่ 2.11 ล้านคันในปี 2562 และ 2.07 ล้านคันในปี 2563 ทั้งนี้ท่ามกลางแนวโน้มที่คลุมเครือ สิ่งที่จะช่วยให้ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์สามารถอยู่รอดต่อไปได้ คือ ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง (สถานะเงินสดสุทธิ) และความสามารถในการทำกำไรที่ดีจากกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งดังที่เห็นได้ใน SAT (ราคาเป้าหมาย 20 บาท/หุ้น) และ STANLY (ราคาเป้าหมาย 195 บาท/หุ้น) ที่มีการให้ dividend yield ที่ 7% และ 4% ตามลำดับ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
					19F	20F
AH	Sell	13.5	11.0	(13.8)	7.8	9.7
PCSGH	Sell	5.9	5.3	(8.5)	19.0	16.7
SAT	Buy	15.8	20.0	33.1	7.7	7.6
STANLY	Buy	180.0	195.0	12.4	7.3	7.4
Average					13.4	13.2

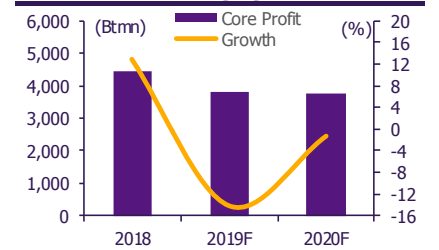
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	(10.6)	(24.2)	(38.1)	(10.0)	(21.1)	(36.1)
PCSGH	(1.7)	(6.3)	(16.3)	(1.0)	(2.6)	(13.6)
SAT	0.6	(4.8)	(10.2)	1.3	(1.0)	(7.3)
STANLY	13.6	(2.2)	(23.7)	14.4	1.8	(21.3)

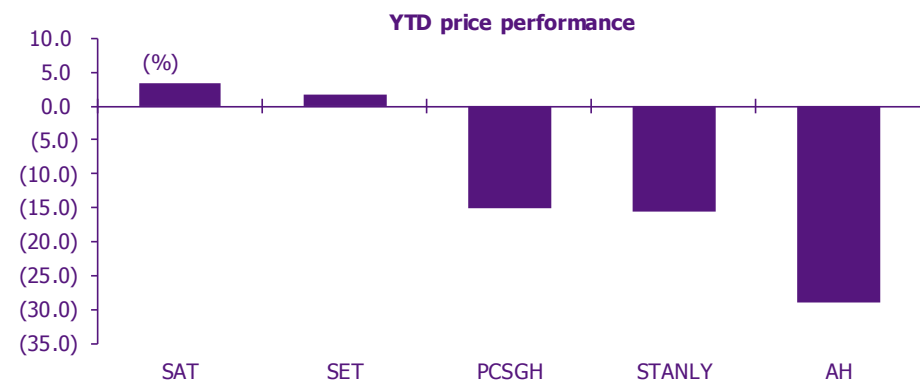
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance ของกลุ่มยานยนต์ชะลอลง โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

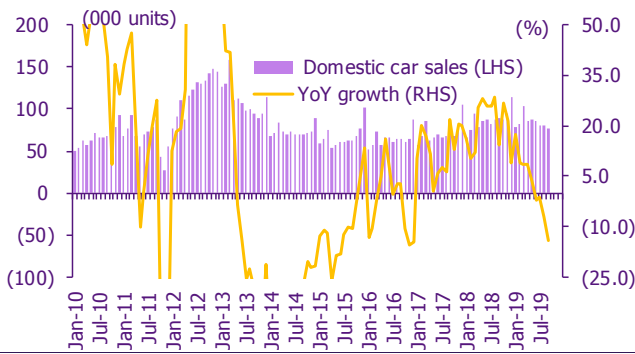
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

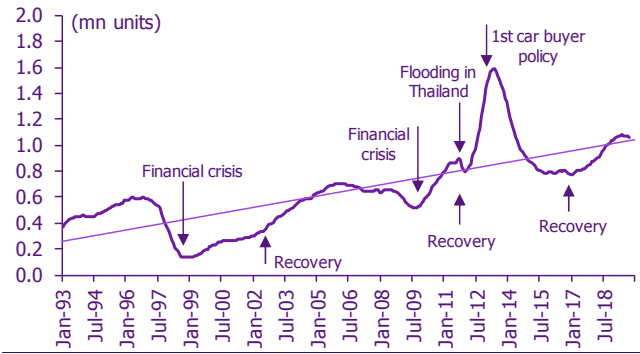
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Domestic auto sales



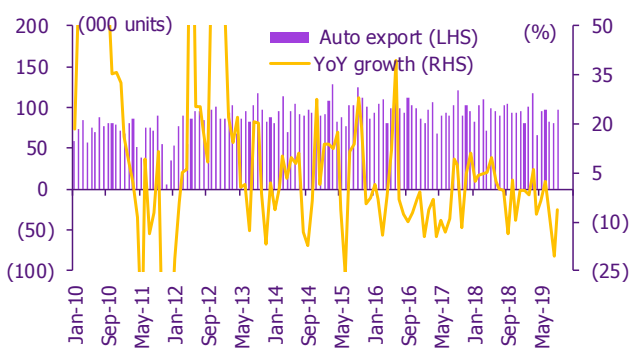
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 2: Rolling 12-mth domestic auto sales



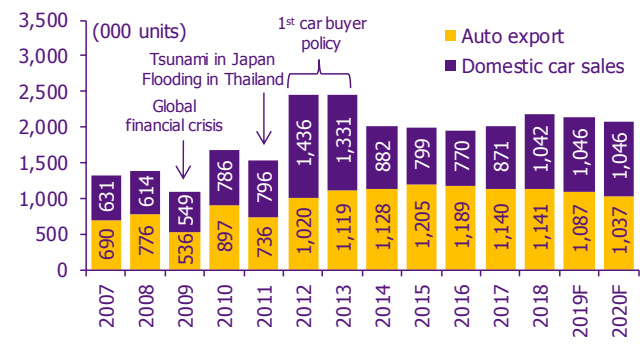
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: Auto export trend



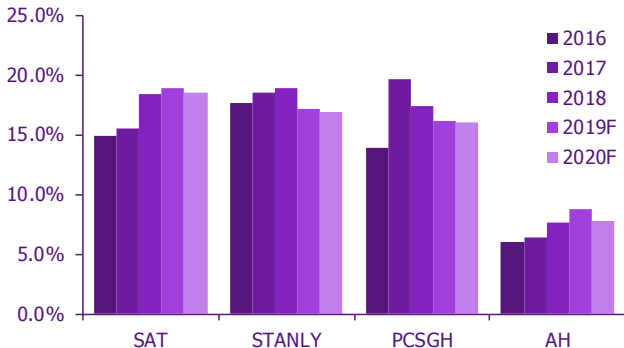
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: Thai auto production forecast



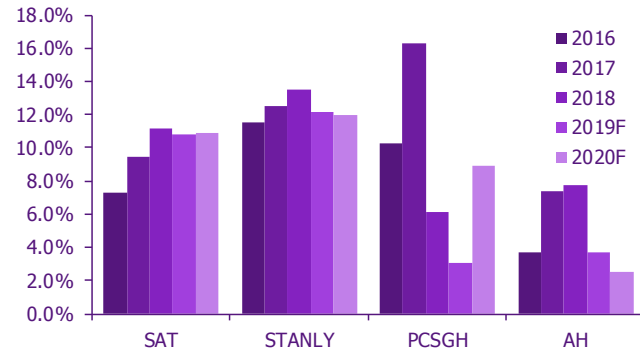
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 5: Gross margin comparison



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: Net margin comparison



Source: 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	Sell	13.50	11.0	(13.8)	4.7	7.8	9.7	3	(40)	(20)	0.6	0.5	0.5	12	7	5	9.6	4.7	3.3	6.4	6.5	6.6
PCSGH	Sell	5.90	5.3	(8.5)	14.5	19.0	16.7	(2)	(24)	14	1.8	1.8	1.7	12	9	10	4.6	1.7	4.2	7.5	8.0	7.0
SAT	Buy	15.80	20.0	33.1	7.4	7.7	7.6	27	(4)	1	1.0	0.9	0.9	14	12	12	8.5	6.5	6.6	3.1	2.6	2.4
STANLY	Buy	180.00	195.0	12.4	7.0	7.3	7.4	18	(4)	(1)	0.9	0.8	0.8	13	11	11	4.6	4.1	4.1	2.7	2.8	2.7
Average					8.4	10.4	10.3	12	(18)	(2)	1.0	1.0	1.0	13	10	9	6.8	4.3	4.5	4.9	5.0	4.7

Source: SCBS Investment Research



สถานการณ์น้ำมัน

เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มสายการบินซึ่งกำลังถูกท้าทายโดยการแข่งขันที่รุนแรง ผลกระทบของสงครามการค้าต่อการท่องเที่ยว และเงินบาทแข็งค่าซึ่งอาจจะส่งผลทำให้ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวลดลง สถานการณ์ที่ท้าทายส่งผลทำให้ผู้ประกอบการสายการบินหันมาให้ความสำคัญกับการบริหารความสามารถในการรองรับผู้โดยสาร AOT จะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและการประมูลสัญญาพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่กำลังจะเกิดขึ้น

สถานการณ์ท้าทาย ปี 2562 ไม่ใช่ปีที่ดีนักสำหรับหุ้นสายการบิน: ราคาหุ้น AAV ปรับตัวลดลงถึง 48% และราคาหุ้น THAI ปรับตัวลดลง 43% เพราะถูกจัดรั้งโดยการแข่งขันที่รุนแรงซึ่งส่งผลกระทบต่อทำให้รายได้ก่อนดิวและผลการดำเนินงานอ่อนแอ ในขณะที่เราเล็งเห็นปัจจัยบวกระยะสั้นจากการเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวไทยใน 4Q62 แต่เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มสายการบินในปี 2563 เนื่องจากผลกระทบของสงครามการค้าต่อการท่องเที่ยวและเงินบาทที่แข็งค่าอาจจะส่งผลทำให้ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวลดลง และจะทำให้การแข่งขันรุนแรงมากยิ่งขึ้น การพูดคุยกับ AAV ทำให้เรารู้สึกว่าบริษัทมีความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นต่อความต้องการเดินทางท่องเที่ยว: เงินบาทแข็งค่าขึ้นมาแล้ว 9% YTD เมื่อเทียบกับหยวน (~30% ของรายได้ของ AAV มาจากเส้นทางบินจีน) และ 7% YTD เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลทำให้บริษัทหันมาให้ความสำคัญกับการบริหารความสามารถในการรองรับผู้โดยสารในปี 2563

เรียกร้องให้รัฐบาลลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบิน เมื่อวันที่ 21 พ.ย. ที่ผ่านมาผู้ประกอบการสายการบินของประเทศไทย (ส่วนใหญ่เป็นสายการบินต้นทุนต่ำ) ได้เรียกร้องให้กรมสรรพสามิตลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบินที่ใช้สำหรับเส้นทางบินภายในประเทศ ทั้งนี้ในเดือนม.ค. 2560 กรมสรรพสามิตได้ปรับภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบินเพิ่มขึ้นสู่ 4.7 บาท/ลิตร จากเดิมที่เคยถูกเก็บที่ 0.2 บาทต่อลิตร เพื่อให้เกิดความเป็นธรรมกับผู้ประกอบการขนส่งที่ใช้น้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซิน ทั้งนี้ น้ำมันเครื่องบินคิดเป็นสัดส่วน 34% ของต้นทุนการดำเนินงานของ AAV และ 28% ของต้นทุนการดำเนินงานของ THAI ในขณะที่รายได้จากเส้นทางบินภายในประเทศคิดเป็นสัดส่วน ~40% ของรายได้สำหรับ AAV และ ~15% สำหรับ THAI กรมสรรพสามิตได้ชี้แจงให้ผู้ประกอบการสายการบินไปจัดทำแผนมาเสนอว่าถ้ามีการปรับลดภาษีให้ จะมีแผนช่วยภาคการท่องเที่ยวเป็นประโยชน์ในเชิงสาธารณสุขอย่างไร การประชุมครั้งต่อไปจะมีขึ้นในสัปดาห์แรกของเดือนธ.ค.

AOT: ได้ประโยชน์จากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยมากขึ้น แม้เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ AOT แต่เราคาดว่าบริษัทจะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นและการประมูลสัญญาพื้นที่เชิงพาณิชย์ที่กำลังจะเกิดขึ้น การประมูลที่กำลังจะเกิดขึ้น ได้แก่ สัญญาสัมปทานใหม่ในการประกอบกิจการจำหน่ายสินค้าปลอดอากรที่ท่าอากาศยานดอนเมือง ซึ่งจะประกาศผู้ชนะการประมูลในวันที่ 16 ธ.ค. 2562 นอกจากนี้ก็จะมีประมูลอีก 2 สัญญา คือ สัญญาสัมปทานเคาน์เตอร์ส่งมอบสินค้าปลอดอากรที่ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิและท่าอากาศยานดอนเมือง ซึ่งจะประกาศผู้ชนะการประมูลในวันที่ 27 ม.ค. 2563 เราคาดว่ามูลค่าส่วนเพิ่มจากสัมปทานใหม่ในการประกอบกิจการจำหน่ายสินค้าปลอดอากรที่ท่าอากาศยานดอนเมือง จะน้อยกว่ามูลค่าส่วนเพิ่มจากการประมูลสัมปทานใหม่ที่ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเมื่อไม่นานนี้ เนื่องจากพื้นที่ที่ท่าอากาศยานดอนเมืองเล็กกว่าและมีผู้ร่วมประมูลน้อยกว่า (2 ราย เทียบกับ 5 รายสำหรับท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ) โดยท่าอากาศยานสุวรรณภูมิคิดเป็น 60% ของรายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ของ AOT ตามมาด้วยท่าอากาศยานดอนเมืองที่ 24%

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F
AAV	Buy	2.2	4.6	109.8	n.m.	15.9	0.5	0.5
AOT	Neutral	75.5	80.0	7.1	42.3	39.6	7.0	6.4
THAI	Sell	6.9	6.5	(5.8)	n.m.	n.m.	1.4	5.3
Average					42.3	27.7	3.0	4.1

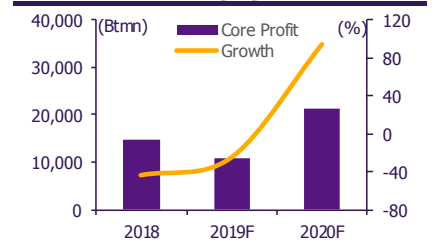
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	(12.7)	(31.3)	(49.3)	(12.1)	(28.5)	(47.7)
AOT	(4.1)	4.9	18.4	(3.4)	9.1	22.2
THAI	(5.5)	(30.7)	(52.1)	(4.8)	(27.8)	(50.5)

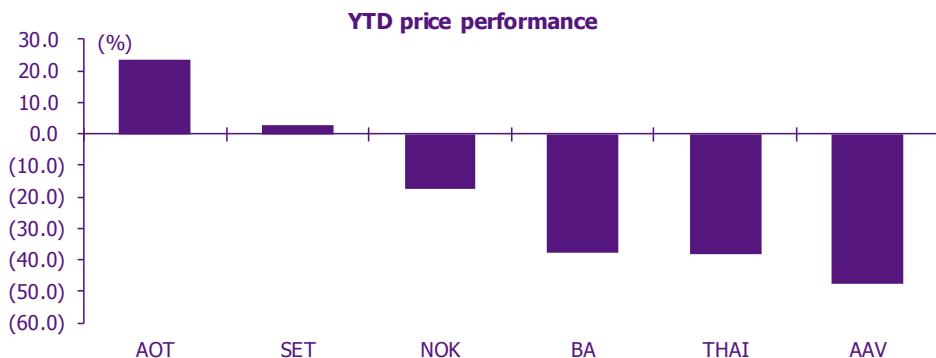
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance หุ้นสายการบินปรับตัวเฉลี่ย



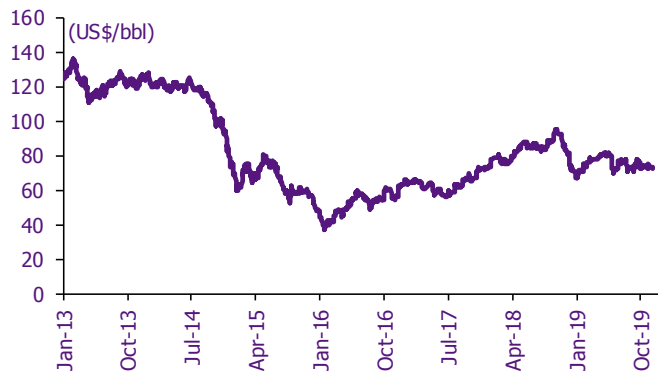
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีช ปิยะเกรียงไกร

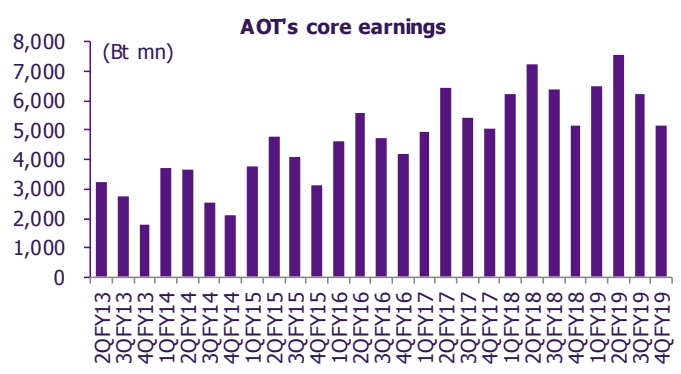
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Jet fuel price trend



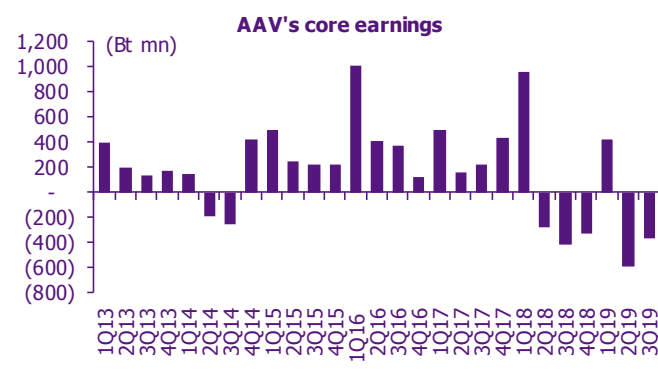
Source: Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 2: AOT's quarterly earnings



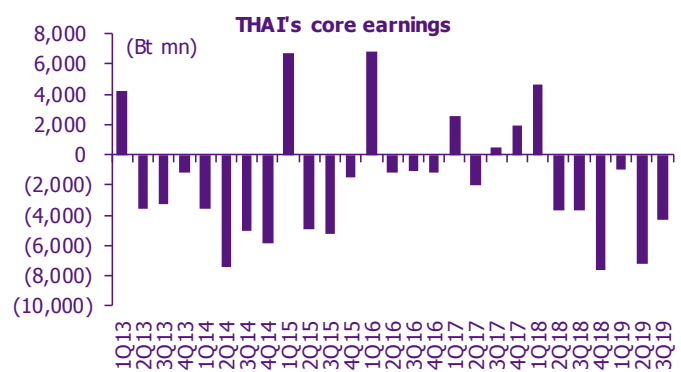
Source: SET and SCBS Investment Research

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 concession detail

	Suvarnabhumi			Don Mueang		Regional airports (Phuket, Chiang Mai, Hat Yai)
	Duty-free	Retail Space	Duty-free Pick-up Counter	Duty-free	Duty-free Pick-up Counter	Duty-free
Concession period	Sep 28, 2020 to Mar 31, 2031 (10.5 years)	Sep 28, 2020 to Mar 31, 2031 (10.5 years)	Sep 28, 2020 to Dec 31, 2030 (10.3 years)	Oct 1, 2022 to Mar 31, 2033 (10.5 years)	Oct 1, 2022 to Dec 31, 2032 (10.3 years)	Sep 28, 2020 to Mar 31, 2031 (10.5 years)
Winner	King Power Duty Free	King Power Suvarnabhumi	TBA	TBA	TBA	King Power Duty Free
AOT sells the bidding documents			Nov 28, 2019 to Dec 13, 2019	Oct 24, 2019 to Nov 8, 2019	Nov 28, 2019 to Dec 13, 2019	
Announcement of qualified bidders			Jan 17, 2020	Dec 11, 2019	Jan 20, 2020	
Bidders presentation			Jan 21-22, 2020	Dec 12-13, 2019	Jan 23-24, 2020	
Announcement of the winner			Jan 27, 2020	Dec 16, 2019	Jan 27, 2020	

Source: Company data 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
AAV	Buy	2.20	4.6	109.8	n.m.	n.m.	15.9	n.m.	53	n.m.	0.5	0.5	0.5	(0)	(0)	3	15.2	0.8	3.2	19.1	17.2	10.9
AOT	Neutral	75.50	80.0	7.1	43.1	42.3	39.6	15	2	7	7.5	7.0	6.4	18	17	17	1.4	1.2	1.3	30.3	27.2	26.3
THAI	Sell	6.90	6.5	(5.8)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	(46)	50	0.7	1.4	5.3	(40)	(98)	(115)	0.0	0.0	0.0	6.6	11.1	22.7
Average					43.1	42.3	27.7	15	3	28	2.9	3.0	4.1	(7)	(27)	(31)	5.5	0.6	1.5	18.6	18.5	20.0

Source: SCBS Investment Research



ภาวะซบเซาสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

กลุ่มธนาคารยังคงมีแนวโน้มซบเซาใน 4Q62 และปี 2563 โดยสินเชื่อจะเติบโตต่ำ NIM จะถูกกดดันให้ปรับตัวลดลง non-NII จะอ่อนแอ และ credit cot จะลดลง เรายังคงเลือก BBL และ TCAP เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร หลักๆ เกิดจาก valuation ที่น่าสนใจ

NIM จะถูกกดดันให้ปรับตัวลดลง การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps ในเดือนพ.ย. ทำให้เราคาดว่าธนาคารส่วนใหญ่ (ยกเว้นธนาคารที่เน้นปล่อยสินเชื่อเช่าซื้อ) จะเห็น NIM หดตัวลงเล็กน้อยใน 4Q62 และ 1Q63 อย่างไรก็ตาม ธนาคารส่วนใหญ่หันมาปล่อยสินเชื่อกลุ่มที่ให้ผลตอบแทนสูงอย่างสินเชื่อส่วนบุคคลแบบไม่มีหลักประกัน สินเชื่อรีไฟแนนซ์รถยนต์ และสินเชื่อ small SME มากขึ้น ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบด้านลบจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงได้

อัตราการขยายตัวของสินเชื่อล่าช้า ในเดือนค.ค. สินเชื่อของกลุ่มธนาคารหดตัวลง 0.7% MoM สะท้อนถึงอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ YoY ที่ชะลอตัวลงสู่ 2.4% จาก 3.8% ในเดือนก.ย. โดยเกิดจากการชำระคืนสินเชื่อธุรกิจขนาดใหญ่และสินเชื่อเกี่ยวกับภาครัฐจำนวนมาก ในขณะที่สินเชื่อ SME ทรงตัว และสินเชื่อรายย่อยเติบโตในอัตราชะลอตัวลง เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงจาก 5.5% ในปี 2561 สู่ 3.3% ในปี 2562 (0.5% YTD สำหรับ 10M62) และ 3.65% ในปี 2563

NPL ไหลเข้าเพิ่มขึ้นใน 3Q62 ใน 3Q62 NPL ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้น 30% QoQ โดยประกอบด้วย NPL ใหม่ที่เพิ่มขึ้น 24% QoQ NPL ไหลกลับเพิ่มขึ้น 16% QoQ และอื่นๆ เพิ่มขึ้น 109% NPL ใหม่ที่เพิ่มขึ้น 24% QoQ ใน 3Q62 หลักๆ เกิดจากภาคอสังหาริมทรัพย์ (PACE) ภาคค้าส่งและค้าปลีก และภาคการอุปโภคบริโภคส่วนบุคคล NPL ไหลกลับที่เพิ่มขึ้น 16% QoQ ใน 3Q62 หลักๆ เกิดจากภาคการผลิตและภาคการอุปโภคบริโภคส่วนบุคคล

พริวิตผลประกอบการ 4Q62: ยังอ่อนแอ เราคาดการณ์ในเมืองต้นว่ากำไรสุทธิ 4Q62 ของกลุ่มธนาคารจะลดลง 15% QoQ (แต่เพิ่มขึ้น 13% YoY) สะท้อนถึง: 1) คุณภาพสินทรัพย์ที่ปรับตัวแย่ลงอย่างต่อเนื่อง แต่ตั้งสำรองลดลง 2) NIM ลดลง จากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 25 bps 3) การขยายสินเชื่อเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล 4) non-NII ที่เพิ่มขึ้น โดยเกิดจากรายได้ค่าธรรมเนียมที่ดีขึ้นเล็กน้อย และกำไรจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นจากการรับรู้กำไรจากเงินลงทุนจัดชั้นเพื่อขายและถือจนครบกำหนด ก่อนนำมาตราฐานบัญชี TFRS9 มาใช้ในเดือนม.ค.ปีหน้า ซึ่งจะไม่อนุญาตให้รับรู้กำไรจากเงินลงทุนสองประเภทนี้ผ่านงบกำไรขาดทุนอีกต่อไป และ 5) opex ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล

แนวโน้มปี 2563 เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารจะลดลง 6% ในปี 2563 เนื่องจากเราคาดว่าสินเชื่อจะยังคงขยายตัวไม่มากนักที่ 3.65%, NIM จะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันอย่างต่อเนื่องจากการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย, non-NII จะลดลง เพราะกำไรจากเงินลงทุนลดลง, ค่าใช้จ่ายตั้งสำรองจะลดลง เนื่องจากธนาคารไม่ได้รับอนุญาตให้ตั้งสำรองพิเศษภายใต้มาตรฐานบัญชี TFRS9 และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย

Underperform ตลาด และต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมค่อนข้างมาก SETBANK ปรับตัวลดลง 12% YTD underperform SET ที่ +2% YTD อยู่ 14% ส่งผลทำให้ราคาหุ้นธนาคารส่วนใหญ่ต่ำกว่ามูลค่าเหมาะสมค่อนข้างมาก เราเชื่อว่าภาวะซบเซาของกลุ่มธนาคารสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว อย่างไรก็ตาม เรายังมองไม่เห็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในอนาคตอันใกล้นี้ เรายังคงเลือก BBL และ TCAP เป็น top picks ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก valuation น่าสนใจที่สุด

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	32.3	39.0	25.0	9.3	8.4	0.9	0.8
BBL	Buy	176.5	205.0	19.9	9.2	9.1	0.8	0.7
KBANK	Buy	155.0	155.0	2.4	10.2	10.3	0.9	0.8
KKP	Neutral	68.5	70.0	9.0	9.6	10.0	1.3	1.3
KTB	Buy	16.4	20.0	26.7	7.8	7.3	0.7	0.7
LHFG	Sell	1.3	1.4	11.0	8.9	8.5	0.7	0.6
TCAP	Buy	55.8	63.0	24.8	7.9	7.9	0.9	0.9
TISCO	Neutral	97.5	102.0	12.1	10.6	11.0	2.0	1.9
TMB	Buy	1.6	1.9	22.5	9.3	8.9	0.7	0.6
Average					9.2	9.1	1.0	0.9

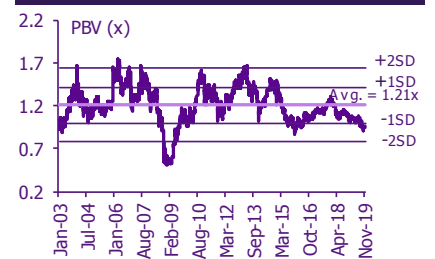
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	3.2	(7.9)	(20.9)	3.9	(4.1)	(18.3)
BBL	0.0	3.2	(15.1)	0.7	7.4	(12.4)
KBANK	14.0	(3.1)	(19.9)	14.8	0.8	(17.3)
KKP	3.8	(5.5)	(5.2)	4.5	(1.7)	(2.1)
KTB	(0.6)	(4.7)	(18.8)	0.1	(0.8)	(16.2)
LHFG	3.2	(6.5)	(6.5)	3.9	(2.7)	(3.5)
TCAP	4.2	(1.3)	4.7	4.9	2.7	8.1
TISCO	(0.8)	(4.4)	21.9	(0.1)	(0.5)	25.8
TMB	12.7	2.6	(31.0)	13.5	6.7	(28.8)

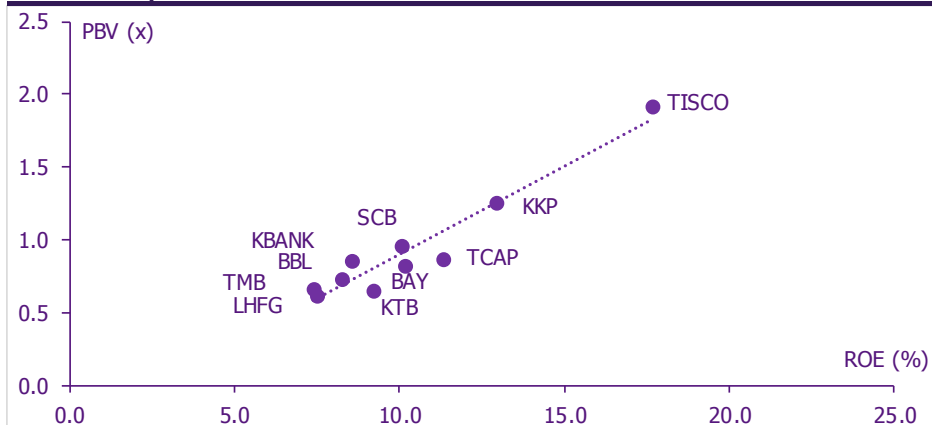
Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

Valuation map



Source: Banks and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

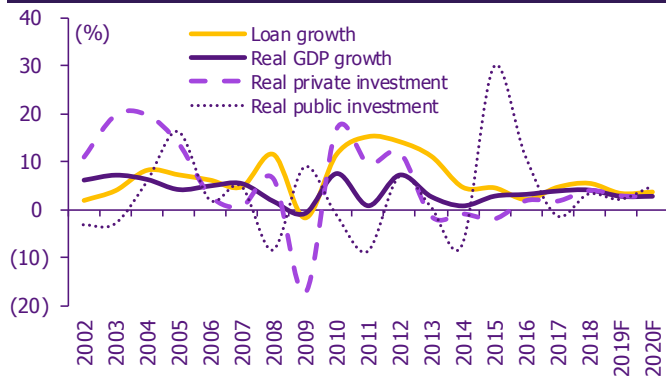
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

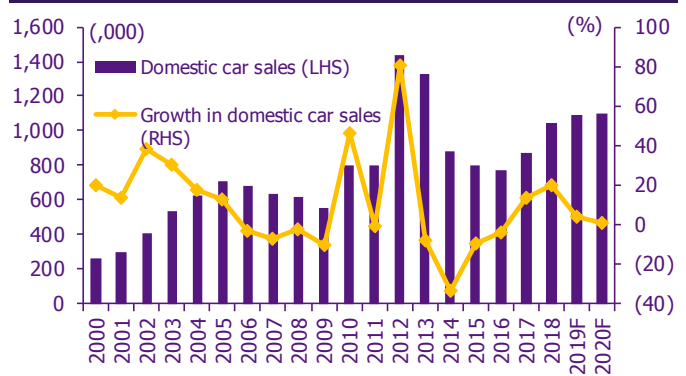
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



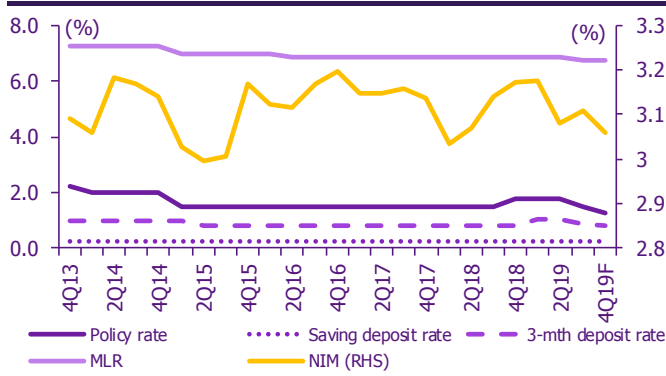
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Domestic car sales



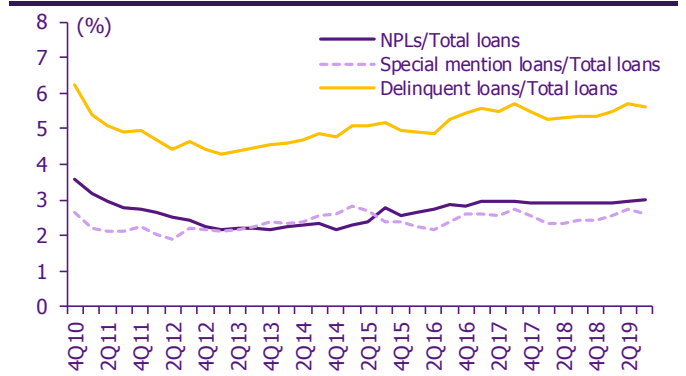
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NIM and interest rates



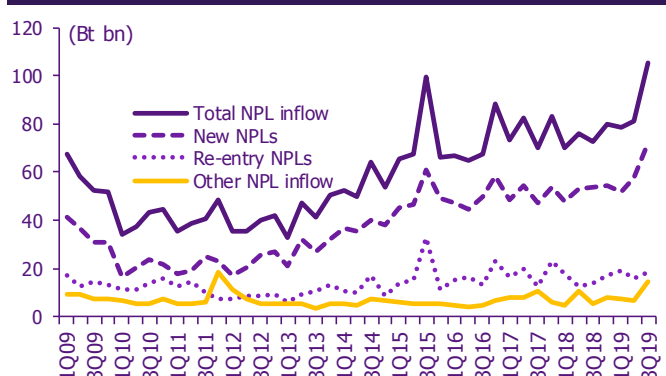
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: NPL ratio and special-mention loans



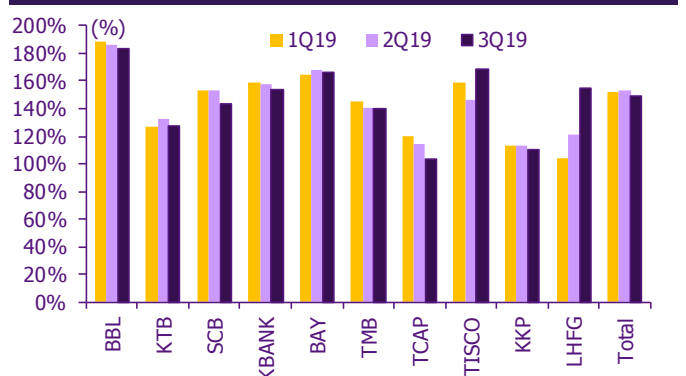
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: NPL inflow



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	32.25	39.0	25.0	9.6	9.3	8.4	7	3	10	1.0	0.9	0.8	11	10	10	3.1	4.1	3.6
BBL	Buy	176.50	205.0	19.9	9.5	9.2	9.1	7	3	2	0.8	0.8	0.7	9	9	8	3.7	3.8	3.9
KBANK	Buy	155.00	155.0	2.4	9.6	10.2	10.3	12	(6)	(0)	1.0	0.9	0.8	11	9	9	2.6	2.4	2.4
KKP	Neutral	68.50	70.0	9.0	9.6	9.6	10.0	5	0	(4)	1.4	1.3	1.3	14	14	13	7.3	6.8	6.0
KTB	Buy	16.40	20.0	26.7	8.0	7.8	7.3	27	3	7	0.7	0.7	0.7	10	9	9	4.4	4.8	5.1
LHFG	Sell	1.30	1.40	11.0	8.9	8.9	8.5	19	(1)	5	0.7	0.7	0.6	8	8	8	3.4	3.4	3.5
TCAP	Buy	55.75	63.0	24.8	8.3	7.9	7.9	16	5	0	1.0	0.9	0.9	12	12	11	4.1	11.8	4.8
TISCO	Neutral	97.50	102.0	12.1	11.1	10.6	11.0	15	5	(3)	2.1	2.0	1.9	19	19	18	7.2	7.5	7.3
TMB	Buy	1.60	1.90	22.5	6.0	9.3	8.9	34	(35)	4	0.7	0.7	0.6	12	7	7	4.4	3.7	3.9
Average					9.1	9.2	9.1	7	3	(1)	1.0	1.0	0.9	12	11	10	4.5	5.5	4.7

Source: SCBS Investment Research

4Q62TD อ่อนแอ; ปี 63 จะได้แรงหนุนจากมาตรการใหม่

ยอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาคินิชย์น่าจะยังคงเติบโตต่ำกว่า 1% YoY ใน เดือน ต.ค. (ดีกว่า 0.4% YoY ใน 3Q62 เล็กน้อย แต่อ่อนแอกว่า 4.3% YoY ใน 1H62) โดยมีสาเหตุมาจากความเชื่อมั่นต่ำ อุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้าหลังจากเกิดเหตุน้ำท่วม รายได้เกษตรกร ปานกลาง และผลกระทบจากมาตรการกระตุ้นมีจำกัด เราคาดว่า SSS ของกลุ่มพาคินิชย์จะเติบโตดีขึ้นในปี 2563 โดยส่วนหนึ่งได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มที่รัฐบาลจะออก มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติมในปีหน้า top picks คือ CPALL และ GLOBAL

อ่อนตัวลงระยะสั้นใน 4Q62TD... ความเชื่อมั่นต่ำ ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัว ลดลง 8 เดือนติดต่อกัน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 65 เดือนในเดือนต.ค. โดยมีสาเหตุมาจากความกังวล เกี่ยวกับเศรษฐกิจชะลอตัวและความไม่แน่นอนทั่วโลกที่มีสาเหตุมาจากสงครามการค้าระหว่าง สหรัฐฯ กับจีน อุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้าหลังจากเกิดเหตุน้ำท่วม ในช่วงปลายเดือนส.ค.-ก.ย.ต.ค. พายุ ไชนอรัน "โพดุล" และ "คาลจิก" ส่งผลกระทบต่อทำให้เกิดน้ำท่วมใน 32 จังหวัด (ส่วนใหญ่อยู่ในภาค ตะวันออกเฉียงเหนือ) และเป็นอุปสรรคต่อการเดินทางไปยังร้านค้าในช่วงเวลาดังกล่าว ทั้งนี้ หลังจากการปรับนำลดลง การเดินทางไปยังร้านค้าก็ค่อยๆ ฟื้นตัวดีขึ้น แต่ยังไม่กลับคืนสู่ภาวะปกติใน เดือนต.ค. รายได้เกษตรกรปานกลาง รายได้เกษตรกรเติบโต 3% ในเดือนก.ย. และมีแนวโน้มที่จะ เติบโต 1% YoY ในเดือนต.ค. อ้างอิงข้อมูลจาก สศก.

...พร้อมกับผลกระทบที่มีจำกัดจากมาตรการกระตุ้นที่ออกมาเมื่อไม่นานนี้ มาตรการกระตุ้น เพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวภายในประเทศของรัฐบาลที่เรียกว่า "โครงการชิมช้อปใช้" ประกอบด้วย: 1) การแจกเงินให้กับนักท่องเที่ยวชาวไทย 13 ล้านคน คนละ 1,000 บาท และสิทธิ ได้รับเงินคืน (cash rebate) 15-20% สำหรับการใช้จ่ายในร้านค้าที่เข้าร่วมโครงการไม่เกิน 50,000 บาท ตั้งแต่วันที่ 27 ก.ย. ถึงวันที่ 30 พ.ย. (เฟสแรก) และจนถึงสิ้นเดือนธ.ค. (เฟสที่สอง) โดย ขยายระยะเวลาสิ้นสุดโครงการออกไปจนถึงสิ้นเดือนม.ค.; 2) การให้สิทธิได้เงินคืน 15-20% สำหรับการใช้จ่ายในร้านค้าที่เข้าร่วมโครงการไม่เกิน 50,000 บาท แก่นักท่องเที่ยวชาวไทย 2 ล้าน คน จนถึงสิ้นเดือนม.ค. (เฟสสาม) ทั้งนี้ตั้งแต่วันที่ 27 ก.ย. ถึงวันที่ 27 พ.ย. ผู้ที่เข้าร่วมโครงการนี้ มียอดการใช้จ่ายรวม 1.48 หมื่นลบ. โดยแบ่งเป็น 1.16 หมื่นลบ. จากเงินที่รัฐบาลแจกให้ครั้งเดียว ที่ 1,000 บาท/คน และ 3.2 พันลบ. สำหรับการใช้จ่ายเพิ่มเติม ผู้ประกอบการค้าปลีกทุกรายภายใต้ การวิเคราะห์ของเราเข้าร่วมโครงการนี้ นำโดย HMPRO (18% ของสาขาทั้งหมด), MAKRO (3%), GLOBAL (2%) และ BJC และ CPALL (1%) อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการเหล่านี้พบว่ายอดขายมี จำนวนน้อยมากในเดือนต.ค. เนื่องจากผู้เข้าร่วมโครงการนี้ส่วนใหญ่ซื้อสินค้าที่ร้านธงฟ้าและร้าน โอท็อป

รัฐบาลมีแนวโน้มออกมาตรการกระตุ้นชุดใหม่ในปี 2563 รัฐบาลมีแนวโน้มที่จะออกมาตรการ กระตุ้นเพิ่มเติมในปี 2563 ซึ่งจะส่งผลดีต่อการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคภาคเอกชนและ SSS ของกลุ่ม พาคินิชย์ ทั้งนี้เมื่ออิงกับงบประมาณปี 2563 ของรัฐบาลและเพดานหนี้ในการกู้เพื่อชดเชยการขาด ดุลของภาครัฐ SCB EIC คาดว่ารัฐบาลสามารถใช้จ่ายเงินได้อีก 2.4 แสนลบ. (1.5% ของ GDP) เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจไทยในปี 2563 ประเภทของแพ็คเกจกระตุ้นเศรษฐกิจที่รัฐบาลมีแนวโน้มจะ ออกมาคือ: 1) มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยผ่านบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ; 2) มาตรการกระตุ้นการ ใช้จ่ายภายในประเทศผ่านการลดภาษีหรือการให้เงินสนับสนุน เพื่อกระตุ้นการท่องเที่ยวและการใช้ ใช้จ่ายภายในประเทศ; 3) มาตรการช่วยเหลือเกษตรกรและ SMEs และกระตุ้นการใช้จ่ายภาครัฐ

Top picks เราชอบ CPALL และ GLOBAL เนื่องจากสองบริษัทนี้จะรายงานกำไรปกติเติบโตดีที่สุดใน กลุ่มพาคินิชย์ ที่ 14% YoY ในปี 2563 (เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 10% YoY) โดยได้รับการ สนับสนุนจากยอดขายและอัตรากำไรที่ดีขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
BJC	Neutral	45.5	53.0	18.0	26.7	25.0	1.6	1.6
CPALL	Buy	76.0	98.0	30.7	30.4	26.5	6.1	5.4
GLOBAL	Buy	17.0	19.5	15.5	36.6	32.2	4.5	4.1
HMPRO	Buy	16.5	19.0	17.5	34.4	30.3	10.0	9.1
MAKRO	Neutral	33.5	40.0	22.3	26.3	25.3	7.8	7.2
Average					30.9	27.9	6.0	5.5

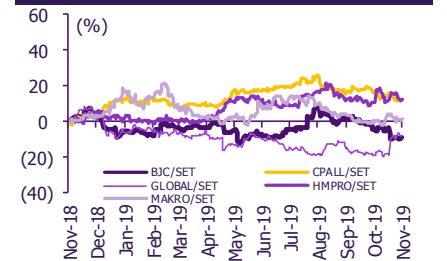
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	(5.2)	(16.1)	(13.7)	(4.5)	(12.7)	(11.0)
CPALL	(3.2)	(9.5)	11.4	(2.5)	(5.9)	14.9
GLOBAL	11.8	11.1	(10.3)	12.6	15.6	(7.4)
HMPRO	(4.6)	(8.3)	8.6	(4.0)	(4.6)	12.0
MAKRO	4.7	(5.0)	3.1	5.4	(1.1)	6.4

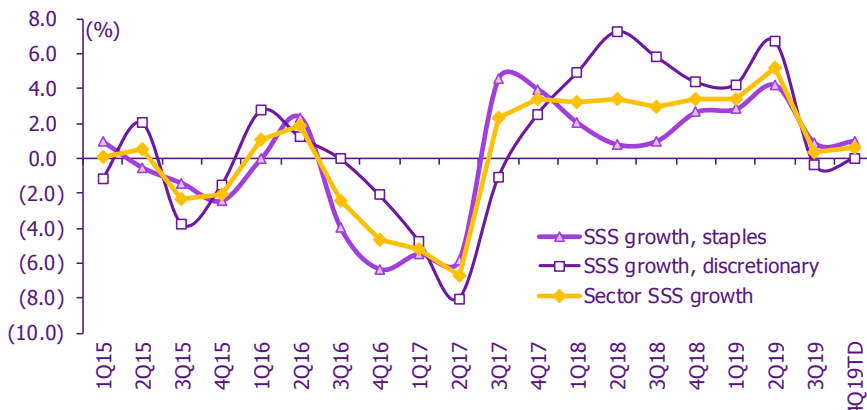
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

SSS ของกลุ่มพาคินิชย์ใน 4Q62TD น่าจะยังคงเติบโตต่ำกว่า 1% YoY

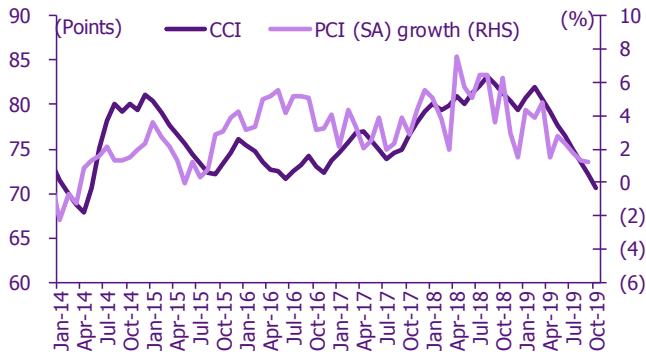


Source: SCBS Investment Research (Note SSS growth based on BJC, CPALL, MAKRO, HMPRO, and GLOBAL)

นักวิเคราะห์

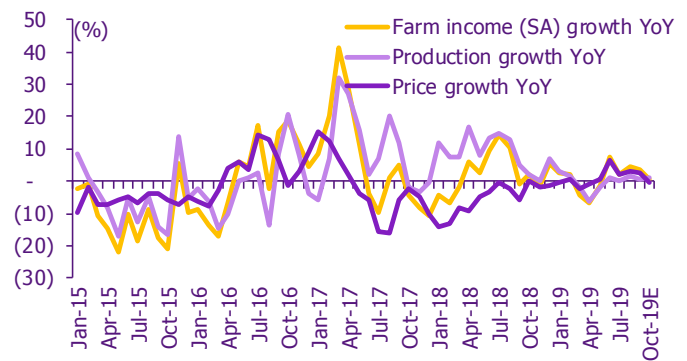
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: CCI ลดลง 8 เดือนติดต่อกัน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 65 เดือนในเดือนต.ค.



Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: รายได้เกษตรกรเติบโต 3% ในเดือนก.ย. และมีแนวโน้มที่จะเติบโต 1% YoY ในเดือนต.ค.



Source: OAE and SCBS Investment Research

Figure 3: ผู้ประกอบการค้าปลีกทุกรายภายใต้การวิเคราะห์ของเราเข้าร่วมโครงการชิมช้อปใช้ใน 4Q62

บริษัท	จำนวนสาขาที่เข้าร่วมโครงการ	% ของสาขาทั้งหมด	จังหวัด
CPALL	ต่ำกว่า 100	1%	กรุงเทพฯ (corporate stores) และจังหวัดอื่นๆ (sub area stores)
MAKRO	4	3%	ชลบุรี (cash&carry และ food service stores)
BJC	9	1% (หรือ 6% ของ hypermarket stores)	สมุทรปราการ (7 สาขา) ขอนแก่น และพิษณุโลก
HMPRO	20	18%	กรุงเทพฯ
GLOBAL	1	2%	ร้อยเอ็ด

Source: SCBS Investment Research

Figure 4: มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่อาจจะออกมาในปี 2563

มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ	รายละเอียด	ความเป็นไปได้ที่จะจัดทำ		
		สูง	กลาง	ต่ำ
1 มาตรการช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อย 1.1) บัตรสวัสดิการแห่งรัฐ	โอนเงินช่วยเหลือผู้มีรายได้น้อยเป็นรายเดือน ทั้งในส่วนของค่าเดินทาง และค่าอุปโภคบริโภค	/		
2 มาตรการช่วยเหลือเกษตรกร 2.1) ประกันรายได้ 2.2) จำนำสูงกว่าราคาตลาด 2.3) พักหนี้เกษตรกร 2.4) เงินช่วยเหลือภัยแล้ง	ให้เงินส่วนต่างของราคาสินค้าเกษตรในตลาดกับราคาที่กำหนด เพื่อช่วยเหลือรายได้เกษตรกรในกรณีที่ราคาสินค้าเกษตรตกต่ำ รัฐบาลซื้อสินค้าเกษตรจากเกษตรกรด้วยราคาที่สูงกว่าราคาตลาดและเก็บไว้เพื่อทำการขายต่อไป ให้หยุดการชำระหนี้ของเกษตรกรชั่วคราว ช่วยเหลือเกษตรกรที่ได้รับผลกระทบจากภัยแล้ง โดยอาจให้เป็นเงินช่วยเหลือหรือเงินกู้ดอกเบี้ยต่ำ	/	/	/
3 มาตรการช่วยเหลือ SMEs 3.1) สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ 3.2) ค่าประกันสินเชื่อ (PGS)	ให้สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำกับ SMEs (soft loan) บสย. จะช่วยค้ำประกันสินเชื่อให้กับ SMEs ในการขอสินเชื่อจากธนาคาร ทำให้ SMEs ได้รับสินเชื่อมากกว่าเดิม	/	/	/
4 มาตรการกระตุ้นการใช้ภายในประเทศ 4.1) ท่องเที่ยวไทย 4.2) ช้อปช่วยชาติ 4.3) ยกเว้นวีซ่าแก่นักท่องเที่ยว	ให้สิทธิลดหย่อนทางภาษีหรือให้เงินเพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวในประเทศทั้งเมืองหลักและเมืองรอง ให้สิทธิลดหย่อนทางภาษีเพื่อสนับสนุนการใช้จ่ายในช่วงเวลาที่กำหนด โดยในอดีตจะเป็นช่วงปลายปี ยกเว้นวีซ่าเข้าประเทศระยะสั้นของนักท่องเที่ยวบางสัญชาติ เพื่อกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ	/	/	/
5 มาตรการด้านการใช้จ่ายภาครัฐ 5.1) มาตรการเร่งเบิกจ่าย 5.2) กองทุนหมู่บ้าน 5.3) อัดฉีดเงินเข้าสู่ท้องถิ่น	ภาครัฐเร่งเบิกจ่ายทั้งในส่วนของงบประมาณ ส่วนท้องถิ่น และรัฐวิสาหกิจ เพื่อให้เงินลงสู่ระบบเศรษฐกิจเร็วขึ้น จัดสรรงบประมาณให้กับแต่ละหมู่บ้านเพื่อการลงทุนขนาดเล็กในพื้นที่ เช่น ซ่อมถนน สร้างฝาย เป็นต้น จัดสรรงบประมาณผ่านกระทรวงมหาดไทย โดยให้ท้องถิ่นเสนอโครงการจัดทำเพื่อพัฒนาชุมชน	/	/	/

Source: SCB EIC 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
BJC	Neutral	45.50	53.0	18.0	28.2	26.7	25.0	26	6	7	1.6	1.6	1.6	6	6	6	1.6	1.5	1.6	16.0	15.6	15.0
CPALL	Buy	76.00	98.0	30.7	33.8	30.4	26.5	5	11	15	6.8	6.1	5.4	24	22	22	1.6	1.7	2.0	18.7	17.0	15.5
GLOBAL	Buy	17.00	19.5	15.5	35.7	36.6	32.2	25	(3)	14	4.8	4.5	4.1	14	13	13	1.2	0.8	0.9	23.7	23.6	21.2
HMPRO	Buy	16.50	19.0	17.5	38.3	34.4	30.3	16	11	13	10.9	10.0	9.1	29	30	32	2.1	2.3	2.6	21.8	20.1	18.2
MAKRO	Neutral	33.50	40.0	22.3	27.1	26.3	25.3	(4)	3	4	8.4	7.8	7.2	32	31	29	2.9	2.9	2.9	16.1	15.7	15.4
Average					32.6	30.9	27.9	13	6	10	6.5	6.0	5.5	21	20	21	1.9	1.8	2.0	19.3	18.4	17.1

Source: SCBS Investment Research



คาดอุปสงค์เติบโตปานกลาง ดันทุนลดลงในปี 2563

เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศจะเติบโตปานกลางที่ 3% YoY ในปี 2563 (เทียบกับ 1.5% YoY และ 1.0% YoY ในปี 2562) โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนที่เติบโตในอัตราเร่งและการลงทุนภาครัฐที่เติบโตในอัตราที่ค่อนข้างคงที่ ราคาถ่านหินและน้ำมันที่ลดลงตั้งแต่ต้นปี 2562 เป็นต้นมาจะส่งผลทำให้ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงใน 1H63 top pick ของเรา คือ SCC

อุปสงค์จะเติบโตดีขึ้นในปี 2563 ในปี 2562 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.5% YoY และ 1.0% YoY ตามลำดับ โดยเกิดจากอุปสงค์ที่หดตัวลงใน 3Q62 เพราะเกิดสถานการณ์น้ำท่วม (ส่วนใหญ่เกิดขึ้นในภาคตะวันออกเฉียงเหนือ) และการลงทุนภาคเอกชนที่มีแนวโน้มชะลอตัวใน 4Q62 สืบเนื่องมาจากการประกาศใช้ พ.ร.บ.รายจ่ายงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 ลาช้าจากเดือนค.ค. 2562 เป็นต้นปี 2563 สำหรับปี 2563 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเติบโตปานกลางที่ 3.0% YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาคเอกชนที่เติบโตในอัตราเร่งที่ 4.9% YoY (เทียบกับ 2.2% ในปี 2562) และการลงทุนภาครัฐที่เติบโตในอัตราที่ค่อนข้างคงที่ที่ 2.7% YoY (เทียบกับ 2.8% YoY ในปี 2562) อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC

โครงการภาครัฐเพิ่มขึ้น การจัดสรรงบประมาณลงทุนภาครัฐเพิ่มขึ้นและการลงทุนมากขึ้นในโครงการขนาดใหญ่จะช่วยสนับสนุนให้การลงทุนภาครัฐปรับตัวเพิ่มขึ้นในปี 2563 รัฐบาลปรับงบประมาณลงทุนเพิ่มขึ้น 19% YoY สู่ 6.55 แสนล. ในปีงบประมาณ 2563 (ค.ค. 2562-ก.ย. 2563) ในขณะเดียวกัน การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการ 17 โครงการ มูลค่า 6.81 แสนล. ที่กรม.อนุมัติเรียบร้อยแล้ว (จะแล้วเสร็จในปี 2559-2566) โครงการเหล่านี้ประกอบด้วยโครงการมอเตอร์เวย์ โครงการรถไฟฟ้า

โครงการภาคเอกชนเพิ่มขึ้นปานกลาง ในด้านลบ โครงการลงทุนบางโครงการจะเลื่อนออกไป เพราะการส่งออกชะลอตัว และโครงการก่อสร้างที่หยุดชะงักจะลดลง ยอดขายของผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยจดทะเบียน 7 รายภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI และ SPALI) ลดลง 30% YoY สู่ 1.29 แสนล. ใน 9M62 และพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศ ปรับตัวลดลงในเดือนก.ย. ในด้านบวก การลงทุนภาคเอกชนจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ EEC และการย้ายฐานการผลิตมายังประเทศไทยมากขึ้นสืบเนื่องมาจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน ทั้งนี้ใน 3Q62 มูลค่าสุทธิของโครงการในพื้นที่ EEC ที่ขอรับการส่งเสริมการลงทุนจาก BOI เพิ่มขึ้นกว่ากระโดด 75% YoY สู่ 5.0 หมื่นล.

ได้ประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง ตั้งแต่ต้นปี 2562 เป็นต้นมา ราคา spot price สำหรับถ่านหินปรับตัวลดลงมาแล้ว 27% YoY และราคา spot price สำหรับน้ำมันปรับตัวลดลงมาแล้ว 10% YoY ในขณะเดียวกัน ตั้งแต่ต้นปี 2562 เป็นต้นมา ดัชนีราคาปูนซีเมนต์ทรงตัว YoY และดัชนีราคากระเบื้องเซรามิคปรับขึ้น 2% YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะลือราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซมักจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ดังนั้นเราจะเห็นต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงจริงใน 1H63

SCC เป็น top pick เราชอบ SCC เนื่องจากราคาหุ้นที่ลดลงเมื่อไม่นานนี้สะท้อนส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่ลดลงเพราะอุปสงค์ไม่แน่นอนสืบเนื่องมาจากสงครามการค้าไปเรียบร้อยแล้ว แผนนำหุ้นของเอสซีจี แพคเกจจิ้ง เข้าจดทะเบียนใน SET (ช่วยปลดล็อกมูลค่าธุรกิจบริการภัณฑ์และกระเบื้องเซรามิค) จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

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	1.9	2.3	29.2	12.9	12.3	2.8	2.7
SCC	Buy	381.0	440.0	19.0	12.6	12.5	1.4	1.3
SCCC	Buy	205.0	260.0	30.7	19.1	17.6	1.7	1.7
Average					14.9	14.1	2.0	1.9

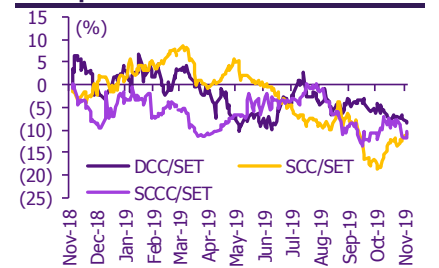
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	(4.1)	(9.7)	(17.0)	(3.4)	(6.1)	(14.3)
SCC	4.4	(8.4)	(13.8)	5.1	(4.7)	(11.0)
SCCC	(1.9)	(11.3)	(13.1)	(1.2)	(7.7)	(10.3)

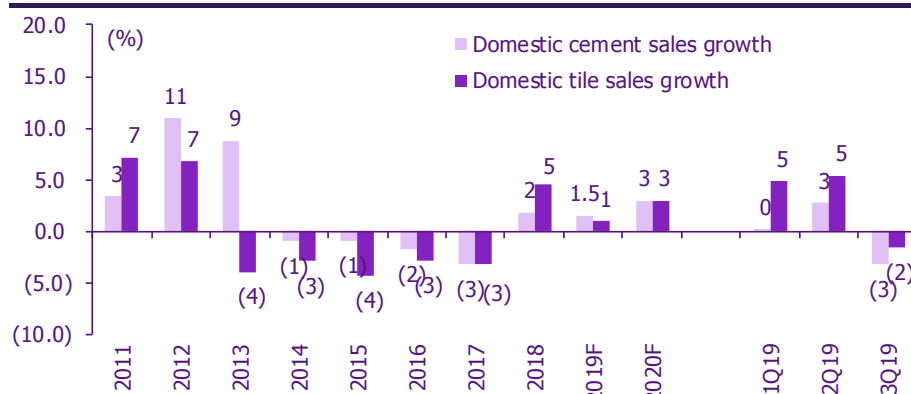
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการขายในประเทศในปี 2562-63

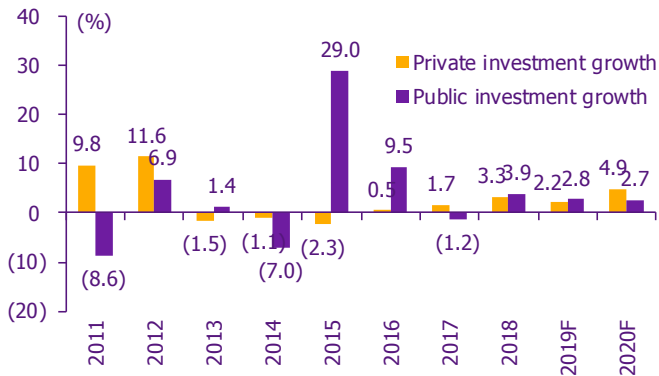


Source: OIE and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

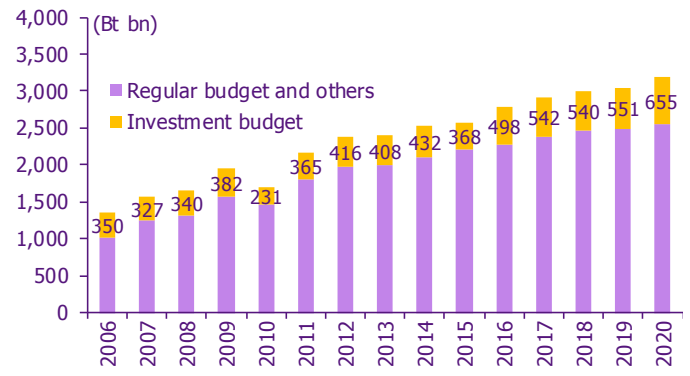
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Public and private investment growth in 2019-20F



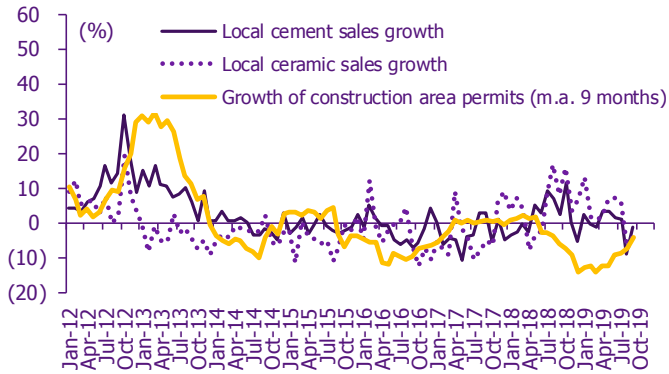
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: Government investment budget upped 19% YoY in FY2020 (Oct 2019-Sep 2020)



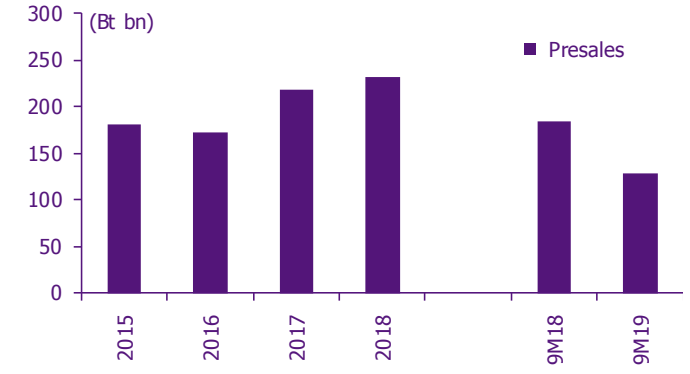
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 3: Construction area permits (9-month moving average) contracted in September



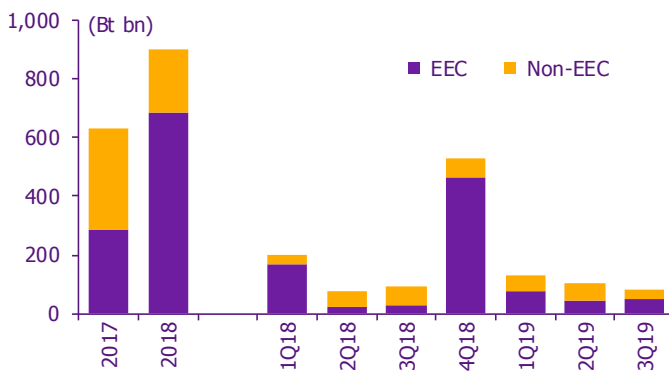
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Presales for the seven listed residential developers covered dropped 30% YoY in 9M19



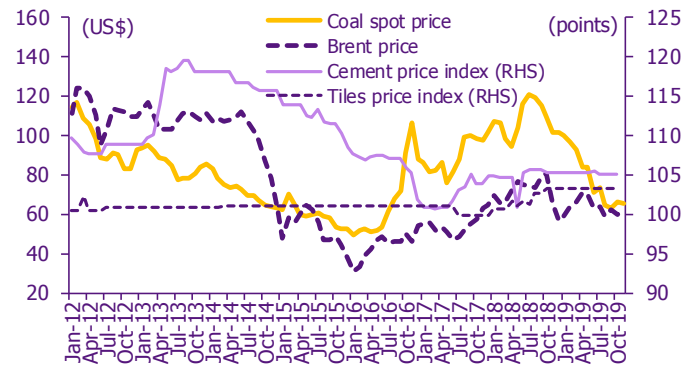
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: Net value of BOI applications in EEC rose 75% YoY in 3Q19



Source: BOI, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 6: The drop in coal and oil prices in 2019TD implies lower fuel costs in 1H20F



Source: REIC, NEX, Bloomberg 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	1.86	2.3	29.2	12.4	12.9	12.3	(12)	(4)	5	2.8	2.8	2.7	24	22	23	6.2	5.6	6.1	7.6	7.7	7.3
SCC	Buy	381.00	440.0	19.0	10.2	12.6	12.5	(14)	(19)	1	1.4	1.4	1.3	14	11	11	4.7	3.5	3.5	8.1	9.7	9.4
SCCC	Buy	205.00	260.0	30.7	19.8	19.1	17.6	9	4	9	1.8	1.7	1.7	9	9	10	3.9	3.9	3.9	10.7	10.6	10.1
Average					14.1	14.9	14.1	(6)	(6)	5	2.0	2.0	1.9	16	14	14	5.0	4.3	4.5	8.8	9.3	8.9

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 29/11/2019 24,781.47 -171.85 / -0.69% Bt9,533mn
Bloomberg ticker: SETENERG



ยังคงชอบบริษัทที่ทำธุรกิจหลากหลายและครบวงจร

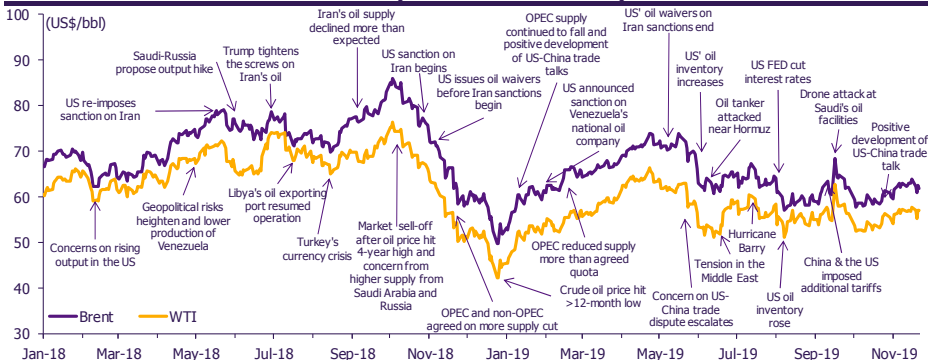
แนวโน้มราคาน้ำมันดูไม่ตึงในสถานการณ์ที่มีอุปทานส่วนเกินจากผู้ผลิตกลุ่ม non-OPEC และอุปสงค์ทั่วโลกเติบโตน้อยลง เรามุมมองระยะยาวต่อราคาน้ำมัน โดยคาดว่าราคาน้ำมันอ้างอิงอาจจะต่ำกว่าระดับในปี 2562 อยู่ US\$2-3/bbl การบรรลุล่วงของการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน (หรืออย่างน้อยคือมีความคืบหน้า) จะหนุนให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น ราคาน้ำมันที่ลดลงและค่าการกลั่นที่ผันผวนชี้ให้เห็นว่าการถือหุ้นบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันแบบครบวงจรและทำธุรกิจหลากหลาย รวมถึงมีต้นทุนการดำเนินงานที่สามารถแข่งขันได้ เป็นการลงทุนที่ปลอดภัยที่สุดในปี 2563 เรายังคงเลือก PTT และ TOP เป็น top picks ของเราในกลุ่มน้ำมันและก๊าซ valuation ปี 2563 ของหุ้นสองตัวนี้ยังอยู่ในระดับต่ำและผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ

อุปทานที่เพิ่มขึ้นส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าอุตสาหกรรมน้ำมันกำลังเข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น แต่ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงโดยเฉลี่ยปรับตัวลดลง 2% QoQ และ 11% YoY ใน 4Q62TD เพราะตลาดยังคงกังวลเกี่ยวกับอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตกลุ่ม non-OPEC และเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงทั่วโลก เมื่อไม่นานนี้ IEA ได้ปรับคาดการณ์ผลผลิตน้ำมันดิบจากกลุ่ม non-OPEC ในปี 2563 เพิ่มขึ้นจากเดิมที่คาดว่าจะเติบโต 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน สู่ 2.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน เทียบกับ 1.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2562 มากกว่าอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกที่คาดว่าจะเติบโตเพียง 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ในปี 2563 (และ IEA อาจจะไม่ปรับลดคาดการณ์อีกครั้ง) เราเชื่อว่าปัจจัยที่ไม่ใช่ปัจจัยพื้นฐาน เช่น ความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่สูงขึ้น และการคาดการณ์ของตลาดว่าซาอุดีอาระเบียจะช่วยเหลือสนับสนุนราคาน้ำมันก่อนการขายหุ้น IPO ของ Saudi Aramco อาจจะทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น ราคาน้ำมันดิบเฉลี่ย YTD สำหรับเบรนท์ (US\$63.8/bbl) และดูไบ (US\$63/bbl) ต่ำกว่าประมาณการของเรา ความไม่สมดุลของอุปทาน/อุปสงค์จะทำให้ราคาอยู่ในระดับต่ำในปี 2563 ที่ US\$62 (เบรนท์) และ US\$60 (ดูไบ) ความคืบหน้าในการเจรจาข้อตกลงการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนจะช่วยหนุนให้ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น

GRM ที่ลดลงแรงใน 4Q62 อาจจะไม่ใช้ตัวชี้วัดที่ดีนัก; แนวโน้มสำหรับผลิตภัณฑ์ชนิดเบาดีขึ้น Singapore GRM โดยเฉลี่ยปรับตัวลดลงถึง 60% QoQ ใน 4Q62TD และยังคงติดลบหลังจาก crack spread ของน้ำมันเตาที่มีปริมาณกำมะถันสูง (HSFO) เทียบกับราคาน้ำมันดิบดูไบติดลบมากขึ้น ซึ่งความจริงแล้วอาจจะเป็นเครื่องชี้ว่าไม่ถูกต้องนัก เนื่องจากผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยบางรายได้เปลี่ยนโหมดการกลั่นเพื่อเพิ่มผลผลิต LSFO ให้มากที่สุดเพื่อตอบสนองอุปสงค์น้ำมันเตาเดินเรือที่เพิ่มสูงขึ้นจากมาตรการควบคุมปริมาณกำมะถัน IMO2020 crack spread ของ LSFO ในปัจจุบันอยู่ในระดับที่สูงกว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเกือบ US\$10/bbl เทียบกับ spread ติดลบสำหรับ HSFO เราคาดว่า การเปลี่ยน HSFO เป็น LSFO จะช่วยสนับสนุนให้ GRM ปรับขึ้นได้อีก ~US\$2/bbl โดยใช้สมมติฐานผลผลิตน้ำมันเตาที่ 4-5% ของผลผลิตน้ำมันสำเร็จรูปทั้งหมด ในขณะที่ยังคงมีความเสี่ยงจากข้อพิพาททางการค้าที่ยังไม่คลี่คลาย ซึ่งก็คือ การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก และอาจจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์น้ำมันในปี 2563

PTT และ TOP เป็น top picks ของกลุ่มน้ำมันและก๊าซ ผลการดำเนินงาน 9M62 ของบริษัทน้ำมันและก๊าซสร้างความผิดหวังอย่างต่อเนื่อง โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอ การหยุดซ่อมบำรุงตามแผน และขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมาก เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 4Q62 จะปรับตัวดีขึ้น เพราะราคาน้ำมันมีเสถียรภาพมากขึ้น และมีโอกาสอยู่บ้างที่จะมีกำไรจากสต็อกน้ำมันจากการคาดการณ์ว่าซาอุดีอาระเบียจะช่วยเหลือสนับสนุนราคาน้ำมันก่อนการขายหุ้น IPO ของบริษัทน้ำมันแห่งชาติของซาอุดีอาระเบีย top picks ของเราสำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซ คือ PTT เพราะทำธุรกิจหลากหลายท่ามกลางราคาน้ำมันที่ผันผวน และได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจ E&P ซึ่งปริมาณการขายเพิ่มขึ้น และ TOP เพราะต้นทุนการดำเนินงานสามารถแข่งขันได้ท่ามกลางระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และได้ประโยชน์จาก crack spread ของ gasoil ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้น โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากมาตรการ IMO2020 นอกจากนี้ผลการดำเนินงานของสองบริษัทนี้ยังจะได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าในระยะยาว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ในระดับที่ไม่ต่ำกว่า 4-5%

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



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 20F
BCP	Buy	25.0	33.0	33.6	20.7	8.7	0.8
ESSO	Buy	7.4	9.6	29.7	n.m.	5.9	1.1
IRPC	Buy	3.5	4.3	23.1	n.m.	10.4	0.8
PTT	Buy	43.3	53.0	27.2	13.0	10.0	1.3
PTTEP	Buy	120.0	164.0	41.3	11.2	10.6	1.2
SPRC	Buy	10.0	11.0	12.6	n.m.	11.3	1.2
TOP	Buy	69.0	79.0	16.2	32.5	9.1	1.1
Average				26.2	19.3	9.4	1.1

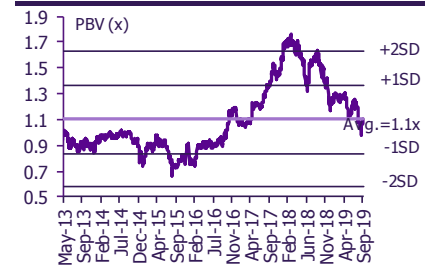
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	4.6	(8.3)	(25.9)	5.3	(4.5)	(23.5)
ESSO	5.0	(14.0)	(39.8)	5.7	(10.5)	(37.9)
IRPC	4.8	(11.6)	(42.6)	5.5	(8.0)	(40.8)
PTT	(4.9)	(2.3)	(12.2)	(4.3)	1.7	(9.4)
PTTEP	(2.0)	(3.6)	(9.1)	(1.3)	0.3	(6.2)
SPRC	16.4	13.1	(17.1)	17.2	17.6	(14.4)
TOP	2.2	1.8	(9.2)	2.9	6.0	(6.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band - SETENERG



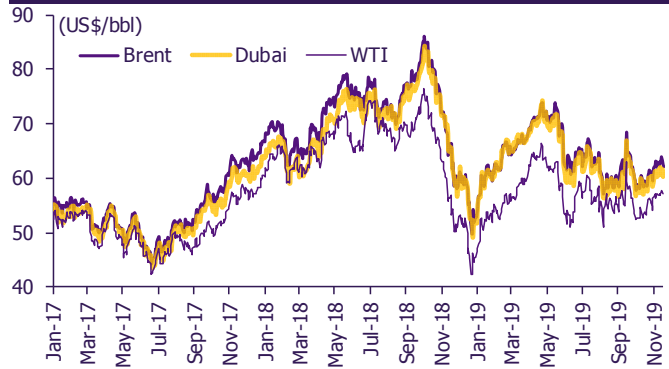
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

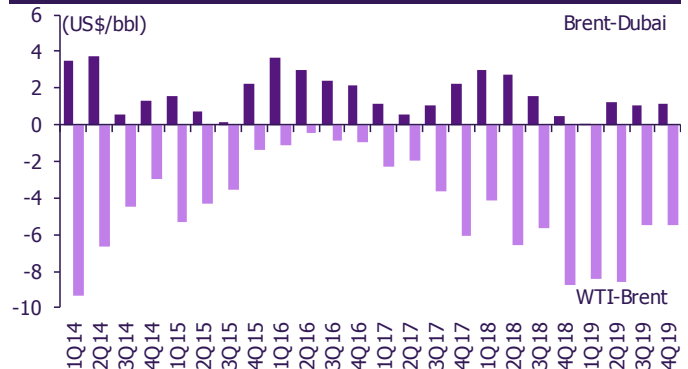
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil prices



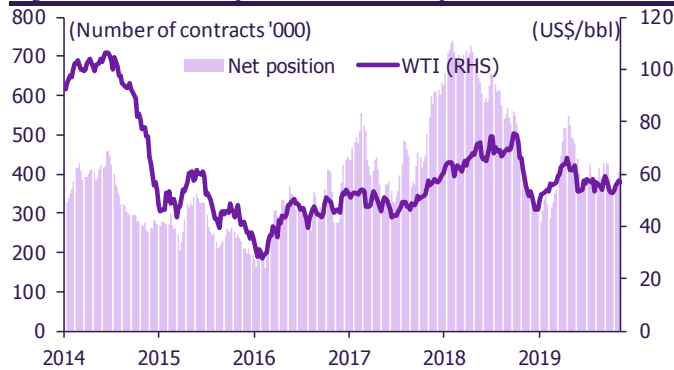
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differential



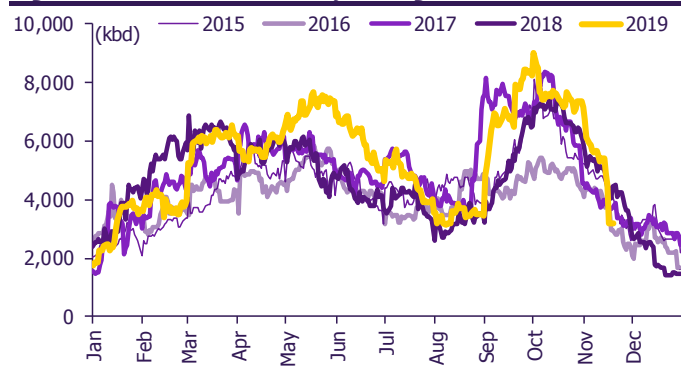
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC net position vs. WTI price



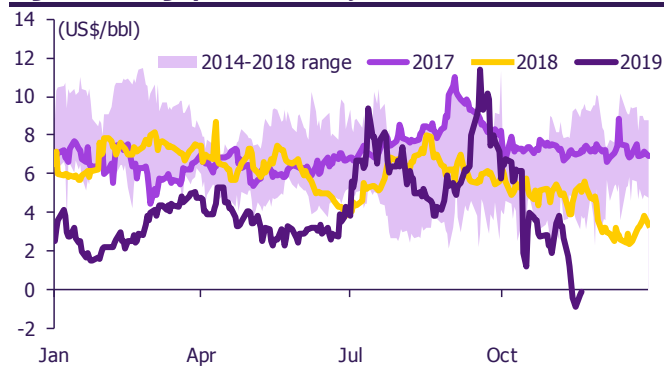
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Global oil refinery outage



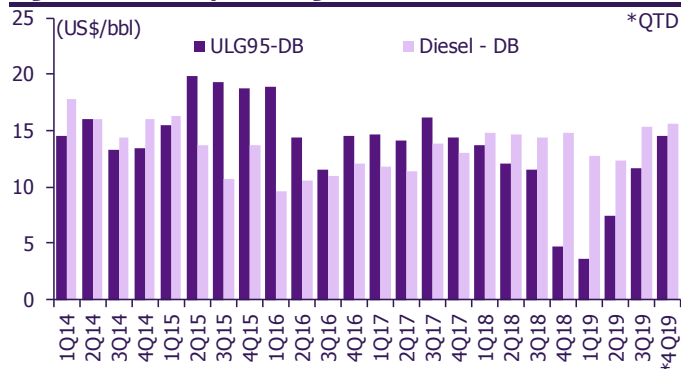
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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	25.00	33.0	33.6	12.4	20.7	8.7	(55)	(40)	138	0.8	0.8	0.7	6	4	9	5.4	1.6	5.6	7.1	10.1	7.1
ESSO	Buy	7.40	9.6	29.7	11.5	n.m.	5.9	(69)	n.m.	n.m.	1.0	1.1	0.9	8	(3)	16	4.1	0.0	8.1	11.1	46.5	5.8
IRPC	Buy	3.50	4.3	23.1	10.3	n.m.	10.4	(36)	n.m.	n.m.	0.8	0.8	0.8	8	(1)	8	5.4	0.3	4.9	7.2	15.0	6.8
PTT	Buy	43.25	53.0	27.2	10.9	13.0	10.0	(23)	(16)	29	1.4	1.3	1.3	9	7	9	4.6	4.6	4.6	3.8	3.7	3.0
PTTEP	Buy	120.00	164.0	41.3	13.1	11.2	10.6	(5)	17	6	1.2	1.2	1.1	9	11	11	4.2	4.6	4.8	3.1	3.2	3.2
SPRC	Buy	9.95	11.0	12.6	29.3	n.m.	11.3	(80)	n.m.	n.m.	1.1	1.2	1.1	4	(1)	10	6.0	2.0	4.4	9.0	13.1	4.7
TOP	Buy	69.00	79.0	16.2	13.6	32.5	9.1	(53)	(58)	256	1.1	1.1	1.0	8	3	11	3.8	1.7	4.5	6.2	11.4	7.1
Average					14.5	19.3	9.4	(37)	(21)	68	1.1	1.1	1.0	8	3	11	4.8	2.1	5.3	6.8	14.7	5.4

Source: SCBS Investment Research

แนวโน้มดี แต่ valuation ไม่น่าสนใจ

เราคาดว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคภายใต้การวิเคราะห์ของเรา จะรายงานกำไรที่ด้อยลงต่อเนื่องใน 4Q62 และปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่ขยายตัวดี และ NIM ที่เพิ่มขึ้น ทั้งๆ ที่คาดว่า credit cost จะเพิ่มขึ้น เราชอบ AEONTS เนื่องจาก valuation ต่ำกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน

AEONTS: กำไรเติบโตดีและต่อเนื่อง เราคาดว่า AEONTS จะรายงานกำไรเติบโตอย่างต่อเนื่องที่ประมาณ 15% พร้อมกับความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งที่ ROE 21% ในปี FY2562 และปี FY2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง NIM ที่ดีขึ้น และรายได้จากหนี้สูญได้รับคืนที่ดี เรายังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อของ AEONTS ไว้ที่ 12% (6% YTD ใน 1HFY62) สำหรับปี FY2562 และปี FY2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายธุรกิจสินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองเชิงรุกซึ่งบริษัทเพิ่งเริ่มให้บริการเมื่อไม่นานนี้ บริษัทคาดว่าจะเพิ่มสัดส่วนเงินให้สินเชื่อเช่าซื้อรถยนต์มือสองสู่ 5% ของสินเชื่อทั้งหมดในปี FY2562 จากไม่ถึง 1% ในปี FY2561 AEONTS อาจขยายธุรกิจสินเชื่อจำนำทะเบียนรถในปี FY2563 เราคาดว่า NIM จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยในปี FY2562 และปี FY2563 หลักๆ เกิดจากต้นทุนเงินทุนที่ลดลงอันเป็นผลมาจากอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง เราคาดการณ์ไว้แล้วถึง credit cost ที่เพิ่มขึ้นในปี FY2562 และปี FY2563 โดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจชะลอตัว และการใช้มาตรฐานบัญชี TFRS9

KTC: ขยายธุรกิจอย่างระมัดระวัง และ NIM มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อและ NIM จะปรับตัวดีขึ้น แต่มีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับคุณภาพสินทรัพย์ของสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันท่ามกลางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะเร่งตัวขึ้นจาก 6% ในปี 2561 สู่ 8% ในปี 2562 และ 10% ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายกิจการธุรกิจใหม่ (สินเชื่ออเนกประสงค์และไฟโกลไฟแนนซ์) เราคาดว่า NIM ของ KTC จะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับบีจียกกระตุ้นจากแนวโน้มที่ต้นทุนเงินทุนจะปรับตัวลดลง เพราะอัตราดอกเบี้ยลดลงและผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อสูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการขยายกิจการสินเชื่ออเนกประสงค์และไฟโกลไฟแนนซ์ที่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้น (เพดานอัตราดอกเบี้ย 36% เทียบกับ 18% สำหรับสินเชื่อบัตรเครดิต และ 28% สำหรับสินเชื่อส่วนบุคคล)

MTC: กำไรจะกลับมาเติบโตสูงกว่าสินเชื่อในปี 2563 เราคาดว่า MTC จะกลับมารายงานกำไรเติบโตสูงกว่าสินเชื่อในปี 2563 หลังจากผลตอบแทนจากการปล่อยสินเชื่อและรายได้ค่าธรรมเนียมได้รับผลกระทบจากหลักเกณฑ์ใหม่ในปี 2562 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลง แต่ยังแข็งแกร่งที่ 24% (เทียบกับ 27% ในปี 2562) NIM จะฟื้นตัว แต่ credit cost จะเพิ่มขึ้นในปี 2563 เราคาดว่ากำไรของบริษัทจะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 16% ในปี 2562 สู่ 26% ต่อไปในปี 2563 และปี 2564

SAWAD: กำไรจะกลับมาเติบโตดีตามปกติในปี 2563 หลังจากได้รับผลกระทบจาก dilution ในปี 2562 เราคาดว่า SAWAD จะรายงานกำไรเติบโตลดลงจาก 28% ในปี 2562 สู่ 23% ในปี 2563 โดยมีสาเหตุมาจากการคาดการณ์ว่า credit cost จะเพิ่มขึ้นอันเป็นผลมาจากการใช้มาตรฐานบัญชี TFRS9 และภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า EPS ของ SAWAD จะเติบโตในอัตราเร่งตัวขึ้นจาก 11% ในปี 2562 สู่ 23% ในปี 2563 และปี 2564 หลังจากได้รับผลกระทบจาก dilution effect จากการขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับพันธมิตรของบริษัท เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลง แต่ยังแข็งแกร่งที่ 24% (เทียบกับ 27% ในปี 2562) และ NIM จะฟื้นตัวดีขึ้น แต่ credit cost จะสูงขึ้นในปี 2563

ชอบ AEONTS AEONTS เป็น top pick ของเราในกลุ่มเงินทุน เนื่องจาก valuation ต่ำกว่าหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน บริษัทเงินทุนภายใต้การวิเคราะห์ของเราไม่แนวโน้มกำไรที่ดี แต่ valuation ไม่น่าสนใจ (ยกเว้น AEONTS)

Valuation summary

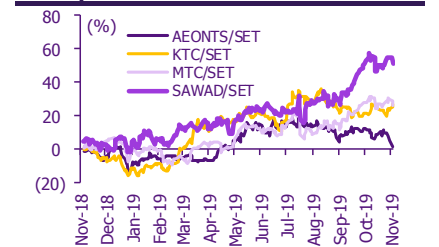
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
AEONTS	Buy	192.5	250.0	32.8	11.9	10.3	2.3	2.0
KTC	Neutral	41.0	42.0	4.5	19.0	16.9	5.3	4.4
MTC	Neutral	60.3	64.0	6.7	29.6	23.6	7.9	6.1
SAWAD	Neutral	62.8	72.0	14.8	22.7	18.5	4.6	3.7
Average					20.8	17.3	5.0	4.1

Source: SCBS Investment Research

Price performance

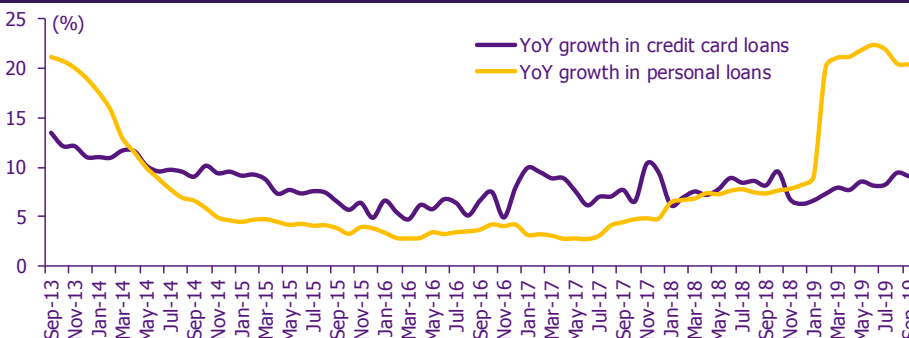
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(6.1)	(12.1)	1.9	(5.4)	(8.5)	5.1
KTC	1.2	(10.4)	20.6	1.9	(6.8)	24.5
MTC	(1.2)	9.5	22.3	(0.5)	14.0	26.3
SAWAD	(2.0)	12.6	38.0	(1.3)	17.1	42.5

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

การรวมสินเชื่อจำนำทะเบียนรถเข้ามาทำให้การเติบโตของสินเชื่อส่วนบุคคลมีแนวโน้มดีขึ้นตั้งแต่ก.พ. 62



Source: BoT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

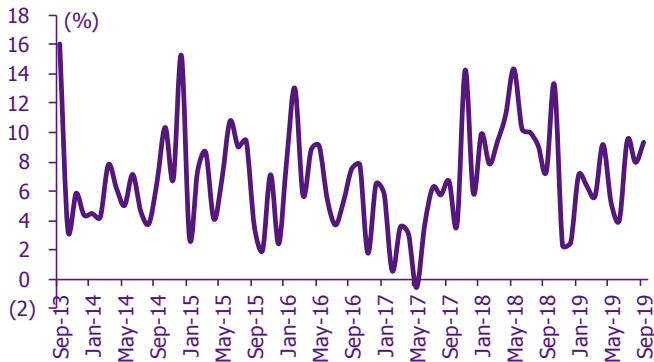
นักวิเคราะห์การลงทุนบีจียกพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

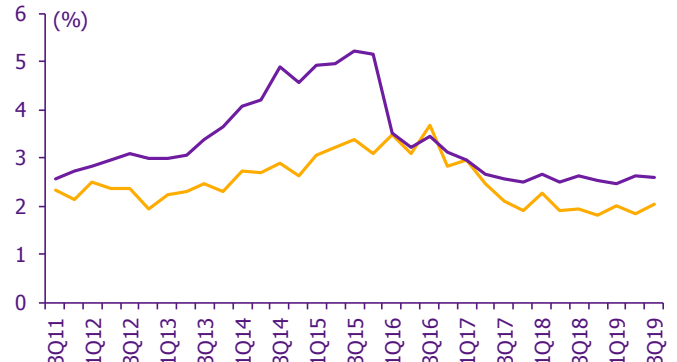
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: YoY growth in credit card spending



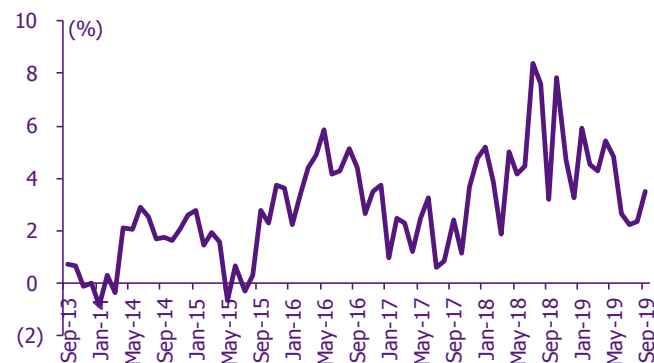
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: Credit card and personal loan NPLs



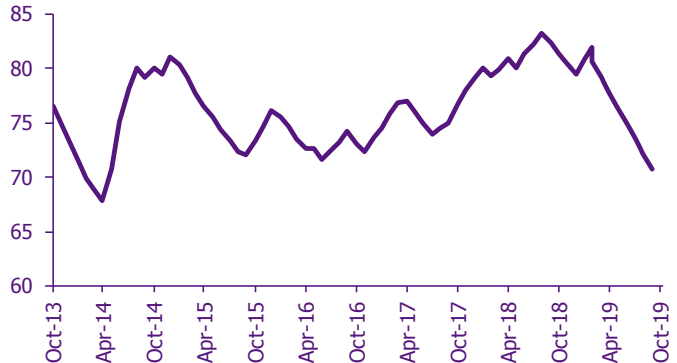
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



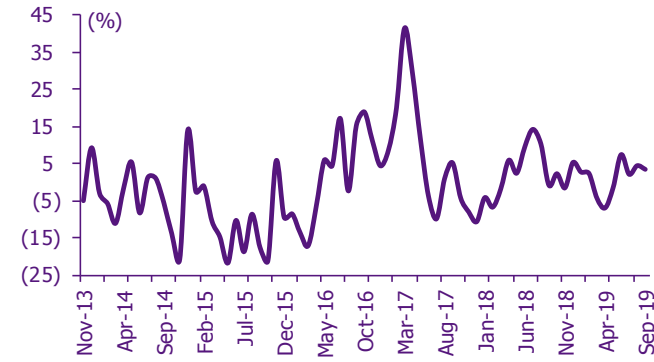
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



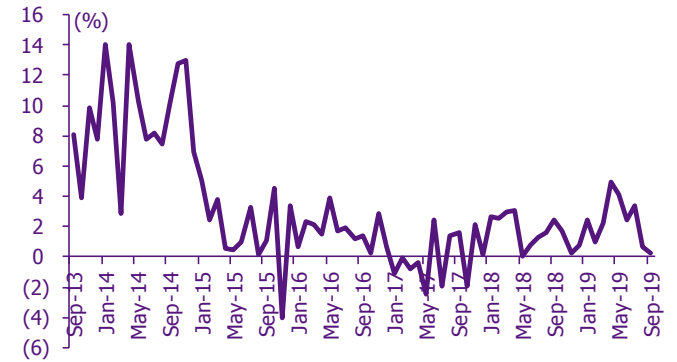
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

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	192.50	250.0	32.8	13.7	11.9	10.3	18	15	16	2.7	2.3	2.0	21	21	21	2.4	2.9	3.4
KTC	Neutral	41.00	42.0	4.5	20.6	19.0	16.9	56	8	12	6.5	5.3	4.4	36	31	29	1.9	2.1	2.4
MTC	Neutral	60.25	64.0	6.7	34.4	29.6	23.6	48	16	26	10.4	7.9	6.1	35	30	29	0.4	0.5	0.6
SAWAD	Neutral	62.75	72.0	14.8	26.0	22.7	18.5	(2)	15	23	6.1	4.6	3.7	26	24	22	0.0	0.0	0.0
Average					23.7	20.8	17.3	30	14	19	6.4	5.0	4.1	29	27	25	1.2	1.4	1.6

Source: SCBS Investment Research



จีนรับรองมาตรฐานโรงงานไก่ไทยเพิ่ม

สำนักงานการศุลกากรแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน (GACC) ได้ประกาศรับรองมาตรฐานโรงงานไก่ไทยที่สามารถส่งออกไก่ไปจีนได้เพิ่มอีก 9 แห่ง เริ่มตั้งแต่วันที่ 22 ต.ค. 2562 เป็นต้นไป กรมปศุสัตว์คาดว่ามูลค่าการส่งออกไก่ไทยไปจีนจะเพิ่มขึ้นเป็นสามเท่าจาก 4 พันลบ.ตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน สู่ 1.2 หมื่นลบ.ในปี 2563 Top pick ของเรา คือ CPF ซึ่งกำไรจะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มอาหาร โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในเวียดนามที่เพิ่มขึ้น YoY กำไรเพิ่มเติมจากการเข้าซื้อหุ้น Hylife เสร็จในปลาย 4Q62 และราคาไก่ในประเทศที่ดีขึ้น จะช่วยชดเชยปัจจัยลบจากราคาหมูในประเทศที่ลดลง YoY ใน 4Q62

ผู้ประกอบการไทยมีโอกาสส่งออกไก่ไปจีนได้มากขึ้น... หนังสือพิมพ์ไทยรัฐรายงานว่า สำนักงานการศุลกากรแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน (GACC) ได้ประกาศรายชื่อและขึ้นทะเบียนโรงงานผลิตและแปรรูปเนื้อสัตว์ปีกและผลพลอยได้ไก่แช่แข็งของไทยที่ได้รับการรับรอง เพิ่มอีก 9 แห่ง (จากเดิมที่เคยได้รับรองไปแล้ว 7 แห่งเมื่อปี 2561) โดยสามารถส่งออกไก่ไปจีนได้ตั้งแต่วันที่ 22 ต.ค. 2562 เป็นต้นไป กรมปศุสัตว์คาดว่ามูลค่าการส่งออกไก่ไทยไปจีนจะเพิ่มขึ้นเป็นสามเท่าจาก 4 พันลบ.ตั้งแต่ต้นปี 2562 ถึงปัจจุบัน สู่ 1.2 หมื่นลบ. นอกจากนี้ยังมีแนวโน้มที่ GACC จะให้การรับรองโรงงานไก่ไทยเพิ่มอีก 12 แห่งด้วย

...เป็นข่าวดี ขว้านี้เป็นบวกต่ออุตสาหกรรมไก่ไทยในแง่ปริมาณการส่งออกและราคา เมื่อวันที่ 6 มี.ค. 2561 จีนได้ประกาศรับรองมาตรฐานโรงงานไก่ไทย 7 แห่ง - GFPT, CPF (โรงงาน 2 แห่ง), TFG, สหฟาร์ม, Golden Line และ F&F Food สำหรับการนำเข้าไก่ ส่งผลทำให้ผู้ประกอบการไทยสามารถส่งออกไก่ไปจีนได้มากขึ้นจากที่ไม่มีมีการส่งออกไก่ไปจีนเลยในปี 2560 สู่ 2 พันลบ. ในปี 2561 และ 4.6 พันลบ. (+523% YoY) ใน 9M62 ทั้งนี้แม้ว่ามีโรงงานเพียง 7 แห่งส่งออกไก่ไปจีน แต่จีนเป็นตลาดส่งออกไก่รายใหญ่อันดับสามของไทย (6% ของมูลค่าการส่งออกไก่ไทยทั้งหมด) รองจากญี่ปุ่น (52%) และ UK (19%) การแพร่ระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ในประเทศจีนตั้งแต่เดือนส.ค. 2561 ส่งผลทำให้เกิดสถานการณ์ขาดแคลนหมู ทำให้ราคาหมูและเนื้อสัตว์ทดแทน เช่น ไก่ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก สะท้อนถึงโอกาสที่ผู้ประกอบการไทยจะส่งออกไก่ไปจีนได้มากขึ้น

ราคาอาหารในเดือน 4Q62TD ในเดือนต.ค. ราคาไก่ในประเทศอยู่ที่ 35 บาท/กก. (+6% YoY แต่ทรงตัว MoM) สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 32-33 บาท/กก. แต่ราคาหมูในประเทศลดลงสู่ 56 บาท/กก. (-13% YoY และ -5% MoM) ใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการ โดยส่วนหนึ่งมีสาเหตุมาจากเทศกาลกินเจ และส่วนหนึ่งเกิดจากความกังวลเกี่ยวกับการระบาดของโรค ASF ในประเทศเพื่อนบ้าน ราคาหมูในเวียดนามเพิ่มขึ้น MoM โดยมีสาเหตุมาจากการลดอุปทานเพราะเกิดการแพร่ระบาดของโรค ASF สู่ระดับ VND50,000/กก. (ทรงตัว YoY แต่ +13% MoM) สูงกว่าจุดคุ้มทุนของผู้ประกอบการที่ VND35,000/กก. และปรับตัวขึ้นต่อสู่ VND50,000-60,000/กก. ในเดือนพ.ย. (+13% YoY และ +10% MoM) ราคาปลาน้ำจืดทำสถิติต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2562 ที่ US\$900/ตัน (-41% YoY และ -18% MoM) ในเดือนต.ค.

"ซื้อ" CPF CPF เป็น top pick ของเรา เนื่องจากเราคาดว่าปัจจัยบวกจากราคาหมูในเวียดนามที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย YoY ซึ่งเกิดจากอุปทานที่ลดลงอย่างมากจากการระบาดของโรค ASF กำไรเพิ่มเติมจากการเข้าซื้อหุ้น Hylife เสร็จในปลาย 4Q62 และราคาไก่ในประเทศที่ดีขึ้น จะช่วยชดเชยปัจจัยลบจากราคาหมูในประเทศที่ลดลง YoY ใน 4Q62 เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ GFPT เนื่องจากได้รับผลกระทบด้านลบการหยุดสายการผลิตหลังจากเกิดเหตุเพลิงไหม้ในเดือนต.ค. และแนะนำ "Neutral" สำหรับ TU เพราะได้รับผลกระทบจากเงินบาทแข็งค่า

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CPF	Buy	27.50	32.0	18.7	19.5	17.7	1.0
GFPT	Neutral	12.40	14.0	15.0	12.7	13.5	1.1
TU	Neutral	13.80	16.5	23.4	13.0	12.6	1.4
Average					15.1	14.6	1.2

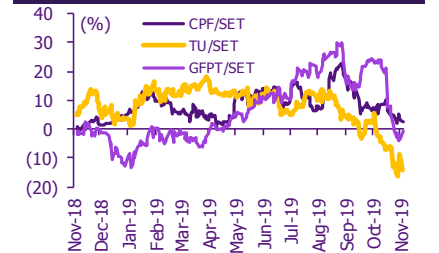
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	10.4	(6.8)	10.0	11.2	(3.0)	13.5
GFPT	(8.1)	(31.1)	(13.9)	(7.5)	(28.3)	(11.1)
TU	1.5	(20.7)	(21.6)	2.2	(17.5)	(19.1)

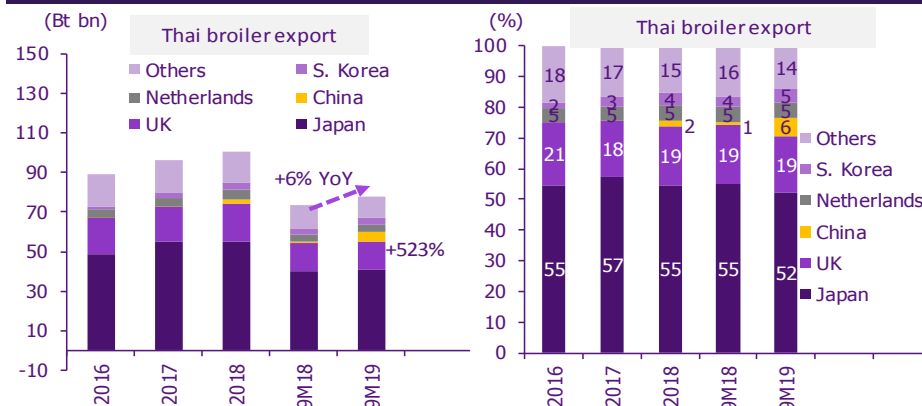
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ไทยส่งออกไก่ไปจีน (6% ของมูลค่าการส่งออกไก่ไทยทั้งหมด) เพิ่มขึ้น 523% YoY ใน 9M62

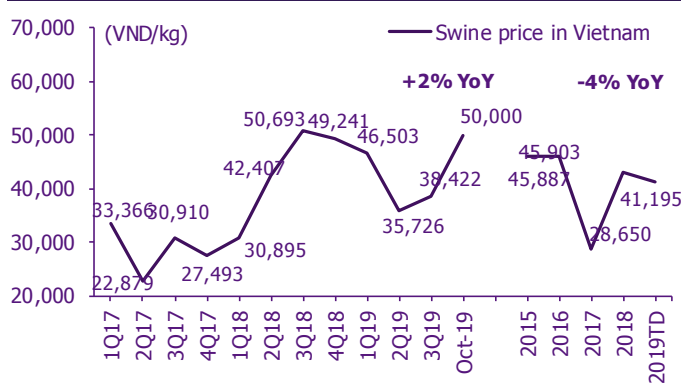


Source: MOC and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

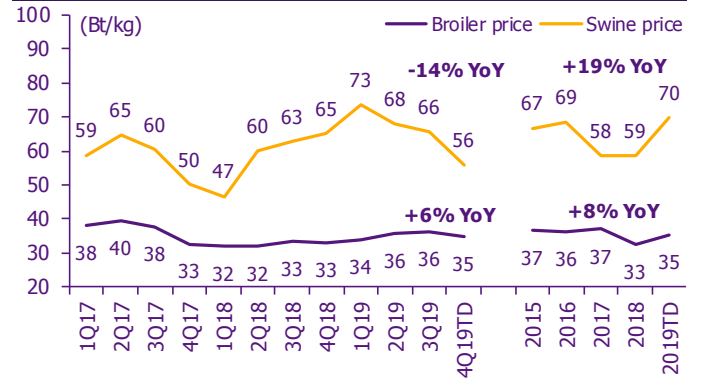
ศิริมา ดิสรุรา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Swine price in Vietnam was stable YoY in October and better YoY in November



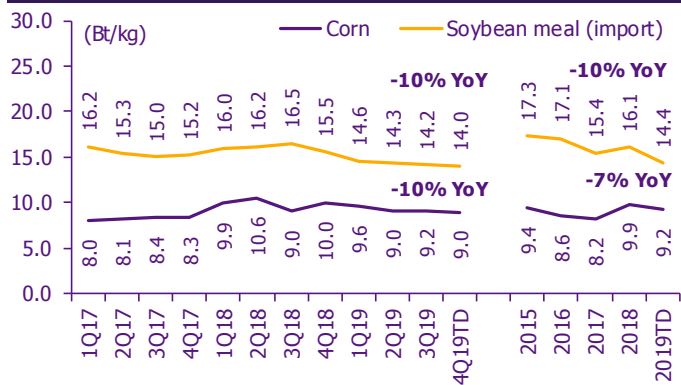
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 4Q19TD, local swine price fell 14% YoY while broiler price grew 6% YoY



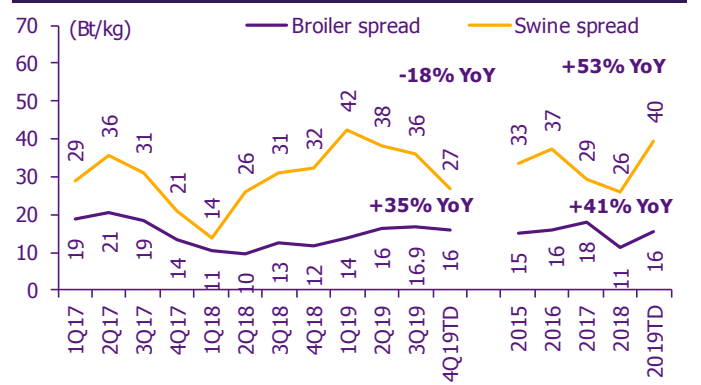
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 4Q19TD, corn and soybean meal costs dropped 10% YoY



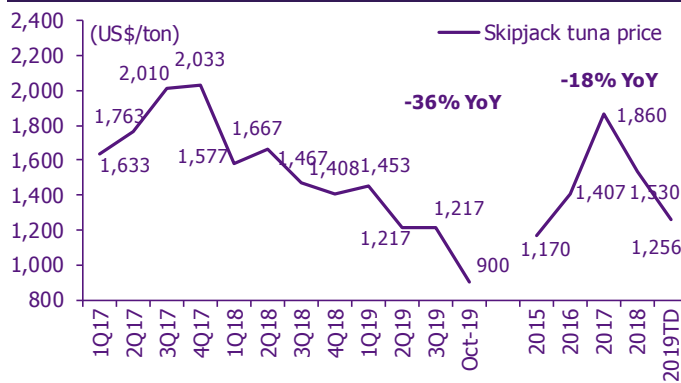
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 4Q19TD, YoY spread (price minus feed costs) slimmed for local swine, widened for broilers



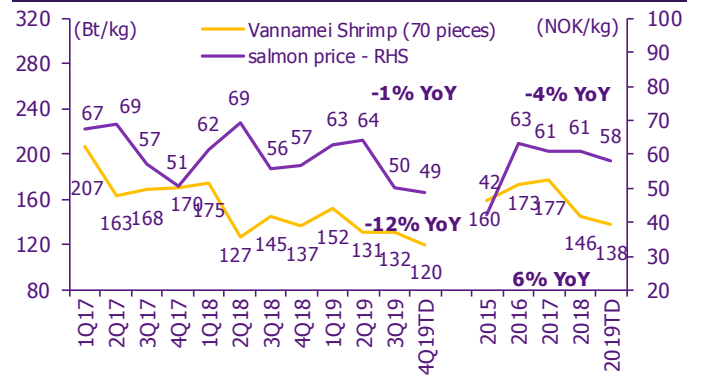
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 4Q19TD, skipjack tuna price fell to the year's low of US\$900/ton



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: In 4Q19TD, local shrimp and salmon prices stayed low



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	32.0	18.7	33.5	19.5	17.7	4	72	10	1.0	1.0	1.0	3	5	6	2.4	2.4	2.4	14.5	12.0	11.5
GFPT	Neutral	12.40	14.0	15.0	13.6	12.7	13.5	(35)	7	(6)	1.2	1.1	1.1	9	9	8	2.0	2.0	2.0	6.6	6.4	6.8
TU	Neutral	13.80	16.5	23.4	16.3	13.0	12.6	(15)	25	3	1.4	1.4	1.3	9	11	11	2.9	3.8	4.0	13.7	11.7	11.1
Average					21.1	15.1	14.6	(15)	34	2	1.2	1.2	1.1	7	8	8	2.4	2.7	2.8	11.6	10.0	9.8

Source: SCBS Investment Research

จับตาอุปทานที่เพิ่มขึ้น

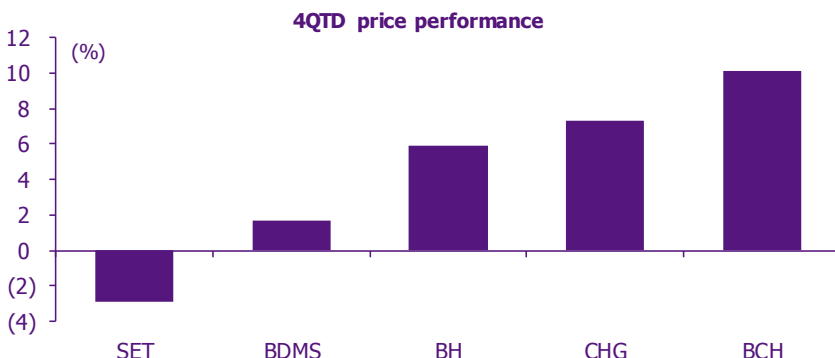
การเปิดโรงพยาบาลใหม่ย่านใจกลางกรุงเทพฯ ในปี 2563 ส่งผลทำให้มีความกังวลว่าจะเกิดสถานการณ์อุปทานในกรุงเทพฯ ล้นตลาด ในขณะที่เรามองว่าความเสี่ยงนี้มีน้อยในพื้นที่ต่างจังหวัด เนื่องจากสัดส่วนจำนวนเตียงต่อประชากรต่ำกว่าในกรุงเทพฯ การเสริมสร้างความเข้มแข็งของเครือข่ายแพทย์เป็นสิ่งสำคัญที่จะช่วยลดความเสี่ยงที่แพทย์และผู้ป่วยจะย้ายออกไปยังโรงพยาบาลใหม่ **top picks** ของเรา คือ **BCH** และ **CHG** เพราะแนวโน้มกำไรแข็งแกร่ง และมี **upside** จากการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคม

อุปทานใหม่เพิ่มขึ้น โดยส่วนใหญ่อยู่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ การเปิดโรงพยาบาลเอกชนแห่งใหม่ เช่น **TPP Healthcare International**, **โรงพยาบาลวิมุตติ** และ **KPN Healthcare** ส่งผลทำให้เกิดความกังวลว่าจำนวนเตียงของโรงพยาบาลในย่านใจกลางกรุงเทพฯ จะมีมากเกินความต้องการ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผู้ประกอบการเดิม เช่น **BH** (มีโรงพยาบาลเพียงแห่งเดียวในกรุงเทพฯ) และ **BDMS** (รายได้จากโรงพยาบาลในกรุงเทพฯ และปริมณฑลคิดเป็นสัดส่วน ~60% ของรายได้ทั้งหมด) ข้อมูลจากกระทรวงสาธารณสุขระบุว่า โรงพยาบาลเอกชนมีจำนวนเตียงให้บริการรวม 14,220 เตียงในกรุงเทพฯ โดย ~37% อยู่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ ข้อมูลที่เรารวบรวมได้จากกำหนดการโครงการแสดงให้เห็นว่า จำนวนเตียงใหม่ในย่านใจกลางกรุงเทพฯ จะเพิ่มขึ้น 4% ในปี 2563 และ 6% ในปี 2564 **BDMS** กล่าวว่าบริษัทกำลังเฝ้าติดตามอุปทานที่เพิ่มขึ้น แต่เชื่อว่าความเสี่ยงที่ผู้ป่วยและแพทย์จะย้ายออกจะบรรเทาลงได้ด้วยการเสริมสร้างความเข้มแข็งของเครือข่ายแพทย์ (ซึ่งเป็นสิ่งสำคัญที่ช่วยดึงดูดผู้ป่วยเข้ามา) ด้วยโครงการส่งเสริมความผูกพันระหว่างแพทย์กับโรงพยาบาล เรามีความกังวลเกี่ยวกับอุปทานในพื้นที่ต่างจังหวัดซึ่งเป็นพื้นที่ให้บริการหลักสำหรับ **BCH** และ **CHG** น้อยกว่าในกรุงเทพฯ เนื่องจากสัดส่วนจำนวนเตียงต่อประชากร 1,000 คน อยู่ที่ 1.8-2.6 เทียบกับกรุงเทพฯ ที่ 5.6

upside จากการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคม โรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการประกันสังคม (SC) ได้มีการเสนอให้สำนักงานประกันสังคมพิจารณาปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคม (ซึ่งไม่ได้เพิ่มมาตั้งแต่เดือน ก.ค. ปี 2560) เพื่อให้สอดคล้องกับการเพิ่มขึ้นของค่าใช้จ่ายในการรักษาพยาบาล เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่จะมีการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวเนื่องจากโรงพยาบาลส่วนหนึ่งถอนตัวออกจากโครงการประกันสังคม เพราะต้องแบกรับภาระต้นทุน ในขณะที่จำนวนผู้ประกันตนนั้นมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น ข้อมูลจากสำนักงานประกันสังคมแสดงให้เห็นว่าจำนวนผู้ประกันตนในระบบประกันสังคมเพิ่มขึ้นสู่ 16.5 ล้านคนในเดือน ก.ย. 2562 เพิ่มขึ้น 76% จาก 9.4 ล้านคนในปี 2552 ในขณะที่จำนวนโรงพยาบาลที่รับผู้ประกันสังคมลดลง 5% ในช่วงเวลาดังกล่าว เรามองว่าการปรับขึ้นค่าเช่าจ่ายรายหัวประกันสังคมจะเพิ่ม **upside** ให้กับ **BCH** และ **CHG** เนื่องจากรายได้จากบริการประกันสังคม (SC) คิดเป็นสัดส่วน 33% ของรายได้ทั้งหมดสำหรับ **BCH** และ 32% สำหรับ **CHG**

Top picks คือ BCH และ CHG ในขณะที่ SET ปรับตัวลดลง 3% ตั้งแต่ 4Q62 เป็นต้นมา แต่หุ้นกลุ่มการแพทย์ปรับตัวขึ้นได้ดี; ราคาหุ้น **BCH** ปรับตัวเพิ่มขึ้น 10%, **CHG** เพิ่มขึ้น 7%, **BH** เพิ่มขึ้น 6% และ **BDMS** เพิ่มขึ้น 2% ซึ่งเรามองว่าเป็นการสะท้อนความเชื่อมั่นของนักลงทุนในผลประกอบการโดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่สูงขึ้น ผลตอบแทนของ **BCH** ยังดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง เนื่องจากหากนับตั้งแต่ต้นปี ราคาหุ้น **BCH** เพิ่มขึ้นเพียง 4% YTD ซึ่งน้อยกว่า **CHG** ที่ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้วถึง 38% และ **BCH** ซื้อขายที่ PE ปี 2563 ระดับ 32 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับ 34 เท่าของ **CHG** เราคาดว่ากำไรปกติของ **BCH** จะเติบโต 14% YoY ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ **โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ रामคำแหง** ภายหลังได้รับการปรับปรุงและยกระดับขึ้นมา และผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวขึ้นของ **โรงพยาบาล World Medical Hospital (WMC)** สำหรับ **CHG** แม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมามากแล้ว แต่เราชอบที่ผลการดำเนินงานของบริษัทมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H62 และจะเติบโต 9% ในปี 2563 หลักๆ เกิดจากผลขาดทุนที่ลดลงที่โรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง: โครงการสวนขยายที่ **โรงพยาบาลจุฬารัตน์ 304 อินเดอร์** และโรงพยาบาลใหม่ **โรงพยาบาลรวมแพทย์ฉะเชิงเทรา**

ราคาหุ้นที่ outperform SET สะท้อนถึงความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อผลประกอบการ



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	17.4	20.5	19.2	36.5	31.9	6.9	6.2
BDMS	Buy	24.6	28.0	15.2	41.0	35.1	4.8	4.5
BH	Neutral	135.5	145.0	9.0	25.7	25.2	4.9	4.5
CHG	Buy	2.6	2.8	7.9	37.4	34.2	7.7	7.1
Average					35.1	31.6	6.1	5.6

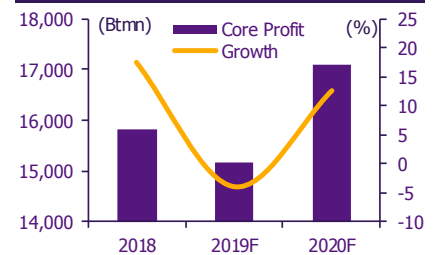
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	4.2	8.8	(4.9)	4.9	13.1	(1.9)
BDMS	3.4	4.2	(8.0)	4.1	8.5	(5.1)
BH	13.4	(2.2)	(28.7)	14.2	1.8	(26.4)
CHG	3.9	10.0	28.2	4.7	14.4	32.3

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



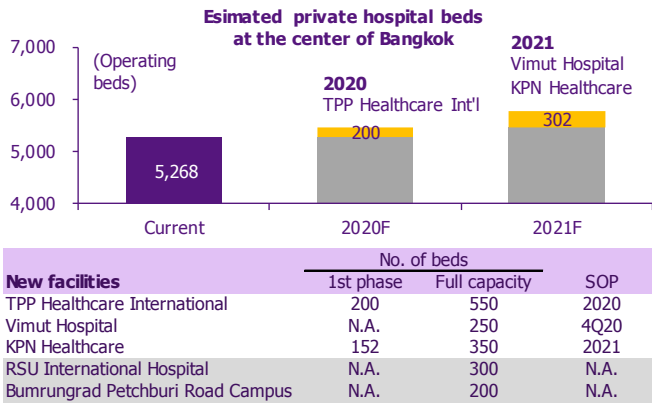
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

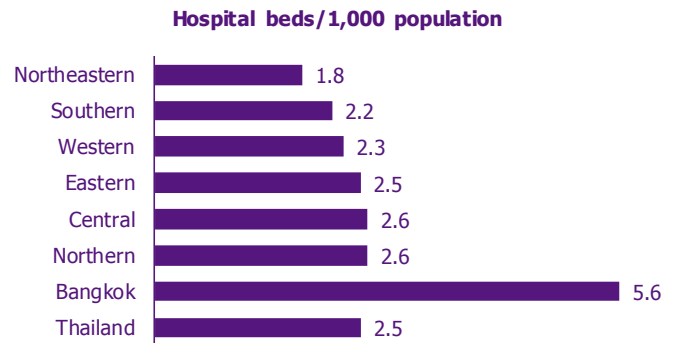
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Estimated new bed supply in Bangkok



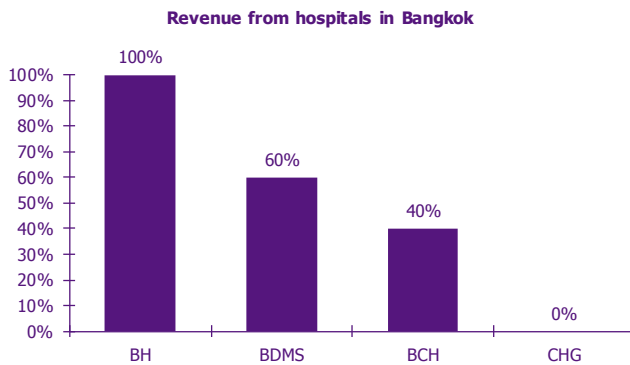
Source: Ministry of Public Health and SCBS Investment Research

Figure 2: Bed/population in Thailand



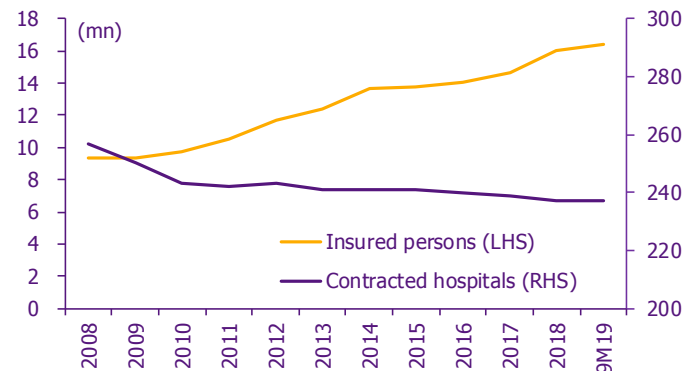
Source: Ministry of Public Health and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown



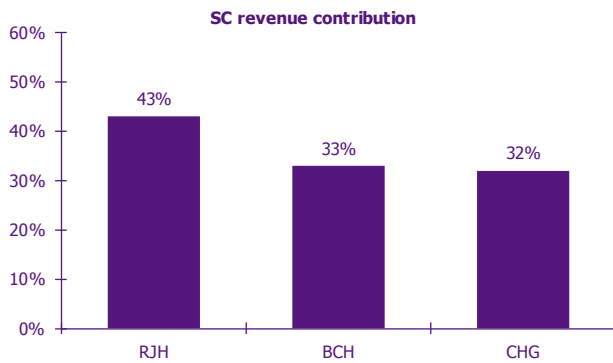
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Shortage of hospitals serving SC patients



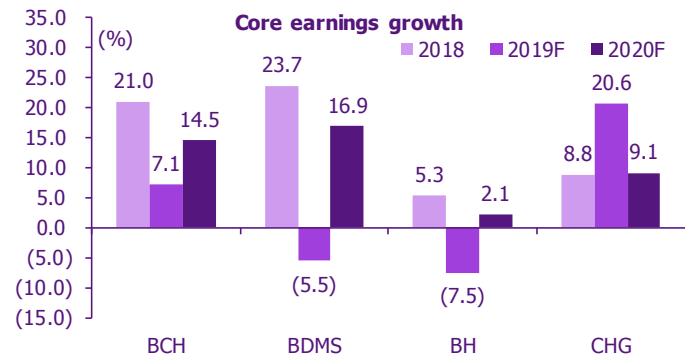
Source: Social Security Office and SCBS Investment Research

Figure 5: SC revenue contribution



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Earnings growth forecast



Source: 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	17.40	20.5	19.2	39.1	36.5	31.9	21.0	7.1	14.5	7.6	6.9	6.2	18	18	19	1.3	1.3	1.6	21.2	19.4	16.8
BDMS	Buy	24.60	28.0	15.2	38.7	41.0	35.1	22.7	(5.5)	16.9	5.5	4.8	4.5	14	12	13	1.3	1.3	1.6	24.5	22.1	20.2
BH	Neutral	135.50	145.0	9.0	23.8	25.7	25.2	5.3	(7.5)	2.1	5.4	4.9	4.5	23	20	18	2.1	1.9	2.0	14.6	15.2	14.5
CHG	Buy	2.64	2.8	7.9	45.1	37.4	34.2	8.8	20.6	9.1	8.2	7.7	7.1	18	20	21	1.9	1.8	2.0	28.3	23.8	21.0
Average					36.7	35.1	31.6	14.4	3.7	10.6	6.6	6.1	5.6	18	17	18	1.6	1.6	1.8	22.2	20.1	18.1

Source: SCBS Investment Research



ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยม

EEC ทำผลงานได้โดดเด่น โดยจำนวนการขอรับส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC เพิ่มขึ้นถึง 37% YoY สะท้อนถึงความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมจำนวนมาก สงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนดูผ่อนคลายลง แต่ยังคงมีความไม่แน่นอน โพลสำรวจแสดงให้เห็นว่านักลงทุนกำลังย้ายฐานการผลิต และ/หรือแหล่งวัตถุดิบออกจากจีนและสหรัฐฯ อีกทั้งยังมีนักลงทุนบางรายเลื่อนหรือยกเลิกการลงทุนในสองประเทศนี้ ประเทศไทยเป็นหนึ่งในจุดหมายปลายทางยอดนิยมที่นักลงทุนเลือกเพื่อตอบสนองความต้องการดังกล่าว เรายังคงประมาณการยอดขายที่ดินของเราไว้เหมือนเดิมและคาดว่าจะยอดขายที่ดินจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด QoQ ใน 4Q62 เราเลือก WHA เป็น top pick

EEC ทำผลงานได้โดดเด่น ใน 9M62 จำนวนการขอรับส่งเสริมการลงทุนเพิ่มขึ้น 11% YoY (1,165 โครงการ) โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขอรับส่งเสริมการลงทุนในพื้นที่ EEC ที่เพิ่มขึ้นถึง 37% (360 โครงการ) สะท้อนถึงความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โครงการที่ขอรับการส่งเสริมการลงทุนเหล่านี้เป็นของผู้ผลิตที่มีขนาดเล็กถึง เพราะไม่มีโครงการลงทุนขนาดใหญ่อย่าง โรงกลั่น โรงงานปิโตรเคมี โรงงานเหล็ก หรือโรงไฟฟ้า มูลค่าการลงทุนจึงปรับตัวลดลง 11% YoY (3.14 แสนลบ.) โดยมูลค่าการลงทุนในพื้นที่ EEC ลดลงถึง 23% YoY (1.68 แสนลบ.)

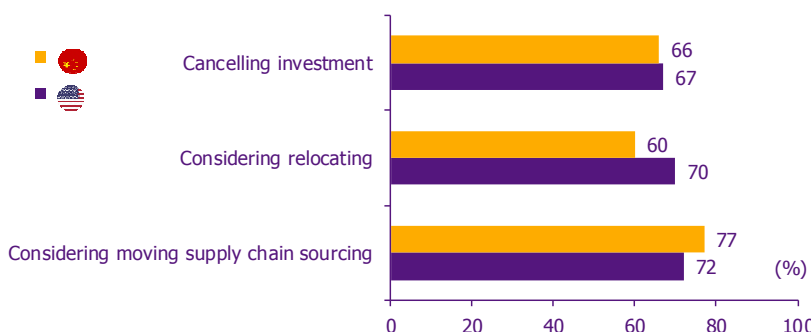
ความไม่แน่นอน การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนมีความคืบหน้า แต่ก็ยังมีอุปสรรคอยู่บ้าง จีนหวังว่าจะลงนามในข้อตกลงการค้าเฟส 1 ก่อนวันที่ 15 ธ.ค. 2562 แต่นักลงทุนบางส่วนคาดว่า การลงนามในข้อตกลงการค้าเฟส 1 จะเลื่อนออกไปเป็นปีหน้า เนื่องจากสหรัฐฯ ยังไม่ยินยอมที่จะลดภาษีลงอีกตามข้อเรียกร้องของจีน การเจรจาข้อตกลงการค้าเฟส 2 (เกี่ยวกับทรัพย์สินทางปัญญา) อาจจะไม่เลื่อนออกไปภายหลังการเลือกตั้งของสหรัฐฯ ในเดือนพ.ย.ปีหน้า เรามองว่าความไม่แน่นอนดังกล่าวประกอบกับต้นทุนการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้นในจีน ทำให้มีความจำเป็นมากขึ้นที่จะต้องปรับเปลี่ยนฐานการผลิตและแหล่งวัตถุดิบ นอกจากนี้การลงทุนใหม่ก็จะหันเหออกจากจีนและสหรัฐฯ มายังอาเซียนแทน

การสำรวจพบว่านักลงทุนขึ้นชอบประเทศไทย สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทย (สอท.) มองว่าประเทศไทยเป็นหนึ่งในจุดหมายปลายทางอันดับต้นๆ สำหรับการย้ายฐานการผลิตของอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์จากจีน การสำรวจที่จัดทำโดยหนังสือพิมพ์ *South China Morning* แสดงให้เห็นว่าผู้แสดงความคิดเห็นในโพลสำรวจส่วนใหญ่กำลังพิจารณาย้ายแหล่งวัตถุดิบ และ/หรือ ย้ายฐานการผลิต ออกจากจีนและสหรัฐฯ ในขณะที่เดียวกันผู้แสดงความคิดเห็นในสามกลุ่มว่าจะเลื่อนหรือยกเลิกการลงทุนในสองประเทศนี้ นอกจากนี้ การสำรวจที่จัดทำโดย *Nikkei* แสดงให้เห็นว่าผู้แสดงความคิดเห็นหนึ่งในสามของโพลสำรวจ (1,000 บริษัท) ตัดสินใจลดการลงทุนในจีน

คงประมาณการยอดขายที่ดินไว้ไม่เปลี่ยนแปลง ยอดขายที่ดินเพื่อการอุตสาหกรรมของผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมในการวิเคราะห์ของเราชะลอตัวที่ 1,491 ไร่ใน 9M62 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 53% ของประมาณการปี 2562 ของเรา เราหวังว่าประวัติศาสตร์จะซ้ำรอยอีกครั้งเหมือนใน 4Q62 ที่ยอดขายที่ดินคิดเป็นสัดส่วนสูงถึง 70% ของยอดขายที่ดินทั้งหมดในปี 2561 ทั้งนี้เมื่อรวมตัวเลขที่อยู่ระหว่างการเจรจาทั้งหมดกว่า 3,000 ไร่ (สถิติสูงสุด) ทำให้เราคาดว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมจะทำยอดขายที่ดินได้ 2,600 ไร่ (+22% YoY): 1,400 ไร่ (+43%) สำหรับ WHA, 750 ไร่ (-12%) สำหรับ AMATA และ 450 ไร่ (+50%) สำหรับ ROJNA

Top pick ของกลุ่มนิคมฯ – WHA เรายังคงชอบผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมภายในประเทศทุกราย และแนะนำ "ซื้อ" ทุกบริษัท (AMATA ROJNA และ WHA) ทั้งนี้ในระยะสั้น WHA มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรใน 4Q62 และ 1Q63 ที่โดดเด่นกว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมรายอื่นๆ โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขายคลังสินค้าและโรงงานสำเร็จรูป การเจรจากับลูกค้ารายใหญ่หลายราย (>2,000 ไร่) จะทำให้บริษัทมียอดขายที่ดินเข้ามาในอีก 2-3 ปีข้างหน้า ราคาหุ้นที่ปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้เปิดโอกาสให้เข้าซื้อ

โพลสำรวจแสดงให้เห็นว่าผู้ผลิตกำลังย้ายฐานการผลิตออกจากจีนและสหรัฐฯ



Source: The Association of Industrial, South China Morning newspaper

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	21.2	32.0	54.2	12.5	10.2	1.6	1.4
AMATAV	Neutral	4.9	5.2	7.4	44.1	25.0	1.7	1.6
ROJNA	Buy	6.0	8.5	48.6	17.4	12.5	1.0	1.0
WHA	Buy	4.2	6.5	56.4	19.2	15.0	2.0	1.8
Average					23.3	15.7	1.5	1.4

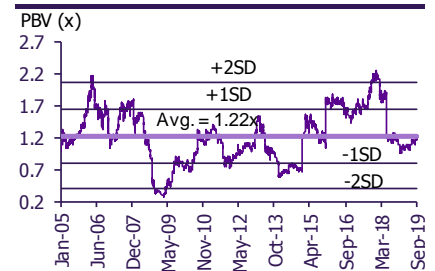
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	(16.0)	(20.0)	(9.4)	(15.4)	(16.8)	(6.5)
AMATAV	(0.8)	7.0	(12.9)	(0.1)	11.3	(10.1)
ROJNA	(1.7)	(14.4)	12.3	(1.0)	(10.9)	15.9
WHA	(10.2)	(14.2)	1.4	(9.6)	(10.8)	4.7

Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV

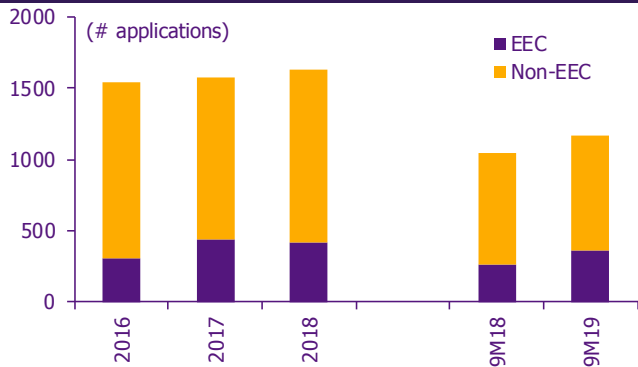


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

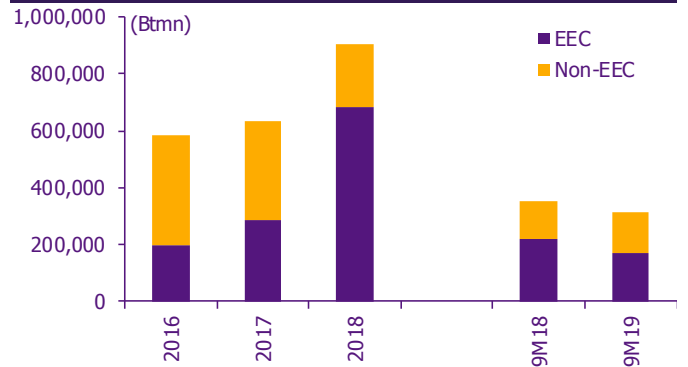
สิริกานท์ กฤษณีนิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Bol application numbers rose 11% in 9M19 (EEC +37%)



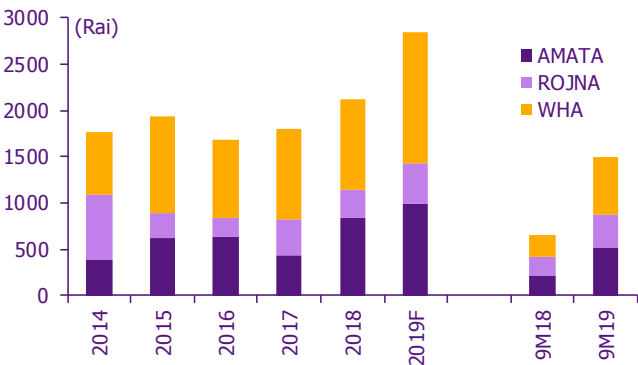
Source: Bol

Figure 2: Bol applications in value terms dropped 11% in 9M19 (EEC -23%)



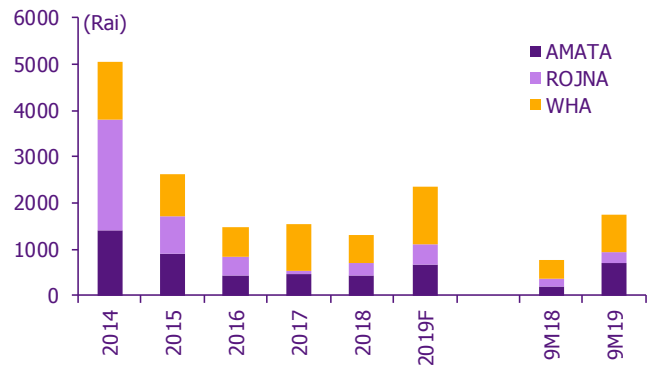
Source: Bol

Figure 3: Land sales



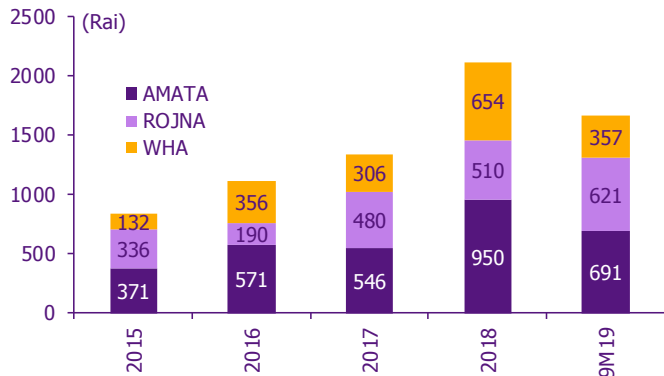
Source: AMATA, ROJNA, WHA

Figure 4: Land transfers



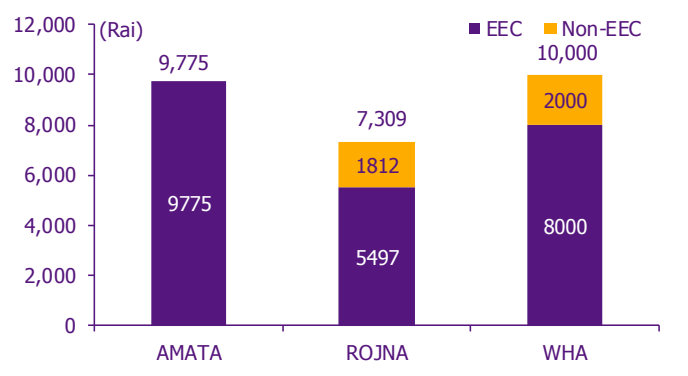
Source: AMATA, ROJNA, WHA

Figure 5: Backlog (as of September 2019)



Source: AMATA, ROJNA, WHA

Figure 6: Land bank



Source: Company

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
AMATA	Buy	21.20	32.0	54.2	18.1	12.5	10.2	(19)	45	23	1.7	1.6	1.4	8	11	13	1.9	3.2	4.0	18.3	20.8	16.9
AMATAV	Neutral	4.88	5.2	7.4	11.5	44.1	25.0	(21)	(74)	76	1.6	1.7	1.6	13	3	6	0.8	0.8	0.8	10.0	28.9	20.3
ROJNA	Buy	5.95	8.5	48.6	38.1	17.4	12.5	14	119	39	1.0	1.0	1.0	2	4	5	10.1	5.8	8.0	10.9	9.6	8.3
WHA	Buy	4.22	6.5	56.4	20.8	19.2	15.0	5	8	29	2.2	2.0	1.8	10	11	11	2.0	2.4	2.7	27.8	23.1	20.3
Average					22.1	23.3	15.7	(5)	25	42	1.6	1.5	1.4	8	7	9	3.7	3.0	3.9	16.8	20.6	16.5

Source: SCBS Investment Research



ชอบ THREL เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่สุด

บริษัทประกันมีแนวโน้มที่จะเห็น **combined ratio** พื้นตัวดีขึ้น แต่จะขยายเบี้ยประกันรับได้ค่อนข้างยากในปีหน้า เราชอบ THREL มากที่สุด เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นประกัน 3 ตัว

BLA: ราคาต่ำกว่ามูลค่า แต่ยังอยู่ในช่วงเวลายากลำบาก เบี้ยประกันรับรายใหม่ของ BLA มีแนวโน้มพื้นตัวดีขึ้น แต่ยังอยู่ในช่วงเวลายากลำบากในการที่จะทำให้เบี้ยประกันรับทั้งหมดปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราค่าโง่จากการรับประกันจะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น แต่จะถูกหักล้างโดย ROI ที่ลดลง สำหรับปี 2563 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นที่ 12% หลังจากหดตัวลง 2 ปี โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) การจับมือกับ TISCO สยามสไมล์ โบรกเกอร์ และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ในฐานะพันธมิตรรายใหม่ในธุรกิจ bancassurance และ 2) การฟื้นตัวของเบี้ยประกันรับรายใหม่ผ่านทาง BBL หลังจากได้ผลกระทบตลอดทั้งปีจากการจับมือเป็นพันธมิตรธุรกิจ bancassurance ของ AIA กับ BBL ในปี 2562 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 5% ในปี 2563 เพราะเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาจะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 1.3-1.4 หมื่นลบ. ในปี 2562 สู่ 1.4-1.5 หมื่นลบ. ในปี 2563 และผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงเป็นเวลานานและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลต่ำ ราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมากโดยซื้อขายต่ำกว่า EV ค่อนข้างมาก

THREL: ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี และ **combined ratio** มีแนวโน้มดีขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับสุทธิจะเติบโตต่อที่ 0% ในปี 2562 (-3% YoY ใน 9M62) และ 3% ในปี 2563 หลังจากบริษัทชะลอการขายผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพเพื่อปรับปรุงอัตราค่าโง่ของบริษัทให้ดีขึ้น โดยเน้นปรับเปลี่ยนเงื่อนไขสัญญาที่มีการต่ออายุและสัญญาใหม่ในแง่การบริหารการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนและค่าคอมมิชชั่นเพื่อให้ได้อัตราค่าโง่ในระดับที่เหมาะสมมากขึ้น โดยเฉพาะในส่วนของผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพ เราคาดว่า combined ratio ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 90% ในปี 2561 สู่ 92% ในปี 2562 (92.3% ใน 9M62) ก่อนที่จะลดลงสู่ 91% ในปี 2563 และ 90% ในปี 2564 โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบ lag time จากการบริหารการเรียกร้องค่าสินไหมทดแทนเชิงรุกและการทบทวนค่าคอมมิชชั่น และผลกระทบที่ลดน้อยลงจากการ recapture ผลิตภัณฑ์ระยะยาว ซึ่งจะแล้วเสร็จในปี 2563 เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 80% (เทียบกับ 83% ในปี 2561) เราคาดว่า THREL จะจ่ายเงินปันผล 0.18 บาท/หุ้น สำหรับ 2H62 (0.13 บาท/หุ้น สำหรับ 1H62) และ 0.35 บาท/หุ้น สำหรับปี 2563 คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 5% สำหรับ 2H62 และ 9.7% สำหรับปี 2563

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตเพิ่มขึ้นจาก 2% ในปี 2561 สู่ 9% ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก: 1) การขยายธุรกิจสู่ต่างประเทศ (กัมพูชา ลาว และเวียดนาม) ซึ่งบริษัทหวังว่าจะได้เบี้ยประกัน (ตั้งเป้า 5% ของเบี้ยประกันรับทั้งหมด) และ 2) การออกผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมพัฒนา (non-conventional) ใหม่ เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องสู่ 103% ในปี 2563 จาก 105% ในปี 2562 และ 113% ในปี 2561 โดยเกิดจากการหดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครุที่มีอยู่เดิม ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ ROE มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ยังคงอ่อนแอที่ระดับต่ำกว่า 6%

THREL เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ THREL เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว

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	21.8	34.0	59.2	7.7	7.6	0.8	0.8
THRE	Neutral	0.6	0.6	(4.8)	19.7	14.3	0.7	0.7
THREL	Buy	3.6	4.4	30.8	9.3	8.2	1.4	1.3
Average					12.2	10.0	1.0	0.9

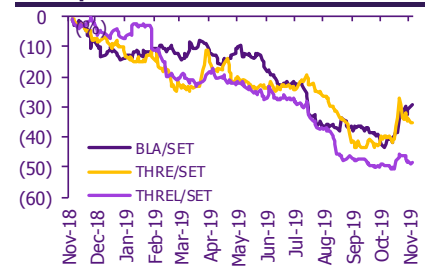
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	21.8	6.3	(29.7)	22.6	10.6	(27.4)
THRE	8.6	(10.0)	(35.7)	9.4	(6.4)	(33.6)
THREL	2.9	(19.3)	(48.2)	3.6	(16.0)	(46.5)

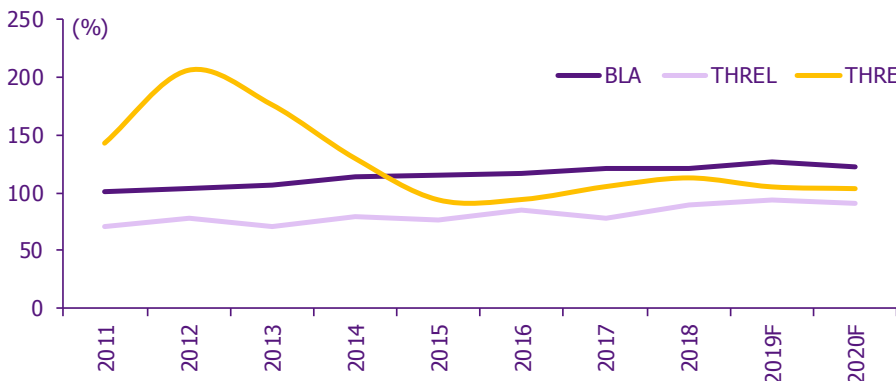
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: Companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

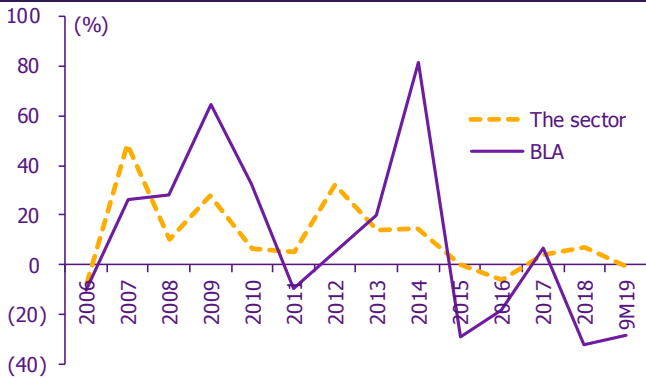
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

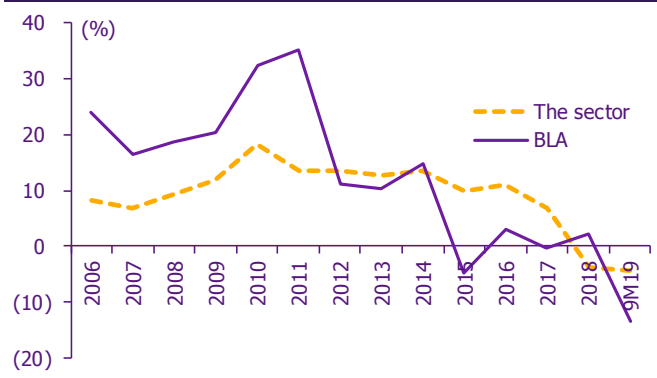
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



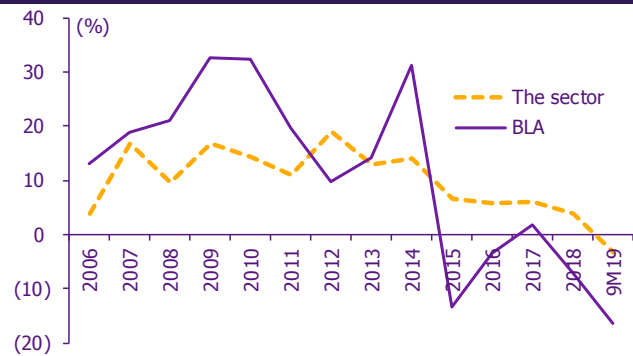
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



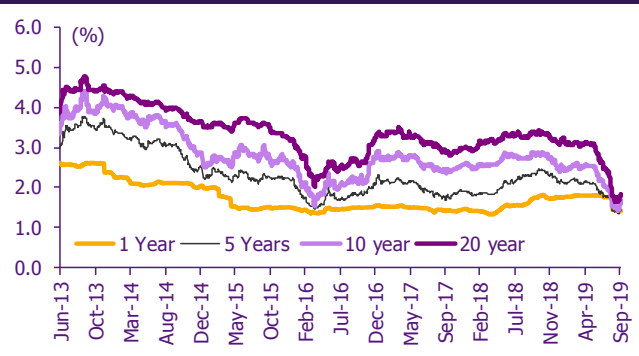
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



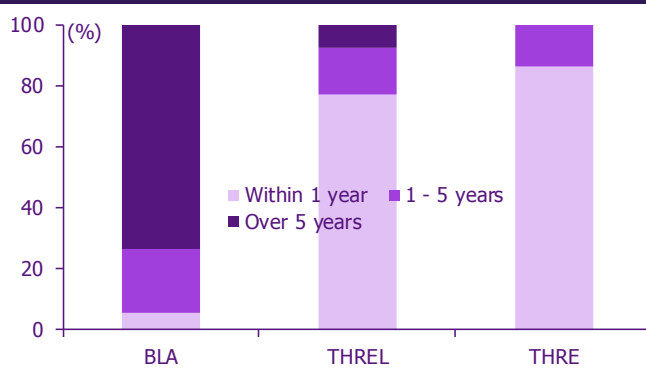
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



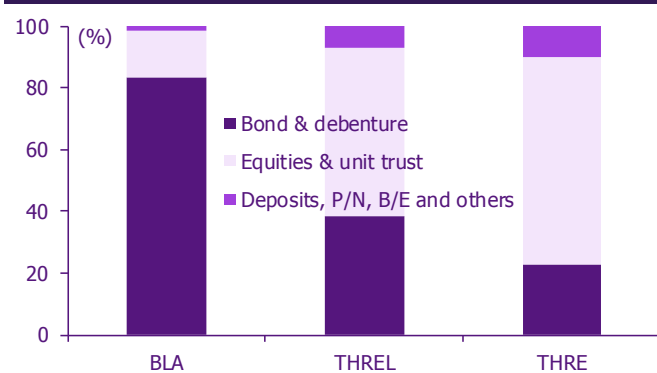
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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	21.80	34.0	59.2	7.5	7.7	7.6	37	(2)	1	1.0	0.8	0.8	13	12	11	3.3	3.3	3.3
THRE	Neutral	0.63	0.6	(4.8)	n.m.	19.7	14.3	(810)	n.m.	38	0.7	0.7	0.7	(24)	4	5	0.0	0.0	0.0
THREL	Buy	3.60	4.4	30.8	8.5	9.3	8.2	(42)	(8)	14	1.5	1.4	1.3	17	16	17	9.7	8.6	9.8
Average					8.0	12.2	10.0	(272)	(5)	18	1.1	1.0	0.9	2	10	11	4.4	4.0	4.4

Source: SCBS Investment Research

Valuation น่าสนใจ แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อ่อนแอ

ดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีลดลง >50% จากจุดสูงสุดล่าสุดเมื่อกลางปี 2561 เทียบกับ SET ที่ -11% เพราะได้รับผลกระทบอย่างหนักจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน และส่งผลลบต่อ sentiment โดยทั้งสองฝ่ายจะบรรลุข้อตกลงร่วมกันได้หรือไม่หรือเมื่อใดนั้น ยังไม่มีความชัดเจน แต่เรามองว่าประเด็นนี้สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ปัจจุบันดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลดลงมาแล้วถึง 850 จุด แต่ว่าการปรับตัวลดลงเมื่อสองครั้งก่อนอย่างมาก (500 จุดในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินทั่วโลก และ 660 จุดในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวลงแรง) แม้เรายังคงมุมมองระยะยาวดีต่อไปจนกว่าจะเห็นสัญญาณความตึงเครียดการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ กับจีน แต่เราเชื่อว่า valuation ปัจจุบันน่าอึ้งถึง PBV ที่ -2SD น่าสนใจ top pick ของเรา คือ IVL (ราคาเป้าหมาย 50 บาท) หลังจากราคาหุ้นลดลง 41% YTD กำไรของบริษัทได้รับความคุ้มครองจากอุปสรรคทางการค้าและคำสั่งห้ามใช้พลาสติกแบบครั้งเดียวทิ้ง เนื่องจาก PET เป็นพลาสติกรีไซเคิลที่ใช้กันอย่างแพร่หลายที่สุด

โอเลฟินส์: ต้องใช้เวลาดูดัชนีอุปทานใหม่ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ HDPE ปรับตัวลดลงอีก 25% QoQ สู่ US\$345/ตัน ใน 4Q62TD ซึ่งใกล้เคียงกับต้นทุนเงินสดที่ US\$300-350/ตัน (อ้างอิงข้อมูลจาก Platts) เพราะได้รับผลกระทบจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นและอุปสงค์ที่อ่อนแอ โดยมีสาเหตุมาจากแนวโน้มที่เศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน ข้อพิพาททางการค้าที่ยังไม่คลี่คลายหมายความว่าปัจจัยเหล่านี้จะยังคงอยู่ในปี 2563 ส่วนต่างราคา PP-แนฟทายังคงดูดีกว่า PE โดยเกิดจากอุปสงค์-อุปทานที่สมดุลมากขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบอย่าง SCC และ IRPC ในปี 2563 ในขณะที่ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบอย่าง PTTGC จะได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากเอทิลีนราคาถูกที่ไหลเข้ามาจากสหรัฐฯ เนื่องจากการส่งออกไปจีนปรับตัวลดลงจากการเก็บภาษีนำเข้าเพิ่มขึ้น

อะโรเมติกส์: อุปทานเพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคา PX-คอนเดนเสท และส่วนต่างราคาPX-ULG95 ลดลงอย่างมาก YoY สู่ <US\$300/ตัน และ <US\$120/ตัน ตามลำดับ โดยมีสาเหตุมาจากกำลังการผลิตใหม่ในจีน โดยหลักๆ เกิดจาก Hengli Petrochemical ราคาจะผันผวนอย่างต่อเนื่องเนื่องจากกำลังการผลิต PX ใหม่จะทยอยเริ่มเดินเครื่องกำหนด เทียบกับที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ว่าจะมีความล่าช้า ราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ลดลงเร็วกว่าราคาผลิตภัณฑ์โอเลฟินส์ เพราะมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดมากกว่า ส่งผลทำให้เราเชื่อว่าราคาก๊าซจะต่ำสุด และอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจาก PTA ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปลายน้ำจะช่วยสนับสนุนราคาและส่วนต่างราคาอย่างต่อเนื่องในปี 2563 นอกจากนี้ เนื่องจากผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันเปลี่ยนมาผลิตผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate มากขึ้นเพื่อตอบสนองอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นก่อนการบังคับใช้มาตรการ IMO2020 ดังนั้นวัตถุดิบสำหรับใช้ผลิตผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์จึงมีแนวโน้มที่จะลดลง

ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดเอเชียปรับตัวลดลง ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดเอเชียปรับตัวลดลงอีก QoQ สู่ US\$201/ตัน (ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ 2Q60) หลักๆ เกิดจากส่วนต่างราคา PTA ที่ลดลง เนื่องจากอุปทานใหม่จากจีนเข้าสู่ตลาดเมื่อ Dushan Energy เริ่มเดินเครื่องโรงงาน PTA ที่มีกำลังการผลิต 2.2 ล้านตันต่อปีบางส่วนในปลายเดือนค.ค. สายการผลิตที่สองซึ่งมีกำลังการผลิตใกล้เคียงกันจะเริ่มเดินเครื่องใน 3Q63 อ้างอิงข้อมูลจาก Platts ผู้ผลิต integrated PET/PTA จะยังคงได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการปรับตัวลดลงของต้นทุนวัตถุดิบ (PX) ซึ่งอ่อนไหวต่อกำลังการผลิตใหม่มากกว่าวัตถุดิบอื่นๆ นอกจากนี้เรายังมองว่าการรีไซเคิลได้จะทำให้ PET โดดเด่นกว่าพลาสติกประเภทอื่นท่ามกลางคำสั่งห้ามใช้พลาสติกแบบครั้งเดียว การรีไซเคิลพลาสติกจะขยายตัวอย่างต่อเนื่อง โดยเกิดจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมบรรจุภัณฑ์ทั่วโลก และนโยบายของรัฐบาลในตลาดที่พัฒนาแล้วที่ต้องการให้มีการรีไซเคิลและใช้วัสดุรีไซเคิลในการผลิตบรรจุภัณฑ์มากขึ้น

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)		
		19F	20F	19F	20F	19F	20F	
GGC	Sell	10.5	11.0	6.2	65.1	10.9	1.1	1.0
IVL	Buy	34.8	50.0	47.9	20.2	9.8	1.3	1.2
PTTGC	Buy	53.8	70.0	33.4	18.0	9.2	0.8	0.8
Average					34.4	9.9	1.1	1.0

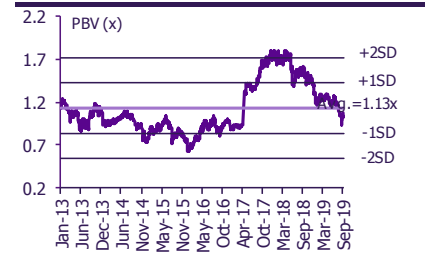
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	(4.5)	(7.1)	(1.9)	(3.9)	(3.3)	1.3
IVL	23.0	(1.4)	(35.6)	23.9	2.6	(33.6)
PTTGC	6.4	0.9	(31.5)	7.2	5.0	(29.3)

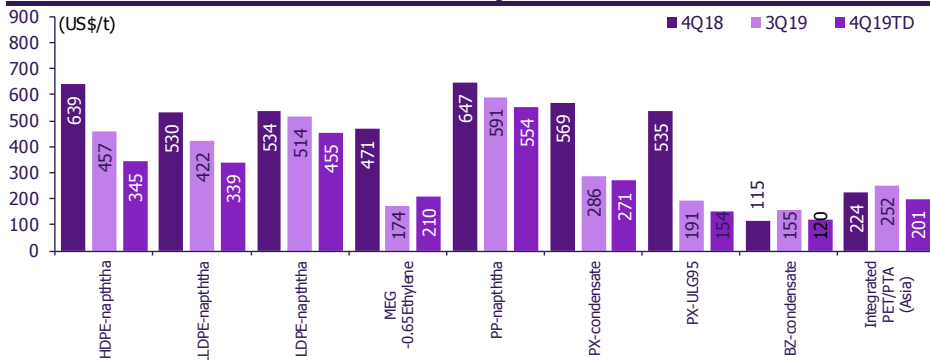
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สำคัญ



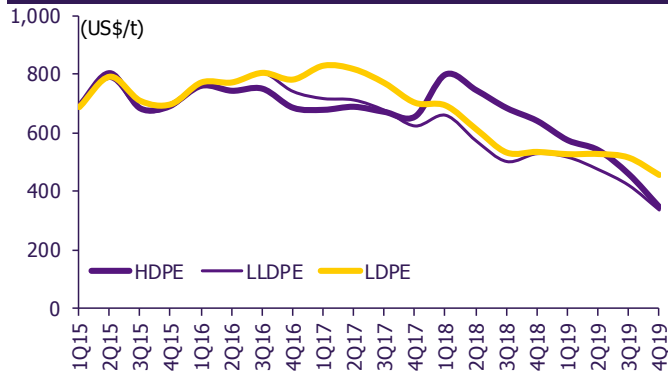
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

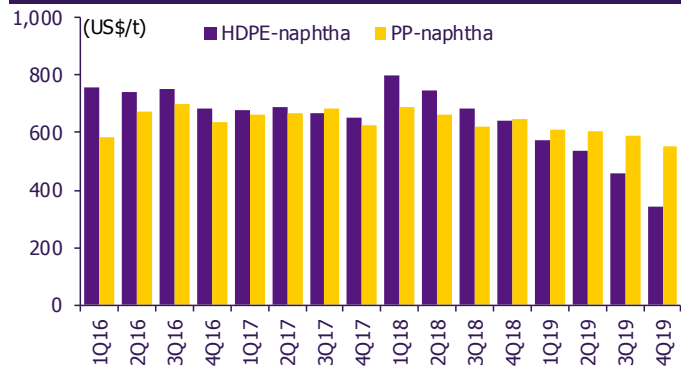
นักวิเคราะห์การลงทุนพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1005
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



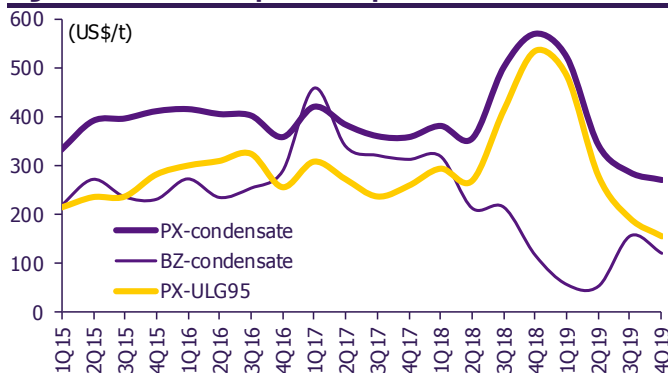
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Product spread – HDPE vs. PP



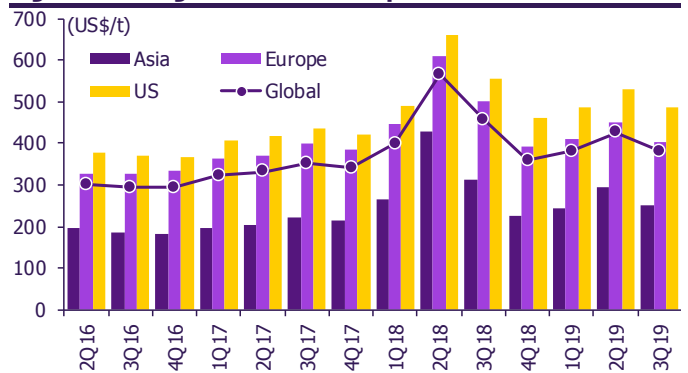
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



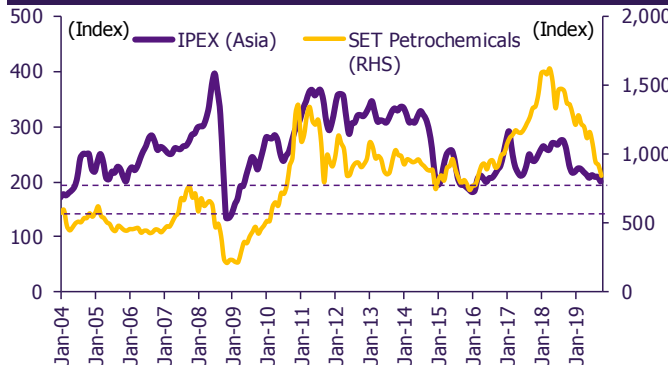
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Integrated PET/PTA spread



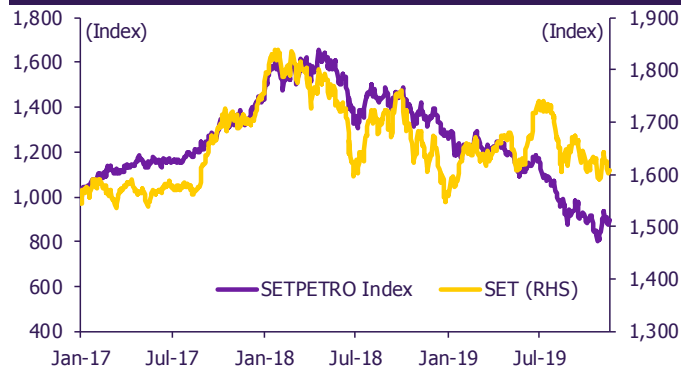
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 5: Petrochemical Index (Asia)



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	10.50	11.0	6.2	19.0	65.1	10.9	(6)	(71)	499	1.1	1.1	1.0	5	2	10	0.0	1.4	3.0	9.3	14.0	5.8
IVL	Buy	34.75	50.0	47.9	8.1	20.2	9.8	12	(60)	107	1.3	1.3	1.2	18	7	13	4.0	4.0	4.0	7.1	9.1	6.2
PTTGC	Buy	53.75	70.0	33.4	6.0	18.0	9.2	(0)	(67)	95	0.8	0.8	0.8	14	4	8	7.9	3.2	5.4	4.8	8.7	6.1
Average					11.0	34.4	9.9	2	(66)	234	1.1	1.1	1.0	13	4	10	4.0	2.9	4.1	7.1	10.6	6.1

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 29/11/2019 256.06 -0.79 / -0.31% Bt2,855mn
Bloomberg ticker: SETPROP

ยังไม่เห็นสัญญาณฟื้นตัว

การลดเพดาน LTV และบรรยากาศตลาดอสังหาฯ ที่ซบเซากดดันให้ยอดขายใน 9M62 ของผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยในภาวะวิกฤติของเราปรับตัวลดลง 30% YoY โดยคอนโดลดลงมากที่สุด (-58% YoY) ผู้ประกอบการปรับแผนธุรกิจโดยยึดหลักอนุรักษ์นิยมมากขึ้นด้วยการปรับเป้าหมายลง ทำให้ความเสี่ยงด้านประมาณการสูงขึ้นมาตรการกระตุ้นของรัฐจะช่วยสนับสนุนการโอนกรรมสิทธิ์ในระยะสั้น และจะส่งผลทำให้รายได้เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 60% QoQ ใน 4Q62 การขอสินเชื่อจะทำได้ยากขึ้นเนื่องจากความสามารถในการใช้จ่ายลดลง LH เป็น top pick ของเราเพราะความเสี่ยงต่ำ

การลดเพดาน LTV ช่วยให้การเก็งกำไรลดลง ข้อมูลจากธปท.ชี้ให้เห็นว่ายอดปล่อยสินเชื่อเพื่อที่อยู่อาศัยใหม่ชะลอตัวลงติดต่อกัน 2 ไตรมาส (-10% ใน 2Q62 และ -18.6% ใน 3Q62) หลังจากเกณฑ์อัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อมูลค่าหลักประกัน (LTV) ใหม่มีผลบังคับใช้เมื่อวันที่ 1 เม.ย. 2562 ทั้งนี้ใน 9M62 เกณฑ์ LTV ใหม่สามารถลดการเก็งกำไรภายในประเทศลงได้สำเร็จ ดึงเห็นได้จากยอดปล่อยสินเชื่อบ้านหลังที่สองและหลังที่สามที่ปรับตัวลดลง 14% YoY และ 31.4% YoY ตามลำดับ และ LTV ลดลงสู่ 81.7% จาก 88.9% ใน 4Q61 นอกจากนี้ดัชนีราคาคอนโดก็ปรับตัวลดลงสู่ 179 ใน 3Q62 จาก 186 ใน 4Q61 ด้วย

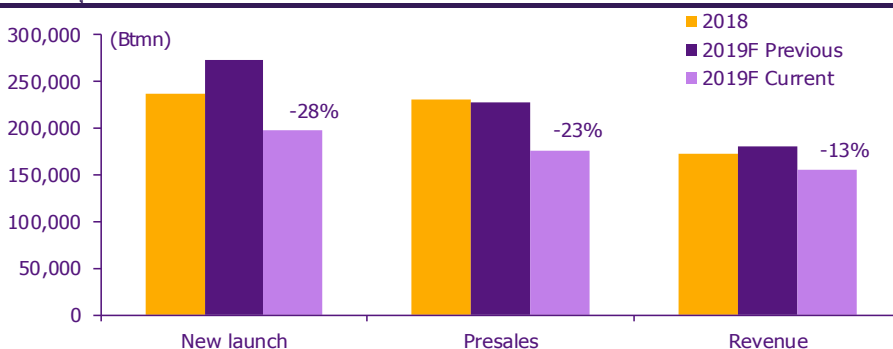
ตลาดที่อยู่อาศัยปรับตัวลดลง ยอดขายลดลง 45% YoY และ 10% QoQ สู่ 3.92 หมื่นลบ. ใน 3Q62 โดยมีสาเหตุมาจากยอดขายที่ลดลงทั้งบ้านแนวราบ (-23% YoY และ -8% QoQ สู่ 2.57 หมื่นลบ.) และคอนโด (-65% YoY และ -12% QoQ สู่ 1.35 หมื่นลบ.) ซึ่งส่วนหนึ่งเกิดจากเกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นซึ่งส่งผลทำให้อัตราการใช้สินเชื่อสูงชัน และส่วนหนึ่งเกิดจากความเชื่อมั่นระดับต่ำของผู้ซื้อ ความเชื่อมั่นได้รับผลกระทบจากการปรับลดคาดการณ์อัตราการขยายตัวของ GDP ลงอย่างต่อเนื่อง โดยปัจจุบันอยู่ที่ 2.8% จากประมาณการเดิมที่ 4.1% และการปรับตัวลดลงติดต่อกัน 8 เดือนของดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (เดือนค.ค. อยู่ที่ระดับต่ำสุดในรอบ 65 เดือนที่ 70.7) และดัชนีความเหมาะสมในการซื้อบ้านหลังใหม่ที่ต่ำสุดที่ 41.7 สถานการณ์เช่นนี้ทำให้ผู้ประกอบการเลื่อนกำหนดเปิดตัวโครงการใหม่ออกไป ยอดขายใน 9M62 อยู่ที่ 1.287 แสนลบ. -30% YoY (บ้านแนวราบ 65% และคอนโด 35%) รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยของผู้ประกอบการในภาวะวิกฤติของเราเพิ่มขึ้น 17% QoQ สู่ 3.36 หมื่นลบ. ใน 3Q62 ต่ำกว่าประมาณการของเรา และใน 9M62 ลดลง 11% YoY สู่ 1.041 แสนลบ. ต่ำกว่าเป้าหมายมาก

ความเสี่ยงด้านประมาณการสูงชัน บรรยากาศตลาดอสังหาฯ ที่ซบเซาไม่มีที่ท่าว่าจะฟื้นตัวในอนาคตอันใกล้นี้ ส่งผลทำให้ผู้ประกอบการเปลี่ยนมายึดหลักอนุรักษ์นิยมมากขึ้น โดยจะเปิดตัวเฉพาะโครงการที่ปรับปรุงภูมิทัศน์เสร็จเรียบร้อยแล้ว เพื่อให้ได้กระแสตอบรับที่ดี ผู้ประกอบการปรับเป้าหมายด้านลดลง: ปรับเป้าเปิดตัวโครงการใหม่ลดลง 28% จากต้นปี 2562 สู่ 1.975 แสนลบ. ปรับเป้ายอดขายลดลง 23% สู่ 1.766 แสนลบ. และปรับเป้ารายได้ลดลง 13% สู่ 1.560 แสนลบ. สะท้อนถึงความเสี่ยงของประมาณการ

4Q62 จะดีขึ้น QoQ แต่ลดลง YoY เราคาดว่าโครงการเปิดใหม่จะลดลง 15% QoQ สู่ 4.3 หมื่นลบ. แต่ยอดขายจะเติบโต 19% สู่ 4.65 หมื่นลบ. โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากโครงการแนวราบที่เปิดตัวไปก่อนหน้าในปีนี้ มาตรการกระตุ้นภาคอสังหาฯ ของรัฐบาลจะช่วยสนับสนุนการโอนกรรมสิทธิ์ และเราคาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 60% QoQ สู่ 5.38 หมื่นลบ. (ทรงตัว YoY) โดยเกิดจากการโอนยอดขายรองรับรายได้ 4.79 หมื่นลบ. (จากทั้งหมด 1.787 แสนลบ.) ใน 4Q62 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนรายได้ 95% ของประมาณการรายได้ปี 2562 ที่ปรับปรุงใหม่

Top pick: LH มาตรการใหม่ที่สนับสนุนเงินดาวน์ 50,000 บาทจะช่วยได้แค่สร้าง sentiment เข้มขบในระยะสั้น มาตรการนี้ไม่น่าดึงดูดมากพอที่จะกระตุ้นความต้องการซื้อบ้าน เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย ความกังวลของเรา คือ การควบคุมสินเชื่อผ่านเกณฑ์ LTV และอัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSR) ที่เข้มงวดมากขึ้น และฐานรายได้ (ไม่รวมค่าล่วงเวลา) ที่ลดลง นอกจากนี้ความสามารถในการใช้จ่ายก็ลดลงเพราะการทำงานล่วงเวลาลดลง และมีความเสี่ยงว่างงานจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและการหยุดชะงักของธุรกิจ เราชอบ LH เนื่องจากเป็นผู้ประกอบการที่มีความเสี่ยงต่ำเพราะมุ่งเน้นไปที่ตลาดบ้านแนวราบระดับกลางถึงบน และมีการกระจายการลงทุนไปยังธุรกิจค้าปลีกและโรงแรมในประเทศไทยและสหรัฐฯ การขาย Grande CentrePoint สุขุมวิท 55 จะช่วยสนับสนุนกำไร 4Q62 และเงินปันผล

ปรับเป้าทุกด้านลดลง สะท้อนถึงความเสี่ยงของประมาณการ



Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI, 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	6.9	9.0	36.1	7.1	6.6	0.8	0.8
LH	Buy	9.8	13.0	39.9	13.0	12.3	2.4	2.3
LPN	Neutral	4.6	5.0	18.8	5.0	5.1	0.5	0.5
PSH	Neutral	15.5	20.5	42.5	5.5	5.4	0.8	0.7
QH	Buy	2.7	3.5	37.1	9.6	8.9	1.1	1.0
SIRI	Neutral	1.1	1.5	46.4	7.8	6.7	0.5	0.5
SPALI	Buy	17.4	20.0	20.4	6.8	6.4	1.0	0.9
Average					7.8	7.3	1.0	1.0

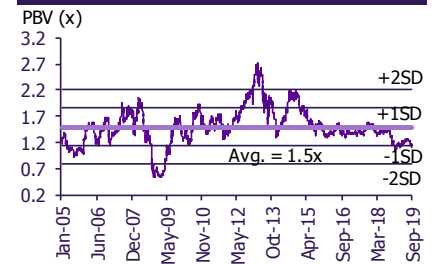
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	5.4	(6.2)	0.7	6.1	(2.4)	4.0
LH	1.0	(9.3)	(3.0)	1.7	(5.6)	0.2
LPN	(1.3)	(25.2)	(42.5)	(0.6)	(22.2)	(40.6)
PSH	0.6	(20.1)	(16.7)	1.4	(16.9)	(14.0)
QH	4.7	(8.8)	(9.5)	5.4	(5.2)	(6.5)
SIRI	0.0	(19.6)	(17.2)	0.7	(16.3)	(14.5)
SPALI	8.1	(11.7)	(14.3)	8.8	(8.1)	(11.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV

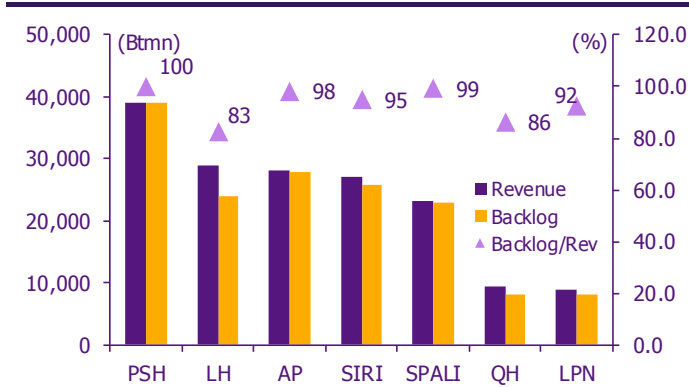


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกานท์ กฤษณีนิพัทธ์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Backlog to revenue for 2019 (average 95%)



Source: Company, SCBS Investment Research

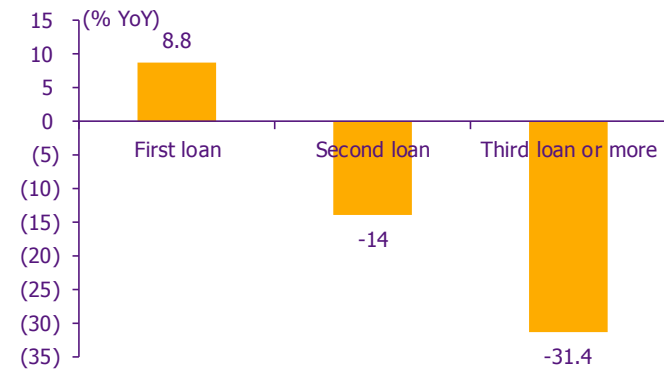
Figure 2: New mortgage lending (post-finance) slowing down



Source: BoT

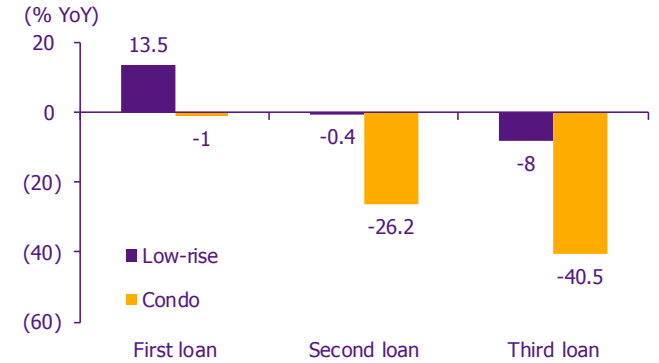
Note: Bar graph represents new loan amount (new flows), while loan growth illustrates growth of loan outstanding (% YoY)

Figure 3: Mortgage loan growth in 9M19 versus 9M18 broken down by contract



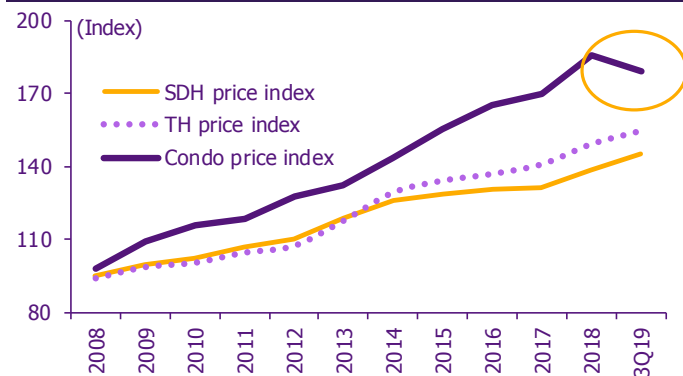
Source: BoT

Figure 4: Growth rate of new mortgage contracts in 9M19 versus 9M18, broken down by housing type



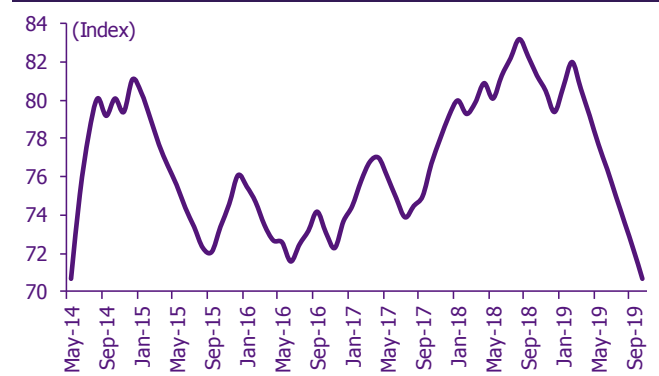
Source: BoT

Figure 5: Condo price index heading south after the new LTV took effect



Source: BoT

Figure 6: CCI lowest in 65 months (70.7)



Source: UTCC

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	6.85	9.0	36.1	5.6	7.1	6.6	25	(21)		8	0.9	0.8	0.8	17	12	12	5.8	4.7	5.0	8.5	10.0	9.2
LH	Buy	9.80	13.0	39.9	12.5	13.0	12.3	5	(4)		6	2.4	2.4	2.3	19	18	19	7.7	7.3	7.7	12.0	13.7	13.1
LPN	Neutral	4.60	5.0	18.8	5.0	5.0	5.1	28	0	(2)	0.5	0.5	0.5	11	10	10	13.0	10.1	9.8	6.4	7.0	7.6	
PSH	Neutral	15.50	20.5	42.5	5.6	5.5	5.4	10	2		2	0.8	0.8	0.7	15	14	14	10.0	10.2	10.5	8.5	8.7	8.6
QH	Buy	2.68	3.5	37.1	7.4	9.6	8.9	17	(23)		7	1.1	1.1	1.0	15	11	12	8.2	6.5	6.8	9.7	12.6	11.5
SIRI	Neutral	1.11	1.5	46.4	7.9	7.8	6.7	(29)	1		18	0.5	0.5	0.5	7	7	8	7.2	11.2	13.1	17.7	18.6	16.7
SPALI	Buy	17.40	20.0	20.4	6.5	6.8	6.4	(15)	(5)		6	1.1	1.0	0.9	19	15	15	5.7	5.5	5.8	6.7	6.6	6.0
Average					7.2	7.8	7.3	6	(7)		6	1.1	1.0	1.0	15	13	13	8.2	7.9	8.4	9.9	11.0	10.4

Source: SCBS Investment Research



ยังคงชอบ ASP มากกว่า MBKET

เราคาดว่า MBKET และ ASP จะรายงานกำไรสุทธิ 4Q62 ลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันที่ลดลง และส่วนแบ่งการตลาดที่ลดลง เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP เพราะคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจ แต่แนะนำ "ขาย" MBKET เพราะไม่น่าจะจ่ายเงินปันผลในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่องหลังจากจ่ายเงินปันผลสูงมากเป็นพิเศษใน 1H62

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ใน 4Q62 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 29 พ.ย.) อยู่ที่ 4.46 หมื่นลบ. ลดลง 17% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 11% YoY มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน YTD อยู่ที่ 4.78 หมื่นลบ. เรายังคงสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2562 ลดลงเล็กน้อยจาก 4.8 หมื่นลบ. สู่ 4.75 หมื่นลบ. (เทียบกับ 5.06 หมื่นลบ. ในปี 2561) โดยใช้สมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน 4.5 หมื่นลบ. สำหรับ 4Q62 เราคาดว่าจะเห็นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงสู่ 4.2 หมื่นลบ. ในปี 2563 เนื่องจากเงินลงทุนในกองทุน LTF จะไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้อีกต่อไป

ส่วนแบ่งการตลาดลดลง ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET ลดลงสู่ 5.98% ใน 4Q62 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 29 พ.ย.) จาก 6.32% ใน 3Q62 โดยส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 6.17% เทียบกับ 6.14% ในปี 2561 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP ลดลงสู่ 1.5% ใน 4Q62 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 29 พ.ย.) จาก 1.69% ใน 3Q62 โดยส่วนแบ่งการตลาด YTD อยู่ที่ 1.72% เทียบกับ 2.29% ในปี 2561 เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ MBKET ไว้ที่ 6.1% และคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2562 ของ ASP ไว้ที่ 1.7%

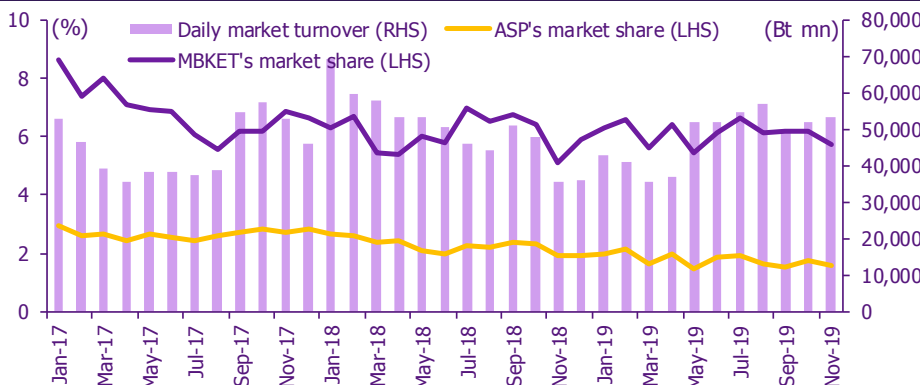
พรีวิวผลประกอบการ 4Q62 ของ MBKET: กำไรจะลดลง QoQ และ YoY เราคิดว่ากำไรสุทธิ 4Q62 จะลดลง 43% QoQ และ 17% YoY สู่ 62 ลบ. กำไรที่ลดลง QoQ เกิดจากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลง 22% ในขณะที่รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์และกำไรจากเงินลงทุนทรงตัว

พรีวิวผลประกอบการ 4Q62 ของ ASP: กำไรจะลดลง QoQ แต่เพิ่มขึ้น YoY เราคิดว่ากำไรสุทธิ 4Q62 จะลดลง 33% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 129% YoY สู่ 60 ลบ. ทั้งนี้เมื่อเทียบ QoQ เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q62 จะลดลง 33% หลักๆ เกิดจากรายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ที่ลดลง 31% ในขณะที่รายได้ค่าธรรมเนียมที่ไม่ใช่ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์จะเพิ่มขึ้น 4% โดยส่วนใหญ่เกิดจากธุรกิจกองทุนรวมและกำไรจากเงินลงทุนเล็กน้อย (เทียบกับขาดทุนจากเงินลงทุนเล็กน้อยใน 3Q62)

คาดผลตอบแทนจากเงินปันผล 2H62 น่าพอใจ เราคิดว่าเงินปันผล 2H62 ของ MBKET จะกลับคืนสู่ระดับปกติที่ 0.30 บาท/หุ้น (อัตราการจ่ายเงินปันผล 100% สำหรับ 2H62, ผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.3%) หลังจากบริษัทจ่ายเงินปันผลสำหรับ 1H62 สูงกว่าคาด ที่ 0.68 บาท/หุ้นหรือคิดเป็น 9.9 เท่าของ EPS ใน 1H62 เราคาดการณ์เงินปันผลของ ASP ที่ 0.08 บาท/หุ้นสำหรับ 2H62 (เทียบกับ 0.06 บาท/หุ้น สำหรับ 1H62) ที่อัตราการจ่ายเงินปันผล 90% สำหรับปี 2562 ซึ่งคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 4.6%

ชอบ ASP มากกว่า MBKET เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ ASP ด้วยราคาเป้าหมาย 2 บาท (15 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2563) และแนะนำ "ขาย" MBKET ด้วยราคาเป้าหมาย 4 บาท (16.7 เท่าของประมาณการ EPS ปี 2563) เราชอบ ASP มากกว่า MBKET เพราะ 1) แหล่งรายได้กระจายตัวมากกว่า ซึ่งจะช่วยรับมือกับการแข่งขันที่รุนแรงในธุรกิจค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ และ 2) valuation แพงน้อยกว่า ดังนั้นจึงให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงกว่า

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์ต่ำกว่าคาด



Source: SET 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
ASP	Neutral	1.7	2.0	23.2	10.9	12.8	0.8	0.8
MBKET	Sell	7.0	4.0	(28.3)	18.8	28.8	0.9	1.0
Average					14.9	20.8	0.9	0.9

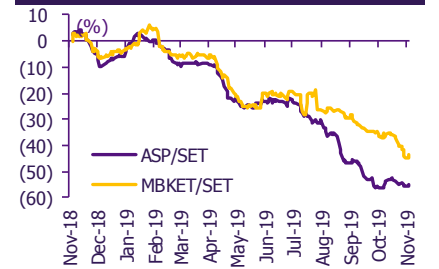
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	0.0	(25.0)	(49.4)	0.7	(22.0)	(47.8)
MBKET	(11.5)	(19.2)	(35.6)	(10.8)	(15.9)	(33.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

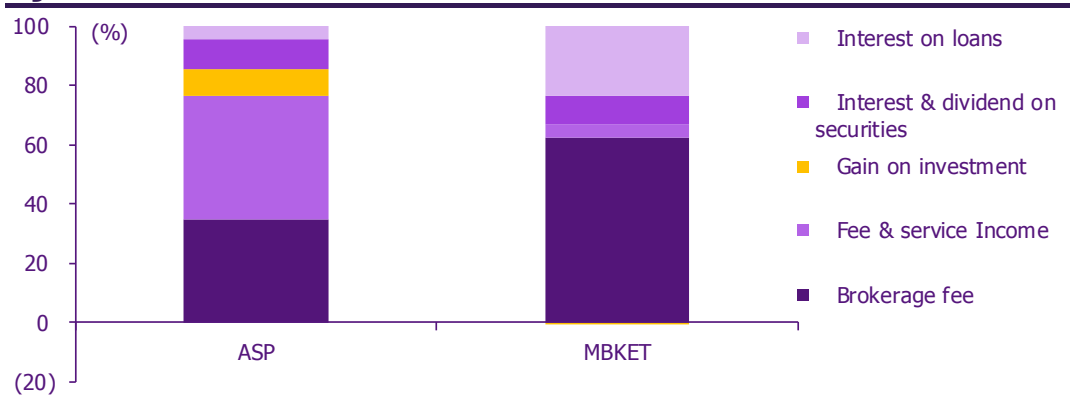
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	1.9	2.1
Bt45bn — base case	2.0	4.0
Bt48bn	2.2	6.0
EPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	0.13	0.12
Bt45bn — base case	0.14	0.24
Bt48bn	0.14	0.36
DPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2H19 and 1H20		
Bt42bn	0.11	0.12
Bt45bn — base case	0.12	0.24
Bt48bn	0.13	0.36
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	1.74	2.0	23.2	8.4	10.9	12.8	(41)	(23)	(15)	0.8	0.8	0.8	9	7	6	11.5	8.2	7.0
MBKET	Sell	6.95	4.0	(28.3)	10.1	18.8	28.8	(39)	(46)	(35)	0.9	0.9	1.0	8	5	3	9.8	14.1	3.5
Average					9.3	14.9	20.8	(40)	(34)	(25)	0.8	0.9	0.9	9	6	5	10.6	11.2	5.3

Source: SCBS Investment Research



ถึงเวลาหยุดพัก

การแข่งขันที่สูงขึ้นในระบบเดิมเงิน และการใช้งาน 5G ในเชิงพาณิชย์ที่ยังมองไม่เห็นภาพที่ชัดเจนแม้ว่าจะมีการกำหนดวันเปิดประมูลไว้แล้ว ทำให้เราเชื่อว่าการปรับตัว **outperform** ของหุ้นสื่อสาร (ADVANC และ DTAC) ตั้งแต่ปี 2562 เป็นต้นมา อาจถึงเวลาที่ต้องหยุดพัก พัฒนาการในระยะหลังนี้ทำให้เราเชื่อว่าจะเกิดเซอร์ไพรส์ด้าน **upside** ในกลุ่มสื่อสารมีจำกัด เราแนะนำให้นักลงทุนรอดูสถานการณ์ไปก่อนว่าการออกโปรโมชันเชิงรุกจะเกิดขึ้นเป็นเวลานานหรือไม่ ADVANC อาจจะได้รับผลกระทบมากที่สุดจากการแข่งขันด้านราคา เพราะมีส่วนแบ่งตลาดสูงที่สุด แต่เรายังคงชอบ ADVANC เนื่องจากกระแสเงินสดดี และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุดในกลุ่มสื่อสาร

DTAC ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มใน **3Q62** ส่วนแบ่งตลาดรายได้ของ DTAC ปรับตัวลดลงเป็นเวลาหลายไตรมาส แต่ใน 3Q62 DTAC เริ่มได้ส่วนแบ่งตลาดรายได้เพิ่มสู่ 22.3% จาก 21.7% ใน 2Q62 เนื่องจากบริษัทรายงานรายได้จากการให้บริการที่ไม่รวมค่า IC เด็บโต QoQ แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ ส่วนแบ่งตลาดของ ADVANC อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวที่ 50.4% ในขณะที่ส่วนแบ่งตลาดของ TRUE ลดลงสู่ 27.3% จาก 27.8% ใน 2Q62

การแข่งขันในระบบเดิมเงินร้อนแรงมากขึ้น เรามองว่าการที่ TRUE ออกมาเปิดเผยว่าบริษัทได้ปรับเปลี่ยนกลยุทธ์สำหรับระบบเดิมเงินเป็นสัญญาณเตือนสำหรับกลุ่มสื่อสารโดยรวม การแข่งขันในระบบเดิมเงินปรับตัวสูงขึ้นใน 4Q62 หลังจากผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายกลับมามีแพ็คเกจแบบใช้งานดาต้าไม่จำกัดสำหรับลูกค้าเดิมเงิน (200 บาท/เดือน โดยใช้งานดาต้าได้ไม่จำกัดที่ความเร็ว 10bps) แพ็คเกจนี้เป็นแพ็คเกจเชิงรุกมากกว่าแพ็คเกจที่ออกใน 3Q62 ซึ่งใช้ได้เฉพาะกับซิมใหม่และความเร็วเพียง 4Mbps เมื่อไม่นานนี้เราพบว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่บางรายออกแพ็คเกจแบบใช้งานดาต้าได้ไม่จำกัดที่ความเร็ว 2Mbps ในราคา 90 บาท/เดือน ซึ่งต่ำกว่า ARPU ในระบบเดิมเงินของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกราย โดย ARPU ในระบบเดิมเงินของ ADVANC อยู่ที่ 179 บาท DTAC อยู่ที่ 142 บาท และ TRUE อยู่ที่ 115 บาท ณ 3Q62 เรามองว่าเรื่องนี้จะสร้างความเสี่ยงขาดต่อผลการดำเนินงานของกลุ่มสื่อสารใน 4Q62 แต่ระดับของผลกระทบจะขึ้นอยู่กับว่ามีผู้ให้บริการรายเปลี่ยนไปใช้แพ็คเกจ 90 บาท/เดือน

ยังเร็วเกินไปที่จะสรุปประโยชน์ของ 5G ตลาดมีมุมมองเชิงบวกต่อ 5G เพราะราคาเริ่มต้นประมูลต่ำและเงื่อนไขการชำระเงินดีกว่าการประมูล 4G ในขณะที่เรามองว่าบวกลดกว่าตลาดเนื่องจากเรามองว่ายังเร็วเกินไปที่จะสรุปว่าการพัฒนา 5G จะส่งผลดีต่อกลุ่มสื่อสารหรือไม่ราบใดที่ยังไม่มีการใช้งาน 5G ในเชิงพาณิชย์เกิดขึ้นจริง (แนวโน้ม upside ของรายได้) เราเชื่อว่าอุปสรรคที่สำคัญของการพัฒนา 5G อยู่ที่ด้านรายได้ไม่ใช่ด้านต้นทุน มุมมองของเราสอดคล้องกับข้อความของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายที่ระบุว่ายังเร็วเกินไปที่จะเปิดให้บริการ 5G ในประเทศไทย เนื่องจากการใช้งาน 5G ในเชิงพาณิชย์ยังไม่มีความชัดเจน ในขณะที่ กสทช. กำหนดวันเปิดประมูล 5G ไว้แล้วในวันที่ 16 ก.พ. 2563

แนะนำให้รอดูสถานการณ์ ราคาหุ้น ADVANC (+22.9% YTD) และ DTAC (+23.7%) ปรับตัว outperform SET ซึ่งปรับตัวเพิ่มขึ้น 1.7% YTD ในขณะที่ราคาหุ้น TRUE ปรับตัวลดลง 15.4% การแข่งขันที่เพิ่มสูงขึ้นในระบบเดิมเงิน ทำให้เราไม่คิดว่าเราจะเห็นเซอร์ไพรส์ด้าน upside ในกลุ่มสื่อสาร ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนรอดูสถานการณ์ไปก่อนว่าการออกโปรโมชันเชิงรุกจะเกิดขึ้นเป็นเวลานานหรือไม่ ADVANC (ราคาเป้าหมาย 260 บาท) เป็น top pick ของเรา ในขณะที่เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ TRUE (ราคาเป้าหมาย 5 บาท) และ DTAC (ราคาเป้าหมาย 63 บาท)

ราคาประมูลที่เสนอโดย กสทช.

Bandwidth ต่อใบอนุญาต (MHz)	จำนวนใบอนุญาต	ราคาต่อใบอนุญาต (ล้านบาท)
700MHz	5	3
1800MHz	5	7
2600MHz	10	19
26GHz	100	27

Source: The companies 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
ADVANC	Buy	212.0	260.0	26.3	19.1	17.4	9.2	7.8
DTAC	Neutral	53.5	63.0	21.4	19.3	19.3	5.0	4.4
TRUE	Neutral	4.4	5.0	14.3	180.6	164.6	1.1	1.1
Average					73.0	67.1	5.1	4.4

Source: SCBS Investment Research

Price performance

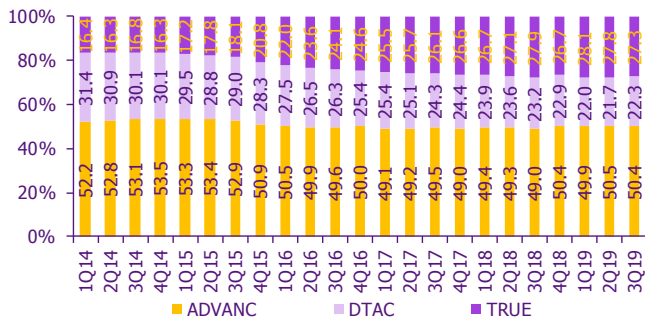
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	(10.9)	(8.6)	18.8	(10.3)	(4.9)	22.6
DTAC	(14.1)	(13.0)	11.5	(13.4)	(9.5)	15.0
TRUE	(12.1)	(29.5)	(24.1)	(11.5)	(26.7)	(21.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

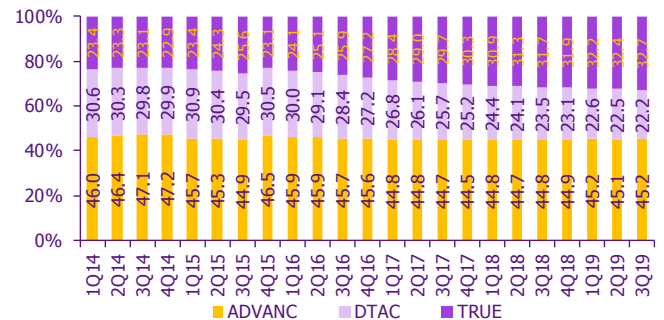
นักวิเคราะห์

กิตติสร พงศ์ภัทร, CFA, FRM
 นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1007
 kittisorn.pruitpat@scb.co.th

Figure 1: DTAC started to gain revenue market share in 3Q19 **Figure 2: ...despite lower subs market share**

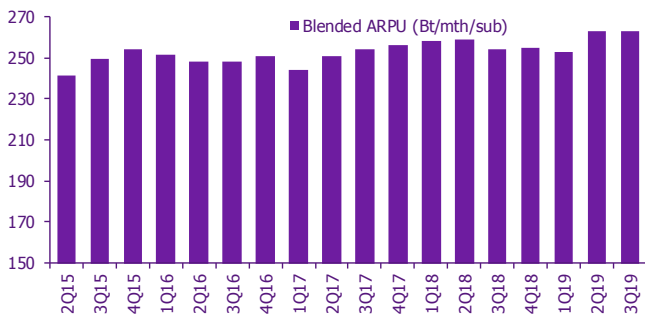


Source: Company data and SCBS Investment Research



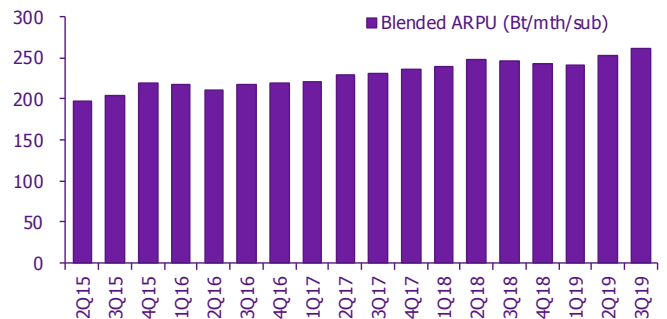
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Blended ARPU was flat QoQ in 3Q19 for ADVANC



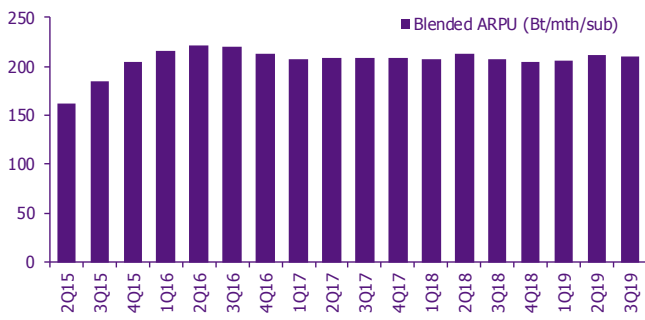
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ...but DTAC managed to improve blended ARPU QoQ



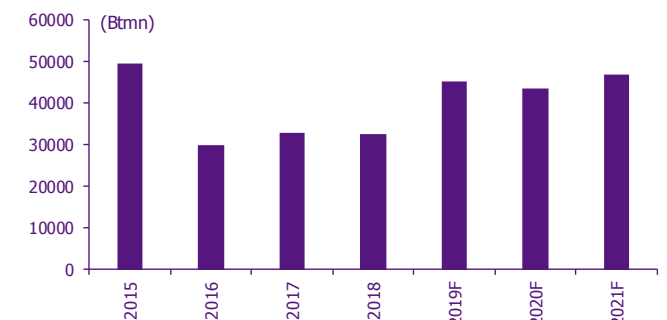
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: TRUE reported a slight drop QoQ in blended ARPU



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Expect sector net profit to drop 3.6% YoY in 2020F, mainly from TRUE



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	212.00	260.0	26.3	21.3	19.1	17.4	(1)	12	10	10.9	9.2	7.8	55	52	48	3.3	3.7	4.0	9.8	9.0	8.7
DTAC	Neutral	53.50	63.0	21.4	n.m.	19.3	19.3	n.m.	n.m.	0	5.8	5.0	4.4	(17)	28	24	1.9	3.6	2.6	8.2	6.6	6.8
TRUE	Neutral	4.44	5.0	14.3	21.1	180.6	164.6	n.m.	(88)	10	1.1	1.1	1.1	5	1	1	2.0	1.7	0.3	5.3	8.5	8.1
Average					21.2	73.0	67.1	(1)	(38)	6	5.9	5.1	4.4	14	27	24	2.4	3.0	2.3	7.8	8.0	7.9

Source: SCBS Investment Research



เข้าสู่ช่วงไฮซีซั่น

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตในอัตราเร่งนับตั้งแต่ครึ่งหลังของปี 2562 เป็นต้นมา โดยได้รับการสนับสนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนที่ฟื้นตัวดีขึ้น เราคาดว่าไตรมาสข้างหน้าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องใน 4Q62-1Q63 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจากการขยายระยะเวลามาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ของรัฐบาล และภายใต้ได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการเปลี่ยนแปลงจุดหมายปลายทางในการท่องเที่ยว โดยมีสาเหตุมาจากการชุมนุมประท้วงในฮ่องกง เราจะจับตาดูความต้องการในการเดินทางท่องเที่ยวซึ่งอาจจะถูกทำให้สั้นลงโดยความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจและเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น **top picks** ของเรา คือ ERW และ MINT

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเติบโตในอัตราเร่ง อุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวดีขึ้น โดยจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในเดือนก.ค.-ต.ค. 2562 เติบโต 8% YoY สู่ 12.7 ล้านคน เติบโตขึ้นจากที่เติบโต 1% YoY ใน 1H62 โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาดจีน (29% ของจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าทั้งหมด) นักท่องเที่ยวจากจีนเติบโต 19% YoY สู่ 3.7 ล้านคน ในเดือนก.ค.-ต.ค. ดีขึ้นจากที่ลดลง 5% YoY ใน 1H62 แม้การเติบโต YoY อย่างแข็งแกร่งเกิดจากฐานต่ำจากอุบัติเหตุเรือลัมที่ภูเก็ตในเดือนก.ค. 2561 แต่ยังคงสะท้อนถึงการฟื้นตัวที่ดี เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนมากกว่าปี 2560 ซึ่งเป็นระดับก่อนที่ปรับตัวลดลง เราเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจากจีนและประเทศอื่นๆ จะเติบโตอย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 4Q62-1Q63 ซึ่งเป็นช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวไทย โดยได้รับการสนับสนุนจากการขยายระยะเวลามาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม visa-on-arrival (VOA) ของรัฐบาลจนถึงเดือนเม.ย. 2563 และการได้รับประโยชน์ทางอ้อมจากการเปลี่ยนแปลงจุดหมายปลายทางในการท่องเที่ยว โดยมีสาเหตุมาจากการชุมนุมประท้วงในฮ่องกง

ปี 2563: จับตาดูความต้องการเดินทางท่องเที่ยว การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทย (ททท.) ตั้งเป้านักท่องเที่ยวต่างชาติเดินทางเข้ามาในประเทศไทยที่ 40 ล้านคน ในปี 2562 และ 42 ล้านคน ในปี 2563 หรือเติบโต 4% ต่อปี ในขณะที่การท่องเที่ยวไทยมีภาพรวมเป็นบวกในระยะสั้น แต่เราเห็นความท้าทายในปี 2563 ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางท่องเที่ยว เช่น ผลกระทบของสงครามการค้าต่อเศรษฐกิจทั่วโลก และเงินบาทแข็งค่า เงินบาทแข็งค่าขึ้นมาแล้ว 9% เมื่อเทียบกับหยวน, 7% เมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ และ 10% เมื่อเทียบกับยูโร YTD ทำให้ค่าใช้จ่ายในการเดินทางมาประเทศไทยเพิ่มสูงขึ้น เราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวไทยเพิ่มเติมหลังจากมาตรการยกเว้นค่าธรรมเนียม VOA สิ้นสุดลงในเดือนเม.ย. 2563

Top picks: ERW และ MINT ERW (ในฐานะที่ประกอบธุรกิจโรงแรมเพียงอย่างเดียว โดยเน้นที่ประเทศไทย) มีแนวโน้มที่จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยที่ปรับตัวดีขึ้น เราคาดว่ากำไรปรับขึ้นของ ERW จะกลับมามีกำไรเติบโตใน 4Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากช่วงไฮซีซั่นของการท่องเที่ยวไทย พร้อมกับจำนวนลูกค้าและอีเว้นท์ที่เพิ่มขึ้น และการปรับปรุงโรงแรมแกนหลัก JW Marriott Bangkok เฟสสุดท้ายเสร็จ โดยห้องพักและร้านอาหารที่ปรับปรุงล่าสุดทยอยพร้อมเปิดให้บริการในเดือนต.ค. สำหรับ MINT ในขณะที่เงินบาทแข็งค่าสร้างความกังวลเนื่องจากกำไรส่วนใหญ่ของบริษัทเกิดจากกิจการในยุโรป แต่เราคาดว่ากำไรปรับขึ้นเติบโต 14% YoY ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งมากขึ้นของ NHH เราเล็งเห็นแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวผ่านการผนึกพลังระหว่างพอร์ตโรงแรมขนาดใหญ่ของ NHH กับพอร์ตโรงแรมของ MINT

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 19F	P/E (x) 20F	P/BV (x) 19F	P/BV (x) 20F
CENTEL	Neutral	27.8	34.0	24.2	24.8	23.6	2.6	2.4
ERW	Buy	6.4	8.5	33.8	33.0	24.8	2.7	2.5
MINT	Buy	38.5	45.0	18.1	28.8	25.3	2.0	1.9
Average					28.9	24.6	2.4	2.3

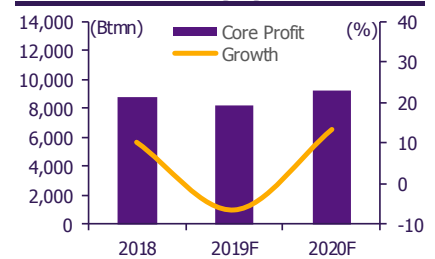
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	1.8	(13.3)	(34.3)	2.6	(9.8)	(32.2)
ERW	18.5	9.4	(7.9)	19.4	13.8	(4.9)
MINT	6.2	1.3	6.2	7.0	5.4	9.6

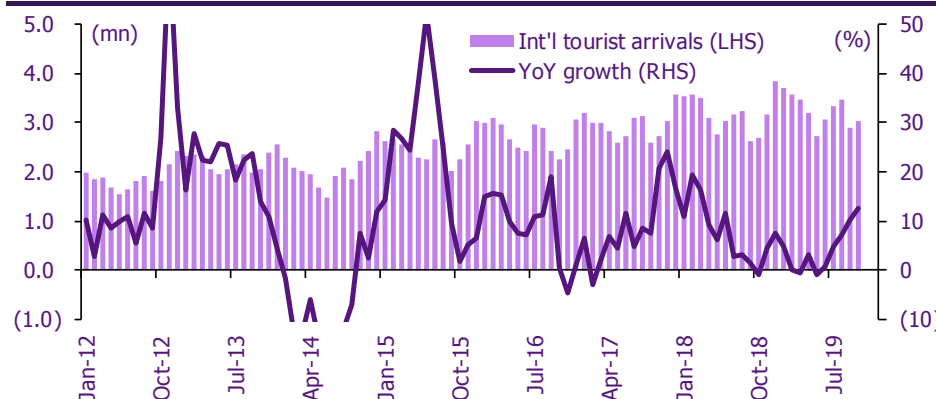
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยเติบโตในอัตราเร่งตั้งแต่เดือนก.ค. 2562

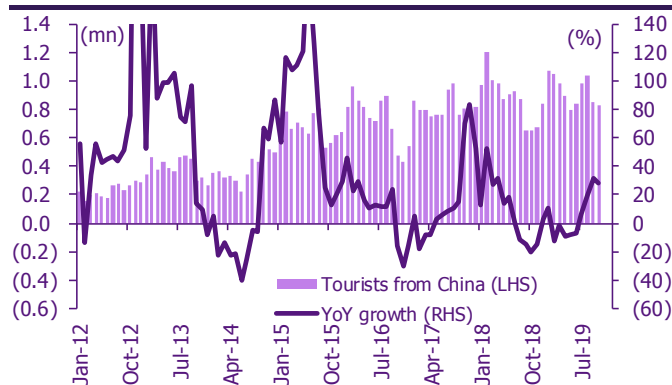


Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

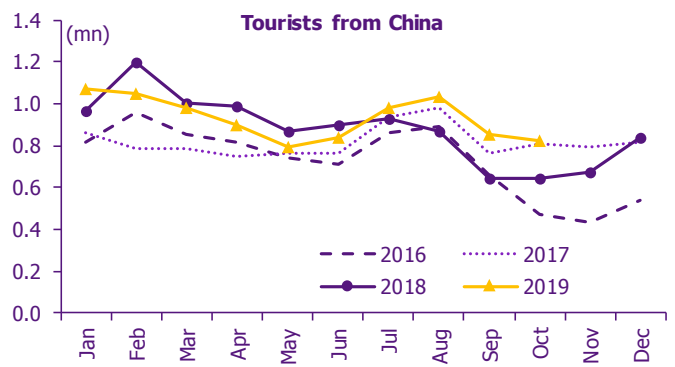
ระวีษฐ ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Recovery in China market...



Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 2: ...with more visitors than in 2017, before the downturn beginning in July 2018



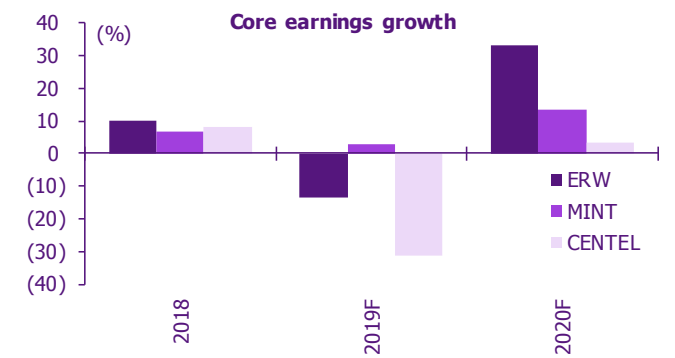
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism forecast



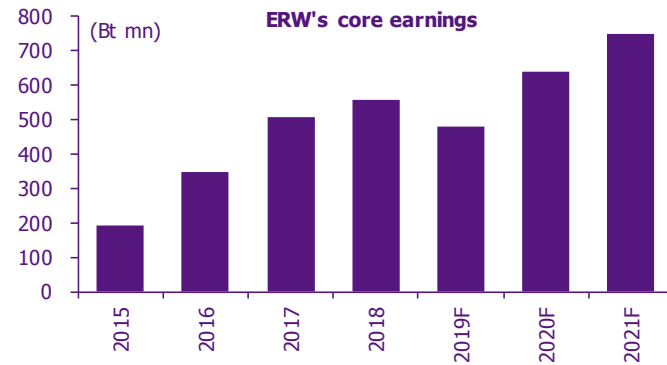
Source: Ministry of Tourism and Sport and SCBS Investment Research

Figure 4: Core earnings growth forecast



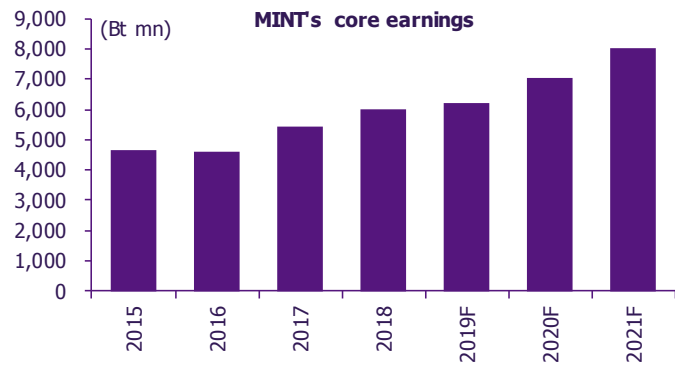
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: ERW's earnings



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: MINT's earnings



Source: 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
CENTEL	Neutral	27.75	34.0	24.2	17.2	24.8	23.6	8.0	(30.7)	5.1	2.8	2.6	2.4	17.1	10.9	10.7	2.3	1.7	1.7	8.6	10.6	10.6
ERW	Buy	6.40	8.5	33.8	28.6	33.0	24.8	9.8	(13.6)	33.1	2.8	2.7	2.5	10.0	8.2	10.3	1.4	1.0	1.4	12.7	13.7	11.5
MINT	Buy	38.50	45.0	18.1	29.6	28.8	25.3	6.6	3.0	13.6	2.1	2.0	1.9	9.0	7.2	7.6	1.0	1.2	1.4	18.5	13.5	12.4
Average					25.1	28.9	24.6	8.1	(13.8)	17.3	2.6	2.4	2.3	12.0	8.7	9.5	1.6	1.3	1.5	13.3	12.6	11.5

Source: SCBS Investment Research

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
Agribusiness				12.9		1,144	1,225	1,148							13.6	12.7	13.5				1.22	1.14	1.07	9	9	8
GFPT	Neutral	12.40	14.00	12.9	14.4	1,144	1,225	1,148	0.91	0.98	0.92	(35)	7	(6)	13.6	12.7	13.5	10.1	10.9	11.5	1.22	1.14	1.07	9	9	8
Automotive				3.6		4,428	3,797	3,747							8.4	10.4	10.3				1.05	1.00	0.96	13	10	9
AH	Sell	13.50	11.00	(18.5)	15.3	931	559	448	2.89	1.73	1.39	3	(40)	(20)	4.7	7.8	9.7	23.8	25.8	27.2	0.57	0.52	0.50	12	7	5
PCSGH	Sell	5.90	5.30	(10.2)	6.0	629	475	540	0.41	0.31	0.35	(2)	(24)	14	14.5	19.0	16.7	3.3	3.3	3.5	1.78	1.76	1.71	12	9	10
SAT	Buy	15.80	20.00	26.6	20.5	912	877	882	2.15	2.06	2.08	27	(4)	1	7.4	7.7	7.6	16.2	17.2	18.3	0.98	0.92	0.87	14	12	12
STANLY	Buy	180.00	195.00	8.3	200.5	1,957	1,886	1,876	25.53	24.61	24.49	18	(4)	(1)	7.0	7.3	7.4	208.4	222.1	239.3	0.86	0.81	0.75	13	11	11
Banking				16.0		202,767	206,086	208,286							9.1	9.2	9.1				1.04	0.98	0.93	11	10	9
Large Banks																										
BBL	Buy	176.50	205.00	16.1	207.8	35,330	36,613	37,935	18.51	19.18	19.87	7	4	4	9.5	9.2	8.9	216.3	229.3	242.2	0.82	0.77	0.73	9	9	8
KBANK	Buy	155.00	155.00	-	165.8	38,459	36,209	36,188	16.07	15.13	15.12	12	(6)	(0)	9.6	10.2	10.3	157.2	171.2	182.6	0.99	0.91	0.85	11	9	9
KTB	Buy	16.40	20.00	22.0	18.8	28,491	29,442	31,436	2.04	2.11	2.25	27	3	7	8.0	7.8	7.3	21.9	23.8	25.2	0.75	0.69	0.65	10	9	9
Mid/small banks																										
BAY	Buy	32.25	39.00	20.9	36.7	24,813	25,549	28,170	3.37	3.47	3.83	7	3	10	9.6	9.3	8.4	33.0	36.4	39.2	0.98	0.89	0.82	11	10	10
KKP	Neutral	68.50	70.00	2.2	74.5	6,042	6,046	5,823	7.14	7.14	6.88	5	0	(4)	9.6	9.6	10.0	49.8	52.1	54.4	1.38	1.31	1.26	14	14	13
LHFG	Sell	1.30	1.40	7.7	1.5	3,108	3,080	3,228	0.15	0.15	0.15	19	(1)	5	8.9	8.9	8.5	1.9	2.0	2.1	0.69	0.66	0.62	8	8	8
TCAP	Buy	55.75	63.00	13.0	59.5	7,839	8,226	8,254	6.73	7.06	7.08	16	5	0	8.3	7.9	7.9	56.4	62.5	62.8	0.99	0.89	0.89	12	12	11
TISCO	Neutral	97.50	102.00	4.6	105.8	7,016	7,343	7,088	8.76	9.17	8.85	15	5	(3)	11.1	10.6	11.0	47.1	49.3	50.8	2.07	1.98	1.92	19	19	18
TMB	Buy	1.60	1.90	18.8	1.7	11,601	7,516	7,849	0.26	0.17	0.18	34	(35)	4	6.0	9.3	8.9	2.3	2.4	2.5	0.71	0.68	0.65	12	7	7
Commerce				23.0		41,255	44,657	49,778							32.6	30.9	27.9				6.49	5.98	5.46	21	20	21
BJC	Neutral	45.50	53.00	16.5	54.9	6,444	6,823	7,270	1.61	1.71	1.82	26	6	7	28.2	26.7	25.0	28.8	29.0	29.2	1.58	1.57	1.56	6	6	6
CPALL	Buy	76.00	98.00	28.9	92.2	21,203	23,470	26,786	2.25	2.50	2.87	5	11	15	33.8	30.4	26.5	11.1	12.5	14.1	6.84	6.10	5.38	24	22	22
GLOBAL	Buy	17.00	19.50	14.7	17.6	2,003	1,949	2,215	0.48	0.46	0.53	25	(3)	14	35.7	36.6	32.2	3.5	3.8	4.2	4.80	4.46	4.05	14	13	13
HMPRO	Buy	16.50	19.00	15.2	18.3	5,663	6,312	7,153	0.43	0.48	0.54	16	11	13	38.3	34.4	30.3	1.5	1.6	1.8	10.90	10.04	9.15	29	30	32
MAKRO	Neutral	33.50	40.00	19.4	39.1	5,942	6,103	6,353	1.24	1.27	1.32	(4)	3	4	27.1	26.3	25.3	4.0	4.3	4.7	8.35	7.76	7.15	32	31	29
Construction Materials				16.9		49,829	41,589	42,445							16.3	16.1	14.9				2.00	1.96	1.87	14	13	13
Cement																										
SCC	Buy	381.00	440.00	15.5	399.1	44,858	36,356	36,685	37.38	30.30	30.55	(14)	(19)	1	10.2	12.6	12.5	264.9	276.2	293.0	1.44	1.38	1.30	14	11	11
SCCC	Buy	205.00	260.00	26.8	254.9	3,083	3,198	3,477	10.35	10.73	11.67	9	4	9	19.8	19.1	17.6	115.9	118.3	122.0	1.77	1.73	1.68	9	9	10
Others																										
DCC	Neutral	1.86	2.30	23.7	2.5	979	1,006	1,093	0.15	0.14	0.15	(12)	(4)	5	12.4	12.9	12.3	0.7	0.7	0.7	2.81	2.81	2.67	24	22	23
EPG	Buy	7.35	8.50	15.6	8.8	908	1,029	1,190	0.32	0.37	0.42	(15)	13	16	22.7	20.0	17.3	3.7	3.8	4.0	2.00	1.92	1.82	9	10	11
Energy & Utilities				24.2		181,853	150,680	216,490							16.6	20.5	12.0				1.65	1.44	1.40	10	6	12
Oil & Gas and Coal																										
PTT	Buy	43.25	53.00	22.5	50.4	113,330	95,272	123,119	3.97	3.34	4.31	(23)	(16)	29	10.9	13.0	10.0	30.6	32.3	34.6	1.41	1.34	1.25	9	7	9
PTTEP	Buy	120.00	164.00	36.7	143.0	36,291	42,402	45,028	9.14	10.68	11.34	(5)	17	6	13.1	11.2	10.6	98.1	103.3	108.9	1.22	1.16	1.10	9	11	11
Refineries																										
BCP	Buy	25.00	33.00	32.0	31.5	2,769	1,664	3,957	2.01	1.21	2.87	(55)	(40)	138	12.4	20.7	8.7	31.0	31.2	33.3	0.81	0.80	0.75	6	4	9
ESSO	Buy	7.40	9.60	29.7	8.6	2,225	-689	4,314	0.64	-0.20	1.25	(69)	n.m.	n.m.	11.5	n.m.	5.9	7.5	7.0	8.2	0.99	1.06	0.90	8	(3)	16
IRPC	Buy	3.50	4.30	22.9	4.0	6,940	-1,208	6,879	0.34	-0.06	0.34	(36)	n.m.	n.m.	10.3	n.m.	10.4	4.3	4.2	4.5	0.82	0.83	0.79	8	(1)	8
SPRC	Buy	9.95	11.00	10.6	10.8	1,470	-240	3,806	0.34	-0.06	0.88	(80)	n.m.	n.m.	29.3	n.m.	11.3	8.9	8.6	9.2	1.12	1.15	1.08	4	(1)	10
TOP	Buy	69.00	79.00	14.5	74.8	10,343	4,336	15,420	5.07	2.13	7.56	(53)	(58)	256	13.6	32.5	9.1	62.0	62.8	69.4	1.11	1.10	0.99	8	3	11
Utilities																										
GPSC	Buy	81.50	95.00	16.6	82.8	3,374	3,997	8,327	2.25	2.19	2.95	6	(3)	35	36.2	37.3	27.6	26.7	63.5	43.1	3.05	1.28	1.89	9	5	7
TTW	Neutral	13.60	14.00	2.9	14.7	2,867	3,002	3,291	0.72	0.75	0.82	8	5	10	18.9	18.1	16.5	3.1	3.3	3.5	4.39	4.18	3.91	24	24	25
WHAUP	Buy	5.95	9.20	54.6	8.1	2,244	2,143	2,349	0.59	0.56	0.61	78	(5)	10	10.1	10.6	9.7	3.7	4.1	4.5	1.62	1.46	1.33	17	14	14
Finance & Securities				9.7		15,954	18,142	21,265							18.9	18.8	18.5				4.54	3.64	3.00	22	20	18
Credit card																										
AEONTS	Buy	192.50	250.00	29.9	240.2	3,506	4,044	4,676	14.03	16.18	18.70	18	15	16	13.7	11.9	10.3	72.2								

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
Health Care Services																										
				12.7		16,079	15,494	17,439							35.2	32.9	29.5				6.46	5.89	5.45	18	18	19
BCH	Buy	17.40	20.50	17.8	19.7	1,109	1,189	1,361	0.44	0.48	0.55	21	7	14	39.1	36.5	31.9	2.3	2.5	2.8	7.61	6.90	6.23	18	18	19
BDMS	Buy	24.60	28.00	13.8	27.0	9,918	9,373	10,954	0.64	0.60	0.70	23	(6)	17	38.7	41.0	35.1	4.5	5.2	5.5	5.46	4.76	4.49	14	12	13
BH	Neutral	135.50	145.00	7.0	141.9	4,152	3,841	3,922	5.70	5.27	5.38	5	(7)	2	23.8	25.7	25.2	25.3	27.4	30.1	5.35	4.94	4.50	23	20	18
CHG	Buy	2.64	2.80	6.1	2.9	645	778	848	0.06	0.07	0.08	9	21	9	45.1	37.4	34.2	0.3	0.3	0.4	8.15	7.68	7.11	18	20	21
RJH	Buy	24.90	30.50	22.5	30.7	255	314	354	0.85	1.05	1.18	10	23	13	29.3	23.8	21.1	4.4	4.8	5.1	5.71	5.14	4.90	17	23	24
Information & Communication Technology																										
				20.1		43,707	53,534	57,171							19.6	58.3	53.8				5.59	4.92	4.37	18	28	26
Mobile																										
ADVANC	Buy	212.00	260.00	22.6	250.0	29,564	32,997	36,136	9.94	11.10	12.15	(1)	12	10	21.3	19.1	17.4	19.4	23.1	27.1	10.93	9.17	7.83	55	52	48
DTAC	Neutral	53.50	63.00	17.8	59.6	-4,382	6,551	6,556	-1.85	2.77	2.77	n.m.	n.m.	0	n.m.	19.3	19.3	9.3	10.7	12.1	5.78	4.99	4.42	(17)	28	24
TRUE	Neutral	4.44	5.00	12.6	5.5	7,035	820	900	0.21	0.02	0.03	n.m.	(88)	10	21.1	180.6	164.6	4.0	4.1	4.0	1.11	1.09	1.10	5	1	1
Other																										
INTUCH	Buy	58.75	70.00	19.1	76.3	11,491	13,166	13,580	3.58	4.11	4.24	(7)	15	3	16.4	14.3	13.9	12.9	13.3	14.1	4.55	4.43	4.15	29	31	31
Insurance																										
				50.4		4,212	5,223	5,350							8.0	12.2	10.0				1.07	0.98	0.92	2	10	11
BLA	Buy	21.80	34.00	56.0	25.4	4,970	4,856	4,899	2.91	2.84	2.87	37	(2)	1	7.5	7.7	7.6	22.5	26.2	28.3	0.97	0.83	0.77	13	12	11
THRE	Neutral	0.63	0.60	(4.8)	0.6	-1,011	135	186	-0.24	0.03	0.04	(810)	n.m.	38	n.m.	19.7	14.3	0.9	0.9	0.9	0.73	0.71	0.67	(24)	4	5
THREL	Buy	3.60	4.40	22.2	4.4	253	233	265	0.42	0.39	0.44	(42)	(8)	14	8.5	9.3	8.2	2.4	2.6	2.7	1.50	1.38	1.32	17	16	17
Paper & Printing Materials																										
				7.5	11.5	773	852	861							8.4	7.6	7.5				2.42	2.06	1.81	33	29	26
UTP	Neutral	9.95	10.70	7.5	11.5	773	852	861	1.19	1.31	1.32	113	10	1	8.4	7.6	7.5	4.1	4.8	5.5	2.42	2.06	1.81	33	29	26
Petrochemicals & Chemicals																										
				35.6		65,201	23,324	47,357							11.0	34.4	9.9				1.09	1.08	1.00	13	4	10
GGC	Sell	10.50	11.00	4.8	12.7	565	165	989	0.55	0.16	0.97	(6)	(71)	499	19.0	65.1	10.9	9.5	9.7	10.5	1.11	1.09	1.00	5	2	10
IVL	Buy	34.75	50.00	43.9	42.8	24,053	9,663	19,986	4.28	1.72	3.56	12	(60)	107	8.1	20.2	9.8	25.8	26.0	28.2	1.35	1.33	1.23	18	7	13
PTTGC	Buy	53.75	70.00	30.2	59.0	40,583	13,496	26,382	9.00	2.99	5.85	(0)	(67)	95	6.0	18.0	9.2	65.7	65.9	69.5	0.82	0.82	0.77	14	4	8
Property Development																										
				29.8		37,699	37,418	41,940							37.1	24.9	16.5				1.64	1.32	1.26	12	10	11
Industrial Estate																										
AMATA	Buy	21.20	32.00	50.9	27.7	1,250	1,808	2,223	1.17	1.69	2.08	(19)	45	23	18.1	12.5	10.2	12.2	13.5	14.9	1.74	1.57	1.43	8	11	13
AMATAV	Neutral	4.88	5.20	6.6	5.2	396	103	182	0.42	0.11	0.20	(21)	(74)	76	11.5	44.1	25.0	3.0	2.9	3.1	1.64	1.66	1.57	13	3	6
ROJNA	Buy	5.95	8.50	42.9	8.4	315	691	958	0.16	0.34	0.47	14	119	39	38.1	17.4	12.5	6.2	5.9	6.1	0.96	1.00	0.98	2	4	5
WHA	Buy	4.22	6.50	54.0	5.3	2,907	3,398	4,367	0.20	0.22	0.28	5	8	29	20.8	19.2	15.0	1.9	2.2	2.3	2.22	1.96	1.82	10	11	11
Real Estate Developer																										
AWC	Buy	6.00	7.20	20.0	6.5	470	1,275	2,271	0.02	0.04	0.07	218	104	78	306.7	150.6	84.5	1.0	2.3	2.4	5.76	2.58	2.54	2.78	2.57	3.03
Residential																										
AP	Buy	6.85	9.00	31.4	8.3	3,860	3,035	3,282	1.23	0.96	1.04	25	(21)	8	5.6	7.1	6.6	7.8	8.3	9.0	0.88	0.82	0.76	17	12	12
LH	Buy	9.80	13.00	32.7	11.6	9,389	8,980	9,499	0.79	0.75	0.79	5	(4)	6	12.5	13.0	12.3	4.1	4.1	4.2	2.38	2.38	2.33	19	18	19
LPN	Neutral	4.60	5.00	8.7	4.9	1,358	1,364	1,336	0.92	0.92	0.91	28	0	(2)	5.0	5.0	5.1	8.7	9.0	9.5	0.53	0.51	0.48	11	10	10
PSH	Neutral	15.50	20.50	32.3	17.1	6,022	6,165	6,308	2.75	2.82	2.88	10	2	2	5.6	5.5	5.4	18.5	19.7	21.0	0.84	0.79	0.74	15	14	14
QH	Buy	2.68	3.50	30.6	3.2	3,865	2,988	3,210	0.36	0.28	0.30	17	(23)	7	7.4	9.6	8.9	2.5	2.5	2.6	1.09	1.07	1.01	15	11	12
SIRI	Neutral	1.11	1.50	35.1	1.1	2,098	2,110	2,480	0.14	0.14	0.17	(29)	1	18	7.9	7.8	6.7	2.1	2.1	2.1	0.53	0.53	0.52	7	7	8
SPALI	Buy	17.40	20.00	14.9	21.4	5,770	5,499	5,824	2.69	2.57	2.72	(15)	(5)	6	6.5	6.8	6.4	15.5	17.1	18.8	1.12	1.02	0.92	19	15	15
Tourism & Leisure																										
				25.6		2,737	1,993	2,229							22.9	28.9	24.2				2.78	2.63	2.46	14	10	11
CENTEL	Neutral	27.75	34.00	22.5	33.3	2,182	1,513	1,590	1.62	1.12	1.18	8	(31)	5	17.2	24.8	23.6	9.9	10.6	11.4	2.79	2.61	2.44	17	11	11
ERW	Buy	6.40	8.50	32.8	7.3	555	480	638	0.22	0.19	0.26	10	(14)	33	28.6	33.0	24.8	2.3	2.4	2.6	2.78	2.65	2.48	10	8	10
Transportation & Logistics																										
				8.2		17,149	13,767	24,031							53.4	47.2	36.4				3.23	3.09	3.78	(4)	(19)	(22)
Aviation																										
AAV	Buy	2.20	4.60	109.1	3.6	-68	-32	673	-0.01	-0.01	0.14	n.m.	53	n.m.	n.m.	n.m.	15.9	4.2	4.2	4.3	0.52	0.52	0.51	(0)	(0)	3
AOT	Neutral	75.50	80.00	6.0	80.6	25,036	25,470	27,268	1.75	1.78	1.91	15	2	7	43.1	42.3	39.6	10.1	10.8	11.8	7.48	6.98	6.40	18	17	17
THAI	Sell	6.90	6.50	(5.8)	5.6	-10,364	-15,140	-7,606	-4.75	-6.93	-3.48	n.m.	(46)	50	n.m.	n.m.	n.m.	9.4	4.8	1.3	0.74	1.44	5.31	(40)	(98)	(115)
Mass Transit																										
BTS	Buy	13.70	16.00	16.8	15.2	2,545	3,469	3,697	0.21	0.26	0.25	65	22	(3)	63.8	52.1	53.8	3.3	4.0	4.7	4.19	3.40	2.91	5	6	5
Infrastructure Fund																										
BTSgif	Neutral	10.40	11.00	5.8	10.8	4,525	4,691	5,883	0.78	0.81	1.02	(2)	4	25	13.3	12.8	10.2	10.4	10.3	10.2	1.00	1.01	1.02	7	8	10
DIF	Buy	16.80	19.50	16.1	18.3	8,467	10,394	11,391	0.88	1.05	1.07	(10)	20	2	19.1	16.0	15.7	15.2	15.7	15.7	1.11	1.07	1.07	7	7	7
JASIF	Buy	9.90	12.50	26.3	11.5	5,455	5,401	8,650	0.99	0.																

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 29 พ.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																								
				12.9				1.99	2.05	2.05	6.59	6.45	6.82	-10	-2	-8	2,200	1,538	1,075	1,254	15,547	0.09		
GFPT	Neutral	12.40	14.00	12.9	14.4	0.25	0.25	0.25	1.99	2.05	2.05	6.59	6.45	6.82	-10	-2	-8	2,200	1,538	1,075	1,254	15,547	0.09	
Automotive																								
				3.6				6.83	4.27	4.53	4.92	4.97	4.67	12	-3	-2	-1,746	-2,463	-4,613				33,863	0.20
AH	Sell	13.50	11.00	(18.5)	15.3	1.30	0.64	0.44	9.63	4.75	3.29	6.36	6.50	6.63	32	5	-9	5,807	6,546	5,750	323	4,355	0.03	
PCSGH	Sell	5.90	5.30	(10.2)	6.0	0.27	0.10	0.25	4.58	1.69	4.20	7.49	7.95	6.96	3	-12	8	(498)	(976)	(1,442)	1,525	8,998	0.05	
SAT	Buy	15.80	20.00	26.6	20.5	1.35	1.03	1.04	8.54	6.53	6.57	3.10	2.63	2.40	3	-2	-6	(1,759)	(2,578)	(3,179)	425	6,718	0.04	
STANLY	Buy	180.00	195.00	8.3	200.5	8.25	7.40	7.30	4.58	4.11	4.06	2.73	2.77	2.70	12	-3	-1	(5,296)	(5,455)	(5,742)	77	13,793	0.08	
Banking																								
				16.0				4.53	5.51	4.86													1,880,489	11.18
Large Banks																								
BBL	Buy	176.50	205.00	16.1	207.8	6.50	7.00	7.50	3.68	3.97	4.25							-	-	-	1,909	336,911	2.00	
KBANK	Buy	155.00	155.00	-	165.8	4.00	3.78	3.78	2.58	2.44	2.44							-	-	-	2,393	370,955	2.20	
KTB	Buy	16.40	20.00	22.0	18.8	0.72	0.78	0.83	4.38	4.75	5.07							-	-	-	13,976	229,207	1.36	
Mid/small banks																								
BAY	Buy	32.25	39.00	20.9	36.7	1.01	1.32	1.15	3.14	4.11	3.56							-	-	-	7,356	237,223	1.41	
KKP	Neutral	68.50	70.00	2.2	74.5	5.00	4.64	4.13	7.30	6.78	6.02							-	-	-	847	58,002	0.34	
LHFG	Sell	1.30	1.40	7.7	1.5	0.04	0.04	0.05	3.39	3.36	3.52							-	-	-	21,184	27,539	0.16	
TCAP	Buy	55.75	63.00	13.0	59.5	2.60	6.80	3.54	4.66	12.20	6.35							-	-	-	1,165	64,955	0.39	
TISCO	Neutral	97.50	102.00	4.6	105.8	7.00	7.34	7.08	7.18	7.53	7.26							-	-	-	801	78,063	0.46	
TMB	Buy	1.60	1.90	18.8	1.7	0.07	0.06	0.06	4.38	3.75	3.92							-	-	-	43,852	70,163	0.42	
Commerce																								
				23.0				1.88	1.85	2.00	19.27	18.39	17.08	8	4	6	302,737	278,419	257,939				1,314,247	7.81
BJC	Neutral	45.50	53.00	16.5	54.9	0.73	0.68	0.73	1.60	1.50	1.60	16.03	15.57	15.04	5	2	3	155,208	152,496	150,302	4,007	182,310	1.08	
CPALL	Buy	76.00	98.00	28.9	92.2	1.20	1.31	1.49	1.58	1.72	1.96	18.66	16.99	15.45	5	7	8	118,667	101,713	85,735	8,983	682,716	4.06	
GLOBAL	Buy	17.00	19.50	14.7	17.6	0.21	0.14	0.16	1.21	0.82	0.93	23.70	23.57	21.21	21	-1	10	11,761	10,328	9,220	4,202	71,426	0.42	
HMPRO	Buy	16.50	19.00	15.2	18.3	0.35	0.38	0.44	2.12	2.33	2.64	21.85	20.07	18.24	10	8	9	11,020	9,880	7,943	13,151	216,995	1.29	
MAKRO	Neutral	33.50	40.00	19.4	39.1	0.96	0.96	0.96	2.87	2.87	2.87	16.11	15.73	15.45	0	1	2	6,081	4,002	4,739	4,800	160,800	0.96	
Construction Materials																								
				16.9				4.46	4.00	4.25	10.20	10.30	9.60	0	-1	7	186,123	197,325	205,242				552,320	3.28
Cement																								
SCC	Buy	381.00	440.00	15.5	399.1	18.00	13.51	13.51	4.72	3.55	3.55	8.10	9.67	9.42	-9	-15	4	154,615	167,251	177,269	1,200	457,200	2.72	
SCCC	Buy	205.00	260.00	26.8	254.9	8.00	8.00	8.00	3.90	3.90	3.90	10.72	10.62	10.10	4	0	4	28,277	27,317	26,031	298	61,090	0.36	
Others																								
DCC	Neutral	1.86	2.30	23.7	2.5	0.12	0.10	0.11	6.24	5.56	6.09	7.59	7.70	7.30	7	5	8	2,280	2,344	2,284	7,231	13,450	0.08	
EPG	Buy	7.35	8.50	15.6	8.8	0.22	0.22	0.25	2.99	3.00	3.47	14.39	13.19	11.58	-2	6	10	952	413	-341	2,800	20,580	0.12	
Energy & Utilities																								
				24.2				4.30	2.42	4.67	9.46	14.17	7.54	-11	-3	103	178,559	276,641	119,191				2,334,037	13.87
Oil & Gas and Coal																								
PTT	Buy	43.25	53.00	22.5	50.4	2.00	2.00	2.00	4.62	4.62	4.62	3.78	3.75	2.96	-2	-6	12	109,030	17,486	-124,260	28,563	1,235,350	7.34	
PTTEP	Buy	120.00	164.00	36.7	143.0	5.00	5.50	5.75	4.17	4.58	4.79	3.11	3.23	3.20	18	11	1	-79,887	-18,678	-20,157	3,970	476,398	2.83	
Refineries																								
BCP	Buy	25.00	33.00	32.0	31.5	1.35	0.40	1.40	5.40	1.60	5.60	7.15	10.13	7.10	-20	-22	34	38,652	46,761	41,808	1,377	34,423	0.20	
ESSO	Buy	7.40	9.60	29.7	8.6	0.30	0.00	0.60	4.05	0.00	8.11	11.06	46.49	5.79	-59	-77	616	24,458	22,543	17,283	3,461	25,610	0.15	
IRPC	Buy	3.50	4.30	22.9	4.0	0.19	0.01	0.17	5.43	0.29	4.86	7.17	14.97	6.78	-19	-53	103	55,028	52,253	42,212	20,434	71,520	0.43	
SPRC	Buy	9.95	11.00	10.6	10.8	0.59	0.20	0.44	5.96	2.01	4.42	8.98	13.05	4.67	-61	-35	149	-74	-2,608	-6,981	4,336	43,142	0.26	
TOP	Buy	69.00	79.00	14.5	74.8	2.65	1.20	3.10	3.84	1.74	4.49	6.23	11.36	7.12	-40	-28	87	-202	43,008	74,348	2,040	140,762	0.84	
Utilities																								
GPSC	Buy	81.50	95.00	16.6	82.8	1.25	1.25	1.40	1.53	1.53	1.72	23.68	15.23	16.40	22	181	16	16,829	101,737	84,250	2,820	229,808	1.37	
TTW	Neutral	13.60	14.00	2.9	14.7	0.60	0.60	0.60	4.41	4.41	4.41	12.70	12.21	11.19	3	3	5	6,592	5,906	3,811	3,990	54,264	0.32	
WHAUP	Buy	5.95	9.20	54.6	8.1	0.21	0.20	0.22	3.55	3.38	3.71	10.70	11.31	10.18	50	-5	6	8,135	8,233	6,876	3,825	22,759	0.14	
Finance & Securities																								
				9.7				4.35	4.66	2.82													372,357	2.21
Credit card																								
AEONTS	Buy	192.50	250.00	29.9	240.2	4.70	5.66	6.55	2.44	2.94	3.40										250	48,125	0.29	
KTC	Neutral	41.00	42.00	2.4	42.3	0.80	0.86	0.97	1.94	2.11	2.37										2,578	105,712	0.63	
MTC	Neutral	60.25	64.00	6.2	65.3	0.26	0.31	0.38	0.43	0.51	0.64										2,120	127,730	0.76	
SAWAD	Neutral	62.75	72.00	14.7	68.3	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03										1,325	83,159	0.49	
Securities																								
ASP	Neutral	1.74	2.00	14.9	2.5	0.20	0.14	0.12	11.49	8.24	7.04										2,106	3,664	0.02	
MBKET	Sell	6.95	4.00	(42.4)	4.0	0.68	0.98	0.24	9.78	14.12	3.47										571	3,967	0.02	
Food & Beverage																								
				17.0				2.10	2.47	2.57	15.57	12.38	11.66	17	22	5	474,119	447,847	441,028				480,492	2.86
CPF	Buy	27.50	32.00	16.4	33.8	0.65	0.65	0.65	2.36	2.36	2.36	14.48	11.96	11.45	16	18	4	297,260	280,684	279,445	8,611	236,809	1.41	
MINT	Buy	38.50	45.00	16.9	43.8	0.40	0.47	0.53	1.04	1.22	1.38	18.53	13.50	12.44	40	35	7	114,098	108,872	105,698	4,619	177,832	1.06	
TU	Neutral	13.80	16.50	19.6	17.5	0.40	0.53	0.55	2.90	3.84	3.96	13.71	11.69	11.10	-6	13	3	62,760	58,291	55,886	4,772	65,851	0.39	

สรุปคำแนะนำการลงทุนของ SCBS

ราคา ณ วันที่ : 29 พ.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				12.7					1.88	1.96	2.19	21.35	19.03	17.17	8	10	10	38,208	17,540	12,373		569,602	3.39	
BCH	Buy	17.40	20.50	17.8	19.7	0.22	0.23	0.27	1.26	1.35	1.57	21.25	19.39	16.84	8	9	15	4,044	3,739	3,608	2,494	43,391	0.26	
BDMS	Buy	24.60	28.00	13.8	27.0	0.32	0.33	0.39	1.30	1.34	1.57	24.53	22.14	20.16	11	6	9	39,055	20,066	16,466	15,892	390,943	2.32	
BH	Neutral	135.50	145.00	7.0	141.9	2.90	2.64	2.69	2.14	1.95	1.99	14.62	15.16	14.50	4	-5	3	(5,414)	(6,815)	(8,169)	729	98,758	0.59	
CHG	Buy	2.64	2.80	6.1	2.9	0.05	0.05	0.05	1.89	1.83	2.04	28.30	23.82	21.00	6	19	13	718	867	639	11,000	29,040	0.17	
RJH	Buy	24.90	30.50	22.5	30.7	0.70	0.84	0.94	2.81	3.36	3.79	18.04	14.65	13.34	12	21	12	(194)	(316)	(171)	300	7,470	0.04	
Information & Communication Technology				20.1					2.97	3.99	3.52	9.64	9.66	9.39	0	0	7	272,031	265,552	317,608		1,093,524	6.50	
Mobile																								
ADVANC	Buy	212.00	260.00	22.6	250.0	7.08	7.84	8.51	3.34	3.70	4.01	9.80	8.98	8.68	5	7	4	100,066	85,176	90,081	2,973	630,314	3.75	
DTAC	Neutral	53.50	63.00	17.8	59.6	1.01	1.94	1.38	1.89	3.63	2.59	8.18	6.63	6.80	-33	22	2	32,910	30,411	38,165	2,368	126,678	0.75	
TRUE	Neutral	4.44	5.00	12.6	5.5	0.09	0.07	0.01	2.03	1.67	0.27	5.30	8.49	8.12	23	-35	19	134,606	145,616	185,113	33,368	148,155	0.88	
Other																								
INTUCH	Buy	58.75	70.00	19.1	76.3	2.71	4.11	4.24	4.61	6.99	7.21	15.27	14.54	13.97	4	5	4	4,449	4,349	4,249	3,206	188,377	1.12	
Insurance				50.4					4.35	3.96	4.36											42,040	0.25	
BLA	Buy	21.80	34.00	56.0	25.4	0.73	0.71	0.72	3.34	3.26	3.29											1,708	37,225	0.22
THRE	Neutral	0.63	0.60	(4.8)	0.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00											4,215	2,655	0.02
THREL	Buy	3.60	4.40	22.2	4.4	0.35	0.31	0.35	9.72	8.62	9.80											600	2,160	0.01
Paper & Printing Materials									6.03	6.61	6.68	6.11	5.15	4.67	86	9	0	199	-363	-915		6,468	0.04	
UTP	Neutral	9.95	10.70	7.5	11.5	0.60	0.66	0.66	6.03	6.61	6.68	6.11	5.15	4.67	86	9	0	199	-363	-915	650	6,468	0.04	
Petrochemicals & Chemicals				35.6					3.98	2.87	4.15	7.08	10.61	6.06	2	-33	61	170,966	152,247	113,254		448,205	2.66	
GGC	Sell	10.50	11.00	4.8	12.7	0.00	0.15	0.32	0.00	1.43	3.02	9.34	14.05	5.83	-17	-27	115	-1,681	-793	-1,868	1,024	10,749	0.06	
IVL	Buy	34.75	50.00	43.9	42.8	1.40	1.40	1.40	4.03	4.03	4.03	7.13	9.10	6.22	30	-28	36	130,554	104,410	82,333	5,615	195,106	1.16	
PTTGC	Buy	53.75	70.00	30.2	59.0	4.25	1.70	2.90	7.91	3.16	5.40	4.78	8.67	6.12	-9	-44	34	42,093	48,631	32,789	4,509	242,351	1.44	
Property Development				29.8					6.04	5.64	6.22	14.83	16.34	14.26	1	-3	14	295,303	267,162	304,470		555,146	3.30	
Industrial Estate																								
AMATA	Buy	21.20	32.00	50.9	27.7	0.40	0.68	0.84	1.89	3.23	3.97	18.32	20.77	16.92	-14	34	25	9,397	25,866	26,728	1,067	22,620	0.13	
AMATAV	Neutral	4.88	5.20	6.6	5.2	0.04	0.04	0.04	0.81	0.81	0.83	10.01	28.89	20.34	-13	-61	42	2,065	2,942	2,962	935	4,563	0.03	
ROJNA	Buy	5.95	8.50	42.9	8.4	0.60	0.34	0.47	10.08	5.75	7.97	10.89	9.60	8.34	1	13	11	21,701	21,451	20,111	2,020	12,022	0.07	
WHA	Buy	4.22	6.50	54.0	5.3	0.08	0.10	0.12	1.97	2.39	2.74	27.83	23.13	20.29	-21	28	16	32,402	33,526	35,056	14,709	62,072	0.37	
Real Estate Developer																								
AWC	Buy	6.00	7.20	20.0	6.5	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.47	43.90	39.39	35.13	6	11	30	61,911	13,870	47,279	32,000	192,000	1.14	
Residential																								
AP	Buy	6.85	9.00	31.4	8.3	0.40	0.32	0.34	5.84	4.67	4.96	8.48	9.96	9.19	20	-18	7	19,323	17,632	17,155	3,146	21,549	0.13	
LH	Buy	9.80	13.00	32.7	11.6	0.75	0.71	0.76	7.65	7.28	7.71	12.02	13.67	13.12	-2	-10	5	42,832	46,347	47,630	11,950	117,107	0.70	
LPN	Neutral	4.60	5.00	8.7	4.9	0.60	0.46	0.45	13.04	10.10	9.84	6.43	6.98	7.63	27	-1	-2	4,813	5,707	6,654	1,476	6,788	0.04	
PSH	Neutral	15.50	20.50	32.3	17.1	1.55	1.59	1.62	10.00	10.24	10.48	7.16	7.08	7.01	6	3	3	25,655	26,760	28,015	2,189	33,922	0.20	
QH	Buy	2.68	3.50	30.6	3.2	0.22	0.17	0.18	8.21	6.48	6.81	9.74	12.61	11.55	15	-23	7	19,613	19,720	18,530	10,714	28,715	0.17	
SIRI	Neutral	1.11	1.50	35.1	1.1	0.08	0.12	0.15	7.21	11.24	13.10	16.58	17.39	15.70	-19	-3	17	41,878	42,765	45,898	14,863	16,498	0.10	
SPALI	Buy	17.40	20.00	14.9	21.4	1.00	0.95	1.01	5.75	5.48	5.80	6.64	6.58	5.93	4	-5	6	13,712	10,577	8,451	2,143	37,290	0.22	
Tourism & Leisure				25.6					1.87	1.34	1.55	10.66	12.12	11.07	5	-8	11	13,395	16,918	19,101		53,559	0.32	
CENTEL	Neutral	27.75	34.00	22.5	33.3	0.65	0.47	0.47	2.34	1.70	1.70	8.59	10.57	10.64	5	-14	4	4,843	7,198	9,472	1,350	37,463	0.22	
ERW	Buy	6.40	8.50	32.8	7.3	0.09	0.06	0.09	1.41	0.98	1.41	12.73	13.67	11.50	4	-2	18	8,551	9,720	9,629	2,515	16,097	0.10	
Transportation & Logistics				8.2					4.92	1.59	2.15	21.61	23.46	18.67	-11	-5	46	148,763	139,805	115,131		1,279,047	7.60	
Aviation																								
AAV	Buy	2.20	4.60	109.1	3.6	0.34	0.02	0.07	15.23	0.76	3.15	13.17	11.98	7.65	-53	13	60	16,680	17,473	18,123	4,850	10,670	0.06	
AOT	Neutral	75.50	80.00	6.0	80.6	1.05	0.88	0.95	1.39	1.16	1.26	27.19	26.33	24.07	10	3	9	-54,899	-62,213	-66,382	14,286	1,078,570	6.41	
THAI	Sell	6.90	6.50	(5.8)	5.6	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	11.12	22.65	10.59	-43	-51	113	137,585	135,857	135,205	2,183	15,061	0.09	
Mass Transit																								
BTS	Buy	13.70	16.00	16.8	15.2	0.42	0.61	0.57	3.07	4.44	4.18	34.97	32.87	32.36	42	15	0	49,398	48,688	28,185	12,755	174,746	1.04	
Infrastructure Fund									7.55	7.71	8.69	15.26						25,740	24,805	37,929		318,007	1.89	
BTSIF	Neutral	10.40	11.00	5.8	10.8	0.78	0.80	1.01	7.50	7.72	9.68	13.31	12.83	10.22	-2	4	26	-67	-50	-62	5,788	60,195	0.36	
DIF	Buy	16.80	19.50	16.1	18.3	1.02	1.04	1.05	6.04	6.18	6.25	19.02	17.41	16.03										

ข้อมูลส่วนตัว:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือที่สุด แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้อันยันหรือรับรองถึงความถูกต้องหรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลในแก่ถึงนักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับประกันต่อผลการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรูปแบบ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใดๆ ที่กล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวข้องกับ SCB มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกในหลักทรัพย์แสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, BEM, BJC, KCE, MINT, MTC, ORI, PTT, SAWAD, STA, TKN, TOP.

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของในสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าวนาฬิกาข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายของหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากกรณีศึกษา หรือความเสียหายอื่นใด ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ซื้อข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ซื้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลยพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขยายจำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ออกนารายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดย SCBS ได้ทำหน้าที่เป็น Joint Lead Underwriters and Joint Domestic Bookrunners ของ บริษัท แอมวิซท์ คลิม เอ็นเนอร์จี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวนาฬิกาข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายของหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นใด อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ซื้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ออกนารายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน Lead Arranger ของ บริษัท แอสเสท เวิร์ด คอร์ป จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวนาฬิกาข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายของหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นใด อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ซื้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ออกนารายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ออกนารายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานไทยคมนาคม ดีทีที จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าวนาฬิกาข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายของหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอื่นใด อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนที่ซื้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบกับความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้โดยรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงที่หมดโอกาสที่จะซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยายจำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright© 2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

CG Rating 2019 Companies with CG Rating

- AAV, ADVANC, AIRA, AKP, AKR, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARROW, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCGP, BGD, BRR, BTS, BTW, BWG, CFRESH, CHEWA, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, E, EASTW, ECF, EGCO, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARIN, HMPRO, ICC, ICHI, II, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, KTIS, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFEC, MINT, MONO*, MTC, NCH, NCL, NKI, NSI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PJW, PLANB, PLANET, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTPEE, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, RS, S, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SEAFOD, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIS, SITHAI, SMC, SORKON, SPALI, SPI, SPR, SSSC, STA, STEC, SVI, SYNTAC, TASC, TAC, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, TIIP, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TOA, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, TVO, U, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER
- 25, ABM, ADB, AF, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, ALT, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, AQUA, ARIP, ASAP, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AUCTION, AYUD, B, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BPP, BROOK, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COLOR, COM7, COTTO, CNS, CSC, DSP, DCC, DCON, DDD, EASON, ECL, EE, EP, ERW, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FNS, FORT, FPI, FPT, FSMART, FSS, FVC, GENCO, GJS, GL, GLOBAL, GLOW, GULF, HPT, HTC, HYDRO, ICGN, IFS, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD*, ITEEL, J, JAS*, JCK, JCKH, JMART, JMT, JWD, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KWC, KWM, L&E, LALIN, LANNIA, LDC, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, METCO, MFC, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, NEP, NETBAY, NEX, NINE, NOBLE, NOK, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PL, PLAT, PM, PPP, PRECHA, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RWI, S11, SAAM, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCG, SJI, SCP, SE, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMK, SMP, SMT, SNP, SONIC, SPA, SPG, SPGC, SPVI, SR, SRICHA, SSC, SSF, SST, STANLY, STPI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, T, TACC, TAE, TAKUNI, TBS, TCC, TCMC, TEAM, TEAMT, TFG, TFAMA, THG, THRE, TIPCO, TITL, TIW, TKN, TKS, TM, TMC, TMT, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TONG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TPOLY, TRITN, TRT, TSE, TSTE, TVI, TVT, TWP, TWPC, UBIS, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZMICO

A, ABICO, ACAP*, AEC, AEONTS, AJ, ALUCON, AMC, APURE, AS, ASEFA, AU, B52, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIC, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CCET, CGP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMAN, CM, CMO, CMR, CPL, CPT, CSR, CTR, CWT, D, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, FE, FTE, GIFT, GLAND, GLOCON, GBL, GYI, HTECH, HUMAN, IHL, INGRS, INOX, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KWG, KYE, LEE, LPH, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, META, MGT, MID, MM, MVP, NC, NDR, NER, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PICO, PIMO, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PROUD, PTL, RCI, RJH, ROJNA, RPK, RPH, SF, SGF, SGP, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STI, SUPER, SVOA, TCCC, THE, THMUJI, TIC, TIGER, TNH, TOPP, TPCH, TPIMP, TPLAS, TQM, TTI, TYCN, UTP, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication. 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 2018 to 25 October 2019) is publicized. * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีขาด้านการกำกับดูแลกิจการ 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, BCGP, BGRIM, BJCHI, 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, GJS, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARIN, HMPRO, HTC, ICC, IFS, INET, INSURE, INTOUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNIA, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKL, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTPEE, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RGM, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMC, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPG, SPRT, SPCR, SRICHA, SSF, SSI, SSS, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTAC, TASC, TCAP, TFG, TFI, TFAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THRELE, TIT, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TSP, TSSOR, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIJK

Declared (ประกาศผลการรณ)

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, IRC, 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, UUP, WHAUP, XO, YUASA, ZEN

N/A 7UP, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMATAV, AMC, AOT, APCO, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AWC, B52, BA, BAT-3K, BC, BCT, BMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIC, BJCHI, BKD, BLAND, BLISS, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CGP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHUO, CITY, CK, CKP, CMAN, COM, CMN, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRD, SCP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DOD, DOHOME, DTICI, EC, EASON, ECF, EE, EIC, EKH, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCI, FLOYD, FMT, FN, FORT, FPH, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYF, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICGN, IFED, IHL, III, ILINK, IML, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, 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, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSUBI, MID, MI, MM, MODERN, MORE, MPIC, MTC, MVP, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NOBLE, NPK, NPT, NUSA, NVA, NYF, OHTL, OISHI, OSP, OTG, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PK, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PPP, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBY, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RCP, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFOD, SEG, SF, SFP, SGP, SHR, SIAM, SIMIT, SINGER, SISEB, SKE, SKN, SKY, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPGC, SPG, SPORT, SPVI, SQ, SR, SSC, SP, STAR, STARK, STC, STEC, STHAI, STI, STPI, SUFC, SUN, SUPER, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TPAC, TPBP, TC, TCC, TCCS, TCI, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMT, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUJI, TIGER, TITL, TIW, TK, TKN, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIMP, TPIMP, TPLAS, TPOLY, TPC, TRC, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TH, THS, TSTE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WIN, WINNER, WORK, 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 ถนนวิฑู
แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน
กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงบ่อนปรน เขตบ่อนปรนคีตรัฐพ่าย
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 – สาขารามารินทร์

270 ถนนพรราม 6 แขวงทุ่งพญาไท
เขตราชเทวี กรุงเทพฯ 10400
โทรศัพท์: 0-2949-1424
โทรสาร: 0-2354-5590

เชียงใหม่ – สาขาเชียงใหม่

90/1 ยูนิท 512 ชั้น 5 โครงการเอร์ พอร์ต บิสิเนส 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 – สาขากนราขกรยั่งยืนดี (หาดใหญ่)

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