

*Price is what you
pay and value is
what you get.*

- warren buffet -



Market Strategy

2Q 2020

Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

สุกิจ อุดมศิริกุล

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

เลขานุการ

กนิยารัตน์ กาวีเย

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

วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ท่องเที่ยวขนส่ง ยานยนต์

รวิบุษ ปิยศรีเกียรติ

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

ธนาคารเงินทุน ประกันหลักทรัพย์

กิตติมา สัตยพานิช, CFA

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

วัสดุก่อสร้าง พาณิชยกรรมอาหาร

ศิริมา ดิลลสา, CFA

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

พลังงาน ปิโตรเคมี

ชัยพัชร ธนวัฒน์

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

สิริกัม กฤษณิพัทธ์

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

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อสารขนส่ง กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และ REITs

กิตติสร พงศ์พิทักษ์, CFA, FRM

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

ณัฐฐวรีน ไตรภพสกุล

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

กองทุนรวม ตราสารหนี้

เพ็ญศักดิ์ จักรมงคลชัย

permsak.jukmongkonchai@scb.co.th, (662) 949-1015

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตน์ เจริญเชื้อ

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

กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรทิศา

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บังนนต์ กองคชินทร์

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

กลยุทธ์การลงทุน

พณชัย ภัทราวิญญ์

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จารัดศักดิ์ วรภัยบำรุง

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

Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

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

ฐานข้อมูล

สุภัทรา ไฉเรือง

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เพ้าเจริญ

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

จัดพิมพ์

สรานจัตร์ อ่อนอารีย์

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

SCBS Market Strategy Reports

2563



2562



2561



2560



ดูข้อมูลผลงานสิทธิ์และปฏิสรความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

เพื่ินหามูลค่าหุ้นท่ามกลางความเสี่ยง	1
--	---

Top Picks

บมจ. กรุงเทพอุตสาหกรรม (BDMS)	17
บมจ. ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ (BEM)	21
บมจ. บีทีเอส กรุ๊ป โฮลดิ้งส์ (BTS)	25
บมจ. เจริญโภคภัณฑ์อาหาร (CPF)	29
บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT).....	33

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	37
การบิน	39
ธนาคาร	41
พาณิชย์	43
วัสดุก่อสร้าง	45
พลังงาน – น้ำมันและก๊าซ	47
เงินทุน	49
อาหาร	51
การแพทย์	53
นิคมอุตสาหกรรม	55
ประกัน	57
ปิโตรเคมี	59
พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย	61
หลักทรัพย์	63
สื่อสาร	65
ท่องเที่ยว.....	67
ขนส่งทางบก.....	69
SCBS Stock Universe	71

This page is left blank intentionally

SET index	Close: 24/3/2020	1,033.84	+9.38 / +0.92%	Bt64,119mn
SET50 index	Close: 24/3/2020	691.15	+11.08 / +1.63%	Bt45,999mn



เฟ้นหามูลค่าหุ้นท่ามกลางความเสี่ยง

การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็ว การใช้มาตรการเชิงรุกควบคุมกับนโยบายการเงินและการคลังแบบผ่อนคลายจะช่วยชะลอความเสี่ยงขาลง เรามีความกังวลเกี่ยวกับผลข้างเคียงของการแพร่ระบาดต่อความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงด้านเครดิต ตลาดหุ้นไทยถูกดูถูกในเชิงเปรียบเทียบหลังจากปรับตัวลงแรง แต่ valuation ในเชิงเปรียบเทียบไม่ใช่ปัจจัยที่จะช่วยหยุดยั้งการปรับตัวลดลงของตลาด กลยุทธ์การลงทุนใน 2Q63 ของเราจึงเน้นไปที่หุ้น defensive ที่เติบโตอย่างมีเสถียรภาพ กำไรมีความแน่นอนสูง มีความได้เปรียบทางการแข่งขัน และมูลค่าที่น่าสนใจ: **BDMS BEM BTS CPF และ MINT**

3 วิถีโลก ความเสี่ยงด้านการค้าระหว่างสหรัฐฯกับจีนในปีที่ผ่านมาเริ่มคลี่คลายลง ข้อมูลทางเศรษฐกิจชี้ว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มฟื้นตัว แต่สถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่ยังไม่สามารถควบคุมได้ส่งผลทำให้ห่วงโซ่อุปทานในภาคการผลิตและภาคบริการทั่วโลกหยุดชะงักจากการดำเนินมาตรการเชิงรุกเพื่อควบคุมการแพร่ระบาด ซึ่งส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ และอาจจะก่อให้เกิดปัญหาทางการเงินในสินทรัพย์ลงทุนบางประเภท โดยเฉพาะตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูง การระบาดที่ยืดเยื้อจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ เมื่ออิงกับการคาดการณ์ของเรา เศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ ในกรณีที่สามารถควบคุมการแพร่ระบาดได้ภายในเดือนก.ค. และเราคาดว่า GDP ของไทยจะลดลงไม่เกิน 4% ในปี 2563

ธนาคารกลางกำลังเตรียมรับมือรับวิกฤติใหม่ ธนาคารกลางหลายแห่งปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลง และอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบการเงินของตน นโยบายการคลัง เช่น การยกเว้นภาษี ถูกนำมาใช้เป็นเครื่องมืออีกอย่างหนึ่งเพื่อลดความผันผวนของเศรษฐกิจในระยะสั้น

ความเสี่ยง 5 ประการที่ควรพิจารณา สภาพะตลาดสำหรับสินทรัพย์ลงทุนหลายประเภทยังคงตึงเครียด และจะได้รับแรงกดดันจากการระบาดอย่างรวดเร็วของเชื้อไวรัสโควิด-19 ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับระยะเวลาและผลกระทบต่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้มีความเสี่ยงหลักๆ 5 อย่างที่ทำให้เรามีความกังวล ได้แก่ 1) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง 2) ความเสี่ยงด้านราคาน้ำมัน 3) ความเสี่ยงด้านเครดิต ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูงและในกลุ่มพลังงาน 4) ข้อจำกัดของมาตรการกระตุ้นทางการคลัง และ 5) ภัยแล้งรุนแรงในประเทศไทย ถ้าสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 คลี่คลายลง ความเสี่ยงทั้ง 5 ประการนี้จะลดน้อยลง

สถานะอัตราดอกเบี้ยต่ำ การเติบโตต่ำ แนวโน้มการเติบโตในอนาคตดูเหมือนจะไม่มีแน่นอน โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีอย่างพลิกผัน สังคมผู้สูงอายุ และหนี้ครัวเรือนสูง เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยในระยะ 3-5 ปีข้างหน้าจะมีอัตราการขยายตัวที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในระยะสั้น เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร (late cycle)

ตลาดหุ้นไทยถูกในเชิงเปรียบเทียบ แต่ไม่มากพอที่จะช่วยให้ตลาดฟื้นตัว ผลตอบแทนรวมของ SET ที่ปรับตัวลดลง 35% YTD ส่วนใหญ่มีสาเหตุมาจาก sentiment ระยะสั้นที่ปรับตัวแยลงสืบเนื่องมาจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ราคาน้ำมันที่ลดลงแรง เงินทุนไหลออกตลาดหุ้น/ตลาดตราสารหนี้ 3.5 พันล้านดอลลาร์/3 พันล้านดอลลาร์ และการปรับประมาณการกำไรลดลง ตลาดหุ้นไทยดูเหมือนจะซื้อขายบน valuation scorecard ในตลาดเอเชียที่ถูกกว่าตลาดอื่นๆ โดยอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีอยู่ 2SD อย่างไรก็ตาม เราให้ความสำคัญกับการฟื้นตัวทางปัจจัยพื้นฐานมากกว่าการปรับขึ้นของ valuation

ทุกอย่างมีราคา เมื่ออิงกับการวิเคราะห์จากล่างขึ้นบน (bottom-up) โดยใช้: 1) กรอบล่างของ PE ในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา 2) กำไรปี 2563 หลังจากปรับประมาณการ จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 950 จุด เนื่องจากเราเชื่อว่าโควิด-19 เป็นเหตุการณ์ระยะสั้น ดังนั้นเราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจะสามารถฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนเกิดการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้ในปี 2564 การปรับตัวลงแรงจะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมเพื่อเตรียมพร้อมรับภาวะการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ

เฟ้นหามูลค่าหุ้นท่ามกลางความเสี่ยง หุ่นบางตัวอาจจะเริ่มมีมูลค่าปรากฏให้เห็น สถานการณ์ตอนนี้ยังไม่ถึงขั้นวิกฤติการเงินโลก เนื่องจากเรารู้สึกว่าสถานการณ์ปัจจุบันแตกต่างออกไปจากเดิม ความเสียหายที่เกิดจากโควิด-19 สูงกว่าคาด แต่เราเชื่อว่าจะสามารถควบคุมได้ เรามองว่ามูลค่าทางปัจจัยพื้นฐาน เช่น มูลค่าการชำระบัญชี และต้นทุนเพื่อการได้มา เป็นสิ่งสำคัญในช่วงที่ตลาดมีความผันผวนสูงในระยะสั้น นอกจากนี้เรายังคิดว่าตลาดจะขึ้นชอพบุนที่มีแนวโน้มเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและแน่นอน พร้อมกับความสามารถในการแข่งขันสูง ใน 2Q63 เราเลือกหุ้น defensive กำไรมีความแน่นอนสูง และราคาต่ำกว่ามูลค่า top picks ของเรา คือ **BDMS BEM BTS CPF และ MINT**

จับตาหุ้นที่คาดว่าจะฟื้นตัวแรง เราคาดหวังว่าการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะถึงจุดสูงสุดในเดือนพ.ค. หรือมี.ย. หลังจากนั้นจะเห็นการฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ เมื่อสามารถควบคุมการระบาดได้ เรามีแนวโน้มที่จะเห็นหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว โรงกลั่น และอิเล็กทรอนิกส์ เช่น **AAV AOT AWC ERW CRC HANA KCE SPA และ SPRC** ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

Top picks 2Q63

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
BDMS	Buy	17.80	28.0	59.3
BEM	Buy	6.70	10.4	56.3
BTS	Buy	8.25	13.6	71.2
CPF	Buy	22.50	34.0	54.2
MINT	Buy	13.70	36.0	165.7

	PE (x)		EPS growth (%)	
	20F	21F	20F	21F
BDMS	27.5	22.6	6	22
BEM	36.5	27.4	10	33
BTS	35.5	32.7	(17)	9
CPF	11.5	10.7	13	8
MINT	13.5	9.8	(33)	37
Average	24.9	20.6	(4)	22

	PBV (x)		ROE (%)	
	20F	21F	20F	21F
BDMS	3.1	3.0	11	13
BEM	1.9	1.4	6	6
BTS	1.7	1.8	4	4
CPF	0.8	0.8	7	8
MINT	0.7	0.7	5	7
Average	1.7	1.5	7	8

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	20F	21F	20F	21F
BDMS	2.0	2.4	15.8	13.4
BEM	1.1	1.5	22.7	18.0
BTS	6.3	4.6	20.5	18.9
CPF	3.1	3.1	9.9	9.8
MINT	3.0	4.1	8.9	7.6
Average	3.1	3.1	15.6	13.5

นักวิเคราะห์
ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

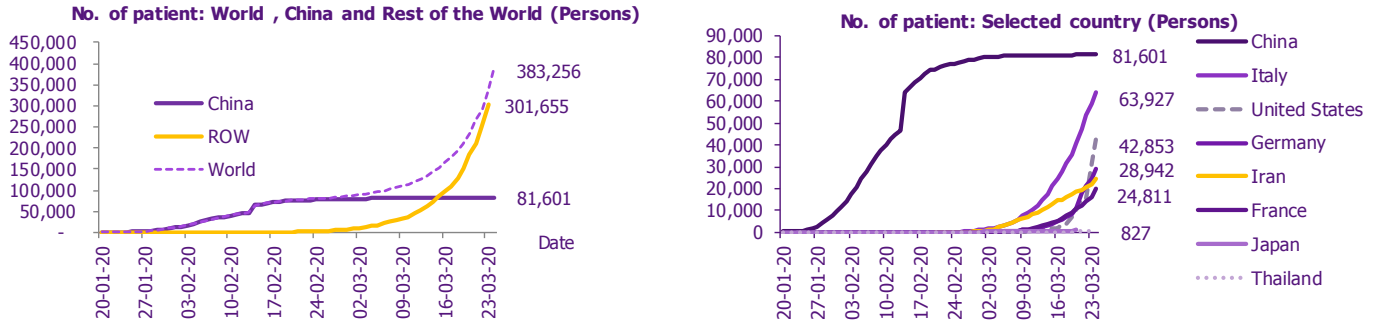
สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

กลยุทธ์การลงทุน: 2Q63

"3 วิกฤติโลก"

มนุษยชาติกำลังเผชิญกับ 3 วิกฤติพร้อมๆ กัน: วิกฤติสาธารณสุข วิกฤติเศรษฐกิจ และวิกฤติการเงิน เนื่องจาก 3 วิกฤติที่มีความเกี่ยวพันกัน ดังนั้นเพื่อหยุดยั้งหนึ่งในวิกฤติเหล่านี้ เราจะต้องหยุดที่ต้นตอ ต้นตอของวิกฤติ คือ การระบาดใหญ่ไปทั่วโลกของเชื้อไวรัสโควิด-19 ซึ่งมีประชาชนกว่า 300,000 คนล้มป่วย และประชาชนกว่า 16,000 คน เสียชีวิต

Figure 1: จำนวนผู้ป่วย: ทรงตัวในจีน เพิ่มขึ้นมากในที่อื่น



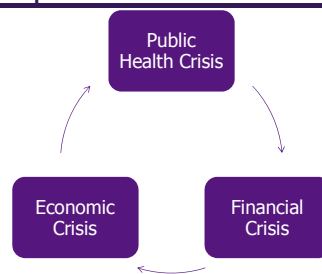
Source: CEIC, SCBS Investment Research

ทั้งนี้เพื่อให้สามารถคาดการณ์ภาพรวมเศรษฐกิจและการลงทุนทั่วโลกในอนาคตอันใกล้ได้อย่างถูกต้อง เราจะต้องมองเห็นภาพที่ชัดเจนของสถานการณ์การแพร่ระบาด ซึ่งจะช่วยให้อาณาเขตที่คาดการณ์ทิศทางของการแพร่ระบาดและการสิ้นสุดของโรคติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้อย่างแม่นยำ ทั้งนี้เป็นเพราะทั้ง 3 วิกฤติที่มีความสัมพันธ์กันค่อนข้างมาก หนทางอย่างหนึ่งที่จะหยุดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัส (ซึ่งเป็นสาเหตุทำให้เกิดวิกฤติสาธารณสุขทั่วโลกในตอนี้) คือ การปฏิบัติตามมาตรการ "เว้นระยะห่างทางสังคม" อย่างเข้มงวด หรือห้ามอยู่รวมกันเป็นจำนวนมาก ซึ่งเป็นแนวทางที่หลายประเทศยึดถือปฏิบัติในตอนี้ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ยุโรป และเอเชีย การเว้นระยะห่างทางสังคมจะก่อให้เกิดต้นทุนทางเศรษฐกิจจำนวนมาก เนื่องจากการปฏิบัติตามแนวทางนี้ได้ผล คือ การปิดภาคธุรกิจ ห้ามเดินทาง หลีกเลี่ยงพื้นที่ที่มีการรวมตัวกันเป็นจำนวนมากอย่างการแข่งขันกีฬาและงานคอนเสิร์ต ซึ่งจะทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจลดลง และในหลายๆ กรณีก็มีการให้พนักงานหยุดงานโดยไม่ได้รับค่าจ้าง

ดังนั้นทั้งภาคธุรกิจและภาคครัวเรือนจะเผชิญกับภาวะสภาพคล่องตึงตัว การศึกษาจาก Federal Reserve (Fed) พบว่าบริษัทอเมริกันจดทะเบียนสัดส่วน 25% จากทั้งหมด 2,000 บริษัทจะไม่มีเงินสดสำรองไว้ชำระค่าใช้จ่ายคงที่ ถ้าขาดรายได้นาน 3 เดือน บทวิจัยจาก BIS ก็พบว่าบริษัทในสัดส่วนกว่า 12% ในกลุ่ม OECD จะไม่สามารถจ่ายดอกเบี้ยได้ คนงานจำนวนมากก็มีเงินสดสำรองไม่มากนัก ผลการสำรวจโดยเฟดเมื่อไม่นานมานี้พบว่าผู้ใหญ่ชาวอเมริกัน 1 ใน 10 คน ไม่สามารถชำระค่าใช้จ่ายที่เกิดขึ้นโดยไม่คาดคิดจำนวน 400 ล้านดอลลาร์สหรัฐได้ (เท่ากับรายได้เฉลี่ย 2 วัน) ประชาชนจะเริ่มหันมาเก็บเงินแทนที่การใช้จ่าย

ทั้งนี้เพื่อช่วยเหลือบริษัทและลูกค้าให้สามารถผ่านพ้นช่วงเวลาที่ยากลำบากโดยมีสาเหตุมาจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 ไปได้ั้น รัฐบาลต้องดำเนินการแทรกแซงกลุ่มเป้าหมาย มาตรการเหล่านี้สามารถแบ่งเป็น 3 ประเภทแบบกว้างๆ: (1) มาตรการสนับสนุนด้านสินเชื่อ; (2) มาตรการช่วยเหลือบริษัทที่มีภาระต้นทุนคงที่สูง เช่น ค่าเช่า และค่าใช้จ่ายภาษี; และ (3) มาตรการคุ้มครองแรงงานโดยให้เงินอุดหนุนค่าจ้าง มาตรการแรกมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤติการเงิน ในขณะที่สองมาตรการหลังมีวัตถุประสงค์เพื่อป้องกันวิกฤติเศรษฐกิจ ซึ่งเราจะเจาะลึกลงไปในเรื่องละเอียดในภายหลัง แต่สิ่งแรก คือ เราต้องประเมินทิศทางของการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ก่อน

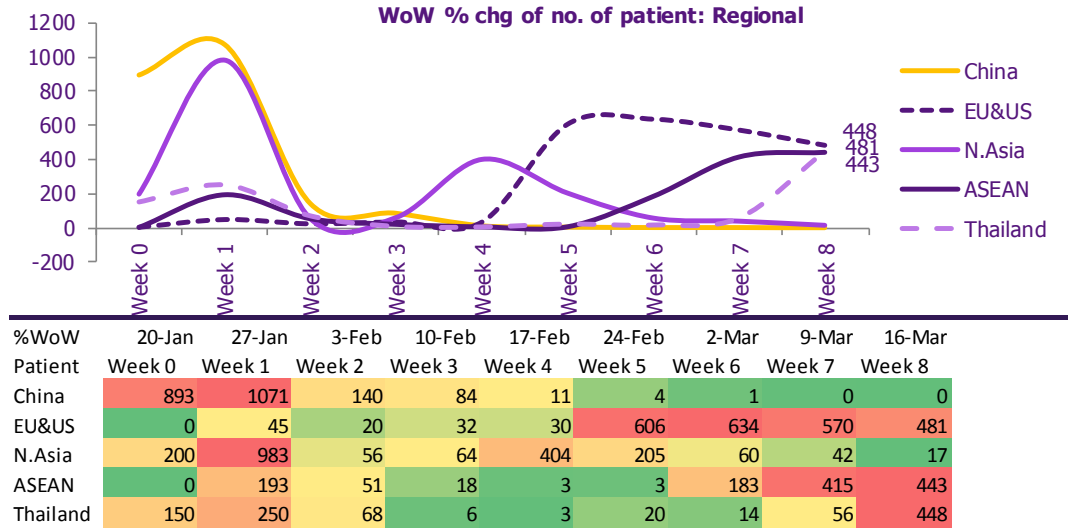
Figure 2: ความเกี่ยวพันกันระหว่าง 3 วิกฤติ



Source: SCBS Investment Research

ในสถานการณ์ปัจจุบัน แม้จำนวนผู้ติดเชื้อและเสียชีวิตจากไวรัสโควิด-19 ในยุโรป (ประเทศที่อยู่ภายใต้การศึกษาของเรา: ฝรั่งเศส เยอรมนี อิตาลี สเปน สวีเดน และสหราชอาณาจักร) และสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอย่างมาก แต่เมื่อพิจารณาที่อัตราการเติบโตของจำนวนผู้ติดเชื้อเทียบเป็นรายสัปดาห์ พบว่าการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ติดเชื้อใน 2 ทวีปนี้ เริ่มชะลอตัวลง (ประมาณ 480% ในสัปดาห์ที่เริ่มต้นวันที่ 16 มี.ค.) ในขณะที่จำนวนผู้ติดเชื้อในอาเซียน (อินเดีย อินโดนีเซีย มาเลเซีย ฟิลิปปินส์ สิงคโปร์ และเวียดนาม) และประเทศไทย เร่งตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว (เพิ่มขึ้นเกือบ 450% ในสัปดาห์ที่เริ่มต้นวันที่ 16 มี.ค.)

Figure 3: การระบาดของโรคชะลอตัวลงในประเทศแถบตะวันตก แต่เร่งตัวขึ้นในประเทศแถบตะวันออก



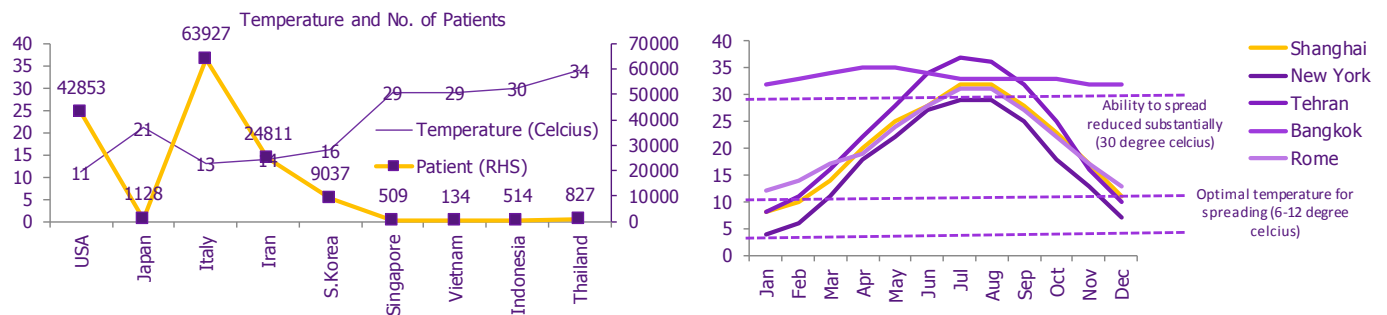
Source: CEIC, SCBS Investment Research

รูปแบบการระบาดของไวรัสโควิด-19: แบ่งเป็น 3 กรณี

บล. ไทยพาณิชย์ คาดการณ์ว่าวิกฤติโรคโควิด-19 จะสิ้นสุดใน 3 กรณี: กรณีพื้นฐาน (สิ้นสุดเดือนพ.ค.) กรณีปานกลาง (สิ้นสุดเดือนก.ค.) และกรณีเลวร้ายที่สุด (สิ้นสุดเดือนธ.ค.) เราเชื่อว่ามีปัจจัยสำคัญ 2 อย่างที่จะช่วยยับยั้งการขยายตัวของโรคนี้ คือ (1) อากาศอุ่นขึ้น และ (2) การเว้นระยะห่างทางสังคม

สำหรับอากาศที่อุ่นขึ้น เราเชื่อว่าอายุของเชื้อโรคจะสั้นลงเมื่ออากาศอุ่นขึ้น ซึ่งจะช่วยหยุดยั้งการแพร่กระจายของโรค บทวิจัยจากมหาวิทยาลัยแห่งหนึ่งของจีนซึ่งตีพิมพ์ในฐานข้อมูลทางการแพทย์ medRxiv ระบุว่าอุณหภูมิที่เชื้อไวรัสโควิด-19 สามารถแพร่กระจายได้ง่ายอยู่ที่ 6.7-12.4 องศาเซลเซียส และถ้าอุณหภูมิเกิน 25-30 องศาเซลเซียส ความสามารถในการแพร่กระจายจะลดลงอย่างรวดเร็ว ดังนั้นจึงมีความเป็นไปได้ที่การแพร่ระบาดจะชะลอตัวลงเมื่อเข้าสู่เดือนพ.ค.-ก.ค. ซึ่งเป็นช่วงที่อุณหภูมิในนิวยอร์ก โรม และเซี่ยงไฮ้ จะอุ่นขึ้น

Figure 4: อุณหภูมิสูงขึ้น: ความสัมพันธ์ระหว่างอากาศอุ่นกับการแพร่กระจายของไวรัสโควิด-19



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ในกรณีพื้นฐาน คือ การนำมามาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมมาใช้ทั่วโลก ร่วมกับอุณหภูมิที่อุ่นขึ้น จะมีประสิทธิภาพในการทำให้อายุของเชื้อไวรัสสั้นลง ซึ่งจะเป็นสาเหตุทำให้อัตราการเติบโตของจำนวนผู้ติดเชื้อรายสัปดาห์เริ่มปรับตัวลดลง จำนวนผู้ติดเชื้อลดลงในอัตราเร่งตัวขึ้นในยุโรปและสหรัฐฯ ซึ่งนำมามาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมมาใช้เร็วกว่าอาเซียน

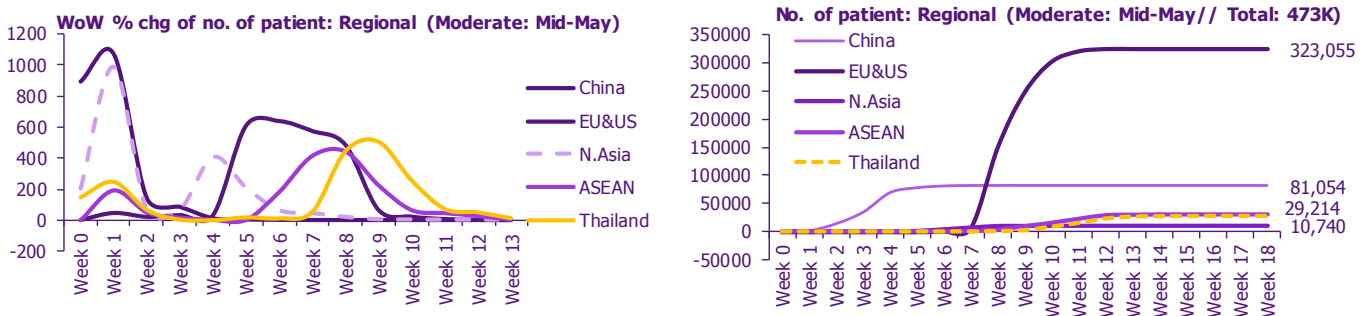
ในประเทศไทย คำสั่งของกรุงเทพมหานครให้ปิดธุรกิจหลายแห่งในกรุงเทพฯ ชั่วคราว ทำให้คนงานบางส่วนเดินทางออกจากกรุงเทพฯ ไปยังต่างจังหวัด ซึ่งอาจจะมีเชื้อไวรัสติดตัวไปด้วย และเป็นสาเหตุทำให้เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสในต่างจังหวัด อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการระบาดจะไม่รุนแรงมากนัก เนื่องจากองค์กรปกครองส่วนท้องถิ่นพยายามที่จะป้องกันการแพร่ระบาด ดังนั้นคาดว่าจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่จะชะลอตัวลงตั้งแต่สิ้นเดือนมี.ค. และในเดือนเม.ย. อัตราการเติบโตจะลดลงอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่จำนวนผู้ติดเชื้อจะพุ่งจุดสูงสุดภายในสิ้นเดือนพ.ค. ที่ประมาณ 30,000 คน นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าจะไม่มีการระบาดรอบสองในจีน ในกรณีนี้ ผู้ติดเชื้อทั้งหมดทั่วโลกจะมีจำนวนอย่างน้อย 500,000 คน ภายในสิ้นเดือนพ.ค.

ในกรณีปานกลางและเลวร้ายที่สุด ถ้า (1) มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมในอาเซียนและประเทศไทยไม่สามารถทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ลดลง และ (2) อากาศที่อุ่นขึ้นไม่ได้ช่วยลดการแพร่กระจายของเชื้อไวรัส สถานการณ์จะแย่ลงอย่างต่อเนื่อง และส่งผลทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่พุ่งสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงเดือนก.ค. (ในกรณีปานกลาง) จนอาจทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อทั้งหมดทั่วโลกเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2-3 ล้านคน

ในกรณีปานกลาง คือ มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมและอุณหภูมิที่สูงขึ้นทั่วโลกยังไม่มีประสิทธิภาพในการควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสมากนัก อัตราการเติบโตรายสัปดาห์ของจำนวนผู้ติดเชื้อจะยังคงเพิ่มขึ้นในเดือนเม.ย. หลักๆ ในยุโรป สหรัฐฯ และอาเซียน อย่างไรก็ตาม ผลของมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมซึ่งจะเข้มข้นมากขึ้นในเดือนเม.ย. รวมถึงอุณหภูมิที่ร้อนขึ้นอย่างมาก จะส่งผลทำให้จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ลดลงในเดือนก.ค. และมีผู้ติดเชื้อทั้งหมดทั่วโลกประมาณ 400,000 คน

ในกรณีเลวร้ายที่สุด คือ การระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 เกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึงเดือนธ.ค. โดยมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมและอากาศที่อุ่นขึ้นไม่ได้ช่วยให้การแพร่ระบาดชะลอตัวลง เชื้อไวรัสโคโรนาจะกลับมาระบาดหลังจากเมืองต่างๆ กลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจอีกครั้ง โดยมีความเป็นไปได้ที่จำนวนผู้ติดเชื้อจะอยู่ที่ระดับ 5% ของจำนวนประชากรทั่วโลก (น้อยกว่าที่ศึกษาโดยมหาวิทยาลัย Imperial College London และการศึกษาของ World Bank ที่คาดว่าประชากรทั่วโลกประมาณ 40-70% จะติดเชื้อ) ประชากรที่ติดเชื้อทั่วโลกอาจจะมีจำนวนเกือบ 400 ล้านคน (จากประชากรทั้งหมด 7.7 พันล้านคน)

Figure 5: การเปลี่ยนแปลงรายสัปดาห์ของจำนวนผู้ติดเชื้อ และผู้ติดเชื้อทั้งหมด (คาดการณ์)

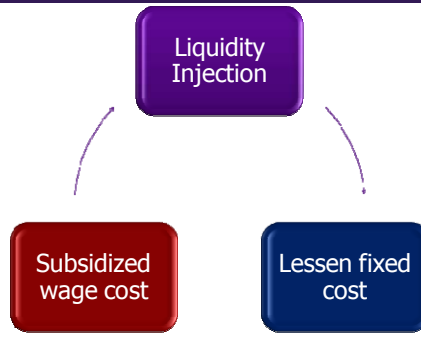


Source: SCBS Investment Research

เนื่องจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 สร้างความเสียหายอย่างหนัก รัฐบาลทั่วโลกจะประกาศใช้มาตรการที่เข้มงวดมากขึ้นเพื่อควบคุมการระบาดของเชื้อไวรัส เช่น มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม ซึ่งก่อให้เกิดต้นทุนทางเศรษฐกิจจำนวนมาก ดังนั้นเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดต้นทุนดังกล่าว รัฐบาลและธนาคารกลางทั่วโลกจึงดำเนินการแทรกแซงกลุ่มเป้าหมาย โดยสามารถแบ่งเป็น 3 ประเภทแบบกว้างๆ: (1) มาตรการสนับสนุนด้านสินเชื่อ; (2) มาตรการช่วยเหลือบริษัทที่มีภาระต้นทุนคงที่สูง เช่น ค่าเช่า และค่าใช้จ่ายภาษี; และ (3) มาตรการคุ้มครองแรงงานโดยให้เงินอุดหนุนค่าจ้าง

ในแง่ของการสนับสนุนสินเชื่อและการอัดฉีดสภาพคล่อง ธนาคารกลางหลายแห่งได้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงและอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบการเงิน ยกตัวอย่างเช่น ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ดำเนินมาตรการซื้อคืนพันธบัตร มูลค่า 5 แสนล้านเยน (4.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เพื่อให้เกิดความมั่นใจว่ามีสภาพคล่องเพียงพอในระบบ ธนาคารกลางจีน (PBOC) เตรียมจัดหาเงินกู้วงเงินรวม 8 แสนล้านหยวน (1.15 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือ 0.8% ของ GDP) ให้กับธนาคารพาณิชย์เพื่อนำไปปล่อยกู้แก่บริษัทที่ได้รับผลกระทบจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ธนาคารพาณิชย์ได้รับคำร้องขอผ่อนผันจากบริษัทที่เงินกู้กำลังจะครบกำหนดชำระ

Figure 6: 3 มาตรการเยียวยาวิกฤตการเงินและวิกฤตเศรษฐกิจ



Source: SCBS Investment Research

ในสัปดาห์ที่ผ่านมา (สิ้นสุดวันที่ 20 มี.ค. 2563) สถานการณ์ในตลาดการเงินทั่วโลกค่อนข้างน่าเป็นห่วง สภาพคล่องทั่วโลกตึงตัวมากขึ้นหลังจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 รุนแรงมากขึ้น จนเป็นสาเหตุทำให้หน่วยงานภาครัฐทั่วโลกยุติกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการรวมตัวกันของคนหมู่มาก (เว้นระยะห่างทางสังคม) มากขึ้น ธุรกิจที่ต้องปิดการดำเนินงานจะสูญเสียรายได้และกระแสเงินสด ดังนั้นธุรกิจเหล่านี้ (และผู้ลงทุนรายอื่นๆ) จะเน้นถือเงินสดและขายสินทรัพย์ทุกประเภท

ดังนั้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ จึงปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยอัตราผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปี ปรับขึ้นจาก 0.477% เมื่อวันที่ 9 มี.ค. สู่ 1.233% เมื่อวันที่ 19 มี.ค. ในขณะที่ดัชนีดอลลาร์ปรับขึ้นจาก 97.3 เมื่อวันที่ 9 มี.ค. สู่ 101.2 เมื่อวันที่ 19 มี.ค.

อย่างไรก็ตาม เมื่อวันที่ 20 มี.ค. ซึ่งเฟดประกาศซื้อกองทุนรวมตลาดเงิน ซึ่งรวมถึงพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่น ตลาดก็เริ่มปรับตัวลดลง และอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ อายุ 10 ปี ก็เริ่มปรับตัวลดลงอีกครั้งสู่ 0.885% เมื่อวันที่ 22 มี.ค. ต่อมาวันที่ 23 มี.ค. เฟดก็ประกาศซื้อพันธบัตรในวงเงินไม่จำกัด เฟดยังระบุว่า จะเข้าซื้อหุ้นกู้ของภาคเอกชนโดยตรง โดยจะซื้อหลักทรัพย์ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในชั้นนำลงทุน ปล่อยกู้ให้กับธุรกิจรายย่อย และซื้อพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่น เมื่อรวมกับการทำข้อตกลงแลกเปลี่ยน (swap agreement) กับธนาคารกลางอื่นๆ ที่ประกาศไปก่อนหน้านี้ การเคลื่อนไหวของเฟดครั้งนี้ควบคู่ไปกับโครงการอัดฉีดสภาพคล่องจำนวนมากของธนาคารกลางทั่วโลก จะช่วยลดผลกระทบของภาวะสภาพคล่องตึงตัวในตลาดเงินและตลาดตราสารหนี้ทั่วโลก

ในอดีตที่ผ่านมา ธนาคารกลางหลายแห่ง โดยเฉพาะธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ช่วยสนับสนุนสภาพคล่องอย่างเต็มที่ โดยทำทั้งลดอัตราดอกเบี้ยและเพิ่มสภาพคล่องผ่านมาตรการ QE และเข้าแทรกแซงในตลาดซื้อคืนพันธบัตร รวมถึงประกาศซื้อตราสารเพื่อการพาณิชย์ (CP) ภาคเอกชน การเคลื่อนไหวล่าสุดของเฟด (เมื่อวันที่ 20 มี.ค. และ 23 มี.ค.) โดยสัญญาว่าจะอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ตลาดกองทุนรวมตลาดเงินซึ่งรวมถึงพันธบัตรของรัฐบาลท้องถิ่นอายุไม่ถึง 12 เดือน และประกาศโครงการซื้อพันธบัตรโดยไม่จำกัดวงเงิน ช่วยกระตุ้นความเชื่อมั่นของนักลงทุนได้อย่างน้อยในระยะสั้น

เราเชื่อว่าความตึงเครียดจะจบลงอย่างสิ้นเชิงเมื่อ (1) เฟดประกาศซื้อหนี้ภาคเอกชนโดยไม่จำกัดวงเงิน และพร้อมที่จะปล่อยกู้ให้กับภาคเอกชนและภาคครัวเรือนที่มีหลักประกันโดยตรงเหมือนในปี 2551-52 (2) รัฐบาลกลางสหรัฐฯ จะต้องเพิ่มวงเงินจำนวนมากในมาตรการกระตุ้นเพื่อชดเชยความสูญเสียที่เกิดจากมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม และ (3) อัตราการเพิ่มขึ้นของจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่เริ่มชะลอตัวลง

Figure 7: มาตรการของธนาคารกลางต่างๆ เพื่อหลีกเลี่ยงวิกฤตการเงิน

ธนาคารกลาง	มาตรการ
1. ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด)	1.1 ลดดอกเบี้ยในการประชุมฉุกเฉินวันที่ 3 มี.ค. 50 bps จาก 1.5-1.75% เป็น 1.00-1.25% และวันที่ 15 มี.ค. 100 bps เหลือ 0-0.25% 1.2 ประกาศมาตรการ QE เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาล 5 แสนล้านดอลลาร์ต่อเดือน และซื้อ Mortgage-backed Securities 2 แสนล้านดอลลาร์ต่อเดือน โดยในก่อนหน้านี้ New York Fed ได้ประกาศเข้าซื้อสินทรัพย์ในตลาด RP วงเงิน 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ 1.3 ประกาศเสริมสภาพคล่องให้ธนาคารพาณิชย์ โดยเปิดให้กู้ยืมผ่าน Discount window เป็นเวลา 90 วัน และลดอัตราค่าธรรมเนียมธนาคารพาณิชย์เหลือ 0% 1.4 เปิดให้กู้ยืมเงินดอลลาร์ (Swap line) กับธนาคารกลางสำคัญ 5 แห่ง ได้แก่ BoJ, ECB, BOE, Bank of Canada และ Swiss National Bank และประกาศให้กู้ยืมเงินดอลลาร์ชั่วคราว (temporary USD swap line) แก่ธนาคารกลางออสเตรเลีย, สวีเดน, สิงคโปร์, เกาหลี, บราซิล และเม็กซิโก ภายใต้วงเงิน 6 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อราย และ แก่ธนาคารกลางนิวซีแลนด์, เดนมาร์ก และ นอร์เวย์ ภายใต้วงเงิน 3 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อราย เพื่อบรรเทาภาวะตึงตัวของสภาพคล่องในดอลลาร์ 1.5 Fed จัดตั้งกองทุนเพื่อสภาพคล่องของกองทุนรวมตลาดเงินเพื่อปล่อยสภาพคล่องในกองทุนรวมตลาดเงิน โดยกระทรวงการคลังสนับสนุนเงินมูลค่า 1 หมื่นล้านดอลลาร์เพื่อป้องกันการขาดทุน นอกจากนี้ Fed ยังจะรับซื้อตราสารหนี้ของรัฐบาลท้องถิ่นที่ได้รับการจัดอันดับสูง และมีอายุต่ำกว่า 12 เดือนเพื่อใช้เป็นหลักประกันสำหรับวงเงินดังกล่าว 1.6 ประกาศ (22 มี.ค.) Fed "ได้เพิ่มการซื้อตราสารหนี้ของภาคเอกชนด้วยวงเงินที่เพิ่มขึ้น"

	<ul style="list-style-type: none"> - พร้อมซื้อพันธบัตรรัฐบาลและ mortgage-backed securities อย่างไม่จำกัดเพื่อเสริมสภาพคล่องให้ตลาด - ตั้งกองทุนใหม่สำหรับโครงการปล่อยกู้แก่ภาคธุรกิจ และโครงการสินเชื่อที่มีสินทรัพย์ค้ำประกันที่มีการใช้ในช่วงที่เกิดวิกฤตทางการเงิน โดยได้รับสินเชื่อวงเงิน 110-140% ของวงเงินหุ้นกู้ภายในระยะเวลา 4 ปี - พร้อมซื้อหุ้นกู้ระดับ investment-grade และกองทุนหุ้นกู้ (exchange-traded funds) ถึง 30 ก.ย. โดยพร้อมซื้อถึง 10% ในแต่ละบริษัท - ตั้งกองทุนใหม่ที่ชื่อ Term Asset-Backed Securities Loan Facility เพื่อปล่อยสินเชื่อที่มีหลักทรัพย์ค้ำประกันให้แก่สินทรัพย์รายย่อย เช่น สินเชื่อรถยนต์ สินเชื่อนักศึกษา สินเชื่อลูกหนี้บัตรเครดิต สินเชื่อเครื่องมือเครื่องจักร สินเชื่อโรงงาน เบี้ยประกันขนาดเล็ก สินเชื่อธุรกิจและลูกหนี้การค้า วงเงินรวม 1 แสนล้านดอลลาร์ - อนุญาตให้รัฐบาลนำตัวเงินคลังมาขายในกองทุนที่ Fed ตั้งเพื่อจะเข้าซื้อกองทุนรวมตลาดเงินได้ด้วย - เตรียมพร้อมปล่อยกู้โดยตรงให้กับ SMEs
<p>2. ธนาคารกลางยุโรป (ECB)</p>	<p>2.1 เพิ่มปริมาณการทำ QE อีก 1.2 แสนล้านยูโร จากที่ซื้อเดือนละ 2 หมื่นล้านยูโรอยู่แล้ว โดยนักวิเคราะห์คาดว่าวงเงิน QE จะเพิ่มขึ้นเป็น 3.3 หมื่นล้านดอลลาร์ต่อเดือน</p> <p>2.2 ประกาศโครงการใหม่ในการซื้อหลักทรัพย์ (Pandemic Emergency Purchase Programme) โดยครอบคลุม ทั้งตราสารหนี้ภาคเอกชน และภาครัฐ ในทุกประเทศสมาชิกยุโรป รวมวงเงิน 7.50 แสนล้านยูโร เพื่อรับมือกับความเสี่ยงที่จะเกิดจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19</p> <p>2.3 เพิ่มวงเงินที่ธนาคารพาณิชย์ซื้อหลักทรัพย์ (TLTRO) จาก 1 ล้านล้านยูโร เป็น 3 ล้านล้านยูโร รวมถึงผ่อนคลายนโยบายบังคับเกี่ยวกับสินทรัพย์ค้ำประกัน เพื่อให้ธนาคารพาณิชย์สามารถเข้าถึงสินเชื่อได้ง่ายขึ้น</p>
<p>3. ธนาคารกลางอังกฤษ (BOE)</p>	<p>3.1 ลดดอกเบี้ยนโยบายลง 50 ในการประชุมฉุกเฉินคณะกรรมการนโยบายการเงินวันที่ 11 มี.ค. และในวันที่ 19 มีมติปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.15% อยู่ที่ 0.10% ในการประชุมฉุกเฉินซึ่งเป็นระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ นอกจากนี้ BoE จะเพิ่มวงเงินในการซื้อพันธบัตรตามมาตรการ QE อีก 2 แสนล้านปอนด์ สู่ระดับ 6.45 แสนล้านปอนด์ เพื่อลดผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19</p> <p>3.2 ให้สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำแก่ธุรกิจ SMEs โดยนักวิเคราะห์คาดว่าอาจเป็นวงเงินรวมถึง 1 แสนล้านปอนด์</p>
<p>4. ธนาคารกลางญี่ปุ่น (BoJ)</p>	<p>4.1 เพิ่มปริมาณการเข้าซื้อสินทรัพย์เสี่ยงในตลาดหุ้น โดยเพิ่มการเข้าซื้อ Exchange Traded Fund (ETF) จาก 6 ล้านล้านเยน เป็น 12 ล้านล้านเยน และ J-REITS จาก 9 หมื่นล้านเยน เป็น 1.8 แสนล้านเยน ตามลำดับ</p> <p>4.2 เพิ่มปริมาณการซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชน โดยเพิ่มการเข้าซื้อ Commercial Paper (CP) และหุ้นกู้บริษัทเอกชน จาก 2 ล้านล้านเยนต่อสินทรัพย์ เป็น 3.2 ล้านล้านเยน และ 4.2 ล้านล้านเยนตามลำดับ</p> <p>4.3 ยังคงมาตรการ QQE โดยการคงวงเงินเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลที่ 80 ล้านล้านเยนต่อปี เพื่อกดให้ผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล 10 ปี อยู่ที่ 0%</p>
<p>5. ธนาคารกลางจีน (PBOC)</p>	<p>5.1 ปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ Loan Prime Rate (LPR) ประเภท 1 ปีลง 0.10% สู่ระดับ 4.05% ในวันที่ 20 ก.พ. และได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ย LPR ประเภท 5 ปีลง 0.05% สู่ระดับ 4.75% โดยก่อนหน้านี้ (17 ก.พ.) PBOC อัดฉีดเงิน 1 แสนล้านหยวน (ประมาณ 1.43 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ) เข้าสู่ระบบการเงิน ผ่านข้อตกลง reverse repo ประเภทอายุ 7 วัน โดยให้อัตราดอกเบี้ย 2.4%</p> <p>5.2 ในวันที่ 16 มี.ค. PBOC ได้อัดฉีดสภาพคล่อง 1 แสนล้านหยวน เข้าสู่ตลาดผ่านทางโครงการจัดหาเงินกู้ระยะกลาง (Medium-term Lending Facility: MLF) โดยกองทุนดังกล่าวครบกำหนดไถ่ถอนในระยะเวลา 1 ปี ด้วยอัตราดอกเบี้ย 3.15% และปรับลดสัดส่วนการกันสำรอง (RRR) ของสถาบันการเงิน ในอัตรา 0.50-1.00%</p>
<p>6. ธนาคารกลางอื่นๆ</p>	<p>6.1 Bank of Korea (BOK) ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.50% เหลือ 0.75% ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ ในการประชุมฉุกเฉิน 16 มี.ค.</p> <p>6.2 ธนาคารกลางนิวซีแลนด์ (RBNZ) ได้ประกาศลดอัตราดอกเบี้ยลง 0.75% จากระดับ 1% มาอยู่ที่ระดับ 0.25% ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดในประวัติศาสตร์ โดย RBNZ จะพยายามคงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับนี้ให้ได้นานที่สุด 12 เดือน และเปลี่ยนวิธีการกระตุ้นเศรษฐกิจมาเป็นการใช้นโยบาย QE แทน</p>

Source: Various Sources, SCBS Investment Research

รัฐบาลทั่วโลกกำลังช่วยเหลือบริษัทต่างๆ โดยยอมแลกกับรายได้ที่ลดลง สิ่งคือไปวางแผนยกเว้นภาษีเงินได้นิติบุคคล และคืนค่าเช่าและภาษีสำหรับอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ เกาหลีใต้จะให้เงินบริษัทขนาดเล็กเพื่อนำไปจ่ายค่าจ้าง อิตาลีจะเสนอคืนภาษีให้กับบริษัทที่ประสบกับสถานการณ์ปริมาณการซื้อขาดลดลง 25% ในจีน รัฐบาลสั่งให้เจ้าของที่ดินลดค่าเช่า ในประเทศไทย บริษัทขนาดเล็กจะได้รับเงินกู้ 1.0 หมื่นล้านบาท ในขณะที่รัฐบาลจะเลื่อนกำหนดการชำระภาษีสำหรับภาคธุรกิจเพื่อช่วยเพิ่มสภาพคล่อง

นอกจากนี้รัฐบาลของประเทศต่างๆ ยังตั้งเป้าคุ้มครองแรงงาน โดยป้องกันการเลิกจ้างและรักษาเสถียรภาพของรายได้ รัฐบาลของหลายๆ ประเทศมองว่ามาตรการนี้มีความสำคัญ เนื่องจากเป็นเพียงวิธีเดียวที่จะช่วยสนับสนุนให้ประชาชนพื้นฟูสถานการณ์ที่ยากลำบากอันมีสาเหตุมาจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ไปได้ รัฐบาลจีนประกาศลดการส่งเงินสมทบเข้ากองทุนประกันสังคมชั่วคราว ญี่ปุ่นจะจ่ายเงินอุดหนุนค่าจ้างแก่ประชาชนที่ถูกบังคับให้ต้องใช้เวลามาดูแลเด็กหรือญาติที่ป่วย สิงคโปร์ประกาศให้เงินนายจ้างเพื่อป้องกันการเลิกจ้างพนักงาน

ในประเทศไทย เมื่อวันที่ 24 มี.ค. ครม.มีมติอนุมัติมาตรการกระตุ้นวงเงินอย่างน้อย 1.17 แสนล้านบาท เพื่อเยียวยาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อประชาชนในประเทศไทยมากกว่า 800 คน มาตรการดังกล่าวประกอบด้วยการแจกเงินสดจำนวน 4.5 หมื่นล้านบาท ให้กับแรงงาน 3 ล้านคน ที่อยู่นอกระบบประกันสังคม ซึ่งก็จะได้รับข้อเสนอสินเชื่ออัตราดอกเบี้ยต่ำมูลค่า 6.0 หมื่นล้านบาท รวมถึงการยกเว้นภาษีด้วย

Figure 8: มาตรการบรรเทาผลกระทบโควิด-19 ของรัฐบาลต่างๆ ทั่วโลก

Government	Measure \$bn	GDP		Detail
		\$bn	Size of GDP	
World bank	12.0			Virus aid for developing economies
IMF	10.0			Loans for small countries
Japan	137.0	4,872	2.81%	Soft loans
South Korea	39.0	1,531	2.55%	Budget for medical aid
Australia	108.6	1,323	8.21%	Welfare for low-income earners
Indonesia	2.2	1,015	0.22%	Grant to local government
Thailand	16.2	455	3.55%	Soft loans and cash handout
Singapore	4.5	324	1.39%	Support business
Hong Kong	15.5	341	4.55%	Cash payment
Malaysia	4.6	315	1.46%	Business aid
Italy	27.8	1,943	1.43%	Aid for worker
Germany	384.5	3,693	10.41%	Business aid (borrow from state bank)
USA	8.4	19,485	0.04%	Emergency spending bill for health issue
USA*	2,000.0	19,485	10.26%	Latest White House proposal
Canada	0.8	1,647	0.05%	Economic stimulus
UK	14.8	2,638	0.56%	Lessen the impact of the affected
France	50.0	2,582	1.93%	Compensation, loan guarantees, etc.
Switzerland	10.6	679	1.56%	Support SMEs and workers
Saudi	13.3	687	1.94%	Loan for SMEs
UAE	27.2	383	7.10%	Soft loans
Egypt	6.4	235	2.72%	Budget for medical aid
Sum	2,871	88,081	3.26%	

Source: Bloomberg, Various Source, SCBS Investment Research

ประมาณการเศรษฐกิจโลกและการวิเคราะห์สถานการณ์โดย SCBS

วิกฤติด้านสาธารณสุขที่ลุกลามไปทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวมทั้งในด้านอุปทานและอุปสงค์ เนื่องจากมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมจะส่งผลทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจโดยรวมปรับตัวลดลง ในกรณีพื้นฐาน การแพร่ระบาดทั่วโลกของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะเกิดขึ้นต่อเนื่องจนถึงเดือนพ.ค. เมื่อการนำมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมไปใช้ทั่วโลก รวมถึงอุณหภูมิทั่วโลกที่อุ่นขึ้นจะช่วยหยุดยั้งการแพร่ระบาด

ในสถานการณ์เช่นนี้ เศรษฐกิจโลกจะเติบโตได้เล็กน้อยที่ 1.1% จากตัวเลขที่ IMF คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ประมาณ 3% เมื่อต้นต้นปี เศรษฐกิจของยุโรปและญี่ปุ่นจะอยู่ในภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ เนื่องจากการแข่งขันโอลิมปิกฤดูร้อนถูกเลื่อนออกไป และการปิดโรงงานทำให้เกิดปัญหาในภาคการผลิตของยุโรป เศรษฐกิจไทยจะขยายตัวประมาณ 0% ในขณะที่เศรษฐกิจจีนจะขยายตัว 5% บนสมมติฐานที่ว่าไม่มีการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 รอบที่สอง เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะขยายตัวต่ำที่ 1.1%

ในกรณีสถานการณ์ปานกลางและรุนแรง การระบาดจะเกิดขึ้นต่อเนื่องไปจนถึงเดือนก.ค. และธ.ค. ตามลำดับ ในกรณีปานกลาง เศรษฐกิจโลกจะอยู่ในภาวะถดถอยแบบอ่อนๆ โดยจะหดตัวลง 0.2% เศรษฐกิจยุโรปและญี่ปุ่นจะหดตัวลงมากขึ้น เศรษฐกิจไทยจะหดตัวลง -1.2% เศรษฐกิจจีนจะขยายตัว 4.6% ในขณะที่เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะเริ่มหดตัวประมาณ -0.2%

ในกรณีรุนแรง สถานการณ์การแพร่ระบาดจะเกิดขึ้นตลอดปีนี้ ซึ่งจะกดดันให้รัฐบาลต้องประกาศใช้มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมเป็นพักๆ เศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยในระดับเดียวกับปี 2551-2552 เศรษฐกิจญี่ปุ่นและยุโรปอาจจะหดตัวลงที่ระดับ 7-10% เศรษฐกิจไทยจะหดตัวลง 4% แยกกว่าในช่วงที่เกิดวิกฤติการเงินโลก แต่ยังคงดีกว่าในช่วงที่เกิดวิกฤติการเงินเอเชีย เศรษฐกิจสหรัฐฯ จะหดตัวลง 2% เท่ากับเมื่อครั้งที่เกิดวิกฤติการเงินโลก

Figure 9: คาดการณ์อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก: แบ่งเป็น 3 กรณี

	2018	2019	2020 Base May	2020 Moderate July	2020 Severe Dec
COVID-19 ends					
World	3.6	2.9	1.1	-0.2	-1.2
China	6.7	6.1	5.0	4.6	3.7
Japan	0.3	0.7	-1.9	-4.4	-7.8
Thailand	4.2	2.4	-0.2	-1.2	-3.8
US	2.9	2.3	1.1	-0.2	-2.2
Euro Area	1.9	1.2	-1.2	-3.6	-7.0

Source: CEIC, SCBS Investment Research

คาดการณ์เศรษฐกิจไทยปี 2563

ในกรณีของประเทศไทย เราปรับลดคาดการณ์ตัวแปรทางเศรษฐกิจหลายอย่างลง โดยที่สำคัญที่สุด คือ ตัวเลขคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยว เราปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าลดลงสู่ 30.6 ล้านคนในปี 2563 เทียบกับ 39.8 ล้านคนในปี 2562 สะท้อนถึงจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลง 23% หรือประมาณ 9.1 ล้านคน

จำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงจะทำให้รายได้จากการท่องเที่ยวหายไปประมาณ 4.45 แสนล้านบาท หรือประมาณ 2.7% ของ GDP โดยในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ รายได้จะหายไปประมาณ 2.41 แสนล้านบาท ในขณะที่ช่วงครึ่งหลังของปีนี้ รายได้จะหายไป 2.035 แสนล้านบาท

รายได้จากการท่องเที่ยวที่หายไปจำนวนมากกดดันให้เราต้องปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP สำหรับปีนี้ลดลงสู่ 0.0% ถึง -0.4% GDP จะหดตัวลงในไตรมาสแรก และจะหดตัวลงมากขึ้นในไตรมาสที่สองแล้วฟื้นตัวในช่วงครึ่งหลังของปีนี้ การอุปโภคบริโภคและการลงทุนภาคเอกชนจะได้รับผลกระทบอย่างหนักจากรายได้จากการท่องเที่ยวที่หายไป รวมถึงผลกระทบของการปิดดำเนินงานของภาคธุรกิจในช่วงครึ่งแรกของปีนี้ ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อการทำงานของอุตสาหกรรมบริการ และทำให้การอุปโภคบริโภคและการลงทุนโดยรวมชะลอตัวลง

Figure 10: คาดการณ์เศรษฐกิจไทยปี 2563

Component (% YoY)	2018	2019	2020 (F) (Mar'2)
GDP	4.1	2.4	0.0-(-0.4)
Priv Con	4.6	4.4	0.4-0.8
Priv Inv	3.9	2.7	(-1.9)-(-2.3)
Pub Con	1.8	2.0	1.7-2.1
Pub Inv	3.3	1.1	3.7-4.1
Export Value	7.2	-3.0	(-7.3)-(-7.7)
No. of Tourist	7.5 (39.7mn)	4.0 (39.8mn)	-23.0 (30.6mn)
Import Value	14.3	(-3.6)	(-9.5)-(-9.9)
HL Inflation	1.1	0.8	0.3
Current Account (% GDP)	5.6	6.7	4.5
USDTHB (avg.)	32.3	30.5	32.5-33.5
RP (% eoy)	1.75	1.25	0.00-0.25

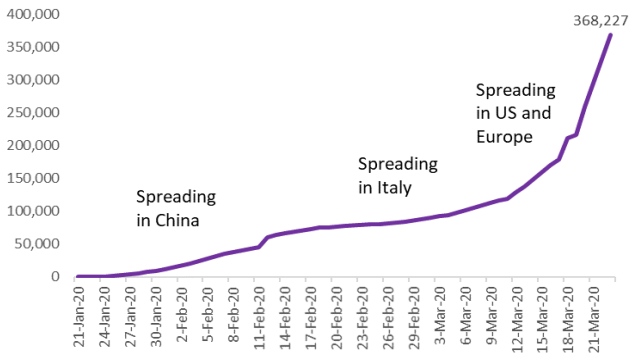
Source: CEIC, SCBS Investment Research

อย่าไปให้ความสำคัญกับเรื่องเล็กๆ น้อยๆ จนเสียงานใหญ่

การแพร่ระบาดที่ยังไม่สามารถควบคุมได้ของเชื้อไวรัสโควิด-19 ทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคและตลาดเปลี่ยนไป

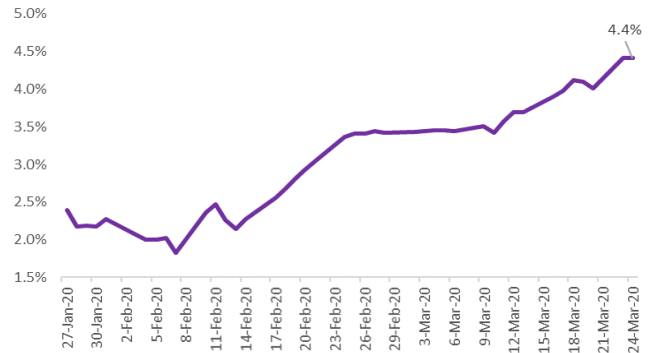
สถานการณ์การแพร่ระบาดรุนแรงของเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่ยังไม่สามารถควบคุมได้สร้างความตื่นกลัวและกังวลอย่างมาก การนำมาตรการป้องกันเชิงรุกมาใช้ส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานในภาคการผลิตและภาคบริการหยุดชะงักอย่างสิ้นเชิงในระยะสั้น เราเชื่อว่าเหตุการณ์นี้ไม่ใช่วิกฤติตลาดการเงินแบบเดิมๆ ที่เคยเกิดขึ้น แต่เป็นเหตุการณ์ที่ทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง ความกลัวและความกังวลที่เกิดขึ้นในอุตสาหกรรมทุกกลุ่มจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ และนำมาซึ่งปฏิกิริยาตอบรับของตลาดการเงินซึ่งไม่สามารถคาดเดาผลลัพธ์ได้

Figure 11: โควิด-19 – จำนวนผู้ติดเชื้อที่ได้รับการยืนยันทั่วโลก



Source: World Health Organization, SCBS Investment Research

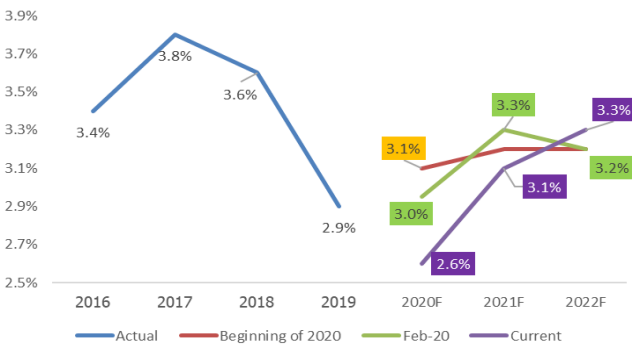
Figure 12: อัตราการเสียชีวิตอยู่ที่ 4%



Source: World Health Organization, SCBS Investment Research

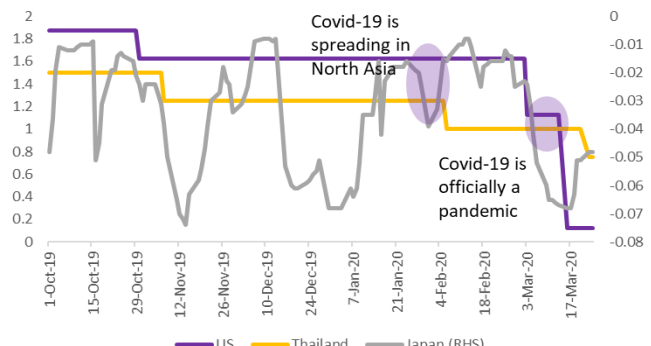
การแพร่ระบาดอย่างรวดเร็วของเชื้อไวรัสโควิด-19 ทำให้แนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจและอัตราดอกเบี้ยเปลี่ยนไป การระบาดไปทั่วโลกของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้ทำลายความหวังว่าเศรษฐกิจจะขยายตัวอย่างแข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2563 รวมถึงผลผลิตทั่วโลกเติบโตต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤติการเงินปี 2551-2552 IMF คาดว่าเศรษฐกิจโลกปี 2563 จะขยายตัวต่ำกว่าระดับ 2.9% ในปี 2562 นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยก็เข้าใกล้ศูนย์สำหรับประเทศพัฒนาแล้ว ในขณะที่ประเทศเกิดใหม่กำลังปรับอัตราดอกเบี้ยลดลง เมื่อพิจารณาจากปฏิกิริยาตอบรับของตลาดในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมา พบว่าตลาดไทยได้รับแรงหนุนจากปัจจัยโลกอย่างอัตราดอกเบี้ย การเติบโตของเศรษฐกิจโลก และราคาน้ำมัน

Figure 13: แนวโน้มการเติบโตของ GDP โลก



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 14: ...ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบาย



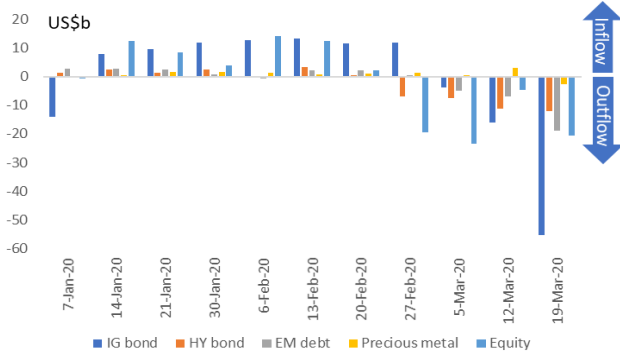
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ความเสี่ยง 5 ประการที่ควรพิจารณา นอกเหนือจากโควิด-19

สภาวะตลาดสำหรับสินทรัพย์ลงทุนทุกประเภทยังคงตึงเครียด นักลงทุนขายสินทรัพย์ทั้งหมดและถือครองเงินสดเอาไว้ เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และความไม่แน่นอนเกี่ยวกับระยะเวลาและผลกระทบของโควิด-19 ทำให้กิจกรรมทางภาคธุรกิจหยุดชะงัก ทั้งนี้ นอกเหนือจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 แล้ว ความเสี่ยงอื่นๆ ที่ทำให้เรามีความกังวลเพิ่มมากขึ้น และมีแนวโน้มที่จะเป็นสาเหตุทำให้เกิดการเทขายหุ้นเพิ่มมากขึ้น มีดังนี้

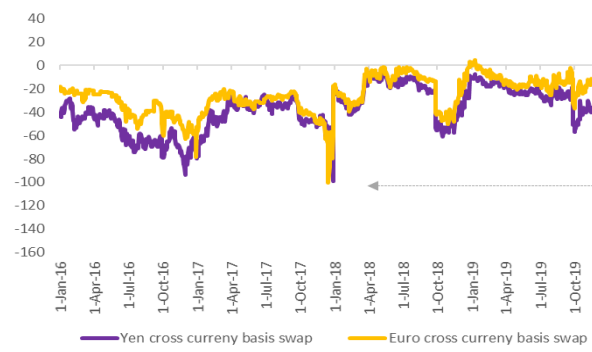
1) ความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง การเปลี่ยนแปลงอย่างมากและรวดเร็วของราคาสินทรัพย์ลงทุนบ่อยครั้งมักจะเป็นสาเหตุทำให้สภาพคล่องปรับตัวลดลงซึ่งสะท้อนให้เห็นในตลาดตราสารหนี้ระดับนำลงทุนและให้ผลตอบแทนสูง นอกจากนี้แล้ว สภาพคล่องการซื้อขายระดับต่ำในระยะหลังนี้ยังทำให้สามารถเทรดเพื่อกระตุ้นตลาดได้มากกว่าปกติด้วย เนื่องจากมีผู้มีส่วนร่วมในตลาดน้อยลงที่จะเสนอราคาที่เหมาะสมผล

Figure 15: ขายทุกอย่างในเดือนมี.ค. 63



Source: EPFR Global, SCBS Investment Research

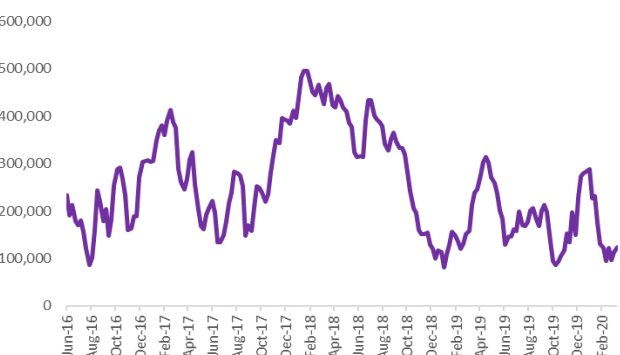
Figure 16: ...ถือเงินสดเนื่องจากความต้องการดอลลาร์มีมาก



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

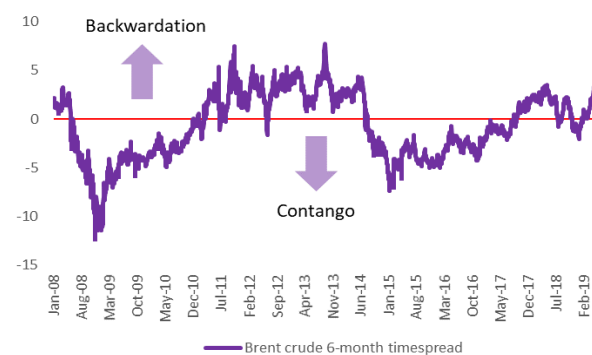
2) น้ำมัน ปริมาณการจราจรทางอากาศที่ลดลงเพราะนโยบายจำกัดการเดินทางทางอากาศ และกิจกรรมภาคธุรกิจที่ลดลง สะท้อนถึงอุปสงค์น้ำมันที่ลดลง อุปสงค์น้ำมันเครื่องบินบงชี้ถึง crack spread ที่ลดลงของโรงกลั่น ชาวดีอาร์เอเชียและรัสเซียยังคงสร้างแรงกดดันต่อราคาน้ำมัน เราเชื่อว่า downside มีจำกัด เพราะผู้ประกอบการ onshore offshore และ shale oil ไม่สามารถทำอะไรที่ระดับนี้ เพราะจุดคุ้มทุนต่ำที่สุดอยู่ที่ US\$40/bbl ในทางกลับกัน เราไม่คิดว่าราคาน้ำมันจะปรับตัวขึ้นแรงถ้าโอเปกและรัสเซียไม่สามารถบรรลุข้อตกลงลดการผลิตได้

Figure 17: Nymex crude oil managed money net position



Source: CFTC, SCBS Investment Research

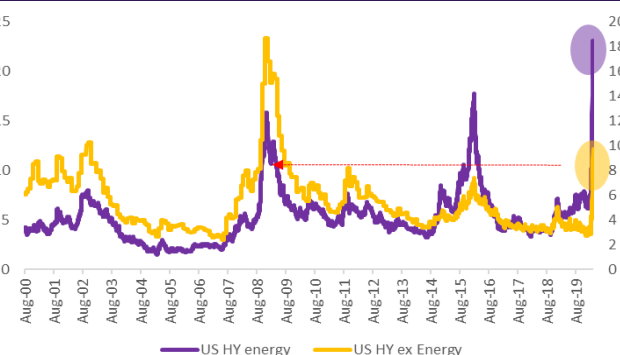
Figure 18: ตลาดน้ำมันอยู่ในภาวะ backwardation



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

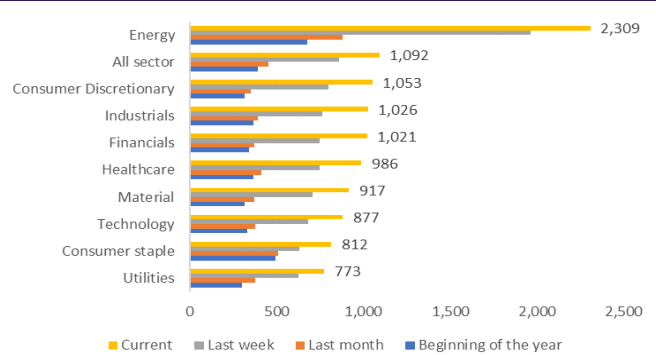
3) ความเสี่ยงด้านเครดิต ตลาดสินเชื่อกำลังเผชิญกับแรงกดดันเชิงวัฏจักรจากความเสี่ยงในการผิมนัดชำระหนี้ที่สูงขึ้นและการปรับลดความน่าเชื่อถือท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่เพิ่มขึ้น ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูงของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2551 ควบคู่ไปกับต้นทุนที่สูงขึ้นของการคุ้มครองการผิมนัดชำระหนี้ภาคธุรกิจสหรัฐฯ เนื่องจากผู้ประกอบการธุรกิจน้ำมันขนาดกลางและเล็กได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ร่วงลงแรง ดังนั้นส่วนต่างอัตราผลตอบแทน (credit spread) ของตราสารหนี้ที่ให้ผลตอบแทนสูงสำหรับกลุ่มพลังงานจึงสูงกว่าระดับวิกฤติการเงิน เราเชื่อว่าราคาน้ำมันต่ำและภาวะสภาพคล่องในตลาดรองที่ลดน้อยลงจะทำให้ความน่าจะเป็นในการผิมนัดชำระหนี้เพิ่มขึ้น

Figure 19: US high yield spread



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 20: High yield credit spread แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 21: Credit default swaps สำหรับตราสารหนี้กลุ่มนำลงทุน

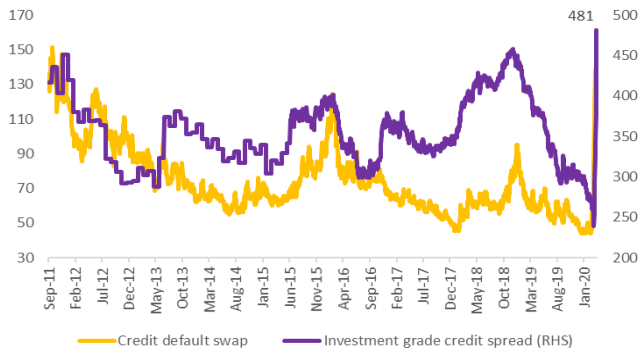
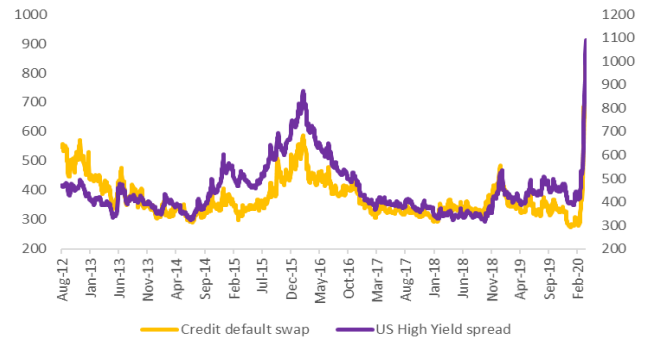


Figure 22: Credit default swap สำหรับตราสารหนี้ผลตอบแทนสูง



Source: Markit, SCBS Investment Research

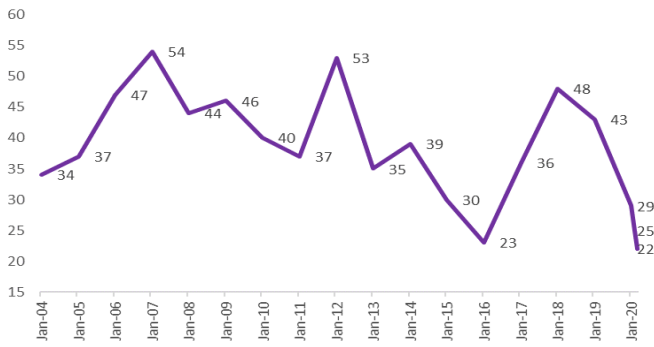
Source: Markit, SCBS Investment Research

4) ข้อจำกัดของมาตรการกระตุ้น ธนาคารกลางหลักๆ ในประเทศพัฒนาแล้วปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงเชิงรุกสู่ระดับที่เข้าใกล้ศูนย์แล้ว ประเทศเกิดใหม่กำลังปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลดลงตามมา ดังนั้นเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจเพิ่มเติม เราจึงเชื่อว่านโยบายการคลังอาจจะเป็นเครื่องมือที่มีศักยภาพมากกว่า อย่างไรก็ตามการดำเนินนโยบายการคลังเชิงรุกอาจจะทำให้เสถียรภาพการเงินระยะยาวปรับตัวแย่ลง และมีประสิทธิภาพน้อยกว่าเครื่องมือทางการเงิน

US	การเงิน	เพลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 150bps เฟดจะเพิ่มสัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาล (5 แสนล้านดอลลาร์) และ MBS (2 แสนล้านดอลลาร์) จัดทำโครงการปล่อยกู้ใหม่วงเงิน 3 แสนล้านดอลลาร์ เพื่อช่วยเหลือตลาดการเงิน รับซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนระยะสั้น และ primary dealer credit facilities facilities
	การคลัง	กระทรวงการคลังสหรัฐฯขยายเวลาการยื่นเสียภาษี 3 แสนล้านดอลลาร์ (14% ของ GDP) ออกไป เตรียมแพ็คเกจมาตรการการคลังมูลค่า 0.75% ของ GDP เพื่อช่วยเหลือ SMEs และประกันการจ้างงาน วางแผนออกมาตรการกระตุ้นชุดใหม่ เช่น ปล่อยกู้ให้กับธุรกิจขนาดเล็ก อดหนุนค่าจ้าง และยกเว้นภาษี
EU	การเงิน	คงอัตราดอกเบี้ยเงินไว้ที่ -0.5%
	การคลัง	เพิ่มวงเงินโครงการซื้อสินทรัพย์อีก 1.2 แสนล้านยูโร ประกาศโครงการซื้อสินทรัพย์ฉุกเฉินเพื่อรับมือกับโรคระบาดวงเงิน 7.5 แสนล้านยูโร คงโปรแกรม LTRO ไว้ และจะปรับอัตราดอกเบี้ย funding rate ลดลงสู่ -0.75% อัดฉีดสภาพคล่องอย่างน้อย 10% ของ GDP
จีน	การเงิน	ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 10bps ลดอัตราส่วนเงินกันสำรองขั้นต่ำลง 50bps
	การคลัง	จัดหาสภาพคล่องผ่านโครงการเงินกู้ที่เป็น Re-Lending อัดฉีดเงิน 1.2 ล้านล้านหยวน (1.3% ของ GDP) ผ่านทางข้อตกลง reverse repo จัดหาเงินกู้ระยะสั้น เลื่อนกำหนดชำระหนี้ ลดภาษี การผัดนัดชำระหนี้เพราะผลกระทบจากโควิด-19 จะไม่มีผลกระทบต่อประวัติเครดิต คาดขาดดุลการคลังเพิ่มขึ้น 3% สู่ 14.5% ของ GDP อนุมัติการเปลี่ยนแปลงการใช้ประโยชน์ที่ดิน
ไทย	การเงิน	ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25bps ประกาศโครงการพยุงตลาดตราสารหนี้ วงเงิน 3.06 หมื่นล้านดอลลาร์ นำเสนอช่องทางสินเชื่อสำหรับกองทุนทุกกองผ่านธนาคารพาณิชย์
	การคลัง	จัดตั้งกองทุนเพื่อเสริมสภาพคล่องวงเงิน 7 หมื่นล้านบาท ถึง 1 แสนล้านบาท เพื่อซื้อหุ้นภาคเอกชนที่มีคุณภาพดี อนุมัติแจกเงินเดือนละ 5,000 ล้านบาท เป็นเวลา 3 เดือน แก่ประชาชน 3 ล้านคนที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 เสนอเงินกู้พิเศษวงเงิน 6.0 หมื่นลบ. แก่ SMEs เลื่อนกำหนดเวลาการยื่นแบบและชำระภาษีเงินได้นิติบุคคลรวมดอกเบี้ยไปเป็นเดือน ส.ค. ปล่อยกู้ 1.0 หมื่นลบ., เลื่อนกำหนดเวลาการยื่นแบบและชำระภาษีเงินได้นิติบุคคลออกไปเป็นเดือน ส.ค.

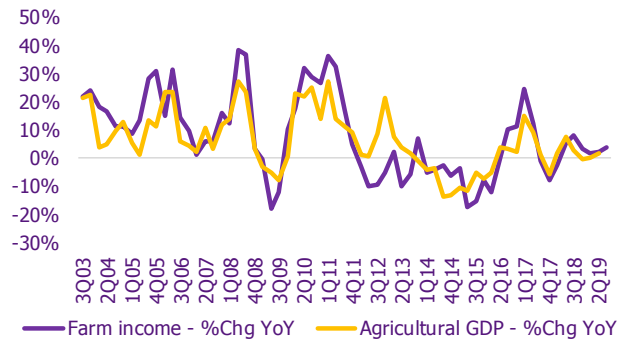
5) ภัยแล้ง กรมอุตุนิยมวิทยาคาดว่าประเทศไทยจะประสบกับสถานการณ์ภัยแล้งที่เลวร้ายที่สุดในรอบ 4 ทศวรรษ และเกรงว่าสถานการณ์ภัยแล้งจะเกิดขึ้นนานกว่าครั้งก่อนๆ อาจเก็บน้ำหลักๆ มากกว่าครึ่งหนึ่งของประเทศไทยมีปริมาณน้ำไม่ถึง 40% ของความจุ แนวโน้มสภาพอากาศของไทยเป็นปัจจัยเสี่ยงต่อการคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวจากโควิด-19 ได้เล็กน้อย เพราะภัยแล้งอาจจะสร้างแรงกดดันต่อการใช้จ่ายในต่างจังหวัด และส่งผลกระทบต่อผลผลิตทางการเกษตรปรับตัวลดลงในช่วงครึ่งหลังของปี 2563 ซึ่งหมายความว่ารายได้เกษตรกรโดยรวมจะลดลง และเนื่องจากเกษตรกรก็เป็นผู้บริโภคด้วยเช่นกัน ดังนั้นรายได้เกษตรกรที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อของครัวเรือนเกษตรกรซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 1 ใน 3 ของจำนวนครัวเรือนทั้งหมดในประเทศไทย

Figure 23: ขาดแคลนน้ำที่สามารถใช้งานได้ในช่วงเก็บน้ำหลัก



Source: Misty of Agriculture and Cooperatives, SCBS Investment Research

Figure 24: กำลังซื้อที่มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงอีก

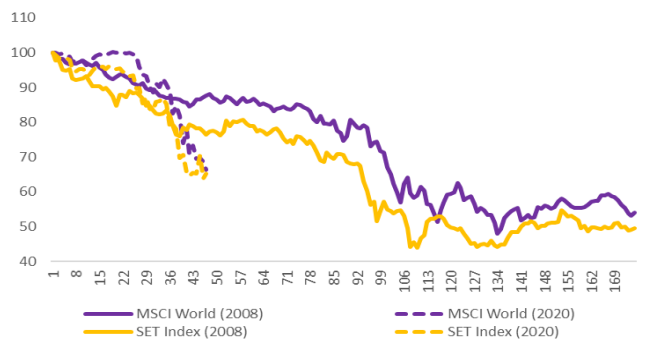


Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

ตลาดรับรูแนวโน้มที่เศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว; 6 เดือนไซที่ต้องจับตา

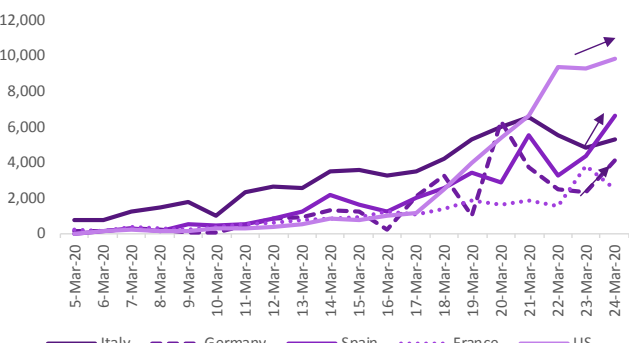
การปรับตัวลดลงแรงของราคาหุ้นในช่วง 4 สัปดาห์ที่ผ่านมาบ่งชี้ว่าตัวชี้วัดของตลาดทั่วโลกและระดับความเสี่ยงที่ยอมรับได้ปรับตัวลดลงอย่างชัดเจนมากขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับวิกฤตการณ์การเงินโลกในปี 2551 พบว่าความผันผวนของตลาดหุ้น และส่วนต่างดอกเบี้ย (credit spread) ปรับตัวคล้ายกับเมื่อครั้งที่เกิดวิกฤตการณ์การเงินโลกในปี 2551-2552 การสนับสนุนด้านนโยบายแบบไม่จำกัดน่าจะช่วยให้เห็นการดีดกลับชั่วคราว อย่างไรก็ตาม ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับระยะเวลาที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกยังคงสูง หากไม่มีตัวชี้วัดที่ชัดเจนว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดจะสามารถควบคุมได้เมื่อใด ความเสี่ยงขาลงอาจจะสร้างแรงกดดันต่อตลาดอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะยังคงติดลบและมีความเสี่ยงขาลง ในขณะที่คาดว่าจะเห็นจุดเปลี่ยนสำหรับตลาดเมื่อ: 1) อัตราการติดเชื้อในสหรัฐฯ และยุโรปอยู่ในระดับทรงตัว 2) สามารถเล็งเห็นระยะเวลาที่เศรษฐกิจเกิดภาวะชะงักงัน 3) ทั่วโลกออกมาตรการกระตุ้น 4) ความตึงเครียดทางสภาพคล่องลดลง 5) ผลลุลามมีจำกัด และ 6) valuation ต่ำมาก แม้กระทั่งก่อนที่จะเห็นการฟื้นตัวอย่างแท้จริง

Figure 25: การเคลื่อนไหวของ MSCI World index (2020 vs 2008)



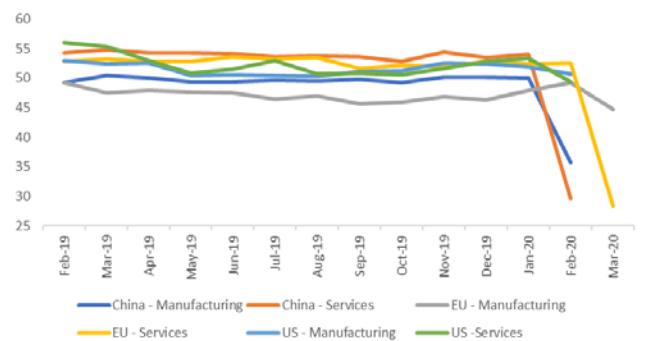
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 26: จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ในสหรัฐฯ อิตาลี เยอรมนี ทรงตัว



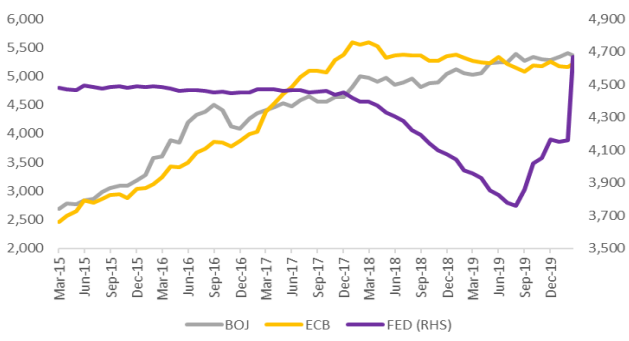
Source: World Health Organization, SCBS Investment Research

Figure 27: ดัชนี PMIs ลดลงเพราะได้รับผลกระทบจากโควิด-19



Source: IHS Markit, SCBS Investment Research

Figure 28: งบดุลของธนาคารกลาง



Source: FED, ECB, BOJ, SCBS Investment Research

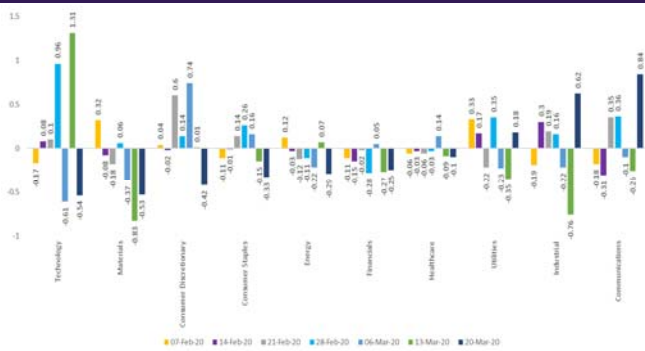
เราอยู่ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ

การปรับตัวลดลงแรงของตลาดหุ้นทั่วโลกใน 1Q63 หลักๆ มีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 แม้ว่าธนาคารกลางของประเทศต่างๆ จะดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายและใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลัง ภาวะเศรษฐกิจระยะสั้นไม่มีความแน่นอน แต่ดูเหมือนว่าเศรษฐกิจกำลังจะเข้าสู่ภาวะถดถอย โดยมีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดไปทั่วโลกของเชื้อไวรัสโควิด-19 เราคาดว่า การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อระยะสั้นใน 1H63 และคาดว่าจะฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งใน 2H63 อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเติบโตในอนาคตดูเหมือนจะยังไม่มีความแน่นอน โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีอย่างพลิกผัน สังคมผู้สูงอายุ และหนี้ครัวเรือนสูง เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยในระยะ 3-5 ปีข้างหน้าจะมีอัตราการขยายตัวโดยเฉลี่ยที่ชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง แม้ว่าผลกระทบจากโควิด-19 จะเบาบางลง เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในช่วงปลายวัฏจักร (late cycle) คำแนะนำของเราสำหรับพอร์ตลงทุนหลักระยะยาว คือ เข้าซื้อหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง

ตลาดหุ้นไทยถูกในเชิงเปรียบเทียบ แต่ไม่มากพอที่จะหยุดยั้งการปรับตัวลดลงของตลาด

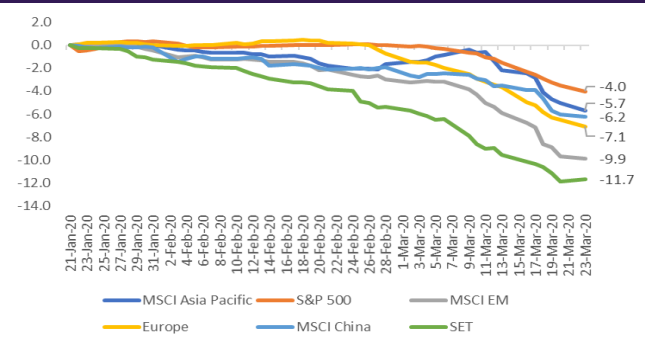
ผลตอบแทนรวมของ SET ปรับตัวลดลง 35% YTD แต่ลดลงถึง 24% ในเดือนมี.ค.เพียงเดือนเดียว ผลตอบแทนติดลบส่วนใหญ่มีสาเหตุมาจาก sentiment ระยะสั้นที่อ่อนแอ เงินทุนไหลออก และการปรับลดประมาณการกำไรเนื่องมาจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และราคาน้ำมันที่ลดลงแรง เมื่อดูเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม พบว่าผลตอบแทนติดลบที่เกิดขึ้นส่วนใหญ่ในทุกกลุ่มอุตสาหกรรมเกิดจากการปรับ valuation ลดลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับ valuation scorecard ของประเทศไทย ซึ่งอิงกับ PE PBV ผลตอบแทนจากเงินปันผล และ EV/EBITDA ในเชิงเปรียบเทียบกับค่าบรรทัดฐานและค่าเฉลี่ยระยะยาว ประเทศไทยดูเหมือนจะมี discount ที่ PE 11 เท่า PBV 1.1 เท่า และ EV/EBITDA 8.8 เท่า บน valuation scorecard ในตลาดเอเชีย เทียบกับตลาดอื่นๆ โดยอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอยู่ 2SD กลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ซื้อขายที่ valuation ถูกในเชิงเปรียบเทียบทั้งกับค่าบรรทัดฐานและค่าเฉลี่ยในอดีต อย่างไรก็ตาม เราอยู่ในภาวะตลาดขาลง และนักลงทุนก็เตรียมรับมือกับสถานการณ์เลวร้ายที่สุด ดังนั้น valuation ในเชิงเปรียบเทียบจึงไม่ใช่ปัจจัยที่จะช่วยหยุดยั้งการปรับตัวลดลงของตลาด เนื่องจากความเสียหายข้างล่างยังคงมีอยู่มาก

Figure 29: นักลงทุนต่างชาติเป็นผู้ขายสุทธิในกลุ่มอุตสาหกรรมใหญ่



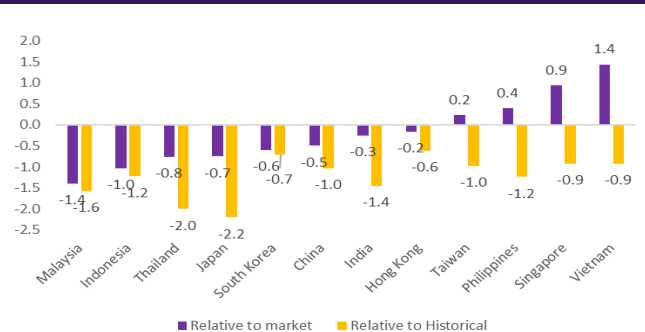
Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 30: พมการปรับประมาณการกำไรลดลงค่อนข้างมาก



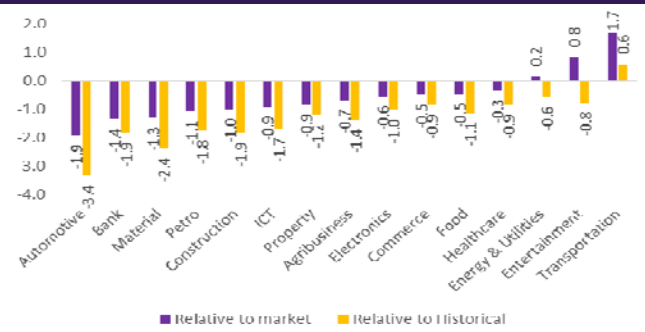
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 31: Valuation scorecard - รายประเทศ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 32: Valuation scorecard - รายกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

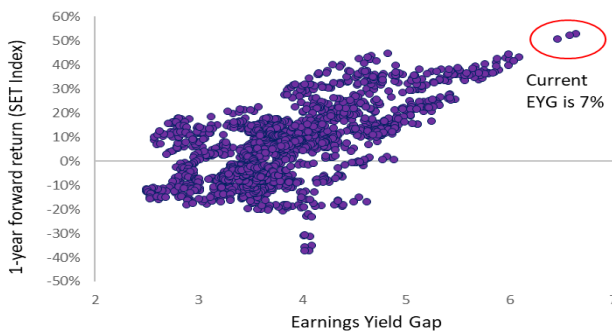
มูลค่าในเชิงเปรียบเทียบบ่งชี้ downside 10% จากระดับปัจจุบัน

แม้บางกลุ่มอุตสาหกรรมเริ่มดูน่าสนใจมากขึ้นเมื่อมองในแง่ผลตอบแทน แต่เรายังสังเกตเห็นที่จะเพิ่มความเสี่ยงเพราะความเสี่ยง downside มีมากกว่า upside จากโควิด-19 เมื่ออิงกับการวิเคราะห์จากล่างขึ้นบน (bottom-up) โดยใช้ 1) กรอบล่างของ PE ในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา 2) กำไรปี FY2563 หลังจากรับประมาณการ จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 950 จุด เนื่องจากเราเชื่อว่าโควิด-19 เป็นเหตุการณ์ลบระยะสั้น ดังนั้นเราคาดว่าผลการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียนในประเทศไทยจะสามารถฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนเกิดการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้ในปี 2564 การปรับตัวลดลงจะเปิดโอกาสให้เข้าซื้อสะสมเพื่อเตรียมพร้อมรับภาวะการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ทั้งนี้เมื่ออิงกับ earnings yield gap (EYG) พบว่า EYG ในปัจจุบันอยู่ที่ 7% สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2553 เมื่อเกิดเหตุการณ์ดังกล่าว ตลาดหุ้นจะให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 30-40% สำหรับระยะเวลาลงทุน 1 ปี โดยอิงกับข้อมูลในอดีต

จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 950 จุด

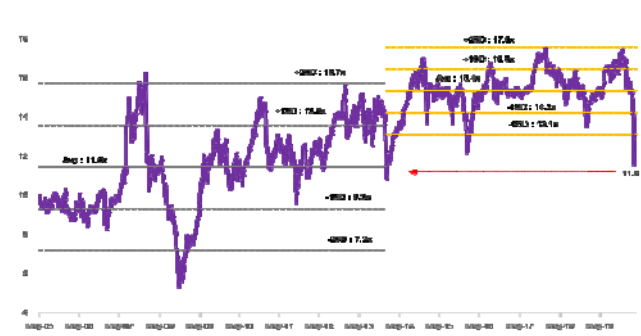
	Net Profit (Btm)				Growth (%)			P/E Lower bound	Using FY20 Market cap	Using FY21 Market cap
	18A	19A	20F	21F	19A	20F	21F			
Agribusiness	1,038	1,195	1,061	1,149	15.2	(11.2)	8.3	10	10,614	11,493
Automotive	4,533	3,591	2,152	4,096	(20.8)	(40.1)	90.4	8	17,215	32,770
Banking	202,767	211,515	180,404	200,906	4.3	(14.7)	11.4	9	1,623,633	1,808,152
Commerce	41,137	44,136	45,190	49,298	7.3	2.4	9.1	22	994,182	1,084,565
Construction Materials	49,653	37,514	39,687	43,094	(24.4)	5.8	8.6	11	436,555	474,032
Energy & Utilities	189,688	152,854	142,819	177,195	(19.4)	(6.6)	24.1	12	1,713,824	2,126,335
Finance & Securities	21,156	24,599	25,153	28,765	16.3	2.3	14.4	14	352,140	402,707
Food & Beverage	23,296	32,970	27,803	30,537	41.5	(15.7)	9.8	16	444,848	488,596
Health Care Services	15,321	21,498	16,054	18,935	40.3	(25.3)	17.9	30	481,621	568,051
Information & Communication Technology	43,839	55,414	48,120	50,212	26.4	(13.2)	4.3	16	769,917	803,386
Insurance	4,212	4,705	4,318	5,387	11.7	(8.2)	24.7	10	43,181	53,868
Paper & Printing Materials	777	863	861	888	11.1	(0.2)	3.0	10	8,614	8,876
Petrochemicals & Chemicals	65,374	17,028	25,492	40,372	(74.0)	49.7	58.4	10	254,918	403,720
Property Development	38,685	38,441	36,982	40,281	(0.6)	(3.8)	8.9	9	332,840	362,530
Tourism & Leisure	2,714	2,190	1,379	1,896	(19.3)	(37.0)	37.5	10	13,787	18,964
Transportation & Logistics	21,806	25,663	16,787	30,815	17.7	(34.6)	83.6	30	503,615	924,465
SCBS Coverage	725,997	674,177	614,262	723,826	(7.1)	(8.9)	17.8			
Others	191,985	172,787	191,985	191,985			11.1	13	2,246,230	2,246,230
Implied EPS (divisor 10740)		81	73	85						

Figure 33: Earnings Yield Gap และผลตอบแทนในระยะ 1 ปีข้างหน้า



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 34: Forward P/E



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

มูลค่าทางปัจจัยพื้นฐาน ความแน่นอนของกำไร และความสามารถในการแข่งขัน: เฟ้นหามูลค่าหุ้นท่ามกลางความเสี่ยง

ในช่วงที่ตลาดอยู่ในภาวะตกต่ำ valuation ที่ถูกในเชิงเปรียบเทียบไม่ใช่ปัจจัยกระตุ้น เพราะนักลงทุนมีอำนาจต่อรองให้ได้ valuation ที่ลดลงเพื่อชดเชยความเสี่ยง tail risk (ความเสี่ยงที่มีโอกาสเกิดน้อยมาก แต่จะประสบผลขาดทุนมหาศาลถ้ามันเกิด) เราพบว่าราคาหุ้นทุกกลุ่มปรับตัวลดลงแรงสุดที่มูลค่าของหุ้นบางตัวอาจจะปรากฏให้เห็น สถานการณ์ตอนนี้ยังไม่ถึงขั้นวิกฤตการเงินโลก เนื่องจากเรารู้สึกว่าสถานการณ์ปัจจุบันแตกต่างออกไป เราเชื่อว่า valuation ในเชิงเปรียบเทียบไม่มากพอที่จะกระตุ้นให้ตลาดฟื้นตัว ในมุมมองของเรา มูลค่าทางปัจจัยพื้นฐาน เช่น มูลค่าการชำระบัญชี และต้นทุนเพื่อการได้มา เป็นสิ่งสำคัญในตลาดที่ผันผวนสูง เราเปรียบเทียบมูลค่าการชำระบัญชี และต้นทุนเพื่อการได้มา กับ market cap ปัจจุบัน ถ้า market cap ปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าการชำระบัญชีและต้นทุนเพื่อการได้มา จะบ่งชี้ว่า valuation ต่ำมาก เพราะตลาดไปให้ความสำคัญมากเกินไปกับผลกระทบระยะสั้น นอกจากนี้การขาดความแน่นอนของกำไรยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญในสภาวะตลาดเช่นนี้ ดังนั้นเราจึงชอบบริษัทที่มีเสถียรภาพด้านการเติบโตของกำไรและยอดขายสูงในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา เนื่องจากเราเชื่อว่าในที่สุดแล้วตัวชี้วัดฐานะทางการเงินของบริษัทเหล่านี้จะกลับคืนสู่ระดับปกติ

- 1) เราคำนวณมูลค่าการชำระบัญชีโดยใช้สมมติฐาน: a) อัตราเงินสดที่เรียกคืนได้ 100%, b) อัตราที่ดินที่เรียกคืนได้ 150%, c) อัตราลูกหนี้การค้าที่เรียกคืนได้ 70%, d) อัตรา PPE ที่เรียกคืนได้ 30% และ e) มูลค่าตลาดของหนี้สิน
- 2) เราคำนวณต้นทุนเพื่อการได้มา โดยใช้สมมติฐานส่วนของผู้ถือหุ้น (ไม่มีพรีเมียม) ลบด้วยหนี้สินสุทธิ
- 3) เราคำนวณอัตราการเติบโตเฉลี่ย 10 ปีของยอดขาย กำไรจากการดำเนินงาน และ ROE เฉลี่ยต่อส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐานเพื่อประเมินความแน่นอนของกำไร
- 4) เราประเมินความสามารถในการแข่งขันโดยอิงกับอัตราส่วนทางการเงิน เช่น การขยายตัวของอัตรากำไร การเติบโตของรายได้ และอัตราส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขาย

Market cap ปัจจุบัน vs มูลค่าการชำระบัญชี และต้นทุนเพื่อการได้มา

	Premium/(Discount) to liquidation value	Premium/(Discount) to acquisition cost		Premium/(Discount) to liquidation value	Premium/(Discount) to acquisition cost
TOA	760%	540%	IMPACT	2%	2%
TTW	577%	103%	MINT	-1%	-57%
ADVANC	537%	257%	CENTEL	-2%	4%
CPALL	526%	155%	SCC	-3%	-32%
M	512%	199%	MBK	-3%	-45%
AOT	448%	332%	BPP	-4%	-27%
OSP	437%	503%	KTIS	-6%	-20%
PB	426%	282%	PRINC	-6%	-17%
MAKRO	414%	521%	DELTA	-7%	82%
BH	414%	313%	TU	-7%	-40%
CHG	397%	421%	SPF	-12%	3%
COM7	395%	346%	HANA	-14%	11%
HMPRO	392%	365%	EGATIF	-15%	3%
BEM	385%	-5%	SPCG	-16%	-33%
CBG	368%	358%	TFIF	-17%	403%
GULF	315%	164%	WHA	-18%	-49%
INTUCH	261%	291%	VNT	-18%	68%
EA	231%	101%	CKP	-23%	-54%
BCH	212%	150%	TPIPP	-25%	-29%
TFMAMA	197%	194%	WHAUP	-25%	-43%
BDMS	188%	179%	BCT	-27%	-23%
VGI	173%	190%	GLAND	-30%	-27%
MEGA	144%	173%	GOLD	-31%	-54%
CRC	142%	120%	SPC	-32%	-9%
GLOBAL	130%	58%	GFPT	-34%	-36%
ACE	108%	78%	QH	-34%	-54%
RAM	104%	112%	SPALI	-36%	-46%
TVO	88%	121%	DIF	-37%	-34%
GPSC	86%	-29%	SUC	-38%	-44%
DTAC	71%	-22%	CPF	-42%	-63%
BGRIM	63%	43%	SGP	-43%	-59%
PLANB	60%	188%	IVL	-43%	-63%
BJC	57%	-48%	BTSGIF	-44%	-33%
TASCO	57%	68%	ICC	-44%	-48%
CPNREIT	53%	38%	STA	-47%	-67%
OISHI	50%	123%	JASIF	-48%	-50%
PTG	44%	45%	SPRC	-50%	-50%
BTS	42%	-15%	JAS	-52%	1252%
AWC	41%	20%	PTT	-53%	-40%
DOHOME	38%	-24%	PTTEP	-55%	-38%
THG	36%	18%	STEC	-57%	43%
MAJOR	35%	33%	AMATA	-58%	-61%
VIBHA	34%	26%	ESSO	-59%	-71%
EASTW	29%	-20%	AP	-60%	-76%
TFG	28%	-26%	TRUE	-60%	-72%
CPN	26%	75%	PSH	-62%	-72%
SCCC	24%	-47%	CK	-62%	-61%
RATCH	21%	-21%	FPT	-63%	-79%
KCE	20%	28%	IRPC	-65%	-72%
GUNKUL	15%	-46%	TOP	-66%	-64%
LH	14%	-19%	BGP	-68%	-78%
GVREIT	11%	6%	PTTGC	-68%	-71%
BAFS	10%	-6%	TPIPL	-72%	-79%
BCPG	4%	-41%	BANPU	-78%	-87%
FTREIT	3%	-6%	BLAND	-81%	-73%

Source: SCBS Investment Research

ความสามารถในการแข่งขัน – อิงกับอัตราส่วนทางการเงิน

Top 20		Bottom 20	
GULF	2.2	COM7	1.5
PTTEP	2.2	KTC	1.4
ERW	2.2	DELTA	1.4
GUNKUL	2.2	RATCH	1.4
EA	2.2	BANPU	1.4
BGC	2.1	LH	1.4
CENTEL	2.0	JAS	1.4
ORI	2.0	STEC	1.4
BCH	2.0	TTW	1.3
PSL	2.0	QH	1.3
MAJOR	2.0	BCPG	1.3
SPRC	2.0	PSH	1.2
IRPC	2.0	CK	1.2
CBG	1.9	AP	1.2
PTG	1.9	SPALI	1.2
PTT	1.9	VGI	1.2
BDMS	1.9	BPP	1.1
CPN	1.9	JMT	0.8
AOT	1.9	BEC	0.7
BGRIM	1.9	STPI	0.3

Source: SCBS Investment Research

Visibility score

Top 20						Bottom 20					
	Visibility						Visibility				
	Revenue	Earnings	Operating profit	ROE	Score		Revenue	Earnings	Operating profit	ROE	Score
COM7	2.0	6.9	7.8	3.9	2.6	KCE	0.2	-0.3	-0.2	2.2	0.6
CHG	3.1	1.6	1.5	28.5	2.2	SGP	0.2	-0.2	-0.4	2.0	0.5
CPALL	7.3	1.5	1.2	4.4	1.8	BANPU	-0.1	-0.1	0.2	0.6	0.5
BCH	6.9	1.1	1.1	5.8	1.8	PTTEP	-0.2	0.4	-0.4	0.5	0.5
HMPRO	1.2	2.5	3.7	7.3	1.6	INTUCH	-1.1	-0.3	0.3	3.3	0.5
AOT	2.0	0.7	0.8	20.2	1.6	ESSO	-0.2	-0.1	-0.2	0.8	0.5
KTC	3.9	1.5	1.5	7.4	1.5	TOP	0.0	-0.4	-0.5	1.9	0.5
EA	2.6	1.5	1.4	9.6	1.5	STA	-0.1	-0.6	0.2	0.1	0.5
MAJOR	1.0	0.3	0.0	23.3	1.4	TRUE	0.5	-0.5	-0.7	0.7	0.5
SAWAD	2.5	1.9	1.6	6.8	1.4	PSL	-0.1	0.3	-0.7	-0.7	0.4
TTW	1.0	0.1	0.6	21.1	1.4	STEC	0.5	-0.8	-0.7	1.1	0.4
MTC	2.2	2.1	2.2	3.5	1.4	IRPC	0.0	-0.6	-0.7	1.5	0.4
BGRIM	5.5	0.5	0.9	1.8	1.4	RS	-0.2	-0.7	-0.5	1.0	0.4
MEGA	2.5	1.0	0.9	7.7	1.3	BPP	0.1	-1.4	-0.7	1.9	0.4
CPN	2.1	1.7	0.6	7.0	1.2	THAI	-0.1	-0.5	-0.6	-1.1	0.3
BDMS	2.9	0.7	0.7	7.0	1.2	STPI	0.0	-0.9	-0.9	0.3	0.3
PLANB	2.1	0.9	0.9	4.1	1.1	DTAC	-0.4	-1.0	-1.0	0.5	0.3
GLOBAL	2.4	0.8	0.8	3.6	1.1	SPRC	-0.2	-1.3	-0.9	0.9	0.3
CPF	0.8	0.4	0.4	10.3	1.1	BEC	-1.4	-0.5	-0.6	0.5	0.2

Source: SCBS Investment research

ไฟกส์ที่การเติบโตอย่างมีเสถียรภาพและมูลค่าที่น่าสนใจ top picks ของเรา คือ BDMS BEM BTS CPF และ MINT

ในสถานการณ์เช่นนี้ เราแนะนำให้ลงทุนในกลุ่มหุ้น defensive ที่มีมูลค่าทางบัญชีพื้นฐานแข็งแกร่ง เราคาดว่าตลาดจะให้รางวัลกับความมีเสถียรภาพ ความสามารถในการแข่งขันสูง การเติบโตอย่างชัดเจน และผลตอบแทนจากเงินปันผลที่แน่นอน หุ้นคุณภาพที่รายได้และยอดขายเติบโตอย่างมีเสถียรภาพ และถ้าเรามีความแน่นอนสูง มีแนวโน้มที่จะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดในสถานการณ์เช่นนี้ นอกจากนี้เรายังชอบบริษัทที่ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนเชื้อไวรัสโควิด-19 ระบาดได้อย่างรวดเร็ว ในขณะที่สามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันระยะยาวเอาไว้ได้ หุ้นที่เราแนะนำคือ BDMS BEM BTS CPF และ MINT

Figure 35: Valuation table

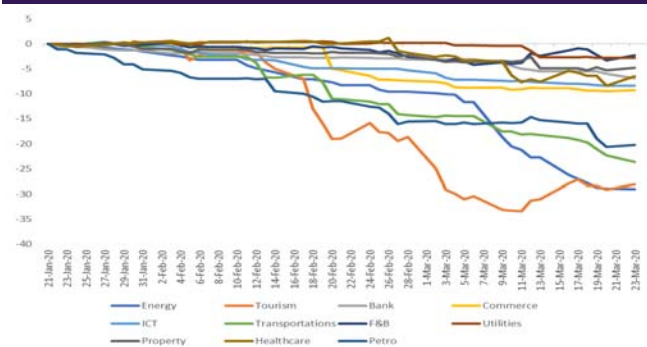
	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BDMS	Buy	17.80	28.0	59.3	29.1	27.5	22.6	(4)	6	22	3.3	3.1	3.0	12	11	13	1.7	2.0	2.4	15.2	15.8	13.4
BEM	Buy	6.70	10.4	56.3	40.2	36.5	27.4	(13)	10	33	2.6	1.9	1.4	7	6	6	2.2	1.1	1.5	18.3	22.7	18.0
BTS	Buy	8.25	13.6	71.2	29.6	35.5	32.7	30	(17)	9	2.0	1.7	1.8	6	4	4	6.3	6.3	4.6	21.1	20.5	18.9
CPF	Buy	22.50	34.0	54.2	13.0	11.5	10.7	111	13	8	0.8	0.8	0.8	7	7	8	3.1	3.1	3.1	9.6	9.9	9.8
MINT	Buy	13.70	36.0	165.7	9.0	13.5	9.8	23	(33)	37	0.7	0.7	0.7	8	5	7	3.6	3.0	4.1	7.6	8.9	7.6
Average					24.2	24.9	20.6	30	(4)	22	1.9	1.7	1.5	8	7	8	3.4	3.1	3.1	14.4	15.6	13.5

Source: SCBS Investment research

คาดฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่งหลังจากความคุมการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้

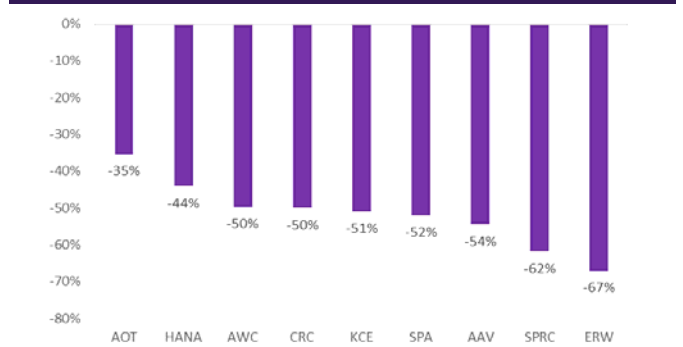
เราคาดหวังว่าการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะถึงจุดสูงสุดในเดือนพ.ค. หรือมี.ย. หลังจากนั้นเศรษฐกิจจะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญท่ามกลางมาตรการกระตุ้นทางการเงินและการคลังที่จะทยอยออกมาไล่เสียกันเพื่อสร้างความเชื่อมั่นในตลาดและผ่อนคลายสภาวะทางการเงิน ในระหว่างนี้ สถานการณ์ยังมีความไม่แน่นอนสูงมากและเผชิญกับความท้าทายในแง่ของการหยุดชะงักของอุปสงค์และอุปทาน แต่หลังจากสามารถควบคุมการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้ เรามีแนวโน้มที่จะเห็นการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว โรงกลั่น และอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งประกอบด้วย AAV AOT AWC ERW CRC HANA KCE SPA และ SPRC

Figure 36: การปรับลดประมาณการกำไรสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: โควิด-19 ทำให้มูลค่าของหุ้นส่วนใหญ่หายไปครึ่งหนึ่ง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research



โควิด-19 ส่งผลกระทบระยะสั้น แนวโน้มระยะยาวยังดี

ภาวะการระบาดใหญ่ทั่วโลกของไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม รวมถึงอุตสาหกรรมบริการแพทย์ เนื่องจากผู้ป่วยเลือกที่จะเลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่ร้ายแรงออกไปก่อน และผู้ป่วยชาวต่างชาติก็มีข้อจำกัดในการเดินทางเข้ามาจากการจำกัดเดินทางทั่วโลก เรามองว่าเหตุการณ์นี้จะส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในระยะสั้น เนื่องจากบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น และเรคาดว่ามีการดำเนินงานจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วเมื่อสถานการณ์ดีขึ้น เรามองว่า BDMS มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความต้องการรักษาพยาบาลที่เพิ่มขึ้น จากการให้บริการทางการแพทย์ที่หลากหลายและเครือข่ายขนาดใหญ่ อีกทั้งอัตราการทำกำไรยังมีโอกาสเพิ่มขึ้นได้อีก BDMS เป็น top pick ของเรา ราคาเป้าหมาย 28 บาท/หุ้น

การดำเนินงานได้รับผลกระทบจากการระบาดใหญ่ของไวรัสโควิด-19 เรคาดว่า BDMS จะได้รับผลกระทบในช่วงเวลาสั้นๆ จากการระบาดใหญ่รุนแรงของเชื้อไวรัสโควิด-19 ในแง่ของจำนวนผู้ป่วยที่ลดลง บริการผู้ป่วยต่างชาติ (30% ของรายได้ปี 2562 ของ BDMS) มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการจำกัดการเดินทางทั่วโลก แม้บริการผู้ป่วยคนไทยจะได้รับผลกระทบจากความกังวลเกี่ยวกับการระบาดของไวรัสโควิด-19 น้อยกว่าบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ แต่ความกังวลที่จะออกไปนอกบ้านอาจจะส่งผลทำให้ผู้ป่วยเหล่านี้เลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่ร้ายแรงออกไปก่อน ในสถานการณ์เช่นนี้ BDMS ยังคงรักษาคุณภาพของบริการไว้เหมือนเดิม และเน้นควบคุมต้นทุนที่ไม่เกี่ยวกับการแพทย์ เช่น ปรับปรุงประสิทธิภาพของงดรับพนักงาน back office เพิ่ม และลดค่าใช้จ่ายการตลาด

การประเมินผลกระทบต่อกำไร เมื่อใช้สมมติฐานว่าไม่มีผู้ป่วยชาวต่างชาติเข้ารับการรักษาเป็นเวลา 1 เดือน การวิเคราะห์ความอ่อนไหวพบว่ารายได้จะลดลง 2.5% และกำไรจะลดลง 4.2% ผลกระทบต่อกำไรที่ลดลงมีมากกว่ารายได้ที่ลดลงเพราะบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติให้อัตรากำไรสูงกว่าค่าเฉลี่ย โดย EBITDA margin อยู่ที่ ~26% เทียบกับ EBITDA margin เฉลี่ยของ BDMS ที่ 22% ความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดในปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้บริการทางการแพทย์แค่ช่วงสั้นๆ โดยจะทำให้ผู้ป่วยไม่สะดวกที่จะไปโรงพยาบาล แต่เนื่องจากบริการทางการแพทย์เป็นสิ่งจำเป็น เราจึงคาดว่ากำไรดำเนินงานจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วเมื่อสถานการณ์ดีขึ้น ปัจจุบันเรคาดว่ากำไรของ BDMS จะเติบโตน้อยที่ 5% ในปี 2563 เพราะถูกจัดรั้งโดยบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่อ่อนแอใน 1H63 และหลังจากนั้นกำไรจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 22% ในปี 2564

มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มขึ้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BDMS เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่เพิ่มสูงขึ้น จากการให้บริการทางการแพทย์ที่ครอบคลุมตั้งแต่การป้องกัน (preventive) การรักษา (curative) และการฟื้นฟู (rehabilitative) นอกจากนี้ เราเห็นโอกาสในการขยาย EBITDA margin จากการดำเนินงานที่เติบโตมากขึ้นที่ศูนย์ความเป็นเลิศ (CoE) ซึ่งให้ EBITDA margin สูงกว่าค่าเฉลี่ย; CoE คิดเป็น 50% ของรายได้ของ BDMS และบริษัทได้เพิ่มโรงพยาบาลกรุงเทพมหานครเป็น CoE แห่งที่ 11 และการเพิ่มฐานผู้ป่วยกลุ่มประกันสุขภาพเอกชน ซึ่งจะทำให้โรงพยาบาลสามารถใช้งานสินทรัพย์ได้มีประสิทธิภาพมากขึ้น BDMS ตั้งเป้าสัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าประกันเอกชนเพิ่มขึ้นจาก 31% ในปี 2562 สู่ 35% ในปีนี้

เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มการแพทย์ ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจากความคุมสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่ได้ผล BDMS เป็น top pick ของเรา เพราะเรามองว่า BDMS เป็นตัวแทนของหุ้นกลุ่มการแพทย์ไทยที่มีปัจจัยพื้นฐานดี จากฐานผู้ป่วยที่เติบโตมากขึ้น และ EBITDA margin ที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น ราคาหุ้น BDMS ปรับตัวลดลงมาแล้ว 32% YTD และซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2563 ระดับ 15.8 เท่า (-2SD ของ PE เฉลี่ยย้อนหลัง) ซึ่งเป็นต่ำสุดตั้งแต่ปี 2557 ซึ่งตอนนั้น BDMS มีโรงพยาบาล 37 โรง (ราว 5 พันเตียง) เมื่อเทียบกับเครือข่ายปัจจุบันที่ใหญ่ขึ้นด้วย 48 โรงพยาบาล (ราว 5 พันเตียง) และมีโครงการ wellness ด้วย เราแนะนำ "ซื้อ" BDMS ด้วยราคาเป้าหมาย 28 บาท/หุ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	75,331	79,630	83,268	90,127	95,310
EBITDA	(Btmn)	17,249	18,648	18,695	21,617	23,276
Core profit	(Btmn)	9,918	9,560	10,103	12,315	13,195
Reported profit	(Btmn)	9,191	15,517	10,103	12,315	13,195
Core EPS	(Bt)	0.64	0.61	0.65	0.79	0.85
DPS	(Bt)	0.32	0.30	0.36	0.43	0.47
P/E, core	(x)	28.0	29.1	27.5	22.6	20.9
EPS growth, core	(%)	22.7	(3.6)	5.7	21.9	8.0
P/BV, core	(x)	4.0	3.3	3.1	3.0	2.8
ROE	(%)	14.2	11.9	11.3	13.0	13.1
Dividend yield	(%)	1.8	1.7	2.0	2.4	2.6
FCF yield	(x)	0.5	6.2	4.0	4.0	4.3
EV/EBIT	(x)	26.7	15.2	23.0	18.8	16.8
EBIT growth, core	(%)	7.2	66.8	(35.0)	19.9	8.2
EV/CE	(x)	4.2	3.6	3.6	3.4	3.3
ROCE	(%)	7.9	7.4	8.1	9.9	10.7
EV/EBITDA	(x)	18.4	16.2	15.8	13.4	12.1
EBITDA growth	(%)	11.0	8.1	0.3	15.6	7.7

Source: SCBS Investment Research

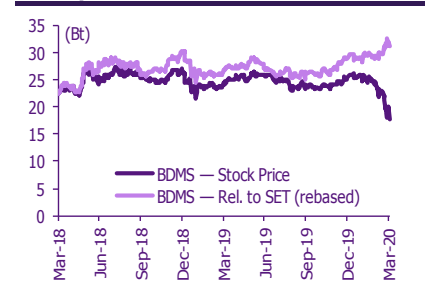
ดูข้อมูลงานสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

ชื่อ

Stock data

Last close (Mar 24) (Bt)	17.80
12-m target price (Bt)	28.00
Upside (Downside) to TP (%)	57.30
Mkt cap (Btbn)	282.88
Mkt cap (US\$mn)	8,632
Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	2.54
Sector % SET	5.36
Shares issued (mn)	15,892
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	26.5 / 15.6
Avg. daily 6m (US\$mn)	23.84
Foreign limit / actual (%)	25 / 18
Free float (%)	64.2
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(23.9)	(30.9)	(27.6)
Relative to SET	5.9	4.9	14.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	28.00
12-month dividend	(Bt)	0.36
Capital gain	(%)	57.30
Dividend yield	(%)	2.00
Total return	(%)	59.30

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	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	60,240	65,237	69,123	75,331	79,630	83,268	90,127	95,310
Cost of goods sold	(Btmn)	41,151	45,277	47,975	51,546	54,277	56,685	60,686	64,107
Gross profit	(Btmn)	19,088	19,960	21,148	23,784	25,354	26,583	29,442	31,204
SG&A	(Btmn)	12,649	13,644	14,488	15,998	17,447	18,225	18,988	19,768
Other income	(Btmn)	3,401	3,681	4,402	4,803	11,882	4,496	4,957	5,242
Interest expense	(Btmn)	1,136	881	1,535	1,165	929	829	673	899
Pre-tax profit	(Btmn)	8,705	9,116	9,526	11,424	18,860	12,025	14,737	15,779
Corporate tax	(Btmn)	1,895	1,922	2,564	2,740	3,873	2,405	2,947	3,156
Equity a/c profits	(Btmn)	1,259	1,370	1,417	1,690	1,022	950	1,007	1,067
Minority interests	(Btmn)	(314)	(385)	(359)	(456)	(492)	(467)	(481)	(496)
Core profit	(Btmn)	7,755	8,178	8,021	9,918	9,560	10,103	12,315	13,195
Extra-ordinary items	(Btmn)	266	209	2,195	(727)	5,957	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	8,021	8,386	10,216	9,191	15,517	10,103	12,315	13,195
EBITDA	(Btmn)	14,285	14,800	15,544	17,249	18,648	18,695	21,617	23,276
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.50	0.53	0.52	0.64	0.61	0.65	0.79	0.85
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.52	0.54	0.66	0.59	0.99	0.65	0.79	0.85
DPS (Bt)	(Bt)	0.26	0.29	0.36	0.32	0.30	0.36	0.43	0.47

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	13,582	12,595	14,359	15,198	16,325	19,436	19,380	20,553
Total fixed assets	(Btmn)	52,950	56,461	71,559	74,496	78,440	76,551	77,635	78,724
Total assets	(Btmn)	102,335	106,939	122,627	133,499	133,662	134,884	135,911	138,173
Total loans	(Btmn)	20,211	21,873	30,456	39,849	24,316	22,425	17,425	13,325
Total current liabilities	(Btmn)	15,295	17,877	13,417	28,499	19,263	17,537	15,418	13,835
Total long-term liabilities	(Btmn)	27,013	25,916	37,694	29,790	24,099	22,401	17,401	13,301
Total liabilities	(Btmn)	47,338	48,635	56,756	60,061	46,480	43,055	38,437	34,654
Paid-up capital	(Btmn)	1,549	1,549	1,549	1,567	1,589	1,589	1,589	1,589
Total equity	(Btmn)	54,997	58,305	65,871	73,438	87,182	91,829	97,475	103,520
BVPS (Bt)	(Bt)	3.39	3.60	4.07	4.50	5.37	5.66	6.02	6.44

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	7,755	8,178	8,021	9,918	9,560	10,103	12,315	13,195
Depreciation and amortization	(Btmn)	4,387	4,803	5,168	5,386	5,752	5,841	6,206	6,598
Operating cash flow	(Btmn)	12,866	12,447	10,933	14,804	14,546	15,007	18,334	19,485
Investing cash flow	(Btmn)	(5,183)	(9,492)	(11,870)	(13,351)	2,818	(3,952)	(7,290)	(7,687)
Financing cash flow	(Btmn)	(5,763)	(4,266)	1,811	(1,511)	(17,701)	(7,570)	(11,669)	(11,250)
Net cash flow	(Btmn)	1,920	(1,312)	874	(58)	(337)	3,485	(626)	549

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	31.7	30.6	30.6	31.6	31.8	31.9	32.7	32.7
Operating margin	(%)	10.7	9.7	9.6	10.3	9.9	10.0	11.6	12.0
EBITDA margin	(%)	22.4	21.5	21.3	21.7	22.2	21.3	22.7	23.1
EBIT margin	(%)	16.8	15.6	19.2	15.7	24.9	15.4	17.1	17.5
Net profit margin	(%)	13.3	12.9	14.8	12.2	19.5	12.1	13.7	13.8
ROE	(%)	14.9	14.4	12.9	14.2	11.9	11.3	13.0	13.1
ROA	(%)	7.9	7.8	7.0	7.7	7.2	7.5	9.1	9.6
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.0
Interest coverage	(x)	12.6	16.8	10.1	14.8	20.1	22.5	32.1	25.9
Debt service coverage	(x)	3.6	2.2	5.1	1.1	3.0	3.2	6.8	15.3
Payout Ratio	(%)	50.2	53.6	54.6	54.3	30.2	55.0	55.0	55.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Volume growth									
OPD	(%)	5.8	6.6	2.0	5.0	3.8	2.7	2.3	0.9
IPD	(%)	7.7	3.5	(9.6)	14.1	4.4	0.0	5.0	4.1
Billing per visit									
OPD	(%)	4.8	3.9	6.1	1.4	2.0	1.3	2.9	2.6
IPD	(%)	2.9	2.7	15.0	(2.9)	1.5	3.7	3.7	3.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total revenue	(Btmn)	18,817	17,799	19,351	19,364	19,793	18,692	20,838	20,308
Cost of goods sold	(Btmn)	12,391	12,429	12,990	13,737	13,490	13,015	13,961	13,810
Gross profit	(Btmn)	6,426	5,370	6,361	5,627	6,302	5,677	6,877	6,497
SG&A	(Btmn)	3,767	3,782	3,895	4,555	4,295	4,138	4,323	4,691
Other income	(Btmn)	986	965	1,006	1,120	998	997	1,083	1,187
Interest expense	(Btmn)	317	294	261	293	288	262	173	206
Pre-tax profit	(Btmn)	3,328	2,260	3,210	1,899	2,717	2,275	3,463	2,787
Corporate tax	(Btmn)	648	459	617	289	2,067	505	710	543
Equity a/c profits	(Btmn)	368	348	421	553	286	199	291	247
Minority interests	(Btmn)	(128)	(107)	(135)	(86)	(114)	(106)	(154)	(119)
Core profit	(Btmn)	2,919	2,043	2,879	2,077	2,433	1,864	2,890	2,373
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	(727)	6,006	2	0	(50)
Net Profit	(Btmn)	2,919	2,043	2,879	1,350	8,439	1,865	2,890	2,323
EBITDA	(Btmn)	4,947	3,895	4,833	3,574	5,090	3,944	5,122	4,494
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.19	0.13	0.18	0.13	0.16	0.12	0.18	0.15
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.19	0.13	0.18	0.09	0.54	0.12	0.18	0.15

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total current assets	(Btmn)	16,138	14,560	15,645	15,273	21,981	20,320	18,276	16,325
Total fixed assets	(Btmn)	71,853	72,295	72,620	74,496	75,136	75,610	75,853	78,440
Total assets	(Btmn)	124,885	123,649	125,805	133,499	135,568	134,354	132,558	133,662
Total loans	(Btmn)	30,079	30,589	35,968	39,849	32,554	32,134	28,326	24,316
Total current liabilities	(Btmn)	13,201	13,961	22,200	28,574	26,498	28,056	22,583	19,263
Total long-term liabilities	(Btmn)	37,452	35,426	25,962	24,734	24,204	24,205	24,098	24,099
Total liabilities	(Btmn)	56,313	55,001	53,776	60,061	54,230	53,751	48,201	46,480
Paid-up capital	(Btmn)	1,549	1,556	1,567	1,567	1,567	1,569	1,589	1,589
Total equity	(Btmn)	68,571	68,648	72,029	73,438	81,338	80,603	84,357	87,182
BVPS (Bt)	(Bt)	4.25	4.24	4.42	4.50	4.99	4.94	5.15	5.33

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Core Profit	(Btmn)	2,919	2,043	2,879	2,077	2,433	1,864	2,890	2,373
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,302	1,342	1,361	1,381	1,358	1,408	1,486	1,500
Operating cash flow	(Btmn)	3,494	3,248	4,096	3,966	2,749	3,547	4,296	3,954
Investing cash flow	(Btmn)	(1,647)	(1,339)	(1,918)	(8,447)	8,788	100	(3,901)	(2,169)
Financing cash flow	(Btmn)	(376)	(3,260)	(1,533)	3,658	(7,346)	(3,243)	(3,075)	(4,037)
Net cash flow	(Btmn)	1,472	(1,352)	645	(823)	4,191	404	(2,680)	(2,252)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Gross margin	(%)	34.2	30.2	32.9	29.1	31.8	30.4	33.0	32.0
Operating margin	(%)	14.1	8.9	12.7	5.5	10.1	8.2	12.3	8.9
EBITDA margin	(%)	25.0	20.8	23.7	17.4	24.5	20.0	23.4	20.9
EBIT margin	(%)	19.4	14.3	17.9	11.3	53.7	13.6	17.4	14.7
Net profit margin	(%)	15.5	11.5	14.9	7.0	42.6	10.0	13.9	11.4
ROE	(%)	18.1	15.3	15.7	14.2	13.0	11.5	12.3	11.9
ROA	(%)	9.5	8.2	8.6	7.7	7.5	6.7	7.4	7.2
Net D/E	(x)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Interest coverage	(x)	15.6	13.3	18.5	12.2	17.7	15.1	29.6	21.8
Debt service coverage	(x)	7.2	4.3	1.7	0.9	1.6	1.1	2.1	3.0

Main Assumptions

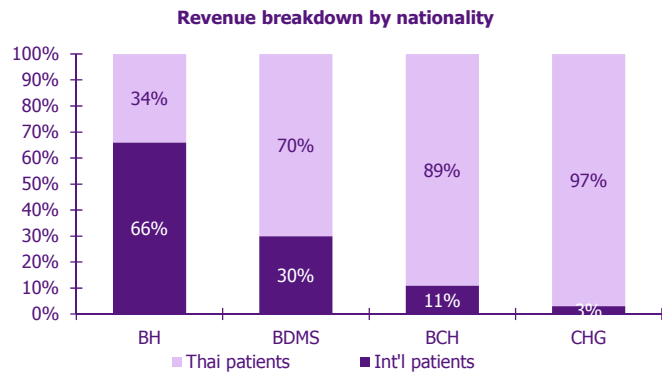
FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Volume growth									
OPD	(%)	8.7	7.7	1.8	3.5	3.3	4.3	4.1	4.8
IPD	(%)	20.7	7.8	1.0	(1.9)	(1.2)	1.4	3.4	10.5
Billing per visit									
OPD	(%)	(0.9)	(0.3)	0.1	7.3	3.0	(1.5)	1.2	(2.0)
IPD	(%)	(1.2)	3.7	5.0	8.8	5.5	5.4	6.1	(3.3)

Figure 1: BDMS revenue breakdown

BDMS: 2019 revenue breakdown		to total revenue
International		30%
Thai		70%
Top 5 international patients		
UAE	2.4%	
Japan	2.3%	
Cambodia	1.8%	
China	1.6%	
The U.S.	1.6%	

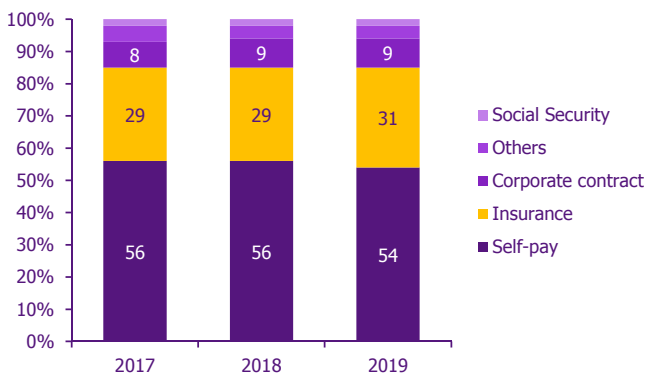
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown comparison



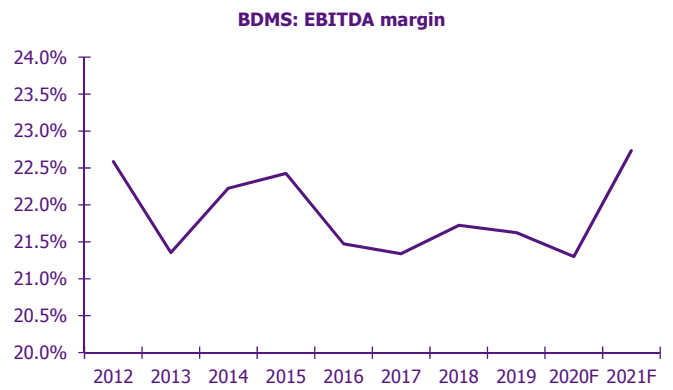
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown by payment method



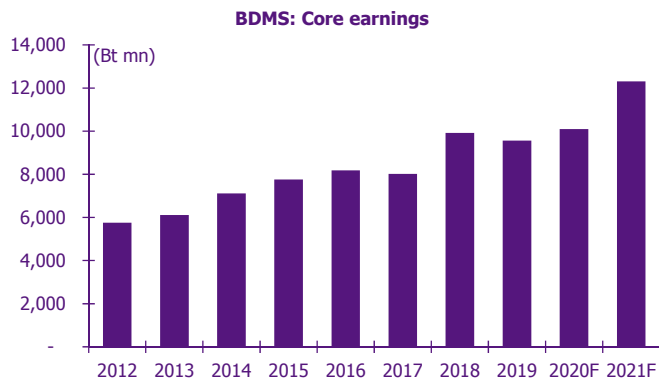
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS' EBITDA margin trend



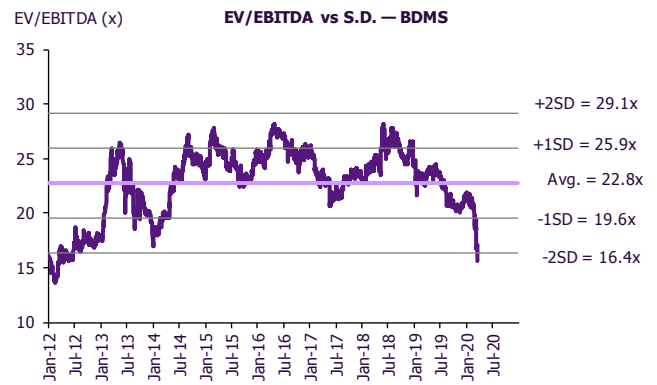
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: BDMS' earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: BDMS: EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary (price as of Nov 18, 2019)

	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	16.50	20.5	25.7	37.1	34.6	30.2	21.0	7.1	14.5	7.2	6.5	5.9	18	18	19	1.3	1.4	1.7	20.2	18.5	16.0
BDMS	Buy	24.00	28.0	18.0	37.8	40.0	34.2	22.7	(5.5)	16.9	5.3	4.6	4.4	14	12	13	1.3	1.4	1.6	24.0	21.6	19.7
BH	Neutral	129.50	145.0	14.0	22.7	24.6	24.1	5.3	(7.5)	2.1	5.1	4.7	4.3	23	20	18	2.2	2.0	2.1	13.9	14.4	13.8
CHG	Buy	2.58	2.8	10.4	44.0	36.5	33.5	8.8	20.6	9.1	8.0	7.5	6.9	18	20	21	1.9	1.9	2.1	27.7	23.3	20.5
Average					35.4	33.9	30.5	14.4	3.7	10.6	6.4	5.9	5.4	18	17	18	1.7	1.7	1.9	21.5	19.5	17.5

Source: SCBS Investment Research

ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ BEM

บริษัท ทางด่วนและรถไฟฟ้ากรุงเทพ จำกัด (มหาชน)

Bloomberg
Reuters

BEM.TB
BEM.BK



ราคากลับสู่ระดับก่อนต่อสัมปทาน 15 ปี

เราชอบ BEM เนื่องจากโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อช่วงสั้นๆ แต่แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวก ราคานี้ปัจจุบันอยู่ที่ระดับเดียวกับปี 2559 แต่การดำเนินงานทั้งทางด่วนและ MRT ดีกว่าตอนนั้นอย่างมาก นอกจากนี้นักลงทุนก็เห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับการต่อสัมปทานทางด่วนเทียบกับที่ยังไม่เห็นความชัดเจนใดๆ เลยในปี 2559 ปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT น่าจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว เมื่อการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 สิ้นสุดลง ซึ่งหวังว่าจะเกิดขึ้นเดือนพ.ค.

โควิด-19 เริ่มส่งผลกระทบต่อ BEM รายงานปริมาณจราจรบนทางด่วนลดลง 4.3% YoY สู่ 1.1 ล้านเที่ยวในเดือนก.พ. แล้งจาก -1.7% ในเดือนม.ค. เนื่องจากคนกรุงเทพฯ อยู่บ้านมากขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อีกทั้งยังมีการยกเลิกอีเว้นท์และกิจกรรมจำนวนมาก ปริมาณจราจรที่หดตัวพบได้ในทางด่วนเกือบทุกส่วน หลักๆ คือ ส่วน C และ C+ (สุขุมวิท เมืองทองธานี) และส่วน D (สุขุมวิท-อนุสาวรีย์) ยกเว้น SOE ซึ่งรายงานปริมาณจราจรเติบโต 7.1% YoY ในขณะที่รายได้เฉลี่ยต่อวันลดลง 3.9% YoY น้อยกว่าปริมาณจราจรที่ลดลงอยู่เล็กน้อย ปริมาณการจราจรและรายได้ที่ลดลงในเดือนก.พ. ส่งผลทำให้ปริมาณจราจรใน 2M63 หดตัวลง 3.1% YoY และรายได้หดตัวลง 0.9% YoY จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ดูเหมือนจะได้รับผลกระทบจากโควิด-19 น้อยกว่า BEM รายงานจำนวนผู้โดยสารในเดือนก.พ. เติบโต 13.1% YoY (จาก 25.4% ในเดือน ม.ค.) สู่ 364,000 เที่ยวต่อวัน สำหรับสายสีน้ำเงิน (รวมเฉพาะส่วนต่อขยายสายสีน้ำเงิน section 2) และรายได้ค่าโดยสารเฉลี่ยต่อวันเติบโต 18.6% YoY ส่งผลทำให้จำนวนผู้โดยสารใน 2M63 เติบโต 19% และรายได้ค่าโดยสารเติบโต 27.7%

มาตรการรับมือโควิด-19 สำหรับบริการทางด่วน บริษัทไม่ได้ดำเนินการในด้านสุขลักษณะมากนัก และการดำเนินงานก็ทำไต่่างยกว่ารถไฟฟ้า MRT สำหรับบริการรถไฟฟ้า MRT BEM เพิ่มความถี่ในการทำความสะอาดภายในขบวนรถไฟฟ้า โดยมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมเพียงเล็กน้อย

การทำงานที่มั่นคงและการปิดศูนย์การคำสั่งผลกระทบอย่างมาก ก่อนหน้านี้เราใช้สมมติฐานว่าปริมาณจราจรบนทางด่วนจะลดลง 2.6% และจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT จะเติบโต 19% ในปี 2563 โดยคาดว่าอัตราการเติบโต MoM จะอยู่ในระดับเดียวกับเดือนม.ค. เมื่ออิงกับความกังวลที่เพิ่มสูงขึ้นเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 เราจึงปรับประมาณการอัตราการเติบโตของปริมาณการจราจรบนทางด่วนลดลงสู่ -12.2% และจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ลดลงสู่ -3.0% เราคาดว่าสถานการณ์การฟื้นตัวในช่วงปลายเดือนพ.ค. และความต้องการใช้บริการจะปรับตัวเพิ่มขึ้นในทันทีหลังจากนั้น ด้วยสมมติฐานใหม่ เราจึงปรับประมาณการกำไรปกติปี 2563 ของ BEM ลดลง 28.6% สู่ 2.8 พันลบ. (+10% YoY) สำหรับกรณีเลวร้ายที่สุด โดยใช้สมมติฐานว่ารัฐบาลจะปิดกรุงเทพฯ เป็นเวลา 1 เดือนในเดือนพ.ค. และไม่มีมาตรการเยียวยา ปริมาณการจราจรบนทางด่วนจะลดลง 17.2% และจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT จะลดลง 6.8% ในปี 2563 ประมาณการกำไรปกติจะถูกปรับลดลงอีก 12% (จากสมมติฐานใหม่ของเรา) สู่ 2.5 พันลบ. (-3.1% YoY) แต่เรามองว่ามีโอกาสน้อยที่จะเกิดขึ้น

การดำเนินงานจะกลับคืนสู่ภาวะปกติ เราเชื่อว่า BEM จะเห็นปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT ฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับก่อนไวรัสโควิด-19 เริ่มระบาด หรือกระทั่งสูงขึ้นหลังจากสถานการณ์ดีขึ้น การฟื้นตัวจะเกิดขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจากทางด่วนและรถไฟฟ้า MRT เป็นตัวเลือกในการเดินทางหลักๆ สำหรับคนกรุงเทพฯ

แนะนำ "ซื้อ" ปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ลดลงสู่ 10.4 บาท (จาก 12.0 บาท) เราปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ลดลงเพื่อสะท้อนประมาณการกำไรใหม่ ผลกระทบต่อราคาเป้าหมายอยู่ในระดับปานกลาง แม้ประมาณการกำไรระยะสั้นถูกปรับลดลงมาก เนื่องจากมูลค่าในระยะยาวไม่ได้รับผลกระทบ แม้กระทั่งในกรณีเลวร้ายที่สุด ราคาเป้าหมายของเราจะปรับลดลงสู่ 10.1 บาท/หุ้น ซึ่งยังคงให้ upside ที่น่าพอใจ

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	15,614	16,107	14,554	15,493	16,940
EBITDA	(Btmn)	8,821	9,194	6,856	7,535	8,672
Core profit	(Btmn)	2,920	2,548	2,804	3,740	4,628
Reported profit	(Btmn)	5,317	5,435	2,804	3,740	4,628
Core EPS	(Bt)	0.19	0.17	0.18	0.24	0.30
DPS	(Bt)	0.15	0.15	0.07	0.10	0.12
P/E, core	(x)	35.1	40.2	36.5	27.4	22.1
EPS growth, core	(%)	(6.1)	(12.7)	10.0	33.4	23.7
P/BV, core	(x)	2.9	2.6	1.9	1.4	1.3
ROE	(%)	8.7	6.8	6.1	5.8	6.1
Dividend yield	(%)	2.2	2.2	1.1	1.5	1.8
FCF yield	(%)	(2.1)	(1.6)	0.6	2.5	3.1
EV/EBIT	(x)	33.2	32.5	30.4	22.5	19.0
EBIT growth, core	(%)	(1.5)	4.3	(1.0)	17.6	17.1
EV/CE	(x)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.4
ROCE	(%)	3.1	2.4	3.8	4.5	5.3
EV/EBITDA	(x)	18.6	18.3	22.7	18.0	15.5
EBITDA growth	(%)	2.9	4.2	(25.4)	9.9	15.1

Source: SCBS Investment Research

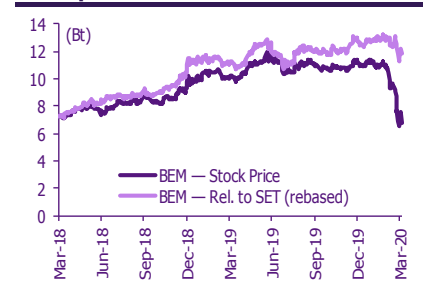
ชื่อ

Stock data

Last close (Mar 24) (Bt)	6.70
12-m target price (Bt)	10.40
Upside (Downside) to TP (%)	55.22
Mkt cap (Btbn)	102.41
Mkt cap (US\$mn)	3,125

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.92
Sector % SET	9.32
Shares issued (mn)	15,285
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	12 / 6.1
Avg. daily 6m (US\$mn)	16.09
Foreign limit / actual (%)	49 / 10
Free float (%)	52.9
Dividend policy (%)	≥ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(35.6)	(39.1)	(34.3)
Relative to SET	(10.3)	(7.6)	3.7

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	10.40
12-month dividend	(Bt)	0.07
Capital gain	(%)	55.22
Dividend yield	(%)	1.10
Total return	(%)	56.32

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	11,738	13,104	15,153	15,614	16,107	14,554	15,493	16,940
Cost of goods sold	(Btmn)	(7,094)	(7,828)	(9,206)	(9,774)	(10,310)	(8,386)	(8,369)	(8,753)
Gross profit	(Btmn)	4,643	5,276	5,947	5,841	5,797	6,167	7,124	8,188
SG&A	(Btmn)	(1,115)	(1,131)	(1,144)	(1,364)	(1,336)	(1,652)	(1,701)	(1,752)
Other income	(Btmn)	69	98	228	477	707	601	594	611
Interest expense	(Btmn)	(1,934)	(1,446)	(1,610)	(1,857)	(1,723)	(1,590)	(1,320)	(1,240)
Pre-tax profit	(Btmn)	1,663	2,797	3,420	3,097	3,444	3,526	4,697	5,807
Corporate tax	(Btmn)	(721)	(563)	(696)	(1,189)	(1,755)	(705)	(939)	(1,161)
Equity a/c profits	(Btmn)	461	347	406	433	173	0	0	0
Minority interests	(Btmn)	(51)	(7)	(19)	(19)	(17)	(17)	(17)	(18)
Core profit	(Btmn)	1,352	2,575	3,111	2,920	2,548	2,804	3,740	4,628
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,298	31	12	2,397	2,887	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,650	2,606	3,123	5,317	5,435	2,804	3,740	4,628
EBITDA	(Btmn)	6,868	7,666	8,575	8,821	9,194	6,856	7,535	8,672
Core EPS	(Bt)	0.09	0.17	0.20	0.19	0.17	0.18	0.24	0.30
Net EPS	(Bt)	0.17	0.17	0.20	0.35	0.36	0.18	0.24	0.30
DPS	(Bt)	0.07	0.11	0.13	0.15	0.15	0.07	0.10	0.12

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	5,869	9,219	6,280	4,217	4,448	3,630	3,616	3,573
Total fixed assets	(Btmn)	58,510	59,993	78,114	82,268	84,296	86,556	86,038	85,463
Total assets	(Btmn)	78,095	82,786	98,919	103,831	111,697	114,310	115,183	116,252
Total loans	(Btmn)	39,858	46,903	61,410	62,400	66,333	53,000	33,000	31,000
Total current liabilities	(Btmn)	27,315	9,558	11,583	14,607	11,429	13,607	8,479	8,499
Total long-term liabilities	(Btmn)	21,650	43,445	56,157	53,612	61,445	47,069	32,109	30,150
Total liabilities	(Btmn)	48,965	53,003	67,740	68,219	72,874	60,676	40,588	38,650
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	34,917	53,391	53,391
Total equity	(Btmn)	29,130	29,783	31,179	35,612	38,823	53,635	74,595	77,603
BVPS	(Bt)	1.90	1.94	2.03	2.32	2.54	3.51	4.88	5.07

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	1,352	2,575	3,111	2,920	2,548	2,804	3,740	4,628
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,271	3,423	3,545	3,867	4,026	1,740	1,519	1,625
Operating cash flow	(Btmn)	7,163	(2,312)	13,568	6,445	5,469	7,011	5,974	6,924
Investing cash flow	(Btmn)	(624)	(6,614)	(24,434)	(8,622)	(7,061)	(6,373)	(3,421)	(3,698)
Financing cash flow	(Btmn)	(4,432)	5,219	12,716	76	1,769	(1,342)	(2,797)	(3,638)
Net cash flow	(Btmn)	2,106	(3,706)	1,850	(2,101)	178	(704)	(244)	(412)

Key Financial Ratios

	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	39.6	40.3	39.2	37.4	36.0	42.4	46.0	48.3
Operating margin	(%)	30.1	31.6	31.7	28.7	27.7	31.0	35.0	38.0
EBITDA margin	(%)	58.5	58.5	56.6	56.5	57.1	47.1	48.6	51.2
EBIT margin	(%)	30.6	32.4	33.2	31.7	32.1	35.2	38.8	41.6
Net profit margin	(%)	22.6	19.9	20.6	34.1	33.7	19.3	24.1	27.3
ROE	(%)	9.1	8.7	10.0	14.9	14.0	5.2	5.0	6.0
ROA	(%)	1.8	3.2	3.4	2.3	1.7	2.5	3.3	4.0
Net D/E	(x)	1.2	1.5	1.9	1.7	1.7	1.0	0.4	0.4
Interest coverage	(x)	3.6	5.3	5.3	4.7	5.3	4.3	5.7	7.0
Payout Ratio	(%)	0.3	0.9	0.9	0.7	0.9	0.6	1.2	1.4

Main Assumptions

	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Traffic for toll roads	(trips/day)	1,142	1,178	1,214	1,230	1,237	1,086	1,109	1,132
Ridership for mass transit	(trips/day)	261	274	295	312	337	326	377	438
CD revenue	(Btmn)	549	573	675	705	750	712	792	888

Financial statement Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total revenue	(Btmn)	3,886	3,799	3,947	3,983	3,970	3,862	4,073	4,202
Cost of goods sold	(Btmn)	(2,363)	(2,321)	(2,394)	(2,697)	(2,451)	(2,480)	(2,592)	(2,788)
Gross profit	(Btmn)	1,523	1,479	1,553	1,286	1,518	1,383	1,481	1,414
SG&A	(Btmn)	(296)	(312)	(275)	(480)	(314)	(331)	(303)	(389)
Other income	(Btmn)	132	118	123	104	109	166	334	98
Interest expense	(Btmn)	(594)	(430)	(420)	(414)	(404)	(421)	(422)	(477)
Pre-tax profit	(Btmn)	765	855	981	496	910	797	1,090	647
Corporate tax	(Btmn)	(163)	(229)	(699)	(98)	(196)	(1,257)	(175)	(127)
Equity a/c profits	(Btmn)	96	110	133	94	106	67	0	(0)
Minority interests	(Btmn)	(3)	(2)	(3)	(10)	(9)	(3)	(3)	(2)
Core profit	(Btmn)	694	733	412	482	812	(397)	912	517
Extra-ordinary items	(Btmn)	42	245	2,708	1	47	3,515	24	4
Net Profit	(Btmn)	736	978	3,119	483	859	3,118	937	521
EBITDA	(Btmn)	2,264	2,170	2,320	2,065	2,298	2,185	2,519	2,192
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.05	0.05	0.03	0.03	0.05	(0.03)	0.06	0.03
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.05	0.06	0.20	0.03	0.06	0.20	0.06	0.03

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total current assets	(Btmn)	4,771	5,226	4,418	4,217	4,449	4,490	4,574	4,448
Total fixed assets	(Btmn)	78,678	80,548	81,880	82,268	83,078	83,938	84,132	84,296
Total assets	(Btmn)	98,353	98,973	103,843	103,831	105,069	113,587	112,378	111,697
Total loans	(Btmn)	61,137	60,868	61,688	62,400	63,216	65,171	65,991	66,333
Total current liabilities	(Btmn)	20,883	16,045	16,050	14,607	14,367	8,426	8,241	11,429
Total long-term liabilities	(Btmn)	45,520	51,047	52,183	53,612	54,544	64,156	64,784	61,445
Total liabilities	(Btmn)	66,403	67,092	68,233	68,219	68,911	72,581	73,024	72,874
Paid-up capital	(Btmn)	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102	21,102
Total equity	(Btmn)	31,950	31,882	35,610	35,612	36,158	41,006	39,353	38,823
BVPS (Bt)	(Bt)	2.08	2.08	2.32	2.32	2.36	2.68	2.57	2.54

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Core Profit	(Btmn)	694	733	412	482	812	(397)	912	517
Depreciation and amortization	(Btmn)	906	886	920	1,156	984	968	1,006	1,069
Operating cash flow	(Btmn)	381	2,760	1,442	1,862	1,833	597	1,713	1,326
Investing cash flow	(Btmn)	(435)	(2,216)	(1,327)	(4,645)	1,626	(3,596)	2,314	(7,406)
Financing cash flow	(Btmn)	6,287	21	(999)	(5,233)	(3,150)	3,103	(4,276)	6,092
Net cash flow	(Btmn)	6,231	565	(884)	(8,013)	310	104	(249)	12

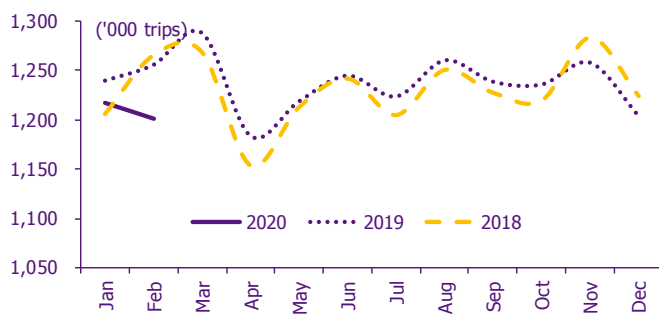
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Gross margin	(%)	39.2	38.9	39.4	32.3	38.3	35.8	36.4	33.7
Operating margin	(%)	31.6	30.7	32.4	20.2	30.4	27.2	28.9	24.4
EBITDA margin	(%)	58.3	57.1	58.8	51.9	57.9	56.6	61.8	52.2
EBIT margin	(%)	35.0	33.8	35.5	22.8	33.1	31.5	37.1	26.7
Net profit margin	(%)	18.9	25.7	79.0	12.1	21.6	80.7	23.0	12.4
ROE	(%)	8.7	9.2	4.6	5.4	9.5	(4.4)	9.7	5.6
ROA	(%)	2.8	3.0	1.6	1.9	3.2	(1.5)	3.4	1.9
Net D/E	(x)	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7	1.6	1.7	1.7
Interest coverage	(x)	3.8	5.0	5.5	5.0	5.7	5.2	6.0	4.6

Main Assumptions

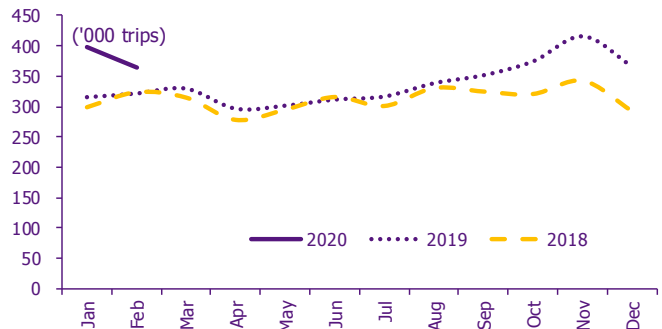
	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Traffic for toll roads	(trips/day)	1,247	1,203	1,228	1,243	1,261	1,215	1,241	1,232
Ridership for mass transit	(trips/day)	313	296	319	318	323	303	336	386
CD revenue	(Btmn)	166	160	167	212	177	179	199	228

Figure 1: Expressway traffic started to drop in Feb



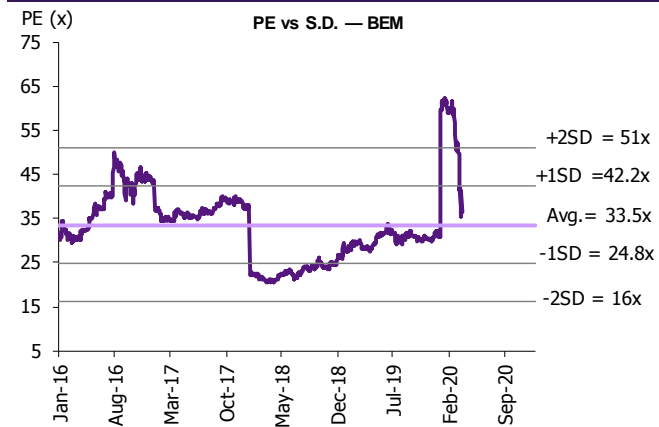
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 2: ...and also MRT ridership



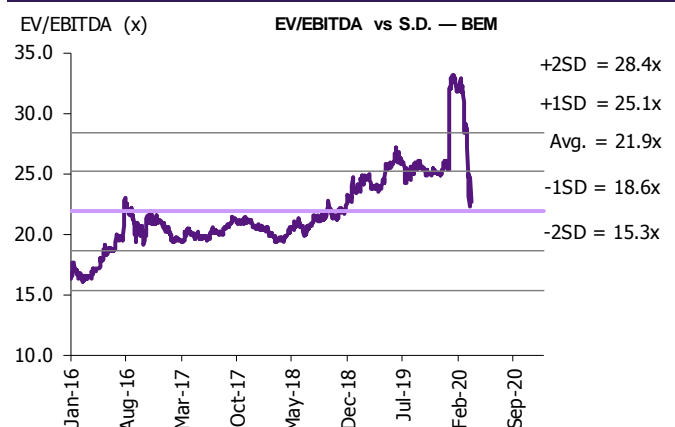
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 3: BEM's PE Band



Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 4: BEM's EV/EBITDA Band



Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 5: BEM – SOTP valuation

	Btmn	Bt/sh	Comment
Toll roads business	87,255	5.7	
Mass transit business	78,172	5.1	
Commercial development business	26,619	1.7	
Investments (CKP & TTW)	14,338	0.9	SCBS TP for TTW and Market price for CKP
Less: net debt	46,673	3.1	
Target price	159,710	10.4	

Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 6: Valuation summary

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F
Guangshen Railway Co Ltd	China	2,536	11.6	10.5	n.m.	(6.8)	11.3	n.m.	0.4	0.4	n.a.	4.4	4.8	n.a.	3.4	3.7	n.a.	5.7	5.3	n.a.
MTR Corp Ltd	Hong Kong	33,363	29.1	21.8	19.0	(25.5)	33.5	15.0	1.4	1.4	1.3	3.0	3.1	3.1	4.6	6.2	6.4	19.5	15.4	17.7
East Japan Railway Co	Japan	28,865	10.3	9.7	9.6	6.7	5.8	1.7	0.9	0.8	0.7	2.2	2.4	2.5	8.9	8.9	8.5	6.9	6.8	6.4
West Japan Railway Co	Japan	12,431	10.5	9.9	9.2	6.7	5.9	7.7	1.1	1.0	0.8	3.0	3.2	3.7	10.4	10.3	9.4	6.2	6.0	6.6
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	4,428	30.4	25.7	23.9	(16.9)	18.4	7.3	3.3	3.2	2.5	1.6	2.0	1.9	10.7	12.0	12.6	20.2	19.5	19.0
BTS Group Holdings PCL	Thailand	4,732	33.0	31.7	n.m.	6.9	4.2	n.m.	2.7	2.6	n.a.	3.3	3.2	n.a.	8.9	9.0	n.a.	30.2	25.4	n.a.
Average			20.8	18.2	15.4	(4.8)	13.2	8.0	1.6	1.6	1.3	2.9	3.1	2.8	7.8	8.3	9.2	14.8	13.1	12.5

Source: SCBS Investment Research



ผลกระทบระยะสั้นรุนแรงแต่จะกลับมาได้

เราชอบ BTS เนื่องจากปัจจัยพื้นฐานระยะยาวของบริษัทยังคงแข็งแกร่ง ราคาหุ้นในปัจจุบันกลับมาอยู่ที่ระดับก่อนมีพัฒนาการเกี่ยวกับการต่อสัมปทานเดินรถสายสีเขียว แต่โควิด-19 อาจจะทำให้การเซ็นสัญญาล่าช้าออกไป เรายังเชื่อว่าจำนวนผู้โดยสารน่าจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วเมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 สิ้นสุดลง นอกจากนี้ BTS ก็ได้รับผลกระทบแค่ทางอ้อมจากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลงผ่านการถือหน่วยลงทุน 33% ใน BTSGIF และรายได้จากธุรกิจระบบขนส่งมวลชนส่วนใหญ่มาจากรายได้จากการให้บริการเดินรถและซ่อมบำรุงรถไฟฟ้า (O&M) ซึ่งไม่มีความสัมพันธ์กับจำนวนผู้โดยสาร

จำนวนผู้โดยสารเดือนก.พ.อ่อนแอ และคาดว่าจะลดลงในเดือนมี.ค.-เม.ย. BTS รายงานจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสายหลักสีเขียวในเดือนก.พ. ที่ 17.9 ล้านเที่ยวคน ลดลง 5.7% YoY และลดลงอย่างมากจาก +0.2% YoY ในเดือนม.ค. สาเหตุหลักคือ โควิด-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวและผู้โดยสารในประเทศที่ใช้บริการรถไฟฟ้า เนื่องจากประชาชนต้องการที่จะหลีกเลี่ยงการใช้บริการขนส่งสาธารณะ จำนวนผู้โดยสารเดือนก.พ. ส่งผลทำให้จำนวนผู้โดยสารทั้งหมด YTD (เม.ย. 2562-ก.พ. 2563) เพิ่มขึ้น 2.5% YoY สู่อันดับ 225 ล้านเที่ยวคน เรารู้ข้อมูลจาก West Japan Railway Company ซึ่งแสดงข้อมูลจำนวนผู้โดยสารเบื้องต้นในเขตพื้นที่ภูมิภาคคันไซ (ครอบคลุมพื้นที่เมืองเกียวโต โอซากา โกเบ) คาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะลดลง 34% YoY ในเดือนมี.ค. จาก -2% ในเดือนก.พ. เราเชื่อว่าตัวเลขดังกล่าวน่าจะเป็นตัวชี้หน้าที่ดีสำหรับจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าในเดือนมี.ค. ของ BTS นอกจากนี้เทรนด์การดำเนินงานที่บ้านเพิ่มมากขึ้นและการปิดศูนย์การค้าก็จะส่งผลกระทบมากขึ้นต่อจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS

มาตรการรับมือโควิด-19 BTS มีนโยบายเพิ่มความถี่ในการทำความสะอาดภายในขบวนรถไฟฟ้าจากวันละ 1 ครั้งเป็นทุกเที่ยวการเดินทาง (เมื่อขบวนรถไฟฟ้ามาถึงสถานีมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์และสถานีเคหะฯ) บริษัทเปิดเผยว่าค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมมีน้อยมาก สำหรับทีมดูแลระบบรถไฟฟ้า บริษัทแบ่งทีมออกเป็นสองทีมเพื่อลดความเสี่ยงจากการให้บริการหยุดชะงัก

โควิด-19 ไม่ได้ทำให้ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวเปลี่ยนแปลง แม้โควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานระยะสั้น แต่เราคาดว่าธุรกิจของ BTS จะกลับคืนสู่ภาวะปกติหลังสถานการณ์คลี่คลาย ดังนั้นแนวโน้มระยะยาวจึงยังคงเป็นบวก

ปรับประมาณการลดลงอีกครั้ง ก่อนหน้านี้เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะเติบโต 1.2% ในปี FY2563 และ 0.6% ในปี FY2564 เมื่ออิงกับข้อมูลใหม่ เราจึงปรับประมาณการอัตราการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารลดลงสู่ -0.8% ในปี FY2563 และ -7.5% ในปี FY2564 ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี FY2563 ของ BTS ลดลง 0.4% สู่ 7.7 พันลบ. และปี FY2564 ลดลง 2.9% สู่ 3.4 พันลบ. ในกรณีเลวร้ายที่สุด เราคาดว่ารัฐบาลจะปิดกรุงเทพฯ เป็นเวลา 1 เดือนในเดือนพ.ค. และไม่มีผู้โดยสาร จำนวนผู้โดยสารจะลดลง 11.7% ในปี FY2564 ประมาณการกำไรจะถูกปรับลดลงอีก 1.8% (จากกรณีพื้นฐานใหม่ของเรา) สู่ 3.3 พันลบ. ในปี FY2564 สำหรับ BTSGIF เราปรับประมาณการกำไรปี FY2563 ลดลง 3.6% สู่ 3.7 พันลบ. และปี FY2564 ลดลง 21.5% สู่ 3.1 พันลบ. ราคาเป้าหมายจะอยู่ที่ 8.5 บาท/หน่วย (จาก 10 บาท) ในกรณีเลวร้ายที่สุด ประมาณการกำไรปี FY2564 จะถูกปรับลดลงอีก 9.4% สู่ 2.8 พันลบ. ราคาเป้าหมายจะอยู่ที่ 7.9 บาท/หน่วย

แนะนำ "ซื้อ" แต่ปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 13.6 บาท (จาก 14 บาท) เราปรับราคาเป้าหมายของ BTS ลดลง หลักๆ เกิดจากการปรับราคาเป้าหมายของ BTSGIF ลดลง เพื่อสะท้อนสมมติฐานใหม่สำหรับอัตราการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร ในกรณีเลวร้ายที่สุด ราคาเป้าหมายของ BTS จะปรับลดลงสู่ 13.5 บาท BTS มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นหลายอย่างรออยู่ข้างหน้า ได้แก่ การต่อสัมปทานเดินรถรถไฟฟ้าสายสีเขียว การเซ็นสัญญาโครงการมอเตอร์เวย์ 2 สาย และโครงการพัฒนาสนามบินอู่ตะเภา

Forecasts and valuation

Year to 31 Mar	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	12,171	45,895	42,576	41,385	28,406
EBITDA	(Btmn)	4,270	6,054	7,325	7,064	7,582
Core profit	(Btmn)	1,553	2,545	3,675	3,367	3,655
Reported profit	(Btmn)	4,416	2,873	7,675	3,367	3,655
Core EPS	(Bt)	0.13	0.21	0.28	0.23	0.25
DPS	(Bt)	0.35	0.42	0.52	0.52	0.38
P/E, core	(x)	63.4	38.4	29.6	35.5	32.7
EPS growth, core	(%)	20.4	65.1	29.7	(16.7)	8.6
P/BV, core	(x)	2.4	2.5	2.0	1.7	1.8
ROE	(%)	3.4	5.2	6.1	4.4	4.3
Dividend yield	(%)	4.2	5.1	6.3	6.3	4.6
FCF yield	(x)	(9.2)	(30.7)	(4.7)	7.3	6.3
EV/EBIT	(x)	34.4	28.0	23.8	23.5	21.7
EBIT growth, core	(%)	45.4	49.8	23.4	(5.1)	7.3
EV/CE	(x)	3.3	2.2	1.9	1.9	2.0
ROCE	(%)	3.2	2.8	2.8	3.4	4.5
EV/EBITDA	(x)	28.3	24.3	21.1	20.5	18.9
EBITDA growth	(%)	42.6	41.8	21.0	(3.6)	7.3

Source: SCBS Investment Research

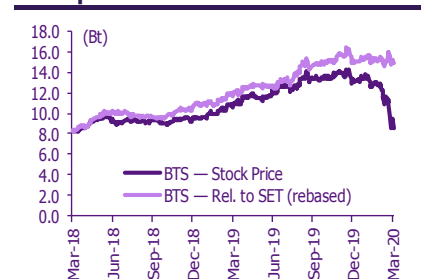
ซื้อ

Stock data

Last close (Mar 24) (Bt)	8.25
12-m target price (Bt)	13.60
Upside (Downside) to TP (%)	64.85
Mkt cap (Btbn)	108.52
Mkt cap (US\$mn)	3,312

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.98
Sector % SET	9.32
Shares issued (mn)	13,154
Par value (Bt)	4.00
12-m high / low (Bt)	14.4 / 7.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	18.47
Foreign limit / actual (%)	49 / 26
Free float (%)	57.9
Dividend policy (%)	≥ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(32.4)	(37.0)	(25.0)
Relative to SET	(5.9)	(4.4)	18.4

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	13.60
12-month dividend	(Bt)	0.52
Capital gain	(%)	64.85
Dividend yield	(%)	6.33
Total return	(%)	71.18

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดดิษฐ์, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitipat@scb.co.th

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Total revenue	(Btmn)	6,137	5,265	6,809	12,171	45,895	42,576	41,385	28,406
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,048)	(2,553)	(3,818)	(8,085)	(40,178)	(36,253)	(34,548)	(20,592)
Gross profit	(Btmn)	3,089	2,712	2,991	4,086	5,717	6,323	6,837	7,814
SG&A	(Btmn)	(1,144)	(1,528)	(1,817)	(2,281)	(3,180)	(3,244)	(3,308)	(3,375)
Other income	(Btmn)	1,038	381	1,242	1,707	2,723	3,413	2,635	2,173
Interest expense	(Btmn)	(403)	(290)	(644)	(1,236)	(1,652)	(2,134)	(1,940)	(1,940)
Pre-tax profit	(Btmn)	2,580	1,275	1,772	2,276	3,608	4,358	4,224	4,672
Corporate tax	(Btmn)	(733)	(1,121)	(646)	(776)	(866)	(1,089)	(1,056)	(1,168)
Equity a/c profits	(Btmn)	852	411	632	180	494	1,106	905	864
Minority interests	(Btmn)	(448)	(262)	(469)	(126)	(692)	(699)	(706)	(713)
Core profit	(Btmn)	2,250	303	1,289	1,553	2,545	3,675	3,367	3,655
Extra-ordinary items	(Btmn)	692	3,835	714	2,862	328	4,000	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,942	4,138	2,003	4,416	2,873	7,675	3,367	3,655
EBITDA	(Btmn)	3,445	2,018	2,993	4,270	6,054	7,325	7,064	7,582
Core EPS	(Bt)	0.19	0.03	0.11	0.13	0.21	0.28	0.23	0.25
Net EPS	(Bt)	0.25	0.35	0.17	0.37	0.24	0.58	0.23	0.25
DPS	(Bt)	0.94	0.34	0.34	0.35	0.42	0.52	0.52	0.38

Balance Sheet

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Total current assets	(Btmn)	26,002	10,285	25,722	21,667	19,924	25,628	42,758	41,912
Total fixed assets	(Btmn)	7,254	8,368	8,182	5,939	6,669	6,836	6,985	7,118
Total assets	(Btmn)	66,810	65,169	93,631	106,258	144,398	168,020	177,565	161,983
Total loans	(Btmn)	5,239	7,012	25,013	31,740	53,418	55,000	50,000	50,000
Total current liabilities	(Btmn)	6,560	12,455	18,616	22,923	41,612	46,190	44,428	30,300
Total long-term liabilities	(Btmn)	8,238	5,796	29,833	36,971	50,477	52,667	47,744	47,821
Total liabilities	(Btmn)	14,798	18,252	48,449	59,895	92,089	98,857	92,171	78,122
Paid-up capital	(Btmn)	49,485	49,552	49,594	49,635	49,258	63,073	81,547	81,547
Total equity	(Btmn)	52,012	46,917	45,182	46,364	52,310	69,164	85,394	83,862
BVPS	(Bt)	4.26	3.81	3.53	3.40	3.27	4.16	4.85	4.70

Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Core Profit	(Btmn)	2,250	303	1,289	1,553	2,545	3,675	3,367	3,655
Depreciation and amortization	(Btmn)	460	450	577	758	793	833	901	970
Operating cash flow	(Btmn)	14,815	10,146	10,763	4,577	8,813	7,743	830	(7,070)
Investing cash flow	(Btmn)	4,148	(13,150)	(11,570)	(13,621)	(38,830)	(12,805)	7,910	14,552
Financing cash flow	(Btmn)	(16,714)	(4,743)	13,537	3,407	24,581	10,062	7,157	(5,900)
Net cash flow	(Btmn)	2,249	(7,747)	12,730	(5,637)	(5,437)	5,000	15,898	1,582

Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Gross margin	(%)	50.3	51.5	43.9	33.6	12.5	14.9	16.5	27.5
Operating margin	(%)	31.7	22.6	17.2	14.8	5.5	7.2	8.5	15.6
EBITDA margin	(%)	56.1	38.3	44.0	35.1	13.2	17.2	17.1	26.7
EBIT margin	(%)	48.6	29.8	35.5	28.9	11.5	15.2	14.9	23.3
Net profit margin	(%)	48.0	78.7	29.4	36.3	6.3	18.0	8.1	12.9
ROE	(%)	5.7	8.8	4.4	9.5	5.5	11.1	3.9	4.4
ROA	(%)	3.1	0.5	1.6	1.6	2.0	2.4	1.9	2.2
Net D/E	(x)	(0.1)	0.1	0.2	0.5	0.9	0.7	0.3	0.3
Interest coverage	(x)	8.5	7.0	4.7	3.5	3.7	3.4	3.6	3.9
Debt service coverage	(x)	1.1	0.3	1.7	1.7	0.5	0.6	0.6	0.6
Payout Ratio	(%)	380.6	97.9	202.5	94.6	173.2	80.6	183.7	150.0

Main Assumptions

FY March 31	Unit	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	724.0	847.0	945.0	950.0	898.0	884.2	807.1	864.1
O&M revenue	(Btmn)	1,549	1,593	1,661	1,865	2,277	3,404	5,207	7,067
Media revenue	(Btmn)	2,926	2,318	3,010	3,902	5,123	6,027	6,522	7,289
Property revenue	(Btmn)	1,355.0	896.5	617.1	639.0	360.0	363.3	366.7	370.0

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY March 31	Unit	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20
Total revenue	(Btmn)	2,692	2,629	15,321	18,563	9,382	8,454	10,787	10,240
Cost of goods sold	(Btmn)	(1,672)	(1,565)	(13,960)	(16,801)	(7,852)	(6,980)	(9,088)	(8,263)
Gross profit	(Btmn)	1,020	1,064	1,361	1,762	1,530	1,475	1,699	1,977
SG&A	(Btmn)	(557)	(841)	(874)	(662)	(803)	(844)	(742)	(877)
Other income	(Btmn)	243	587	619	673	845	814	911	945
Interest expense	(Btmn)	(311)	(315)	(398)	(454)	(486)	(562)	(584)	(550)
Pre-tax profit	(Btmn)	395	495	708	1,319	1,087	884	1,284	1,495
Corporate tax	(Btmn)	(218)	(111)	(254)	(247)	(253)	(207)	(260)	(345)
Equity a/c profits	(Btmn)	(84)	111	109	241	34	374	284	1,500
Minority interests	(Btmn)	97	(108)	(165)	(249)	(170)	(157)	(218)	(191)
Core profit	(Btmn)	190	387	397	1,064	697	894	1,090	2,460
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,281	0	273	125	(70)	0	188	0
Net Profit	(Btmn)	2,471	387	670	1,189	627	894	1,278	2,460
EBITDA	(Btmn)	894	1,003	1,299	1,980	1,773	1,678	2,129	2,322
Core EPS	(Bt)	0.02	0.03	0.03	0.09	0.06	0.08	0.09	0.19
Net EPS	(Bt)	0.21	0.03	0.06	0.10	0.05	0.08	0.10	0.19

Balance Sheet

FY March 31	Unit	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20
Total current assets	(Btmn)	21,667	23,674	25,143	22,640	19,924	40,764	19,532	19,217
Total fixed assets	(Btmn)	5,939	6,170	6,108	6,363	6,669	6,744	10,836	10,860
Total assets	(Btmn)	106,258	110,467	125,708	136,499	144,398	171,737	163,496	171,955
Total loans	(Btmn)	31,740	38,274	41,098	47,056	53,418	68,872	71,962	75,052
Total current liabilities	(Btmn)	22,923	24,918	28,517	39,079	41,612	38,713	30,083	29,098
Total long-term liabilities	(Btmn)	36,971	37,038	46,839	43,863	50,477	67,631	67,829	70,779
Total liabilities	(Btmn)	59,895	61,955	75,356	82,943	92,089	106,343	97,912	99,877
Paid-up capital	(Btmn)	49,635	49,256	49,256	49,257	49,258	49,771	56,734	62,941
Total equity	(Btmn)	46,364	48,512	50,352	53,557	52,310	65,394	65,584	72,078
BVPS	(Bt)	3.40	3.43	3.33	3.39	3.27	4.24	4.02	4.33

Cash Flow Statement

FY March 31	Unit	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20
Core Profit	(Btmn)	190	387	397	1,064	697	894	1,090	2,460
Depreciation and amortization	(Btmn)	190	193	193	207	200	253	259	262
Operating cash flow	(Btmn)	2,112	(10,578)	15,287	2,471	(2,604)	(6,343)	14,222	(4,469)
Investing cash flow	(Btmn)	(5,376)	6,633	(12,977)	(5,406)	(22,845)	32,846	(25,061)	17,597
Financing cash flow	(Btmn)	(501)	(939)	3,196	(250)	22,573	(15,458)	(11)	(13,514)
Net cash flow	(Btmn)	(3,763)	(4,884)	5,506	(3,184)	(2,875)	11,046	(10,850)	(386)

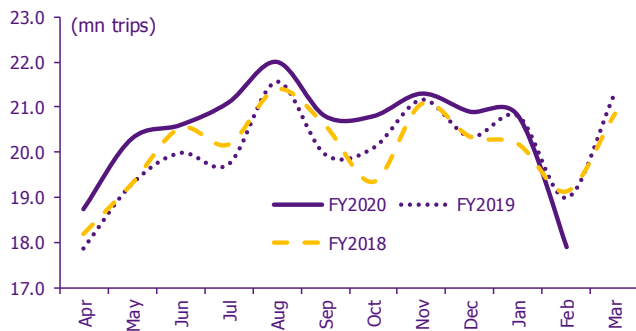
Key Financial Ratios

FY March 31	Unit	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20
Gross margin	(%)	37.9	40.5	8.9	9.5	16.3	17.4	15.8	19.3
Operating margin	(%)	17.1	8.5	3.2	5.9	7.8	7.5	8.9	10.7
EBITDA margin	(%)	33.2	38.1	8.5	10.7	18.9	19.8	19.7	22.7
EBIT margin	(%)	26.2	30.8	7.2	9.5	16.8	16.8	17.3	20.1
Net profit margin	(%)	91.7	14.7	4.4	6.4	6.7	10.6	11.8	24.0
ROE	(%)	1.6	3.2	3.3	8.5	5.7	6.3	7.5	15.7
ROA	(%)	0.7	1.5	1.4	3.5	2.2	2.5	3.0	6.4
Net D/E	(x)	0.5	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8	1.0	1.0
Interest coverage	(x)	2.9	3.2	3.3	4.4	3.6	3.0	3.6	4.2
Debt service coverage	(x)	1.4	0.4	1.9	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7

Main Assumptions

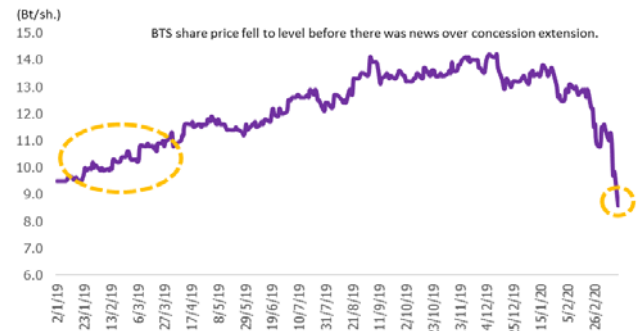
FY March 31	Unit	4QFY18	1QFY19	2QFY19	3QFY19	4QFY19	1QFY20	2QFY20	3QFY20
Equity income from BTSGIF	(Btmn)	252.0	228.0	244.0	239.0	187.0	225.0	265.0	206.0
O&M revenue	(Btmn)	468	452	452	565	807	830	866	942
Media revenue	(Btmn)	1,107	1,118	1,217	1,460	1,382	1,363	1,607	1,836
Property revenue	(Btmn)	160.0	80.0	87.0	85.0	107.0	79.0	100.0	113.0

Figure 1: BTS core network ridership



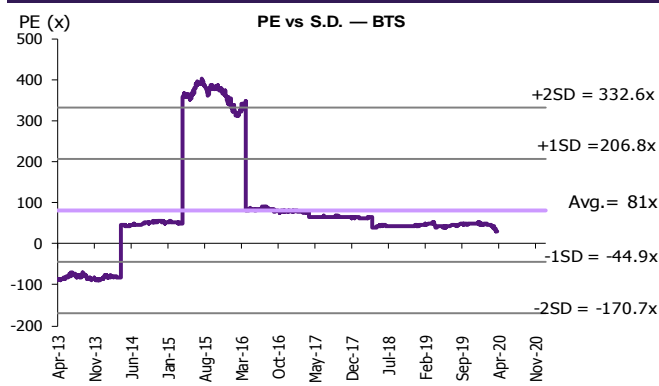
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: BTS share price back to level before there was news over concession extension



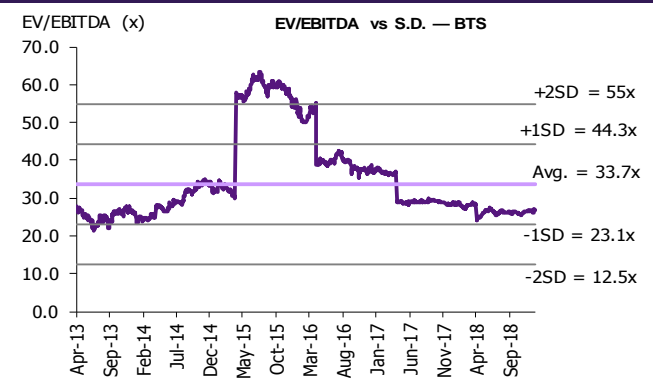
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: BTS's PE Band



Source: SCBS Investment Research

Figure 4: BTS's EV/EBITDA Band



Source: SCBS Investment Research

Figure 5: SOTP valuation

	% stake	Value (Btmn)	Per share (Bt)	Comment
Mass transit				
O&M for Green line core network	100	17,944	1.2	During 2029-2042
O&M for Green line extension Zone 1	100	13,184	0.9	
O&M for Green line extension Zone 2	100	31,725	2.2	
Pink line	75	12,258	0.8	
Yellow line	75	9,424	0.6	
O&M for Gold line Phase 1	100	1,700	0.1	
Total mass transit		86,235	5.9	
Investment				
BTS GIF	33	16,365	1.1	Based on our TP of Bt8.5/sh.
VGI	65	32,500	2.2	Market price
U	36	1,809	0.1	Market price
Total investment		50,674	3.5	
Less: net debt		28,679	2.0	
Add: cash from warrants		18,474	1.3	BTS-W5
Grand total		126,704		
No. of shares		14,506		Based on fully-diluted shares including BTS W-5
TP per share (Bt)		8.7		TP without concession extension on Green line
Potential upside				
Concession extension on Green line	100	70,842	4.9	
TP per share (Bt)		13.6		TP with concession extension on Green line

Source: SCBS Investment Research, BTS, VGI, U

Figure 6: Valuation summary

Company name	Country	Mkt. Cap (US\$m)	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F	20F	21F	22F
Guangshen Railway Co Ltd	China	2,349	10.7	9.6	n.m.	(6.8)	11.3	n.m.	0.4	0.4	n.a.	4.7	5.2	n.a.	3.3	3.7	n.a.	5.3	4.9	n.a.
MTR Corp Ltd	Hong Kong	30,879	26.9	20.5	17.5	(25.4)	31.1	17.0	1.3	1.3	1.2	3.2	3.4	3.4	4.6	6.2	6.4	18.2	14.5	16.5
East Japan Railway Co	Japan	26,736	9.7	9.2	9.1	6.7	5.8	0.2	0.8	0.8	0.7	2.3	2.5	2.7	8.9	8.9	8.3	6.7	6.5	6.2
West Japan Railway Co	Japan	11,212	9.6	9.0	8.5	6.7	5.9	6.7	1.0	0.9	0.8	3.3	3.5	4.1	10.4	10.3	9.3	5.9	5.7	6.3
Bangkok Expressway & Metro PCL	Thailand	3,293	23.1	19.5	18.3	(16.9)	18.1	6.8	2.5	2.4	1.9	2.2	2.6	2.5	10.6	11.9	11.7	16.9	16.3	15.9
BTS Group Holdings PCL	Thailand	3,533	25.1	24.1	n.m.	6.9	4.2	n.m.	2.0	2.0	n.a.	4.3	4.2	n.a.	8.9	9.0	n.a.	25.6	21.6	n.a.
Average			17.5	15.3	13.4	(4.8)	12.7	7.7	1.3	1.3	1.1	3.3	3.6	3.2	7.8	8.3	8.9	13.1	11.6	11.2

Source: SCBS Investment Research



ทำไมมีความแน่นอนสูง และ valuation น่าสนใจ

เราคาดว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะมีผลกระทบน้อยมากต่ออาหารบริโภคอาหาร เนื่องจากราคาสัตว์ปีกในเวียดนามและประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนมี.ค. ปัญหาการผลิตในจีนหยุดชะงักลดลงและกลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว ความสามารถในการแข่งขันของ CPF จะสูงขึ้นจากการรวมธุรกิจหมูในตลาดมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้ส่วนแบ่งตลาดของผู้ประกอบการรายใหญ่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และความผันผวนของราคาลดลง เราชอบ CPF เพราะทำไมมีความแน่นอนสูง โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูที่แข็งแกร่งในเวียดนาม และ valuation ที่น่าสนใจ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" CPF ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 34 บาท

ผลกระทบจากโควิด-19 นับถึงปัจจุบันมีจำกัด เนื่องจากอาหารเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการดำรงชีวิต ดังนั้นเราคาดว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะมีผลกระทบน้อยมากต่อความต้องการบริโภคอาหาร ทั้งนี้ในช่วงที่ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับโควิด-19 เราพบว่าราคาสัตว์ปีกปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา: ราคาหมูในเวียดนามขยับขึ้นสู่ VND75,000-77,000/กก. (+2% MoM) ในเดือนมี.ค.จนถึงปัจจุบัน และราคาหมูและไก่ในประเทศไทยปรับขึ้นสู่ 70 บาท/กก. (+5% WoW) และ 35 บาท/กก. (+1% WoW) ในสัปดาห์ที่สองของเดือนมี.ค. สำหรับฐานการผลิต CPF เติบโตสถานการณ์การผลิตหยุดชะงักจากปัญหาโลจิสติกส์ในมณฑลหูเป่ย์ในประเทศจีน (4% ของยอดขายของ CPF) แต่การผลิตค่อยๆ กลับคืนสู่ภาวะปกติแล้วในเดือนนี้

การรวมตัวมากขึ้น ความสามารถในการแข่งขันเพิ่มขึ้น CPF คาดว่าโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) จะส่งผลทำให้อุปทานสุกรในตลาดปรับลดลงประมาณ 30% ของสุกรมีชีวิตทั้งหมดในเวียดนามและจีน การกักกันดูแลเกี่ยวกับประเด็นด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้นของรัฐบาลและต้นทุนการลงทุนที่สูงขึ้นในระบบความปลอดภัยทางชีวภาพเพื่อป้องกันโรค จะทำให้ต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่อุปทานสุกรจะฟื้นตัวกลับคืนมา ด้วยต้นทุนการลงทุนที่สูงขึ้น อุปทานที่เพิ่มขึ้นน่าจะเกิดจากผู้ประกอบการรายใหญ่เป็นส่วนใหญ่ ฟาร์มหมูขนาดใหญ่คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 60% ของฟาร์มหมูทั้งหมดในประเทศไทย, 30-40% ในเวียดนามและจีน และ 20-30% ในกัมพูชาและลาว สัดส่วนฟาร์มหมูขนาดใหญ่มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับระดับ 70-80% ในประเทศที่พัฒนาแล้ว การรวมตัวกันมากขึ้นในตลาดจะช่วยลดความผันผวนทางราคาในอนาคต

การดำเนินงานแข็งแกร่ง ราคาหมูในเวียดนามเพิ่มขึ้นกว่ากระโดดสู่ VND78,000/กก. (+68% YoY และ +22% QoQ) ใน 2M63 สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ VND35,000/กก. โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานที่ลดลงหลังจากการเกิดการแพร่ระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ราคาจะยังอยู่ในระดับสูงในปีนี้ เนื่องจากการเพิ่มอุปทานจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่ง ราคาสัตว์ปีกในประเทศไทย ใน 2M63 ราคาหมูอยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 70 บาท/กก. (ทรงตัว YoY แต่ +20% QoQ) สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 58-60 บาท/กก.; ราคาไก่ในประเทศไทยยังอยู่ในระดับสูงที่ 36 บาท/กก. (+4% YoY และ +1% QoQ) เทียบกับจุดคุ้มทุนที่ 32-33 บาท/กก. ราคาจะยังอยู่ในระดับสูงในปีนี้ เนื่องจากการต้องการเนื้อหมูในประเทศเพื่อนบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยได้รับแรงผลักดันจากการระบาดของโรค ASF และการส่งออกเนื้อไก่ไปยังประเทศจีนและตะวันออกกลางเพิ่มขึ้น ประเทศอื่นๆ การดำเนินงานปี 2562 สามารถทำกำไรได้ ยกเว้นในสหรัฐฯ (4% ของยอดขาย) CPF วางแผนเพิ่มยอดขายกลุ่ม OEM และผลิตภัณฑ์แบรนด์เพื่อสุขภาพเพื่อสนับสนุนผลการดำเนินงานในสหรัฐฯ

Valuation น่าสนใจ ปัจจุบัน CPF ซื้อขายใกล้เคียงกับระดับมูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL (CPF ถือหุ้น 34%) ที่ 22 บาท/หุ้น ยังไม่ได้สะท้อนธุรกิจที่สามารถทำกำไรได้ของ CPF ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในราคาผลิตภัณฑ์และต้นทุนอาหารสัตว์ และโรค ASF ระบาดลุกลามมายังประเทศไทย

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	541,937	532,573	555,797	564,144	577,332
EBITDA	(Btmn)	40,210	50,535	53,618	53,703	54,576
Core profit	(Btmn)	7,321	14,773	16,635	17,851	19,383
Reported profit	(Btmn)	15,532	18,456	16,635	17,851	19,383
Core EPS	(Bt)	0.82	1.73	1.96	2.11	2.29
DPS	(Bt)	0.65	0.70	0.70	0.70	0.70
P/E, core	(x)	27.4	13.0	11.5	10.7	9.8
EPS growth, core	(%)	4.1	110.9	13.1	7.6	8.9
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	3.3	6.8	7.4	7.6	7.8
Dividend yield	(%)	2.9	3.1	3.1	3.1	3.1
FCF yield	(x)	(6.8)	7.6	(21.4)	6.2	7.1
EV/EBIT	(x)	27.0	17.6	17.6	17.8	17.3
EBIT growth, core	(%)	36.6	54.5	9.2	(1.7)	1.1
EV/CE	(x)	1.4	1.6	2.0	1.9	1.8
ROCE	(%)	2.2	5.5	6.4	6.4	6.3
EV/EBITDA	(x)	12.0	9.6	9.9	9.8	9.5
EBITDA growth	(%)	17.3	25.7	6.1	0.2	1.6

Source: SCBS Investment Research

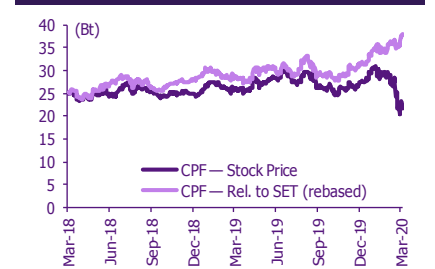
ซื้อ

Stock data

Last close (Mar 24) (Bt)	22.50
12-m target price (Bt)	34.00
Upside (Downside) to TP (%)	51.11
Mkt cap (Btbn)	193.75
Mkt cap (US\$mn)	5,913

Risk rating	M
Mkt cap (%) SET	1.74
Sector % SET	0.35
Shares issued (mn)	8,611
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	31 / 18.7
Avg. daily 6m (US\$mn)	28.47
Foreign limit / actual (%)	40 / 29
Free float (%)	45.8
Dividend policy (%)	~ 50

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(22.4)	(18.9)	(13.5)
Relative to SET	8.0	23.0	36.6

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	34.00
12-month dividend	(Bt)	0.70
Capital gain	(%)	51.11
Dividend yield	(%)	3.11
Total return	(%)	54.22

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	421,355	464,465	501,507	541,937	532,573	555,797	564,144	577,332
Cost of goods sold	(Btmn)	(363,287)	(391,822)	(441,422)	(476,228)	(455,325)	(474,106)	(482,477)	(494,423)
Gross profit	(Btmn)	58,068	72,643	60,086	65,709	77,248	81,691	81,668	82,909
SG&A	(Btmn)	(46,889)	(45,473)	(50,311)	(52,049)	(53,951)	(55,580)	(56,414)	(57,445)
Other income	(Btmn)	2,725	3,192	3,261	4,142	4,202	3,918	4,259	4,359
Interest expense	(Btmn)	(9,614)	(10,601)	(11,743)	(11,703)	(13,785)	(14,535)	(15,113)	(14,921)
Pre-tax profit	(Btmn)	4,290	19,760	1,292	6,099	13,714	15,495	14,400	14,903
Corporate tax	(Btmn)	(1,964)	(5,542)	(159)	(2,762)	(3,828)	(5,299)	(4,320)	(4,471)
Equity a/c profits	(Btmn)	5,221	6,512	7,983	8,343	8,893	10,480	11,812	13,073
Minority interests	(Btmn)	(4,879)	(6,566)	(2,514)	(4,359)	(4,007)	(4,041)	(4,041)	(4,122)
Core profit	(Btmn)	2,667	14,166	6,603	7,321	14,773	16,635	17,851	19,383
Extra-ordinary items	(Btmn)	8,391	537	8,657	8,211	3,683	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	11,059	14,703	15,259	15,532	18,456	16,635	17,851	19,383
EBITDA	(Btmn)	29,750	48,870	34,284	40,210	50,535	53,618	53,703	54,576
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.36	1.92	0.79	0.82	1.73	1.96	2.11	2.29
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.50	1.99	1.91	1.82	2.18	1.96	2.11	2.29
DPS (Bt)	(Bt)	0.75	0.95	0.75	0.65	0.70	0.70	0.70	0.70

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	159,993	166,369	164,447	185,543	178,646	182,437	185,170	188,394
Total fixed assets	(Btmn)	334,269	415,810	429,050	442,548	455,405	510,933	517,156	523,046
Total assets	(Btmn)	494,263	582,179	593,497	628,091	634,051	693,370	702,326	711,440
Total loans	(Btmn)	258,151	312,728	288,710	330,294	333,902	378,847	374,321	367,721
Total current liabilities	(Btmn)	186,291	190,499	190,618	182,212	197,711	206,384	190,490	197,321
Total long-term liabilities	(Btmn)	134,247	197,974	176,237	227,220	217,467	257,208	269,937	258,566
Total liabilities	(Btmn)	320,538	388,473	366,855	409,433	415,178	463,592	460,427	455,887
Paid-up capital	(Btmn)	7,743	7,743	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611	8,611
Total equity	(Btmn)	173,725	193,706	226,642	218,658	218,872	229,778	241,899	255,553
BVPS (Bt)	(Bt)	23.51	26.22	29.35	26.71	26.74	28.07	29.55	31.22

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	2,667	14,166	6,603	7,321	14,773	16,635	17,851	19,383
Depreciation and amortization	(Btmn)	15,846	18,508	21,249	22,407	23,036	23,588	24,190	24,753
Operating cash flow	(Btmn)	20,862	31,231	17,256	15,294	40,609	39,681	41,761	43,774
Investing cash flow	(Btmn)	(51,868)	(62,784)	(22,482)	(27,880)	(26,648)	(79,116)	(30,414)	(30,642)
Financing cash flow	(Btmn)	30,755	29,618	(2,517)	22,029	(12,035)	39,216	(10,256)	(12,330)
Net cash flow	(Btmn)	(251)	(1,934)	(7,744)	9,443	1,927	(219)	1,092	803

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	13.8	15.6	12.0	12.1	14.5	14.7	14.5	14.4
Operating margin	(%)	2.7	5.8	1.9	2.5	4.4	4.7	4.5	4.4
EBITDA margin	(%)	7.1	10.5	6.8	7.4	9.5	9.6	9.5	9.5
EBIT margin	(%)	3.3	6.5	2.6	3.3	5.2	5.4	5.2	5.2
Net profit margin	(%)	2.6	3.2	3.0	2.9	3.5	3.0	3.2	3.4
ROE	(%)	1.6	7.7	3.1	3.3	6.8	7.4	7.6	7.8
ROA	(%)	0.6	2.6	1.1	1.2	2.3	2.5	2.6	2.7
Net D/E	(x)	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3
Interest coverage	(x)	3.1	4.6	2.9	3.4	3.7	3.7	3.6	3.7
Debt service coverage	(x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
Payout Ratio	(%)	50.1	47.7	39.3	35.6	32.1	35.7	33.2	30.5

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total sales growth	(%)	(1.1)	10.2	8.0	8.1	(1.7)	4.4	1.5	2.3
GPM from Thai-livestock	(%)	12.7	15.3	11.4	6.4	12.1	12.3	12.3	12.3
GPM from Thai-aquatic	(%)	6.0	12.3	10.2	7.8	7.5	7.5	8.0	10.0
GPM from CPP HK	(%)	17.6	17.7	10.8	15.5	17.6	18.5	18.0	17.5
GPM from other overseas	(%)	9.7	13.5	14.7	13.7	13.0	12.5	12.5	12.5
FX	(Bt/US\$1)	34.2	35.3	33.9	32.3	31.0	31.0	31.0	31.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total revenue	(Btmn)	120,516	136,353	141,393	143,676	125,286	133,896	132,597	140,794
Cost of goods sold	(Btmn)	(109,164)	(119,715)	(121,783)	(125,566)	(107,614)	(114,340)	(114,660)	(118,711)
Gross profit	(Btmn)	11,352	16,638	19,610	18,110	17,672	19,557	17,937	22,083
SG&A	(Btmn)	(11,847)	(13,279)	(12,671)	(14,252)	(12,279)	(12,917)	(13,454)	(15,302)
Other income	(Btmn)	719	843	795	1,785	843	818	962	1,579
Interest expense	(Btmn)	(2,783)	(2,835)	(2,746)	(3,340)	(3,414)	(3,467)	(3,380)	(3,524)
Pre-tax profit	(Btmn)	(2,558)	1,366	4,988	2,303	2,823	3,991	2,065	4,835
Corporate tax	(Btmn)	419	(660)	(1,362)	(1,160)	(270)	(683)	(692)	(2,183)
Equity a/c profits	(Btmn)	2,216	1,942	2,096	2,089	2,348	1,869	2,260	2,415
Minority interests	(Btmn)	(152)	(764)	(1,892)	(1,551)	(1,625)	(1,127)	(408)	(847)
Core profit	(Btmn)	(74)	1,884	3,830	1,681	3,277	4,050	3,226	4,220
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,123	4,010	1,082	(4)	1,002	54	2,836	(210)
Net Profit	(Btmn)	3,049	5,894	4,912	1,677	4,280	4,104	6,062	4,010
EBITDA	(Btmn)	5,675	9,730	13,404	11,400	11,843	12,942	11,232	14,518
Core EPS (Bt)	(Btmn)	(0.03)	0.21	0.45	0.19	0.38	0.48	0.38	0.50
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.35	0.70	0.58	0.19	0.50	0.48	0.72	0.47

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total current assets	(Btmn)	172,101	184,959	179,545	185,543	185,894	204,501	185,103	178,646
Total fixed assets	(Btmn)	432,497	440,045	438,399	442,548	443,632	435,431	441,406	455,405
Total assets	(Btmn)	604,598	625,004	617,944	628,091	629,526	639,932	626,509	634,051
Total loans	(Btmn)	301,073	315,260	322,484	330,294	329,009	340,451	329,951	333,902
Total current liabilities	(Btmn)	188,560	184,213	189,203	182,212	186,485	195,884	193,288	197,711
Total long-term liabilities	(Btmn)	190,932	211,228	210,333	227,220	220,858	227,269	217,457	217,467
Total liabilities	(Btmn)	379,492	395,442	399,536	409,433	407,343	423,154	410,745	415,178
Paid-up capital	(Btmn)	85,790	89,640	91,373	93,008	96,694	98,400	101,561	104,508
Total equity	(Btmn)	225,106	229,563	218,408	218,658	222,183	216,778	215,764	218,872
BVPS (Bt)	(Bt)	27.50	28.04	26.68	26.71	27.15	26.48	26.36	26.74

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Core Profit	(Btmn)	3,049	5,894	4,912	1,677	4,280	4,104	6,062	4,010
Depreciation and amortization	(Btmn)	5,451	5,529	5,670	5,758	5,606	5,484	5,787	6,160
Operating cash flow	(Btmn)	(2,747)	2,267	10,967	4,807	6,533	8,913	11,270	13,892
Investing cash flow	(Btmn)	(10,642)	(4,294)	(7,392)	(5,552)	(2,257)	2,256	(8,420)	(18,227)
Financing cash flow	(Btmn)	13,792	7,414	(1,888)	2,712	(5,031)	8,203	(15,301)	94
Net cash flow	(Btmn)	403	5,386	1,687	1,967	(755)	19,372	(12,451)	(4,240)

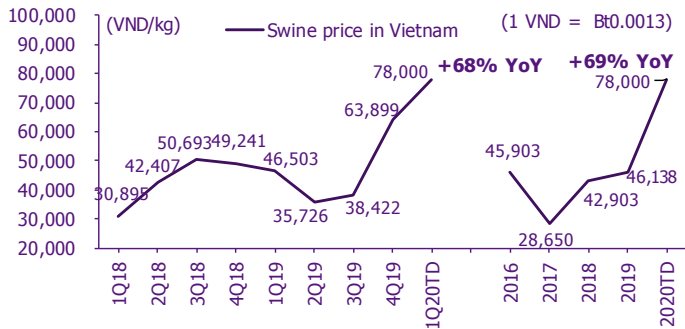
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Gross margin	(%)	9.4	12.2	13.9	12.6	14.1	14.6	13.5	15.7
Operating margin	(%)	(0.4)	2.5	4.9	2.7	4.3	5.0	3.4	4.8
EBITDA margin	(%)	4.7	7.1	9.5	7.9	9.5	9.7	8.5	10.3
EBIT margin	(%)	0.2	3.1	5.5	3.9	5.0	5.6	4.1	5.9
Net profit margin	(%)	2.5	4.3	3.5	1.2	3.4	3.1	4.6	2.8
ROE	(%)	(0.1)	3.3	6.8	3.1	5.9	7.4	6.0	7.8
ROA	(%)	(0.0)	1.2	2.5	1.1	2.1	2.6	2.0	2.7
Net D/E	(x)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
Interest coverage	(x)	2.0	3.4	4.9	3.4	3.5	3.7	3.3	4.1
Debt service coverage	(x)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4

Key statistics

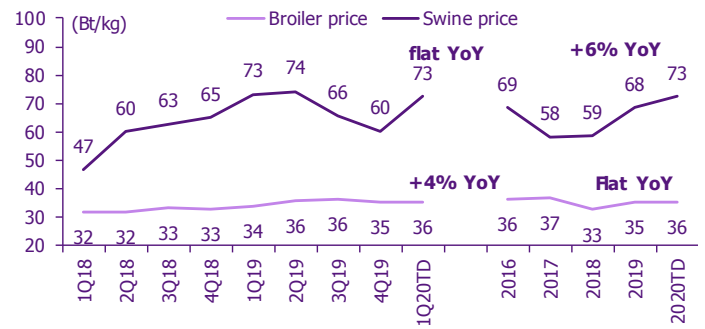
FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total sales growth	(%)	0.8	8.2	11.8	11.0	4.0	(1.8)	(6.2)	(2.0)
GPM from Thai-livestock	(%)	5.1	5.9	7.7	6.8	10.7	12.6	14.1	11.0
GPM from Thai-aquatic	(%)	10.7	3.9	10.0	6.6	7.8	6.6	10.8	5.0
GPM from CPP HK	(%)	10.5	15.7	18.4	16.5	18.2	14.7	13.8	22.9
GPM from other overseas	(%)	12.1	14.8	13.7	13.9	12.8	15.5	12.9	10.6
FX	(Bt/US\$1)	31.5	31.9	32.9	32.8	31.6	31.6	30.7	30.3

Figure 1: Swine price in Vietnam jumped 68% YoY in 1Q20TD



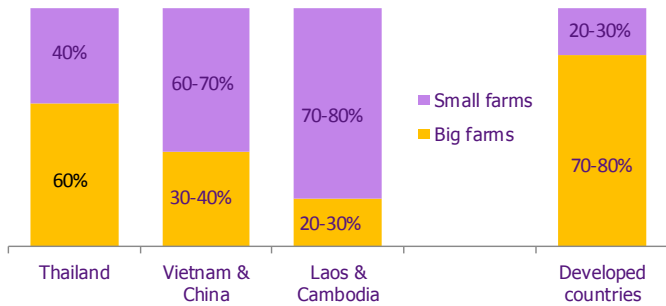
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 1Q20TD, local broiler price rose 4% YoY, while local swine price was flat YoY



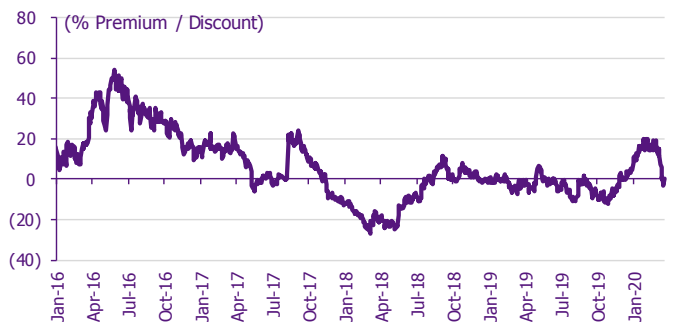
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: The portion of big swine farms will increase over time, reducing the market price volatility



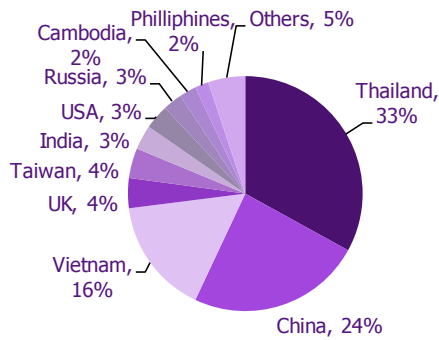
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: CPF is now trading close to its market value in CPALL, ignoring CPF's profitable operations.



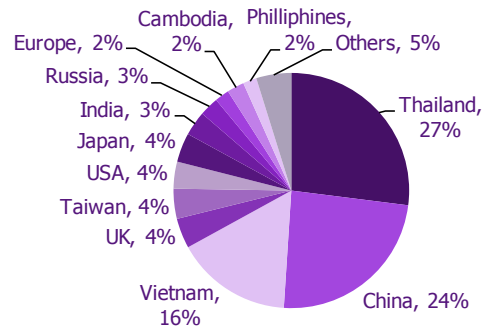
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: CPF's sales breakdown by production base



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: CPF's sales breakdown by market base



Source: SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary (price as of Feb 21, 2020)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
CPF	Buy	29.75	36.0	23.4	17.2	15.0	13.9	111	15	8	1.1	1.1	1.0	7	8	8	2.4	2.4	2.4	10.8	10.1	9.9
GFPT	Neutral	11.30	14.0	26.1	11.5	12.8	11.3	7	(10)	13	1.0	1.0	0.9	9	8	8	2.3	2.3	2.3	6.0	6.4	5.9
TU	Neutral	15.90	17.0	10.6	14.5	14.5	13.7	30	0	6	1.5	1.4	1.3	11	10	10	3.0	3.6	3.8	11.4	11.7	11.1
Average					14.4	14.1	13.0	49	2	9	1.2	1.1	1.1	9	9	9	2.5	2.8	2.8	9.4	9.4	9.0

Source: SCBS Investment Research



แค่ชะลอตัว แต่จะกลับมาเติบโต

การดำเนินงานของ MINT (โดยเฉพาะในยุโรปและประเทศไทย) ได้รับผลกระทบจากการระบาดใหญ่ของไวรัสโควิด-19 ที่ส่งผลให้หลายๆ ประเทศออกคำสั่งจำกัดการเดินทางไปต่างประเทศและกิจกรรมในประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการแพร่กระจายเชื้อไวรัสดังกล่าว กำไรปี 2563 ของ MINT จะปรับตัวลดลงอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ แต่เรามองว่าการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และกำไรที่แน่นั้นเป็นผลกระทบในระยะสั้น ซึ่งกำไรจะปรับตัวดีขึ้นเมื่อสถานการณ์ดีขึ้น เรายังคงขอบ่งชี้พื้นฐานที่ดีของ MINT ในฐานะที่เป็นผู้ประกอบการโรงแรมระดับโลกที่มีแนวโน้มเติบโตผ่านทาง การผนึกพลังระหว่างพอร์ตโฟลิโอโรงแรมขนาดใหญ่ของ NHH กับพอร์ตโฟลิโอโรงแรมของ MINT

การดำเนินงานได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการระบาดใหญ่ของเชื้อไวรัสโควิด-19 การดำเนินงานของ MINT ได้รับผลกระทบจากการระบาดใหญ่ของไวรัสโควิด-19 ที่ส่งผลให้หลายๆ ประเทศออกคำสั่งจำกัดการเดินทางไปต่างประเทศและกิจกรรมในประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการแพร่กระจายเชื้อไวรัสดังกล่าว ในประเทศไทย (26% ของรายได้ และ 20% ของกำไรสุทธิปี 2562) รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ของธุรกิจโรงแรมลดลง 30-40% YoY ในเดือนก.พ. และคาดว่าจะแยลงอีกในเดือนมี.ค.-เม.ย. ธุรกิจอาหารจะได้รับผลกระทบจากมาตรการของรัฐบาลในการปิดศูนย์การค้าตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค.-12 เม.ย. 2563 NH Hotel Group (NHH, 51% ของรายได้ และ 59% ของกำไรสุทธิปี 2562) ซึ่งมีฐานอยู่ในยุโรปก็กำลังเผชิญกับสถานการณ์ที่ยากลำบากเนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 เพิ่มขึ้นมาอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในอิตาลี (19% ของรายได้ของ NHH) และสเปน (27%)

กำไรจะลดลงในปี 2563 เป็นผลกระทบระยะสั้น ในสถานการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ความต้องการเดินทางลดลงเพราะการระบาดใหญ่ของเชื้อไวรัสโควิด-19 MINT จะมุ่งเน้นควบคุมต้นทุน โดยจะพยายามลดค่าใช้จ่ายพนักงานล่วงเวลา และให้พนักงานลาโดยสมัครใจโดยไม่รับค่าจ้าง เราคาดว่ากำไรของ MINT จะชะลอตัวลงอย่างไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้ โดยเราคาดว่ากำไรจะลดลง 33% ในปี 2563 อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่ากำไรที่อ่อนแอที่เป็นผลกระทบระยะสั้น และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับมาเติบโตที่ 37% ในปี 2564

MINT เป็นผู้ประกอบการโรงแรมระดับโลก เรายังคงขอบ่งชี้พื้นฐานที่ดีของ MINT ในฐานะที่เป็นผู้ประกอบการโรงแรมระดับโลกที่ประกอบธุรกิจโรงแรม 535 แห่ง ด้วยจำนวนห้องพักมากกว่า 78,000 ห้อง ทั่วโลก ซึ่งจะทำให้ MINT ได้รับประโยชน์จากการเติบโตของเศรษฐกิจและการท่องเที่ยวทั่วโลกในระยะยาว เราเห็นแนวโน้มเติบโตจากการผนึกพลังระหว่างพอร์ตโฟลิโอโรงแรมขนาดใหญ่ของ NHH กับพอร์ตโฟลิโอโรงแรมของ MINT ผ่านทางการใช้ฐานลูกค้าให้เป็นประโยชน์และโอกาสในการเพิ่มอัตรากำไร; อัตรากำไรสุทธิของ NHH อยู่ที่ ~5% ซึ่งยังคงต่ำกว่าอัตรากำไรสุทธิสำหรับธุรกิจโรงแรมของ MINT เองที่ ~10%

รอสถานการณ์การแพร่ระบาดคลี่คลาย ราคาหุ้น MINT ปรับตัวลดลงมาแล้ว 62% YTD แยกจาก SET ที่ปรับตัวลดลง 35% จากความกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 โดยเฉพาะหุ้นในอุตสาหกรรมท่องเที่ยวซึ่งเป็นธุรกิจหลักของ MINT เรายังมองว่า PB valuation น่าจะเหมาะสมกว่าวิธีอื่นๆ ท่ามกลางแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและกำไรที่ไม่แน่นอน หุ้น MINT ซื้อขายที่ PB ปี 2563 ระดับ 0.7 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับวิกฤตปี 2552 ที่ PB 1.5 เท่า อย่างมาก และเมื่อมองในมุมของสถิติการดำเนินงาน ขณะนี้ MINT มีการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นมากด้วยจำนวนห้องพักมากกว่า 78,000 ห้อง เมื่อเทียบกับปี 2552 ที่มีเพียงแค่ราว 3,500 ห้อง สะท้อนว่าราคาหุ้นได้สะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาด (มีผลกระทบต่อช่วงสั้น) ไปค่อนข้างมากแล้ว เราเชื่อว่าปัจจัยพื้นฐานที่ดีของ MINT จะช่วยสนับสนุนให้การดำเนินงานและกำไรปรับตัวดีขึ้นเมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดอยู่ภายใต้การควบคุมและมีแนวโน้มที่ดีขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	74,938	118,779	98,715	115,786	120,937
EBITDA	(Btmn)	15,366	21,277	18,266	20,641	21,891
Core profit	(Btmn)	5,728	7,060	4,700	6,441	7,329
Reported profit	(Btmn)	4,508	10,698	4,700	6,441	7,329
Core EPS	(Bt)	1.24	1.53	1.02	1.39	1.59
DPS	(Bt)	0.40	0.50	0.41	0.56	0.63
P/E, core	(x)	11.0	9.0	13.5	9.8	8.6
EPS growth, core	(%)	1.7	23.3	(33.4)	37.0	13.8
P/BV, core	(x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE	(%)	8.6	8.4	5.4	7.1	7.7
Dividend yield	(%)	2.9	3.6	3.0	4.1	4.6
FCF yield	(%)	(119.8)	17.4	3.4	12.3	13.0
EV/EBIT	(x)	18.4	13.1	17.5	13.9	12.1
EBIT growth, core	(%)	36.0	28.2	(25.1)	21.9	10.5
EV/CE	(x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROCE	(%)	2.4	3.2	2.4	2.9	3.3
EV/EBITDA	(x)	11.5	7.6	8.9	7.6	6.9
EBITDA growth	(%)	37.0	38.5	(14.2)	13.0	6.1

Source: SCBS Investment Research

ดูข้อมูลงานสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

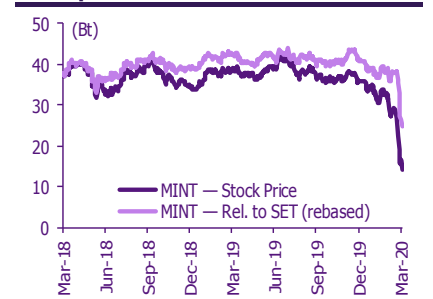
ชื่อ

Stock data

Last close (Mar 24) (Bt)	13.70
12-m target price (Bt)	36.00
Upside (Downside) to TP (%)	162.77
Mkt cap (Btbn)	63.28
Mkt cap (US\$mn)	1,931

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.57
Sector % SET	0.56
Shares issued (mn)	4,619
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	42.8 / 13.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.46
Foreign limit / actual (%)	49 / 32
Free float (%)	61.5
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(52.8)	(61.7)	(64.4)
Relative to SET	(34.2)	(41.9)	(43.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	36.00
12-month dividend	(Bt)	0.41
Capital gain	(%)	162.77
Dividend yield	(%)	2.97
Total return	(%)	165.74

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีญช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	42,345	51,152	55,001	74,938	118,779	98,715	115,786	120,937
Cost of goods sold	(Btmn)	17,781	21,615	22,646	32,767	63,927	50,219	63,814	65,912
Gross profit	(Btmn)	24,564	29,537	32,355	42,171	54,852	48,497	51,972	55,025
SG&A	(Btmn)	21,386	25,911	27,833	35,604	46,269	42,195	44,158	46,182
Other income	(Btmn)	2,227	3,229	2,568	3,074	3,780	2,961	3,474	3,628
Interest expense	(Btmn)	1,301	1,606	1,757	2,869	4,081	4,127	4,070	4,058
Pre-tax profit	(Btmn)	4,104	5,249	5,333	6,772	8,282	5,137	7,218	8,414
Corporate tax	(Btmn)	411	1,032	787	1,289	1,753	1,027	1,444	1,683
Equity a/c profits	(Btmn)	1,057	592	1,074	488	828	691	903	847
Minority interests	(Btmn)	(94)	(219)	(205)	(244)	(296)	(100)	(237)	(249)
Core profit	(Btmn)	4,655	4,590	5,415	5,728	7,060	4,700	6,441	7,329
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,385	2,000	-	(1,220)	3,638	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	7,040	6,590	5,415	4,508	10,698	4,700	6,441	7,329
EBITDA	(Btmn)	8,499	10,705	11,220	15,366	21,277	18,266	20,641	21,891
Core EPS (Bt)	(Btmn)	1.06	1.04	1.22	1.24	1.53	1.02	1.39	1.59
Net EPS (Bt)	(Bt)	1.60	1.50	1.22	0.98	2.32	1.02	1.39	1.59
DPS (Bt)	(Bt)	0.35	0.35	0.40	0.40	0.50	0.41	0.56	0.63

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	19,823	17,031	21,530	37,975	38,599	44,551	47,591	48,922
Total fixed assets	(Btmn)	35,014	48,699	51,376	133,047	123,129	123,448	123,416	123,035
Total assets	(Btmn)	98,382	108,453	119,100	268,081	254,184	259,134	260,821	260,732
Total loans	(Btmn)	45,443	49,812	50,145	126,858	112,346	118,872	112,461	107,322
Total current liabilities	(Btmn)	13,580	18,009	16,603	43,653	35,592	31,128	34,089	34,573
Total long-term liabilities	(Btmn)	41,350	41,999	44,832	109,239	102,386	108,980	103,841	98,872
Total liabilities	(Btmn)	61,670	67,656	68,596	185,780	168,316	170,446	168,269	163,783
Paid-up capital	(Btmn)	4,402	4,410	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619
Total equity	(Btmn)	36,711	40,797	50,504	82,301	85,868	88,688	92,552	96,949
BVPS (Bt)	(Bt)	8.34	9.27	11.37	17.82	18.59	19.20	20.04	20.99

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	4,655	4,590	5,415	5,728	7,060	4,700	6,441	7,329
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,095	3,850	4,130	5,725	8,914	9,002	9,352	9,420
Operating cash flow	(Btmn)	2,383	6,494	6,585	7,360	14,766	10,167	15,752	16,235
Investing cash flow	(Btmn)	(13,156)	(9,145)	(11,689)	(83,145)	(3,781)	(8,000)	(8,000)	(8,000)
Financing cash flow	(Btmn)	9,294	3,003	6,156	82,971	(11,357)	4,646	(8,988)	(8,071)
Net cash flow	(Btmn)	(1,479)	353	1,052	7,186	(373)	6,813	(1,236)	164

Key Financial Ratios

FY December 31		2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	58.0	57.7	58.8	56.3	46.2	49.1	44.9	45.5
Operating margin	(%)	7.5	7.1	8.2	8.8	7.2	6.4	6.7	7.3
EBITDA margin	(%)	20.1	20.9	20.4	20.5	17.9	18.5	17.8	18.1
EBIT margin	(%)	8.5	7.8	7.9	7.0	5.2	4.1	4.8	5.4
Net profit margin	(%)	16.6	12.9	9.8	6.0	9.0	4.8	5.6	6.1
ROE	(%)	14.0	11.8	11.9	8.6	8.4	5.4	7.1	7.7
ROA	(%)	5.4	4.4	4.8	3.0	2.7	1.8	2.5	2.8
Net D/E	(x)	1.1	1.1	0.9	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
Interest coverage	(x)	6.5	6.7	6.4	5.4	5.2	4.4	5.1	5.4
Debt service coverage	(x)	1.6	1.1	1.6	0.7	1.5	1.3	1.6	1.8
Payout Ratio	(%)	21.9	23.4	32.8	41.0	21.6	40.0	40.0	40.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Owned hotels									
Occupancy rate	(%)	66.0	63.0	62.0	77.0	72.3	57.2	71.5	72.2
ARR	(Bt/room/night)	6,553	5,811	6,228	6,307	3,910	3,690	3,704	3,815
ARR growth	(%)	(6.8)	(11.3)	7.2	1.3	(38.0)	(5.6)	0.4	3.0
RevPar	(Bt/room/night)	4,293	3,653	3,865	4,872	2,826	2,111	2,649	2,756
RevPar growth	(%)	3.0	(14.9)	5.8	26.1	(42.0)	(25.3)	25.5	4.0
No. of owned rooms	rooms	5,387	7,118	7,039	7,063	54,255	55,142	56,534	56,534
Growth	(%)	95.7	32.1	(1.1)	0.3	668.2	1.6	2.5	0.0
QSR business									
SSS	(%)	(0.2)	1.3	(0.8)	(3.3)	(3.0)	(3.5)	1.5	1.5
No. of outlets	(outlets)	1,851	1,996	2,064	2,270	2,377	2,477	2,577	2,677

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total revenue	(Btmn)	15,337	13,767	15,056	30,778	27,613	30,675	28,755	31,736
Cost of goods sold	(Btmn)	6,493	5,964	6,316	13,994	15,606	16,356	14,805	17,160
Gross profit	(Btmn)	8,845	7,803	8,739	16,784	12,007	14,318	13,950	14,576
SG&A	(Btmn)	7,320	7,188	7,511	13,585	11,238	11,067	11,764	12,198
Other income	(Btmn)	583	1,098	723	670	1,033	734	772	1,241
Interest expense	(Btmn)	422	493	694	1,259	1,032	1,069	951	1,029
Pre-tax profit	(Btmn)	1,686	1,220	1,257	2,609	771	2,915	2,006	2,590
Corporate tax	(Btmn)	145	196	284	663	277	666	569	241
Equity a/c profits	(Btmn)	225	75	111	77	202	(15)	(28)	669
Minority interests	(Btmn)	(46)	(14)	(63)	(120)	(63)	(134)	8	(108)
Core profit	(Btmn)	1,719	1,084	1,020	1,904	633	2,100	1,417	2,909
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	121	0	(1,341)	(50)	(314)	3,143	859
Net Profit	(Btmn)	1,719	1,205	1,020	563	583	1,786	4,560	3,768
EBITDA	(Btmn)	3,215	2,836	3,079	6,236	4,070	6,270	5,197	5,741
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.37	0.23	0.22	0.41	0.14	0.45	0.31	0.63
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.37	0.26	0.22	0.12	0.13	0.39	0.99	0.82

Balance Sheet (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Total current assets	(Btmn)	20,635	19,633	20,629	37,975	39,261	37,537	37,684	38,599
Total fixed assets	(Btmn)	50,668	50,967	49,610	133,047	130,643	129,728	120,056	123,129
Total assets	(Btmn)	116,785	145,836	159,035	268,081	264,997	260,552	249,035	254,184
Total loans	(Btmn)	47,900	79,338	77,825	126,858	125,944	124,604	112,057	112,346
Total current liabilities	(Btmn)	18,429	22,696	24,630	43,653	44,721	47,122	38,899	35,592
Total long-term liabilities	(Btmn)	40,892	67,035	64,484	109,239	107,410	102,491	98,344	102,386
Total liabilities	(Btmn)	66,084	96,559	95,538	185,780	183,051	180,193	166,270	168,316
Paid-up capital	(Btmn)	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619	4,619
Total equity	(Btmn)	50,701	49,278	63,498	82,301	81,946	80,359	82,765	85,868
BVPS (Bt)	(Bt)	10.98	10.67	13.75	17.82	17.74	17.40	17.92	18.59

Cash Flow Statement (Btmn)

FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Core Profit	(Btmn)	1,719	1,084	1,020	1,904	633	2,100	1,417	2,909
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,106	1,123	1,128	2,367	2,267	2,286	2,239	2,122
Operating cash flow	(Btmn)	1,670	353	647	4,690	3,148	3,008	4,275	4,335
Investing cash flow	(Btmn)	(896)	(28,514)	(15,001)	(38,734)	(3,425)	(3,132)	6,268	(3,491)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,150)	26,627	15,313	42,181	1,628	(1,653)	10,724	(22,057)
Net cash flow	(Btmn)	(376)	(1,534)	959	8,137	1,351	(1,777)	21,267	(21,213)

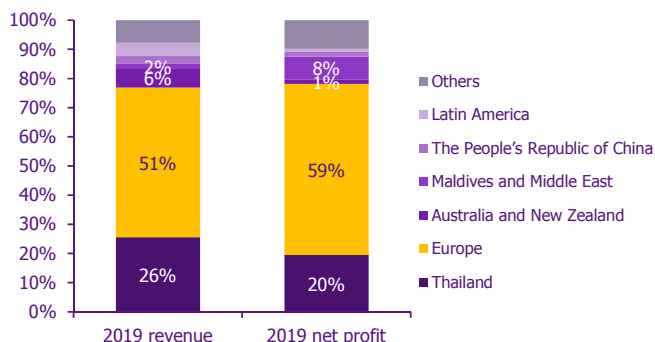
Key Financial Ratios

FY December 31		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Gross margin	(%)	57.7	56.7	58.0	54.5	43.5	46.7	48.5	45.9
Operating margin	(%)	9.9	4.5	8.2	10.4	2.8	10.6	7.6	7.5
EBITDA margin	(%)	21.0	20.6	20.5	20.3	14.7	20.4	18.1	18.1
EBIT margin	(%)	13.7	12.4	13.0	12.6	6.5	13.0	10.3	11.4
Net profit margin	(%)	11.2	8.8	6.8	1.8	2.1	5.8	15.9	11.9
ROE	(%)	14.8	12.5	9.7	8.6	3.8	8.4	7.6	8.4
ROA	(%)	6.1	4.4	3.8	3.0	1.3	2.7	2.7	2.7
Net D/E	(x)	0.8	1.5	1.2	1.4	1.4	1.4	1.2	1.2
Interest coverage	(x)	7.6	5.7	4.4	5.0	3.9	5.9	5.5	5.6
Debt service coverage	(x)	1.5	0.8	0.8	1.1	0.7	1.0	1.2	1.6

Main Assumptions

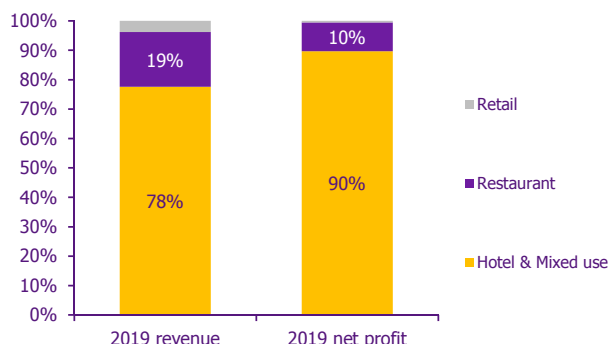
FY December 31	Unit	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
Owned hotels									
Occupancy rate	(%)	60.0	64.0	74.0	71.0	65.0	74.0	74.0	70.0
ARR	(Bt/room/night)	7,314	5,556	6,152	3,998	3,748	4,109	3,769	3,736
ARR growth	(%)	7.7	0.7	0.9	(39.6)	(48.8)	(26.0)	(38.7)	(6.6)
RevPar	(Bt/room/night)	4,400	3,568	4,533	2,831	2,444	3,053	2,773	2,631
RevPar growth	(%)	12.6	3.6	7.8	(27.1)	(44.5)	(14.4)	(38.8)	(7.1)
No. of owned rooms	rooms	7,063	7,063	18,976	19,152	19,152	19,141	19,230	19,932
Growth	(%)	(0.8)	0.2	169.6	172.1	171.2	171.0	1.3	4.1
QSR business									
SSS	(%)	(1.8)	(3.1)	(3.8)	(4.3)	(4.0)	(3.6)	(3.7)	(0.7)
No. of outlets	(outlets)	2,085	2,130	2,174	2,270	2,254	2,268	2,297	2,377

Figure 1: MINT's revenue breakdown by location



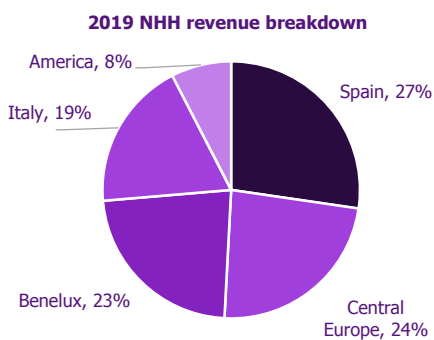
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown by business



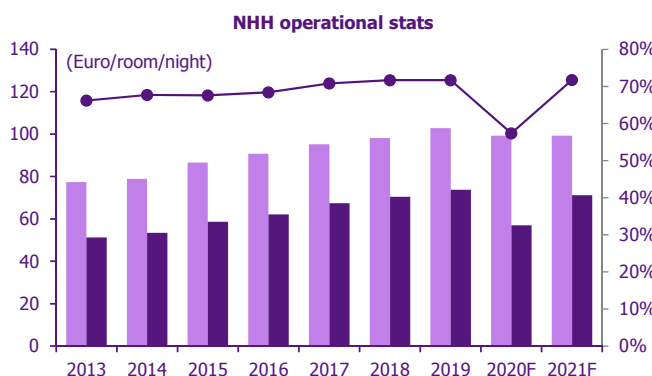
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: NHH revenue breakdown



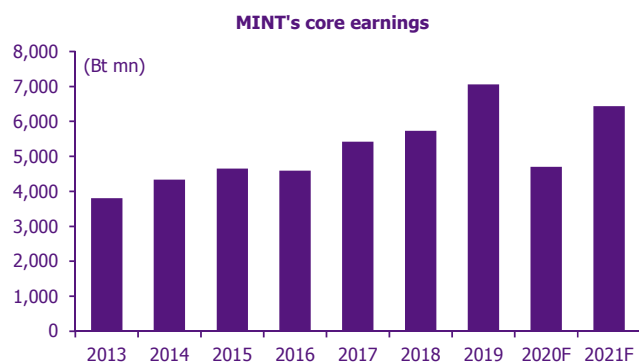
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: NHH operation forecast



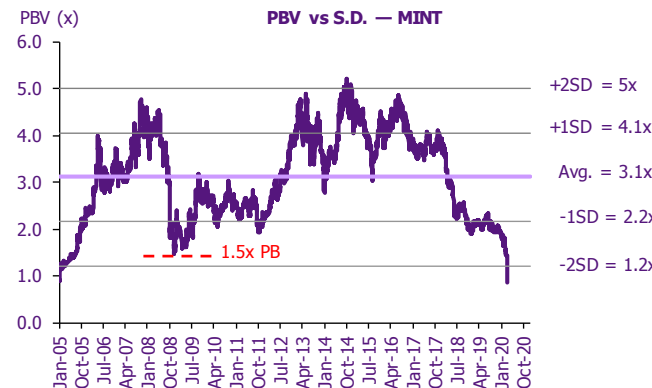
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: MINT's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: MINT is trading below 2009's crisis level



Source: SET and SCBS Investment Research



ถูกกดดันให้แตะเบรก

การระบาดใหญ่ของเชื้อไวรัสโควิด-19 เป็นสาเหตุทำให้อุปทานและอุปสงค์รถยนต์ผันผวนทั่วโลก ซึ่งเป็นผลกระทบซ้ำเติมต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ที่ได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าก่อนหน้านี้แล้ว เรามีมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มยานยนต์ เนื่องจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นลบจะกดดันให้กำไรปรับตัวลดลง ท่ามกลางสถานการณ์ที่ยากลำบากเช่นนี้ เรามองว่าปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์อยู่รอดต่อไปได้ คือ ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง เราปรับคำแนะนำสำหรับ SAT และ STANLY ลงสู่ "Neutral" และคงคำแนะนำ "ขาย" AH และ PCSGH

โควิด-19 ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมยานยนต์ทั่วโลก การระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ซึ่งเริ่มขึ้นในเดือนธ.ค. 2562 ขยายวงกว้างออกไปอย่างรวดเร็ว และเป็นสาเหตุทำให้อุปทานและอุปสงค์รถยนต์ผันผวนทั่วโลก ผู้ผลิตรถยนต์และผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์บางรายในพื้นที่ที่มีความเสี่ยงสูง เช่น จีน เกาหลีใต้ และสหรัฐฯ ปิดโรงงานเป็นการชั่วคราว โดยมีสาเหตุมาจากการขาดแคลนชิ้นส่วนวัตถุดิบ และเพื่อความปลอดภัยของพนักงาน เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาดส่งผลกระทบต่อความต้องการซื้อรถยนต์ ซ้ำเติมอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ได้รับผลกระทบอยู่แล้วจากความกังวลเกี่ยวกับสงครามการค้า

การผลิตรถยนต์ในประเทศไทยอ่อนแอ ณ ปัจจุบัน ในประเทศไทยยังไม่มีมีการปิดโรงงานอย่างเป็นทางการสำหรับผู้ผลิตรถยนต์และผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์จากผลกระทบของเชื้อไวรัสโควิด-19 อย่างไรก็ตาม การผลิตปรับตัวลดลงตามอุปสงค์ที่อ่อนแอ ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยลดลง 18% YoY ในเดือนก.พ. โดยมีแนวโน้มปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่ 4Q62 ยอดขายรถยนต์ในประเทศเดือนก.พ. ลดลง 17% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากมาตรการในการปล่อยสินเชื่อรถยนต์ที่เข้มงวดมากขึ้น และความกังวลเกี่ยวกับการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และยอดส่งออกรถยนต์ลดลง 5% YoY ทั้งนี้สำหรับปี 2563 เราคาดว่ายอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะลดลง 13% YoY สู 1.76 ล้านคัน โดยประกอบด้วยยอดขายรถยนต์ในประเทศที่ลดลง 15% YoY และยอดส่งออกรถยนต์ที่ลดลง 10% YoY เราคาดว่าความไม่แน่นอนของสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 และแนวโน้มเศรษฐกิจจะสร้างแรงกดดันอย่างต่อเนื่องต่อความต้องการซื้อสินค้าฟุ่มเฟือย เช่น รถยนต์

ค่ากำไรของผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ลดลงในปี 2563 เราปรับประมาณการกำไรปี 2563-64 และราคาเป้าหมายของผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ภายใต้การวิเคราะห์ของเราลดลง โดยปัจจุบันเราคาดว่ากำไรปี 2563 ของกลุ่มยานยนต์จะลดลงเฉลี่ย 55% เพราะถูกจู่โจมโดยยอดผลิตรถยนต์ที่ลดลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อยอดขายและอัตรากำไร ในขณะที่เราคาดว่ากำไรจะมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในปี 2564 แต่จะมาจากฐานต่ำในปี 2563 เป็นหลัก โดยใช้สมมติฐานว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 อยู่ภายใต้การควบคุม เราคิดว่าการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วในลักษณะ V-shape นั้นเป็นไปได้ยาก เนื่องจากรถยนต์เป็นสินค้าฟุ่มเฟือย และจะยังคงถูกกดดันจากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจและสงครามการค้า

มีมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มยานยนต์ เรามีมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มยานยนต์ โดยมีสาเหตุมาจากภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นลบและกำไรที่อ่อนแอในปี 2563 ดังนั้นเราจึงปรับคำแนะนำสำหรับ SAT และ STANLY ลงสู่ "Neutral" (จาก "ซื้อ") และคงคำแนะนำ "ขาย" AH และ PCSGH ท่ามกลางสถานการณ์ที่ไม่แน่นอน ปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้ผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์อยู่รอดต่อไปได้ คือ ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง (ถือครองเงินสดสุทธิ) และความสามารถในการทำกำไรที่สูงกว่าบริษัทอื่นๆ พร้อมกับกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง (พบได้ใน SAT และ STANLY) สำหรับ AH และ PCSGH ความกังวลของเรา คือ ขาดทุนจากธุรกิจในตลาดต่างประเทศซึ่งจะเป็นปัจจัยสำคัญที่จู่โจมกำไรในปี 2563

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 21F
AH	Sell	6.2	5.0	(13.3)	8.6	5.3	0.3
PCSGH	Sell	5.0	4.0	(16.8)	130.3	21.8	1.6
SAT	Neutral	7.4	10.0	50.0	5.6	4.6	0.4
STANLY	Neutral	125.5	140.0	16.2	8.0	6.5	0.5
Average					69.4	13.5	0.9

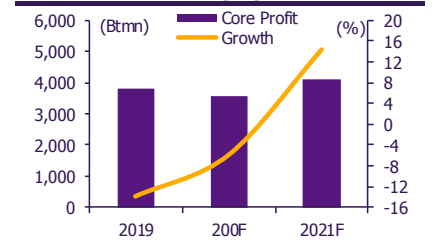
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	(50.8)	(55.1)	(67.2)	(31.5)	(31.8)	(48.2)
PCSGH	(11.5)	(16.0)	(26.5)	23.2	27.5	16.1
SAT	(47.9)	(52.9)	(58.9)	(27.4)	(28.5)	(35.2)
STANLY	(18.0)	(30.9)	(44.7)	14.2	4.9	(12.7)

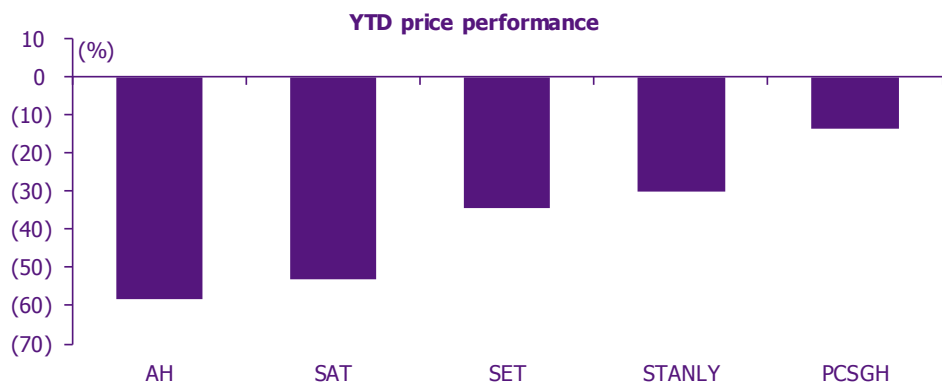
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance ของกลุ่มยานยนต์ชะลอลง



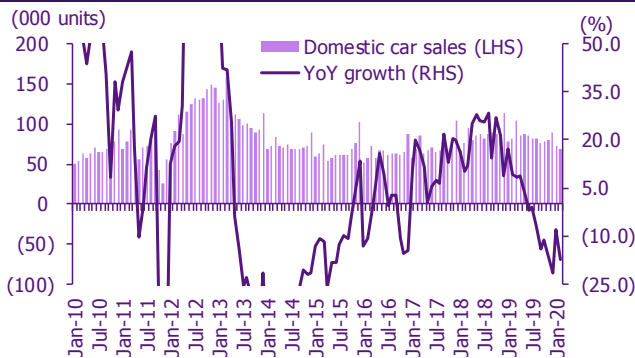
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีณช ปิยะเกรียงไกร

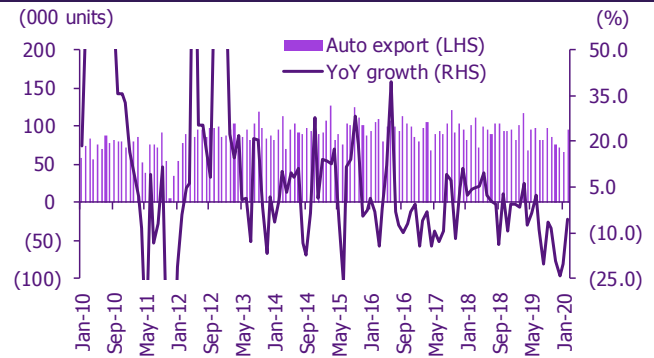
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Domestic car sales



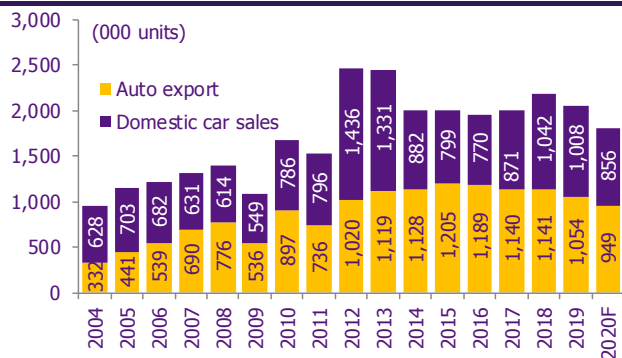
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai auto exports



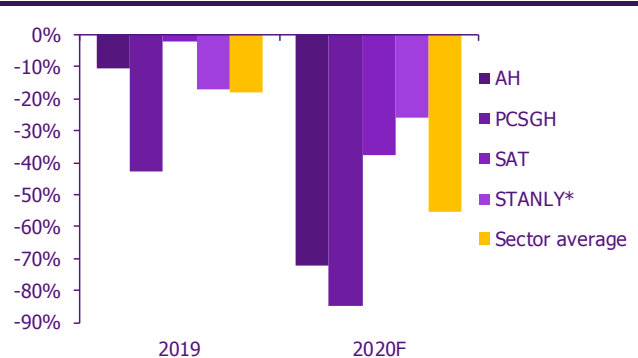
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai auto production forecast



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 4: Earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

*STANLY is FY2021F

Figure 5: Core earnings revision and growth forecast

Core earnings (Bt mn)	2020F			2021F			Core earnings growth	
	Previous	Revised	% chg	Previous	Revised	% chg	2020F	2021F
AH	448	232	-48%	570	381	-33%	-72%	64%
PCSGH	540	59	-89%	601	350	-42%	-85%	498%
SAT	724	558	-23%	857	675	-21%	-38%	21%
STANLY*	1,596	1,205	-25%	1,814	1,470	-19%	-26%	22%
Sector average							-55%	151%

Source: SCBS Investment Research

*STANLY is FY2021-22F

Figure 7: TP revision

	Rating	Previous	Revised	% chg	Valuation method
AH	Sell (maintained)	11.0	5.0	-55%	7x PE, -1.5SD of historical average
PCSGH	Sell (maintained)	5.3	4.0	-25%	15x PE, -1SD of historical average
SAT	Neutral (from Buy)	17.0	10.0	-41%	8x PE, -1SD of historical average
STANLY	Neutral (from Buy)	195.0	140.0	-28%	8x PE, -1SD of historical average

Source: SCBS Investment Research

Figure 8: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AH	Sell	6.20	5.0	(13.3)	2.4	8.6	5.3	(11)	(72)	64	0.3	0.3	0.2	11	3	5	5.8	3.7	6.1	5.5	5.9	5.9
PCSGH	Sell	5.00	4.0	(16.8)	19.5	130.3	21.8	(42)	(85)	498	1.6	1.6	1.5	8	1	7	6.0	0.5	3.2	6.6	10.1	6.6
SAT	Neutral	7.35	10.0	50.0	3.5	5.6	4.6	(2)	(38)	21	0.4	0.4	0.4	13	8	9	18.4	11.5	13.9	0.7	0.4	0.0
STANLY	Neutral	125.50	140.0	16.2	5.9	8.0	6.5	(17)	(26)	22	0.6	0.5	0.5	10	7	8	5.1	3.7	4.6	1.6	1.9	1.3
Average					7.8	38.1	9.6	(18)	(55)	151	0.7	0.7	0.7	10	5	7	8.8	4.9	7.0	3.6	4.6	3.4

Source: SCBS Investment Research



สู้ภัยโควิด-19

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของผู้ประกอบการสายการบินจะปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2563 เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบทำให้ความต้องการเดินทางปรับตัวลดลงอย่างมาก แม้ราคาหุ้นสายการบินร่วงลงมาแล้วถึง 59% YTD นับตั้งแต่ไวรัสโควิด-19 เริ่มระบาด แต่ความเสี่ยงของอุตสาหกรรมสายการบินยังสูง โดยมีสาเหตุมาจากการแข่งขันอย่างรุนแรง เราแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงกลุ่มสายการบิน และเลือกหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีอย่าง AOT MINT ERW และ เพื่อเตรียมพร้อมรองรับการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย

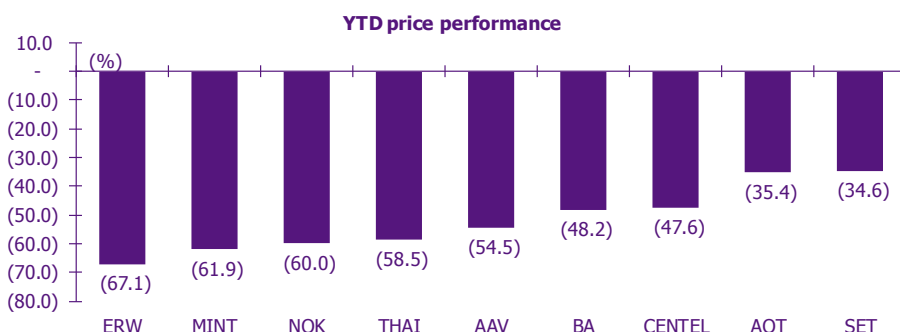
ความต้องการเดินทางได้รับผลกระทบอย่างหนัก กดดันให้ต้องลดเที่ยวบินลง การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เช่น ธุรกิจสายการบิน โดย AOT เปิดเผยว่าจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศลดลงถึง 37% YoY ในเดือนก.พ. และต่อจากนั้นก็รายงานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศในวันที่ 1-21 มี.ค. ลดลงถึง 65% YoY เนื่องจากการระบอบอย่างรวดเร็วของไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้ประเทศต่างๆ ทั่วโลกประกาศใช้มาตรการเฝ้าระวังและจำกัดการเดินทางไปต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการแพร่กระจายของเชื้อไวรัสโควิด-19 สายการบินต่างๆ พยายามลดผลกระทบด้วยการลดเที่ยวบิน เช่น ไทยแอร์เอเชียระงับเที่ยวบินระหว่างประเทศทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค.-25 เม.ย. 2563 และบางกอกแอร์เวย์ระงับเที่ยวบินระหว่างประเทศทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค. จนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลง ไทยไลอ้อนแอร์ระงับเที่ยวบินในประเทศและระหว่างประเทศทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 25 มี.ค.-1 พ.ค. 2563

มาตรการช่วยเหลือ เมื่อวันที่ 4 ก.พ. ครม.มีมติอนุมัติให้ลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันเครื่องบินสำหรับเที่ยวบินในประเทศลงจาก 4.726 บาท/ลิตร สู่ 0.2 บาท/ลิตร จนถึงวันที่ 30 ก.ย. 2563 เราประเมินได้ว่ามาตรการนี้จะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานของ AAV ได้ ~302 ลบ. (เส้นทางในประเทศคิดเป็นสัดส่วน 35% ของรายได้) และ THAI ได้ ~768 ลบ. (10%) นอกจากนี้ผู้ประกอบการสายการบินยังยื่นข้อเสนอขอให้กระทรวงคมนาคมและหน่วยงานที่เกี่ยวข้องซึ่งรวมถึง AOT ช่วยเหลือด้วยการลดค่าธรรมเนียมการขึ้นลงและจอดอากาศยาน และค่าเช่าสำนักงาน โดยจะส่งเรื่องให้ครม.พิจารณาอนุมัติ เมื่อวันที่ 18 ก.พ. AOT ได้ออกมาตรการให้ความช่วยเหลือผู้ประกอบการเชิงพาณิชย์ ณ ท่าอากาศยานที่อยู่ในการรับผิดชอบดำเนินงานของบริษัทฯ ทั้ง 6 แห่ง เนื่องจากผู้ประกอบการเหล่านี้ได้รับผลกระทบจากจำนวนลูกค้าที่ลดลงเพราะสายการบินทั่วโลกประกาศหยุดบิน มาตรการให้ความช่วยเหลือประกอบด้วย การให้ส่วนลดค่าเช่า และยกเว้นการเรียกเก็บค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำจนถึงวันที่ 31 มี.ค. 2563

ขาดทุนต่อเนื่อง จับตาข้อจำกัดด้านสภาพคล่อง ในขณะที่ AAV และ THAI จะได้รับประโยชน์จากมาตรการลดภาษีสรรพสามิตดังกล่าวข้างต้น แต่เนื่องจากโดยปกติแล้วธุรกิจสายการบินมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ ดังนั้นเราจึงมองว่ามาตรการนี้จะไม่เพียงพอชดเชยรายได้ที่อ่อนแอจากความต้องการเดินทางที่ลดลง เราคาดว่า AAV และ THAI จะรายงานขาดทุนต่อเนื่องในปี 2563 ประมาณการผลประกอบการของเราอิงกับสมมติฐานว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 สามารถควบคุมได้ใน 2H63 แต่เนื่องจากยังไม่สามารถระบุได้ว่าการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสจะอยู่ภายใต้การควบคุมเมื่อใด ทำให้เรามีความกังวลเกี่ยวกับผลการดำเนินงานของ THAI เนื่องจากบริษัทมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนสูงถึง 11.2 เท่า และคาดว่าจะประสบปัญหาขาดแคลนเงินทุน ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ Thai AirAsia อยู่ที่ 3.3 เท่า ต่ำกว่า THAI และจะมีกระแสเงินสดสุทธิ ~2.7 พันลบ. จากการทำธุรกรรมขายอากาศยานและเช่าอากาศยานกลับใน 1Q63 ซึ่งสามารถใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนได้

หลีกเลี่ยงกลุ่มสายการบิน แม้ราคาหุ้น AAV และ THAI ปรับตัวลดลงมาแล้ว 55% และ 59% YTD ตามลำดับ หลังจากพบการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แต่เรามองว่าความเสี่ยงด้านผลประกอบการยังสูง โดยมีสาเหตุมาจากการแข่งขันอย่างรุนแรง เราแนะนำให้นักลงทุนหลีกเลี่ยงกลุ่มสายการบิน เราขอหุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานดีอย่าง AOT MINT และ ERW มากกว่าสำหรับทีมอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยฟื้นตัว

Performance ที่ย้ายของหุ้นสายการบิน



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AAV	Neutral	1.0	1.8	76.5	n.m.	84.6	0.3	0.3
AOT	Neutral	48.0	70.0	47.0	41.2	28.5	4.4	4.0
THAI	Sell	2.8	3.8	33.8	n.m.	n.m.	3.0	(2.5)
Average					41.2	56.5	2.6	0.6

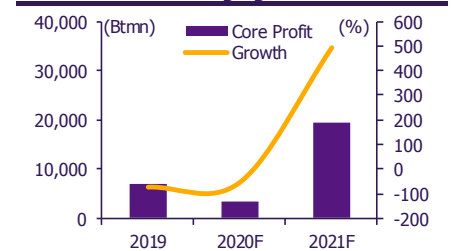
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	(28.7)	(52.3)	(75.0)	(0.7)	(27.7)	(60.5)
AOT	(25.9)	(34.5)	(29.2)	3.2	(0.6)	11.9
THAI	(36.3)	(58.5)	(76.9)	(11.4)	(37.1)	(63.5)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวี นุช ปิยะเกรียงไกร

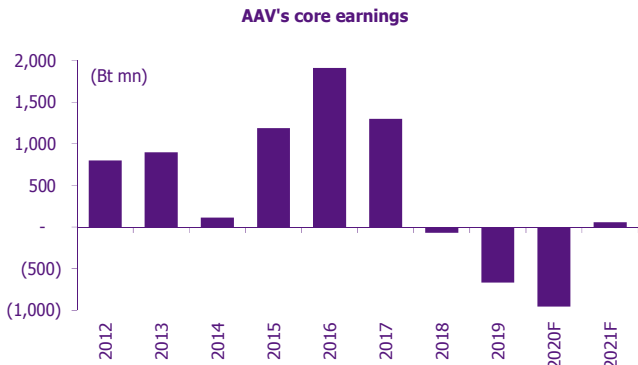
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

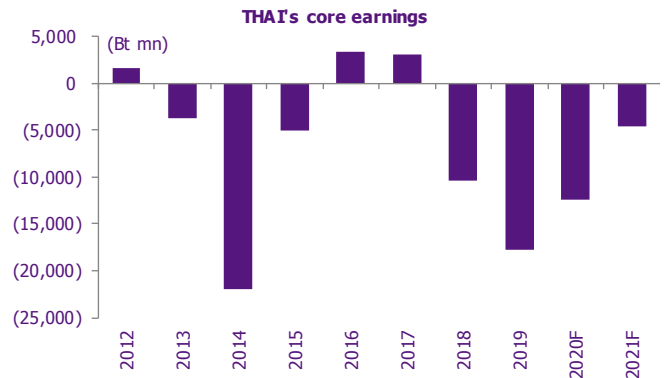
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: AAV's earnings forecast



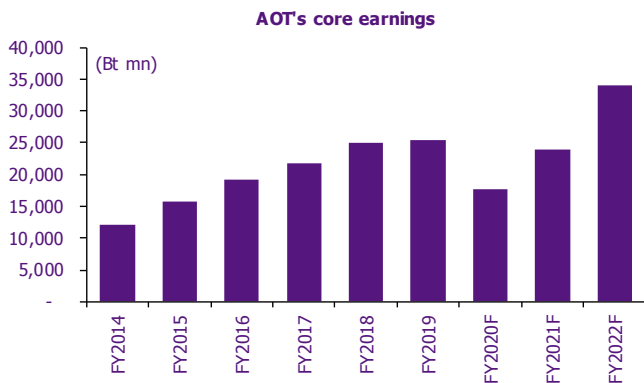
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: THAI's earnings forecast



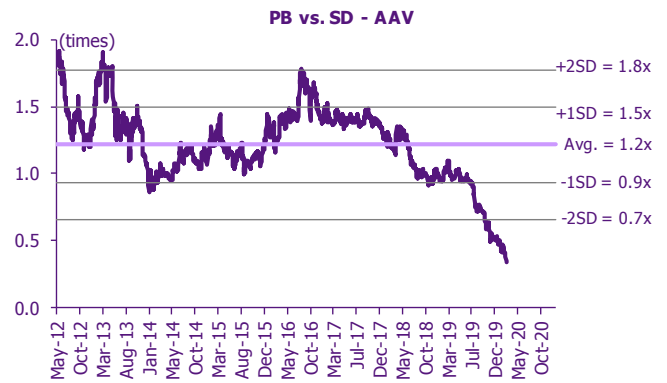
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: AOT's earnings forecast



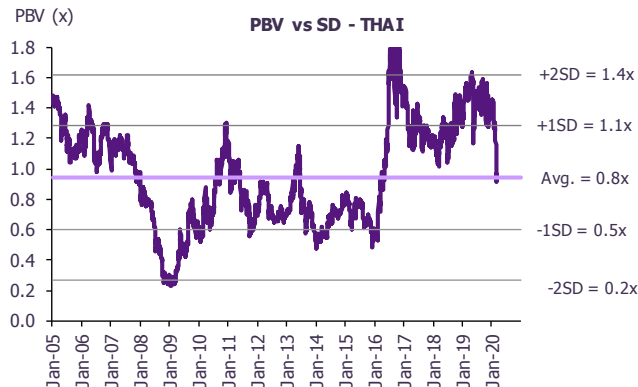
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: AAV's PB band



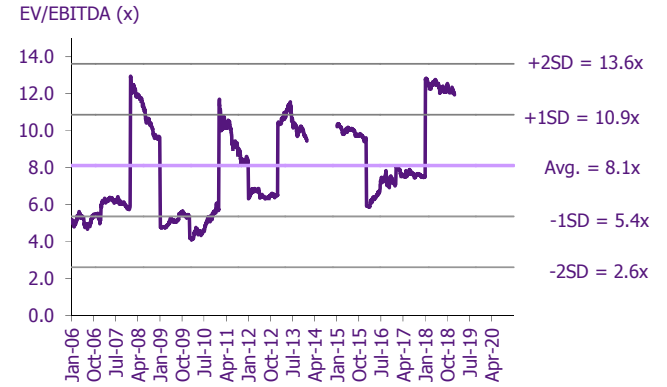
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: THAI's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: THAI's EV/EBITDA band



Source: Ministry of Tourism and Sports 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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AAV	Neutral	1.02	1.8	76.5	n.m.	n.m.	84.6	(884)	(43)	n.m.	0.2	0.3	0.3	(3)	(5)	0	0.0	0.0	0.0	35.1	10.5	7.6
AOT	Neutral	48.00	70.0	47.0	26.9	41.2	28.5	2	(35)	44	4.4	4.4	4.0	17	11	15	2.2	1.2	1.8	16.2	22.9	16.5
THAI	Sell	2.84	3.8	33.8	n.m.	n.m.	n.m.	(71)	30	63	0.5	3.0	(2.5)	(110)	(180)	1,953	0.0	0.0	0.0	27.7	14.9	7.7
Average					26.9	41.2	25.6	(318)	(16)	54	1.7	2.6	0.6	(32)	(58)	656	0.7	0.4	0.6	26.3	16.1	10.6

Source: SCBS Investment Research



โควิด-19 ส่งผลกระทบมาก แต่ไม่ใช่วิกฤติการเงิน

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2563 ของกลุ่มธนาคารลดลงโดยเฉลี่ย 9% เพื่อสะท้อนผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 โดยปรับสมมติฐานอัตราขยายตัวของสินเชื่อ และ NIM ลดลง และปรับประมาณการค่าใช้จ่ายตั้งสำรองเพิ่มขึ้น เราคาดว่าธนาคารต่างๆ จะรายงานสินเชื่อลดลง, NIM หดตัวลง, non-NII ลดลง และตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปี 2563 แม้สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อกลุ่มธนาคาร แต่สมดุลของกลุ่มธนาคารแข็งแกร่งกว่าเมื่อปี 2540 อย่างมาก ธนาคารต่างๆ จะอยู่รอดต่อไปได้ แต่ในระหว่างนี้เราแนะนำให้จับตาดูสถานการณ์ต่อไปก่อน เรายังคงเลือก BBL เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร

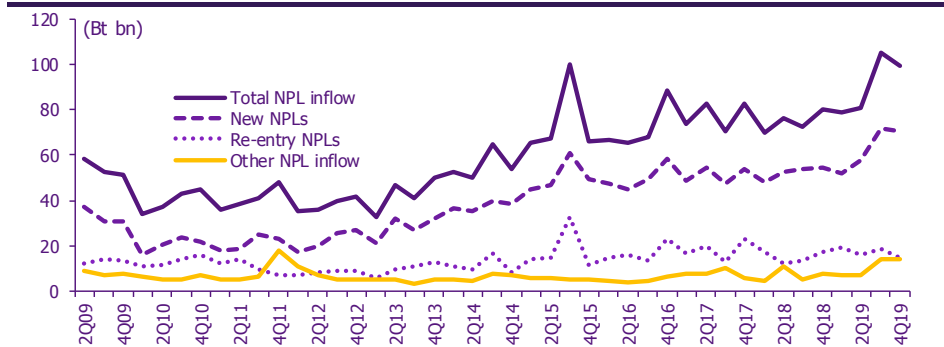
ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2563 ลดลง เพื่อสะท้อน GDP ที่หดตัวลง เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2563 ของกลุ่มธนาคารลดลงโดยเฉลี่ย 9% เพื่อสะท้อนการปรับลดคาดการณ์ GDP ปี 2563 สู่ระดับติดลบโดยนักเศรษฐศาสตร์หลายสำนักด้วยกันรวมถึง SCB EIC โดยมีสาเหตุจากการระบาดใหญ่ทั่วโลกของเชื้อไวรัสโควิด-19 SCB EIC ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ปี 2563 ลดลงจาก 1.8% สู่ -0.3% โดยใช้สมมติฐานว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะสิ้นสุดลงภายใน 3Q63 ประมาณการเดิมของเรากับการคาดการณ์ว่า GDP ปี 2563 จะขยายตัว 1-1.5% การปรับประมาณการกำไรของกลุ่มธนาคารลดลงหลักๆ เกิดจากการปรับสมมติฐานอัตราขยายตัวของสินเชื่อของกลุ่มธนาคารลดลงจาก 0% สู่ -1.6%, การปรับสมมติฐาน NIM ของกลุ่มธนาคารลดลง 8 bps (สะท้อนถึง NIM ที่หดตัวลง 20 bps) และการปรับสมมติฐาน credit cost เพิ่มขึ้นอีก 50 bps จาก 1.19% สู่ระดับเฉลี่ย 1.69% เราปรับประมาณการอัตราดอกเบี้ยของกำไรสุทธิปี 2563 ของกลุ่มธนาคารลดลงจาก -18% สู่ -27%

งบดุลที่แข็งแกร่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจซบเซา แม้แนวโน้มกำไรของกลุ่มธนาคารดูอ่อนแอลงอย่างเห็นได้ชัดมากขึ้นในทุกๆ ด้าน แต่ธนาคารต่างๆ มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมากซึ่งจะช่วยป้องกันผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจซบเซา ไม่เหมือนกับวิกฤติการเงินปี 2540 กลุ่มธนาคารมีอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) สูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 19.32% โดย 16.1% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1 ณ สิ้นปี 2562 ซึ่งสูงกว่า 9.23% (7.3% เป็นเงินกองทุนชั้นที่ 1) ณ สิ้นปี 2540 อย่างมาก นอกจากนี้ กลุ่มธนาคารก็มีอัตราส่วนเงินให้สินเชื่อต่อเงินฝาก (และเงินกู้ยืม) ที่ 92.6% ณ สิ้นปี 2562 ต่ำกว่าระดับ 134.8% ณ สิ้นปี 2540 อย่างมาก ซึ่งชี้ให้เห็นว่าธนาคารต่างๆ มีสภาพคล่องมากเกินพอ LLR coverage ของกลุ่มธนาคารที่ 154% ณ สิ้นปี 2562 สะท้อนให้เห็นว่า ธนาคารต่างๆ ที่ LLR ส่วนเกินอยู่บ้าง ซึ่งจะอยู่ในรูปของ management overlay LLR ภายใต้มาตรฐานบัญชี TFRS9 ที่สามารถนำมาใช้ได้ใภาวะเศรษฐกิจซบเซา

มีโอกาสดผลกระทบบจากภาวะเศรษฐกิจซบเซา ธปท.ผ่อนปรนเกณฑ์การจัดชั้นสินเชื่อ และเกณฑ์การตั้งสำรองจนถึงเดือนธ.ค. 2565 สำหรับสินเชื่อที่ปรับโครงสร้างแล้ว สินเชื่อที่ผ่อนปรนเงื่อนไขชำระหนี้ และสินเชื่อที่ขยายระยะเวลาชำระหนี้ออกไป สำหรับลูกค้าที่ได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจซบเซา เราเชื่อว่าการผ่อนปรนเกณฑ์ดังกล่าวจะเปิดโอกาสให้ธนาคารต่างๆ ลดผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจซบเซา การนำมาตรฐานบัญชี TFRS9 มาใช้เป็นครั้งแรกใน 1Q63 ทำให้ธนาคารมีตัวเลือกที่จะตั้งสำรองส่วนขาด (รวมผลกระทบจากโควิด-19) ในส่วนของผู้ถือหุ้น ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบต่องบกำไรขาดทุน

Valuation ถูก แต่ไม่จำเป็นต้องรีบซื้อ เราปรับราคาเป้าหมายของหุ้นในกลุ่มธนาคารลดลงโดยเฉลี่ย 18% เพื่อสะท้อนทั้งการปรับประมาณการกำไรลดลงและการปรับ PBV เป้าหมายลดลง โดยอิงกับ ROE ปี 2563 ซึ่งต่ำที่สุดนับตั้งแต่ปี 2546 เรายังคงเลือก BBL เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เพราะมี LLR coverage สูงที่สุด เราปรับคำแนะนำสำหรับ KBANK ลงสู่ "Neutral" เพราะธนาคารมีสัดส่วนเงินให้สินเชื่อแก่ SME สูงที่สุด (40% ของสินเชื่อรวม) และผลตอบแทนที่ปรับด้วยความเสี่ยงต่ำกว่าธนาคารอื่นๆ เนื่องจากยังไม่มีค่าน้ำหนักที่แน่นอนว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะสามารถควบคุมได้เมื่อใด ธนาคารต่างๆ จึงยังคงมีความเสี่ยงซบเซาหลักๆ ในแง่ของคุณภาพสินทรัพย์ แม้หุ้นธนาคารส่วนใหญ่ซื้อขายที่ valuation ถูก แต่เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงหุ้นรองจนกว่าความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวลดลง

NPL ไหลเข้า



Source: Banks and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BAY	Buy	18.1	25.0	42.4	5.9	5.1	0.5	0.4
BBL	Buy	91.0	128.0	48.4	6.0	5.4	0.4	0.4
KBANK	Neutral	79.0	97.0	29.1	7.0	5.8	0.4	0.4
KKP	Neutral	33.8	42.0	33.1	6.9	5.2	0.6	0.6
KTB	Buy	10.2	14.0	42.9	6.8	5.4	0.4	0.4
LHFG	Neutral	0.8	1.1	42.3	7.7	6.7	0.4	0.4
TCAP	Buy	29.0	42.0	58.1	4.5	5.7	0.5	0.5
TISCO	Neutral	62.5	79.0	36.6	7.8	7.0	1.3	1.2
TMB	Buy	0.7	1.1	62.6	5.5	4.3	0.3	0.3
Average					6.5	5.7	0.5	0.5

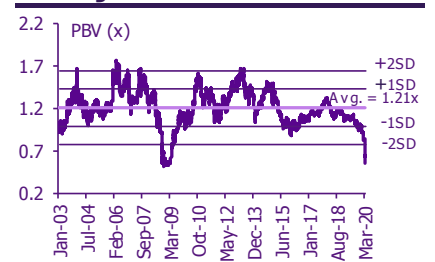
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	(31.7)	(38.1)	(51.1)	(4.9)	(6.1)	(22.8)
BBL	(34.1)	(43.3)	(56.3)	(8.2)	(14.0)	(30.9)
KBANK	(38.3)	(46.6)	(59.0)	(14.1)	(19.0)	(35.2)
KKP	(50.0)	(48.5)	(51.6)	(30.4)	(21.8)	(23.6)
KTB	(33.3)	(37.0)	(46.3)	(7.2)	(4.5)	(15.2)
LHFG	(38.2)	(39.6)	(39.6)	(13.9)	(8.3)	(4.6)
TCAP	(47.7)	(49.3)	(47.3)	(27.3)	(23.1)	(16.7)
TISCO	(39.3)	(36.1)	(29.6)	(15.5)	(3.0)	11.2
TMB	(42.6)	(57.3)	(66.0)	(20.1)	(35.2)	(46.3)

Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



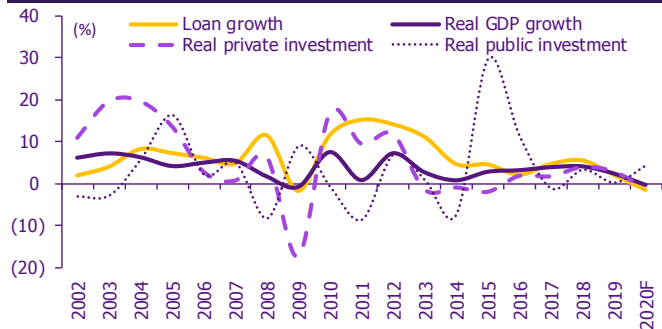
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

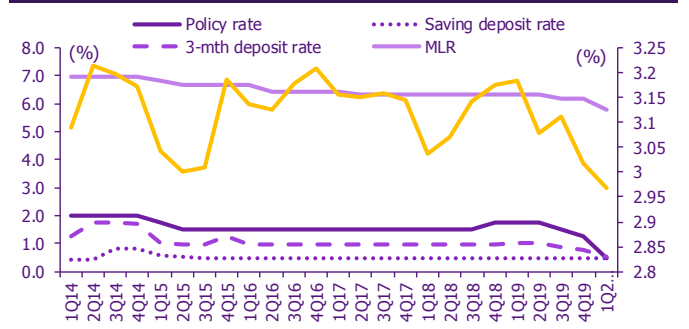
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1003
 kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



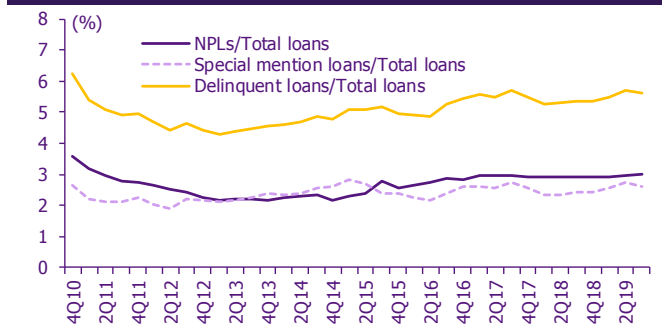
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: NIM and interest rates



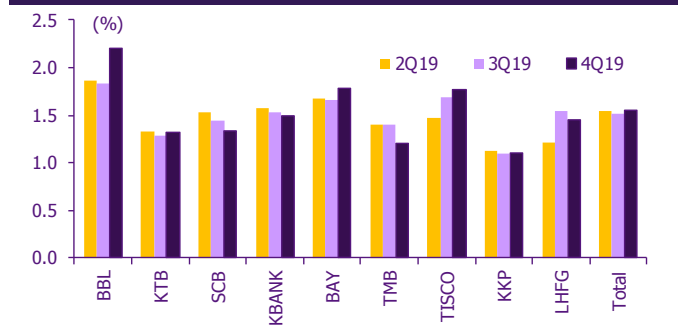
Source: Toyota (Thailand) and SCBS Investment Research

Figure 3: NPL ratio and special-mention loans



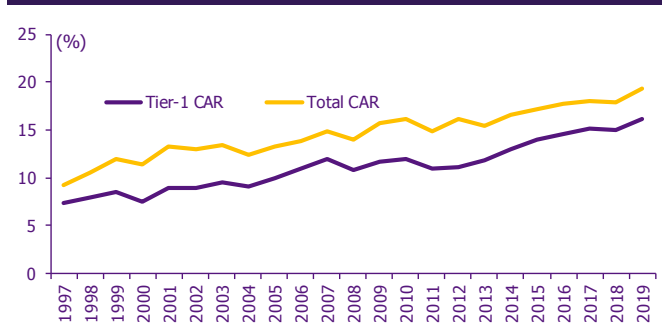
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: LLR coverage



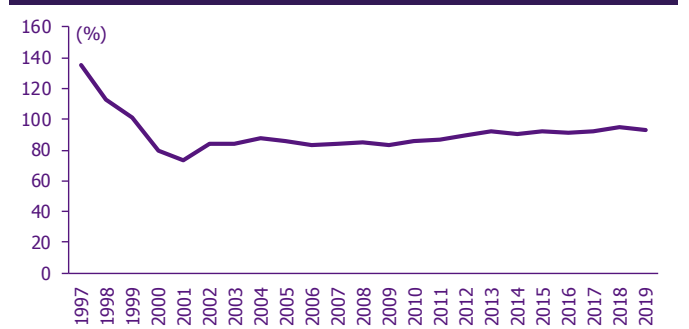
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 5: Capital adequacy ratio



Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 6: Loans to deposits (& borrowings) ratio



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 (%)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BAY	Buy	18.10	25.0	42.4	4.1	5.9	5.1	32	(31)	15	0.5	0.5	0.4	12.8	8.2	8.8	4.7	4.3	4.9
BBL	Buy	91.00	128.0	48.4	4.8	6.0	5.4	1	(19)	12	0.4	0.4	0.4	9	7	7	7.7	7.7	7.7
KBANK	Neutral	79.00	97.0	29.1	4.9	7.0	5.8	1	(30)	21	0.5	0.4	0.4	10	7	8	6.3	6.3	6.6
KKP	Neutral	33.75	42.0	33.1	4.8	6.9	5.2	(1)	(31)	32	0.7	0.6	0.6	14	9	12	12.6	8.7	11.4
KTB	Buy	10.20	14.0	42.9	4.9	6.8	5.4	3	(28)	25	0.4	0.4	0.4	9	6	7	7.4	5.6	7.0
LHFG	Neutral	0.81	1.10	42.3	5.3	7.7	6.7	3	(31)	14	0.4	0.4	0.4	8	5	6	9.9	6.5	7.4
TCAP	Buy	29.00	42.0	58.1	3.1	4.5	5.7	38	(31)	(21)	0.5	0.5	0.5	16	11	9	24.1	13.2	10.4
TISCO	Neutral	62.50	79.0	36.6	6.9	7.8	7.0	4	(12)	12	1.3	1.3	1.2	19	16	18	12.4	10.2	11.4
TMB	Buy	0.70	1.10	62.6	9.3	5.5	4.3	(72)	70	27	0.3	0.3	0.3	4.9	6.1	7.4	5.7	5.4	6.9
Average					5.3	6.5	5.7	7	6	(26)	0.5	0.5	0.5	11	8	9	10.1	7.4	8.1

Source: SCBS Investment Research

ต่อสู้กับพายุใน 1H63

ยอดขายสาขาเดิม (SSS) ของกลุ่มพาณิชย์หดตัวลง 1.4% YoY ใน 2M63 แล้งจาก -0.8% YoY ใน 4Q62 เรคาดว่า SSS จะหดตัวลงอีกใน 1H63 เพราะได้รับผลกระทบจากมาตรการป้องกันการแพร่ระบาดเชื้อไวรัสโควิด-19 ของรัฐบาล, จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลงจากการระบาดของไวรัสโควิด-19, รายได้เกษตรกรที่อ่อนแอจากภาวะภัยแล้ง และฐานสูงจากการอากาศที่ร้อนผิดปกติใน 2Q62 การเติบโตใน 2H63 จะขึ้นอยู่กับสถานการณ์โควิด-19 จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ ภัยแล้ง และมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล top pick คือ CPALL

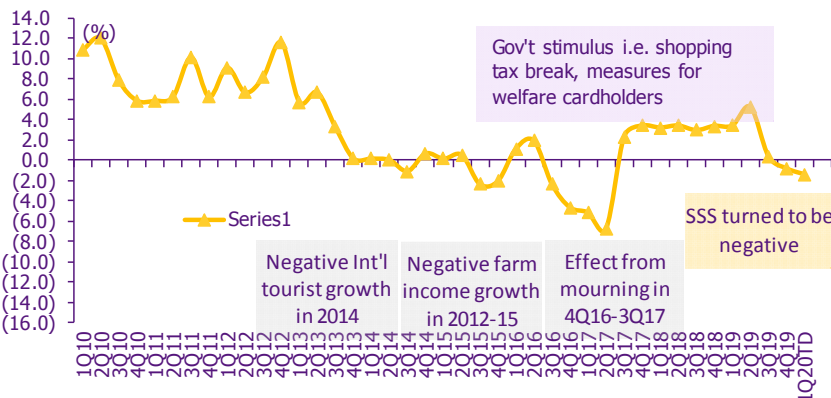
SSS หดตัวลงใน 2M63 SSS ของกลุ่มพาณิชย์น่าจะหดตัวลง 1.4% YoY ใน 2M63 แล้งจาก -0.8% YoY ใน 4Q62 ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภค (CCI) ปรับตัวลดลง 12 เดือนติดต่อกัน สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 21 ปีในเดือนก.พ. การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยปรับตัวลดลง 37% YoY ในเดือนก.พ. และลดลง 65% YoY ในวันที่ 1-21 มี.ค. อ้างอิงข้อมูลจากท่าอากาศยาน 6 แห่งของ AOT

ผลกระทบของโควิด-19 ต่อ SSS ในเดือนมี.ค.ถึงปัจจุบัน เรคาดว่า SSS ของร้านขายสินค้าจำเป็นขนาดใหญ่ (MAKRO และ BIGC) จะมีอัตราการเติบโตเป็นบวก จากการกักตุนสินค้าเพื่อใช้ชีวิตในบ้าน ทั้งนี้ ศูนย์การค้าในกรุงเทพฯ และปริมณฑล รวมถึงเมืองใหญ่ๆ บางเมือง (ยกเว้นร้านค้าที่ขายอาหารและสินค้าจำเป็น) ถูกสั่งปิดให้บริการตั้งแต่วันที่ 22 มี.ค.-12 เม.ย. เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ณ วันที่ 23 มี.ค. เรคาดว่าการปิดพื้นที่ขายในบางจังหวัดจากมาตรการดังกล่าว จะไม่มีผลกระทบโดยตรงต่อ CPALL ในขณะที่การหยุดจำหน่ายสินค้าที่ไม่ใช่อาหาร (เช่น เครื่องใช้ไฟฟ้า, สินค้าเครื่องนอน) จะส่งผลกระทบต่อ MAKRO (ไม่ถึง 3% ของยอดขาย) และ BIGC (12% ของยอดขาย) และการปิดสาขาจะส่งผลกระทบต่อ GLOBAL (20 สาขา; 30% ของยอดขาย) และ HMPRO (50 สาขา; 45-50% ของยอดขาย) มาตรการนี้จะผลกระทบทำให้อัตราการเติบโตของ SSS ปี 2563 ปรับลดลง 0.2% สำหรับ MAKRO, 0.7% สำหรับ BIGC, 1.8% สำหรับ GLOBAL และ 3.0% สำหรับ HMPRO อนึ่ง การปิดพื้นที่ให้เช่าบางส่วนจะส่งผลกระทบต่อรายได้ค่าเช่าครึ่งหนึ่งของ BIGC (5% ของยอดขายรวม) และรายได้ค่าเช่า 30-40% ของ HMPRO (1% ของยอดขายรวม) ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 เพิ่มเติมและนานขึ้น

คาด SSS หดตัวลงใน 1H63 ประการแรก มาตรการป้องกันการแพร่ระบาดเชื้อไวรัสโควิด-19 ของรัฐบาลจะส่งผลกระทบโดยตรงต่ออัตราการเติบโตของ SSS ประการที่สอง จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะปรับตัวลดลงสืบเนื่องมาจากความพยายามควบคุมการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้ยอดใช้จ่ายโดยนักท่องเที่ยวปรับตัวลดลง และส่งผลกระทบต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว ทั้งนี้เมื่อรวมผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 เข้ามา SCBS Investment Research คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะลดลงสู่ 31 ล้านคน (-23% YoY) ในปี 2563 ประการที่สาม สถานการณ์ภัยแล้งจะส่งผลกระทบทำให้กำลังซื้อของเกษตรกรปรับตัวลดลง กรมอุตุนิยมวิทยาประเมินว่าสถานการณ์ภัยแล้งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นยาวนานจนถึงเดือนมิ.ย. 2563 ด้วยเหตุนี้ SCB EIC จึงคาดการณ์ถึงการปรับตัวลดลงของรายได้เกษตรกรในปี 2563 สำหรับผู้ปลูกข้าวนาปรัง (-13% YoY), อ้อย (-35% YoY) และมันสำปะหลัง (-5% YoY) เนื่องจากปริมาณผลผลิตจะลดลงมากกว่าราคาที่สูงขึ้น คริวเรือนเกษตรกรที่เพาะปลูกข้าว อ้อย และมันสำปะหลังมีสัดส่วนรวมกันคิดเป็น 72% ของจำนวนครัวเรือนเกษตรกรทั้งประเทศ ประการที่สี่ SSS ของกลุ่มพาณิชย์เติบโตสูงที่สุดในรอบ 6 ปีที่ 5.2% YoY ใน 2Q62 เพราะอากาศร้อนผิดปกติ ส่งผลทำให้ยอดขายเครื่องดื่มและรายการสินค้าเกี่ยวกับการทำความเย็นสร้างฐานสูง

Top pick เราชอบ CPALL เพราะ valuation น่าสนใจ และได้รับผลกระทบจากมาตรการป้องกันการแพร่ระบาดเชื้อไวรัสโควิด-19 น้อยกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มพาณิชย์ ราคาหุ้น GLOBAL และ HMPRO ปรับตัวลดลงมากที่สุดในกลุ่มพาณิชย์จากการปิดสาขา แต่จะปรับตัวกลับขึ้นมาเมื่อสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้

หลังจากหดตัวลง 0.8% YoY ใน 4Q62 SSS ของกลุ่มพาณิชย์น่าจะหดตัวลง 1.4% ใน 2M63



Source: SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 21F
BJC	Neutral	37.8	43.0	16.1	22.5	20.9	1.2	1.2
CPALL	Buy	59.0	82.0	41.2	23.7	21.7	4.4	3.9
GLOBAL	Buy	8.4	17.2	108.4	16.6	14.7	2.1	1.9
HMPRO	Buy	9.4	15.5	69.9	19.3	17.5	5.5	5.0
MAKRO	Neutral	31.3	39.0	27.9	23.1	21.5	6.6	6.0
Average					21.1	19.2	4.0	3.6

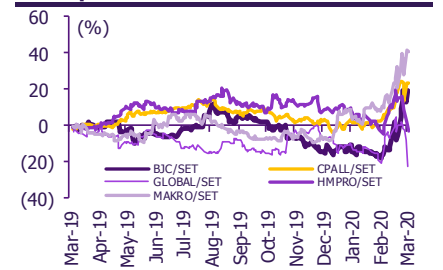
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	2.0	(7.9)	(24.5)	42.0	39.7	19.2
CPALL	(14.2)	(21.3)	(20.3)	19.5	19.4	25.9
GLOBAL	(30.0)	(45.0)	(49.4)	(2.6)	(16.5)	(20.2)
HMPRO	(27.5)	(41.2)	(37.7)	0.9	(10.8)	(1.6)
MAKRO	(8.1)	(0.8)	(10.7)	27.9	50.5	41.0

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET

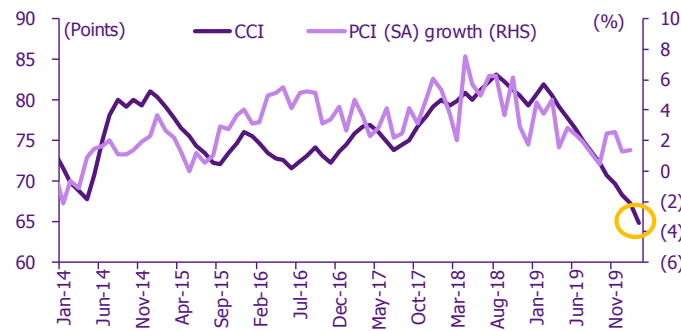


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

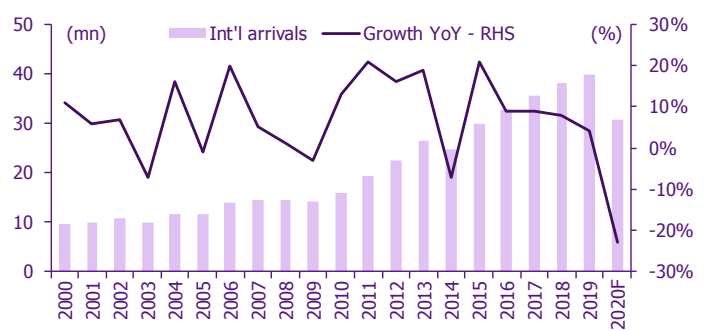
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: CCI dropped for the 12th month to a 21-year low in February



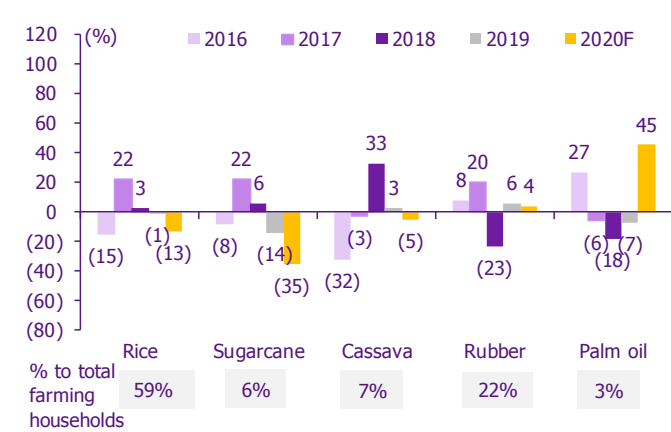
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

Figure 2: International tourists will fall 23% YoY to 31mn persons in 2020F



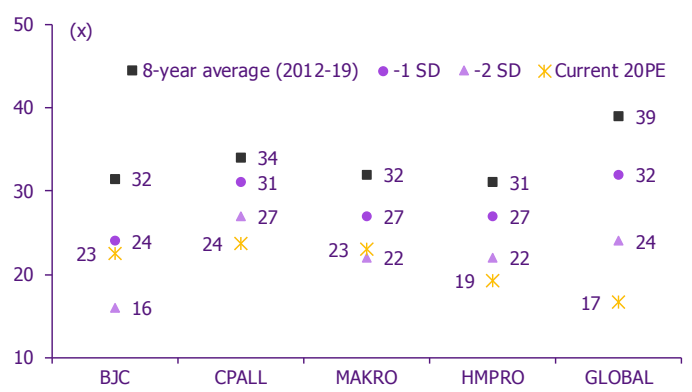
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Farm income forecasted by segment in 2020F, based on SCB EIC



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 4: Current PE vs 8-year historical PE



Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 5: Sector SSS assumptions

SSS growth (%)	Quarterly								Yearly		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2018	2019	2020F
BJC/BIGC	0.3	(0.5)	2.5	1.8	1.0	(0.3)	(4.9)	(6.3)	1.0	(2.7)	(2.5)
CPALL	5.6	3.9	1.8	4.5	3.1	3.7	2.0	0.0	3.2	1.7	(1.0)
MAKRO	0.2	(1.0)	(1.3)	1.7	4.4	9.2	5.5	6.2	(0.1)	6.3	1.5
HMPRO	3.1	3.0	(0.3)	(1.2)	2.5	5.6	(1.7)	(3.0)	1.1	0.8	(2.2)
GLOBAL	6.8	11.6	12.0	10.0	6.0	7.9	1.0	(1.0)	10.1	3.5	(1.0)
Average	3.2	3.4	2.9	3.4	3.4	5.2	0.4	(0.8)	3.1	1.9	(1.0)
Avg - Staples	2.0	0.8	1.0	2.7	2.8	4.2	0.9	(0.0)	1.4	1.8	(0.7)
Avg - Discretionary	5.0	7.3	5.9	4.4	4.3	6.8	(0.4)	(2.0)	5.6	2.2	(1.6)

Source: 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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BJC	Neutral	37.75	43.0	16.1	21.0	22.5	20.9	12	(7)	8	1.3	1.2	1.2	6	6	6	2.4	2.2	2.4	14.2	14.4	13.7
CPALL	Buy	59.00	82.0	41.2	24.2	23.7	21.7	8	2	9	4.9	4.4	3.9	22	20	20	2.1	2.2	2.4	14.3	15.8	14.5
GLOBAL	Buy	8.35	17.2	108.4	17.5	16.6	14.7	5	5	14	2.3	2.1	1.9	14	13	14	2.3	2.4	2.7	13.6	12.6	11.2
HMPRO	Buy	9.35	15.5	69.9	19.9	19.3	17.5	9	3	10	5.8	5.5	5.0	30	29	30	4.1	4.1	4.6	12.2	11.9	10.9
MAKRO	Neutral	31.25	39.0	27.9	23.9	23.1	21.5	5	4	7	7.2	6.6	6.0	31	30	29	3.1	3.1	3.1	14.0	14.0	12.9
Average					21.3	21.1	19.2	8	1	10	4.3	4.0	3.6	21	20	20	2.8	2.8	3.0	13.7	13.7	12.6

Source: SCBS Investment Research



อุปสงค์ที่อ่อนแอถูกชดเชยโดยต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ

ในเดือนม.ค. อุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคในประเทศอ่อนตัวลง YoY โดยมีสาเหตุมาจากรายการคาดการณ์ที่แย่งและการลงทุนภาครัฐที่ชะลอตัวลง เราคาดว่าอุปสงค์จะขยับขึ้น 1% YoY ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เพิ่มขึ้นจากการเริ่มเบิกจ่ายงบประมาณปี 2563 ใน 2Q63 การจัดสรรงบประมาณลงทุนเพิ่มขึ้น และโครงการขนาดใหญ่ที่มีมากขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยการลงทุนภาคเอกชนที่อ่อนแอ ราคาน้ำมันและถ่านหินที่ปรับตัวลดลง YTD ส่งสัญญาณถึงต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลงในปี 2563 top pick ของเรา คือ SCC และ SCCC

อุปสงค์อ่อนแอ YTD ในเดือนม.ค. อุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคหดตัวลง 8% YoY และ 15% YoY ตามลำดับ โดยมีสาเหตุมาจากการลงทุนภาคเอกชนและภาครัฐระดับต่ำ ดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจ (BSI) ซึ่งเป็นตัวชี้วัดบรรยากาศการลงทุน ปรับตัวลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2554 โดยมีสาเหตุมาจากความไม่แน่นอนทางเศรษฐกิจ การผ่านงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 (ต.ค. 2562-ก.ย. 2563) ล่าช้าจากเดือนค.ค. 2562 ส่งผลทำให้การเบิกจ่ายงบประมาณภาครัฐปรับตัวลดลง 73% YoY ในเดือนม.ค.

อุปสงค์จะเติบโตเล็กน้อยในปี 2563 ในปี 2563 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคจะเติบโต 1% YoY โดยจะได้รับการสนับสนุนจากการลงทุนภาครัฐที่เติบโตดีขึ้นที่ 4% YoY ซึ่งจะช่วยชดเชยการลงทุนภาคเอกชนที่หดตัวลง 1% YoY อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC (ณ วันที่ 13 มี.ค.)

โครงการภาครัฐเพิ่มขึ้น ปัจจุบันงบประมาณประจำปี พ.ศ. 2563 ผ่านความเห็นชอบแล้ว และคาดว่าจะเริ่มเบิกจ่ายใน 2Q63 รัฐบาลปรับงบประมาณลงทุนเพิ่มขึ้น 19% YoY สู่ 6.55 แสนลบ. ในปีงบประมาณ 2563 (ต.ค. 2562-ก.ย. 2563) ในขณะเดียวกัน การลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานจะเร่งตัวขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการ 17 โครงการ มูลค่า 6.81 แสนลบ. ที่กรม. อนุมัติเรียบร้อยแล้ว โครงการเหล่านี้ประกอบด้วยโครงการมอเตอร์เวย์ โครงการรถไฟทางคู่ และโครงการรถไฟฟ้า

โครงการภาคเอกชนมีน้อย การลงทุนภาคเอกชนจะปรับตัวลดลง โดยมีสาเหตุมาจากการเลื่อนโครงการลงทุนออกไป เพราะการส่งออกชะลอตัวและโครงการอสังหาริมทรัพย์ที่อยู่อาศัยลดลง ยอดขายของผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยจดทะเบียน 7 รายภายใต้การวิเคราะห์ของเรา (AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI และ SPALI) ลดลง 35% YoY สู่ 1.51 แสนลบ. ในปี 2562 และพื้นที่ที่ได้รับอนุญาตก่อสร้าง (ค่าเฉลี่ยเคลื่อนที่ 9 เดือน) ซึ่งเป็นตัวชี้นำอุปสงค์วัสดุก่อสร้างในประเทศปรับตัวลดลง 3% YoY ในเดือนม.ค.

ต้นทุนเชื้อเพลิงจะลดลงในปี 2563 ตั้งแต่ต้นปี 2563 เป็นต้นมา ราคา spot price สำหรับถ่านหินปรับตัวลดลงมาแล้ว 14% YoY และราคา spot price สำหรับน้ำมันปรับตัวลดลงมาแล้ว 17% YoY ใน 2M63 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิคค่อนข้างทรงตัว YoY โดยปกติแล้วผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะลือคราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาก๊าซหุงต้มจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ดังนั้นเราจะเห็นต้นทุนเชื้อเพลิงลดลงในปี 2563

Top pick เมื่อมองข้าม 1Q63 ซึ่งบริษัทจะบันทึกขาดทุนจากสินค้าคงคลังในธุรกิจเคมีภัณฑ์เพราะราคาสินค้าเคมีภัณฑ์และน้ำมันปรับตัวลดลงไป เราชอบ SCC เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากภาวะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ ซึ่งจะส่งผลดีต่อธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ใช้ขนส่งฟทาเป็นวัตถุดิบและธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างของบริษัทในช่วงที่เหลือของปี 2563 แผนนำหุ้นของเอสซีจี แพคเกจจิ้ง เข้าจดทะเบียนใน SET (ช่วยปลดล็อกมูลค่าธุรกิจบรรจุภัณฑ์และกระดานการเติบโต) จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นอีกอย่างหนึ่ง นอกจากนี้เราก้ชอบ SCCC เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลและ valuation น่าสนใจ (ข้อขายที่ระดับ -2SD ของ PE เฉลี่ย 10 ปี)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
DCC	Neutral	1.3	2.1	70.4	8.4	7.9	3.0	2.7
SCC	Buy	289.0	430.0	53.7	10.2	9.4	1.0	1.0
SCCC	Buy	104.0	235.0	133.7	9.2	8.4	0.9	0.9
Average					9.3	8.6	1.6	1.5

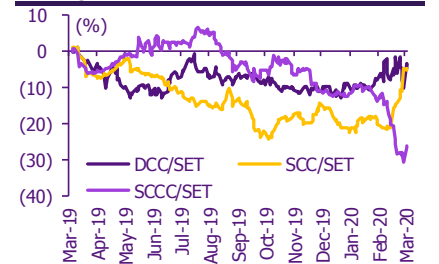
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	(26.6)	(30.5)	(39.8)	2.2	5.5	(5.0)
SCC	(13.7)	(25.9)	(40.3)	20.1	12.4	(5.7)
SCCC	(39.4)	(45.1)	(53.2)	(15.6)	(16.7)	(26.0)

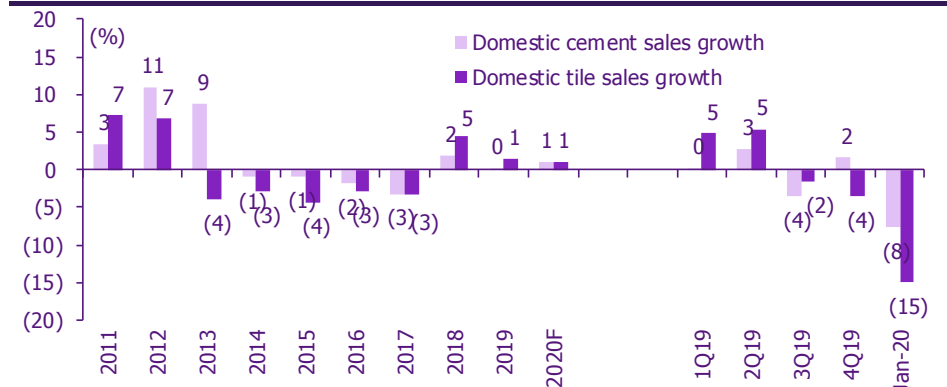
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

คาดการณ์การขายในประเทศเติบโตเล็กน้อยในปี 2563

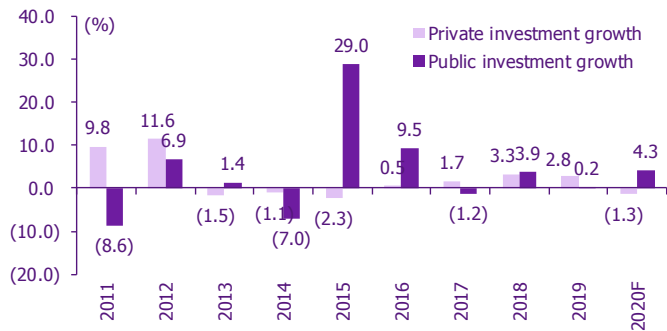


Source: OIE and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

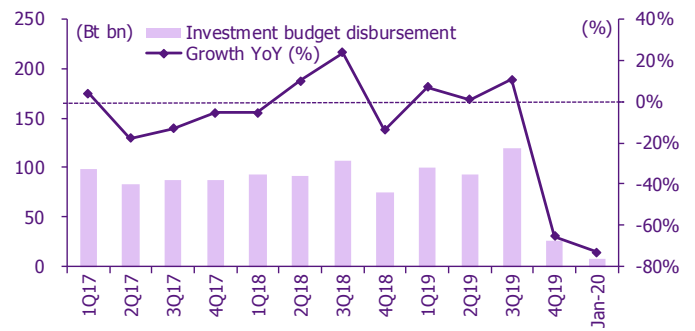
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Public and private investment growth in 2020F



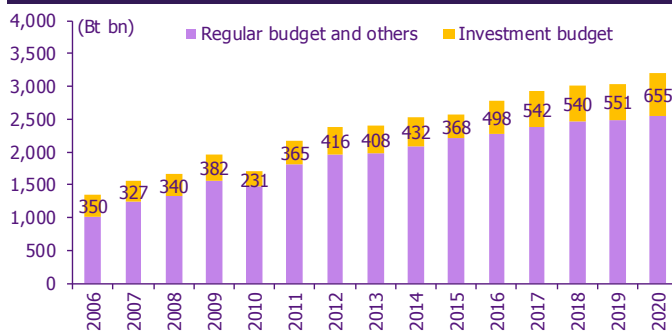
Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: The delay in the FY2020 budget cut government budget disbursement



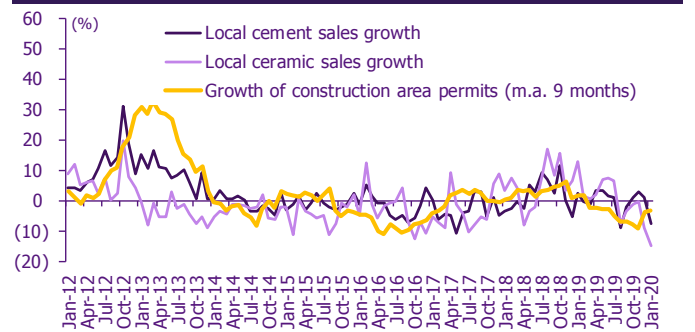
Source: FPO and SCBS Investment Research

Figure 3: Government investment budget upped 19% YoY in FY2020 (Oct 2019-Sep 2020)



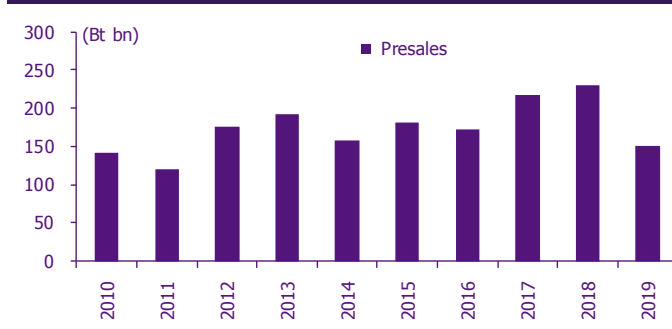
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 4: Construction area permits (9-month moving average) contracted in January



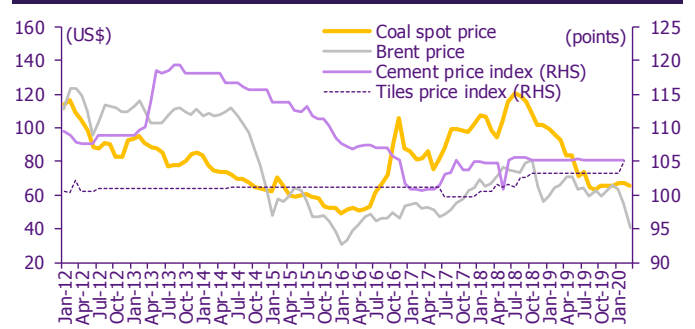
Source: OIE, BOT and SCBS Investment Research

Figure 5: Presales for the seven listed residential developers covered dropped 35% YoY in 2019



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: The recent drop in coal and oil prices implies lower fuel costs in 2020F



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)			
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	
DCC	Neutral	1.30	2.1	70.4	8.9	8.4	7.9	(3)	6	8	2.6	3.0	2.7	26	33	36	8.0	8.9	9.5	6.4	6.6	6.1	
SCC	Buy	289.00	430.0	53.7	9.6	10.2	9.4	(19)	(6)		9	1.1	1.0	1.0	11	10	10	4.8	4.9	5.3	8.6	8.6	8.2
SCCC	Buy	104.00	235.0	133.7	9.6	9.2	8.4		4	5	9	0.9	0.9	0.9	10	10	11	7.7	7.7	7.7	6.7	6.2	5.9
Average					9.4	9.3	8.6	(6)	2	8	1.5	1.6	1.5	16	18	19	6.9	7.2	7.5	7.2	7.1	6.7	

Source: SCBS Investment Research

พลังงาน - น้ำมันและก๊าซ

SET ENER index Close: 24/3/2020 15,931.87 +611.80 / +3.99% Bt15,258mm
Bloomberg ticker: SETENERG



ภาพรวมเปลี่ยนไป;ราคาน้ำมันจะยังอยู่ในระดับต่ำ

กลุ่มพลังงานได้รับผลกระทบจากการเปิดศักราชของช่วงผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ หลังจากซาอุดีอาระเบียประกาศลดราคาขายน้ำมันอย่างเป็นทางการสำหรับน้ำมันดิบส่งมอบเดือนเม.ย. เพื่อตอบโต้ที่รัสเซียปฏิเสธข้อเสนอให้กลุ่ม OPEC+ ควบคุมปริมาณการผลิตน้ำมันต่อไป เหตุการณ์นี้ส่งผลทำให้ภาพรวมตลาดน้ำมันทั่วโลกซึ่งได้รับผลกระทบอยู่แล้วจากอุปสงค์ที่ลดลงเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็ว การเปิดฉากสงครามราคาเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในภูมิภาคเอเชียครั้งนี้ส่งผลทำให้ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงปรับตัวลดลง 27-35% และสร้าง sentiment เชิงลบโดยเฉพาะกับบริษัทน้ำมันและก๊าซ ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวลดลง 35% ในช่วง 2 สัปดาห์ที่ผ่านมา นำโดย PTTEP (-52%) และ PTT (-33%) ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นการปรับตัวลดลงมากเกินไป แต่แนะนำให้นักลงทุนใช้ความระมัดระวังในการลงทุน

การเจรจาของโอเปกล้มเหลว ราคาน้ำมันร่วงลงกว่า 20% หลังจากซาอุดีอาระเบียล้มเลิกความพยายามควบคุมปริมาณการผลิตเพื่อสนับสนุนราคาน้ำมันและหันราคาลงหลังจากการประชุมของโอเปกและชาติพันธมิตรเมื่อวันที่ 6 มี.ค. ประสงค์ความล้มเหลว รัสเซียปฏิเสธข้อเสนอลดปริมาณการผลิต เบ็ดจากสงครามราคาในกลุ่มผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่เพื่อรักษาส่วนแบ่งตลาดในเอเชีย การปรับลดราคาน้ำมันดิบของซาอุดีอาระเบียส่งผลทำให้ส่วนต่างระหว่างราคาน้ำมันดิบเกรด light และ medium ของซาอุดีอาระเบียกับราคาน้ำมันดิบ ESPO ของรัสเซีย เพิ่มขึ้นจาก US\$2-4/bbl สู่ US\$5.5/bbl อ้างอิงรายงานจาก Platts อุปทานน้ำมันจากซาอุดีอาระเบียมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นจาก 9.7 ล้านบาร์เรล/วันในปัจจุบัน สู่ 12 ล้านบาร์เรล/วัน (กำลังการผลิตทั้งหมด) ใน 2H63

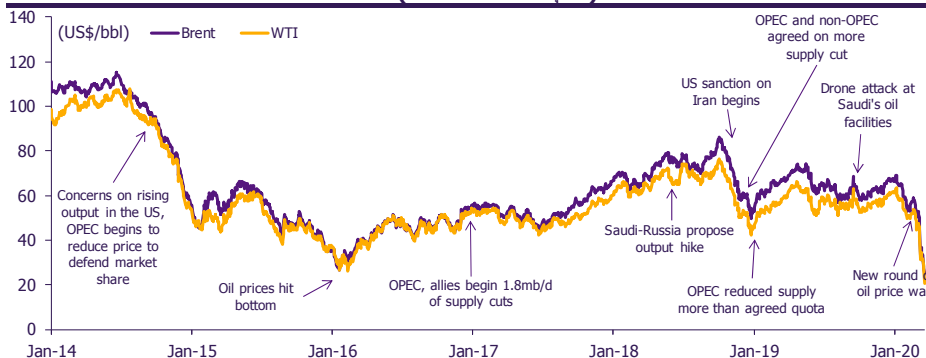
สงครามราคาครั้งนี้อาจจะเกิดขึ้นในเวลาที่สูง การหันราคาน้ำมันดิบเป็นสิ่งที่ตลาดไม่ได้คาดคิดเอาไว้ สงครามราคาจะยืดเยื้อหรือไม่ขึ้นอยู่กับการเจรจาระหว่างซาอุดีอาระเบียกับรัสเซีย ซึ่งอาจจะเกิดขึ้นใน 2Q63 การหันราคาน้ำมันดิบครั้งล่าสุดโดยซาอุดีอาระเบียเพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดเกิดขึ้นนาน 18 เดือนก่อนที่ราคาจะฟื้นตัว เราเชื่อว่าบทเรียนในครั้งก่อนน่าจะทำให้สงครามราคาครั้งนี้เกิดขึ้นในเวลาที่สูง และผลักดันให้โอเปกและประเทศพันธมิตรบรรลุข้อตกลงใหม่ร่วมกัน เนื่องจากต้นทุนเงินสดของซาอุดีอาระเบียอยู่ที่ US\$20+/bbl ดังนั้นซาอุดีอาระเบียจะสามารถรับมือกับราคาน้ำมันระดับต่ำได้นานกว่าผู้ผลิตน้ำมันรายอื่นๆ แม้ซาอุดีอาระเบียจะต้องรับภาระขาดดุลงบประมาณการคลัง (ซึ่งอิงกับราคาน้ำมันที่ US\$84/bbl) มากขึ้น ซาอุดีอาระเบียต้องการเห็นราคาน้ำมันดิบที่ US\$55.3/bbl เพื่อให้ดุลบัญชีเดินสะพัดของประเทศกลับสู่ภาวะสมดุล

ใช้สมมติฐานราคาน้ำมันระดับต่ำ ราคาน้ำมันที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อหุ้นพลังงานทั่วโลก โดยเฉพาะผู้ประกอบธุรกิจพลังงานต้นน้ำอย่าง PTTEP ทั้งนี้ราคาหุ้น PTTEP ในปัจจุบันสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันระยะยาวที่ US\$29/bbl ซึ่งไม่น่าจะยืนอยู่ได้ในระยะยาว เนื่องจากต้นทุนการดำเนินงานของผู้ผลิตรายเล็กสูงกว่านั้นมาก ปัจจุบันสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์สำหรับปี 2563 ของเรายอยู่ที่ US\$33/bbl เทียบกับสมมติฐานเดิมที่ US\$65/bbl โดยอิงกับราคาน้ำมันที่ลดลงมากในปี 2558 เนื่องจากเราคาดว่าสงครามราคาครั้งนี้จะคลี่คลายลงในเวลาที่รวดเร็วกว่าครั้งก่อน ดังนั้นเราคาดว่าราคาน้ำมันจะค่อยๆ ปรับขึ้นสู่ US\$38 ในปี 2564 และ US\$40 ตั้งแต่ปี 2565 เป็นต้นไป เราใช้ส่วนลด US\$2/bbl จากราคาน้ำมันดิบเบรนท์เพื่อให้ได้มาซึ่งสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบ ซึ่งเป็นราคาน้ำมันอ้างอิงสำหรับบริษัทน้ำมันและก๊าซของไทย

โรงกลั่นน้ำมันได้ประโยชน์ในระยะกลาง นอกจากนี้โรงกลั่นน้ำมันก็อาจจะได้รับผลกระทบในระยะสั้นจากขาดทุนสต็อกน้ำมัน ทั้งนี้ราคาน้ำมัน ณ สิ้นปี 2562 อยู่ที่ US\$65-66/bbl ณ ราคาปัจจุบันที่ ~US\$27/bbl ขาดทุนสต็อกน้ำมันจะอยู่ที่ ~US\$13/bbl ใน 1Q63 สูงกว่า GRM ที่อ่อนแอในปัจจุบันที่ <US\$2/bbl อย่างมาก อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่ลดลงจะช่วยกระตุ้นให้อุปสงค์เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะน้ำมันเบนซิน เพราะอ่อนไหวต่อการเคลื่อนไหวของราคามากกว่าผลิตภัณฑ์ middle distillate และมีความสัมพันธ์กับเศรษฐกิจและปริมาณจราจรทางอากาศมากกว่า ผลกระทบของราคาน้ำมันที่ลดลงจะมีให้เห็นใน 2H63 ถ้าราคาน้ำมันยังอยู่ในระดับต่ำ

คำแนะนำสำหรับกลุ่มพลังงาน แม้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป แต่เราแนะนำให้รอดูการเจรจาระหว่างโอเปกกับประเทศพันธมิตร โดยเฉพาะรัสเซีย เราเชื่อว่าราคาน้ำมันในปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนสมดุลที่แท้จริงของตลาด และอาจจะเปิดโอกาสให้เข้าลงทุน ท่ามกลางความไม่แน่นอนของราคาน้ำมัน เราชอบ PTT มากกว่า PTTEP เพราะมีธุรกิจที่หลากหลาย

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ม.ค. 2557-ปัจจุบัน)



Source: Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (%)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BCP	Buy	13.5	30.0	125.9	n.m.	3.8	0.4	0.4
ESSO	Neutral	3.6	4.4	22.2	n.m.	2.7	0.7	0.5
IRPC	Neutral	2.0	2.8	40.0	n.m.	11.3	0.5	0.5
PTT	Buy	29.0	44.0	57.9	8.6	8.0	0.9	0.9
PTTEP	Neutral	59.3	94.0	62.9	12.1	11.2	0.6	0.6
SPRC	Neutral	4.1	5.0	22.5	n.m.	7.3	0.7	0.6
TOP	Buy	28.3	48.0	73.5	12.2	4.7	0.5	0.4
Average					11.0	7.0	0.6	0.6

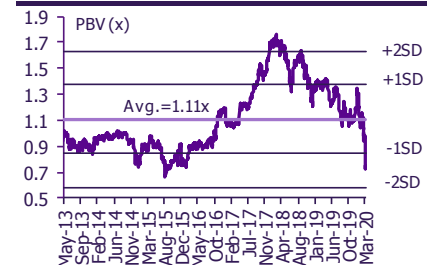
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	(46.0)	(50.0)	(58.1)	(24.8)	(24.1)	(33.9)
ESSO	(44.6)	(58.1)	(67.0)	(22.9)	(36.5)	(47.9)
IRPC	(22.5)	(46.2)	(65.2)	7.9	(18.4)	(45.1)
PTT	(31.8)	(34.5)	(39.6)	(5.0)	(0.6)	(4.6)
PTTEP	(50.2)	(52.2)	(52.6)	(30.7)	(27.5)	(25.2)
SPRC	(49.3)	(60.8)	(62.2)	(29.4)	(40.5)	(40.4)
TOP	(40.5)	(59.4)	(59.9)	(17.2)	(38.3)	(36.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band - SETENERG



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

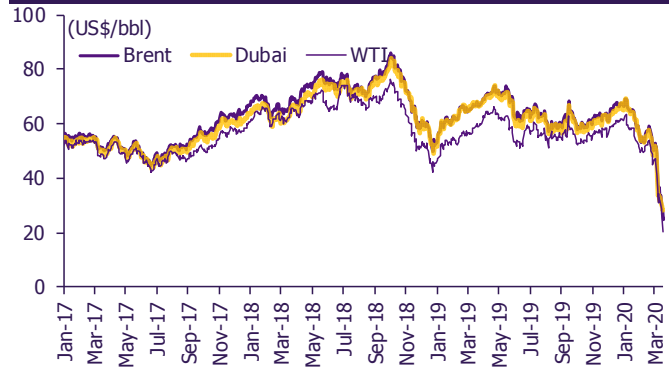
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

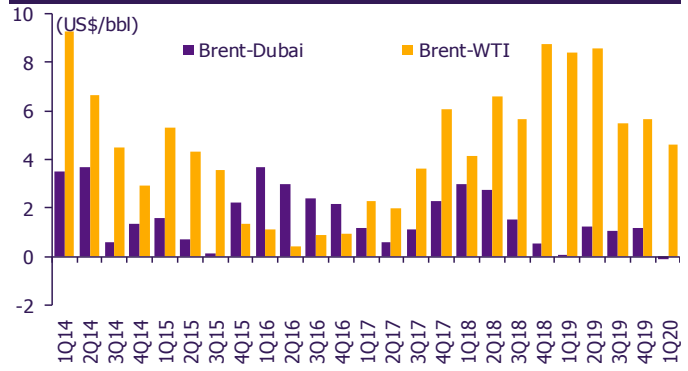
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil prices



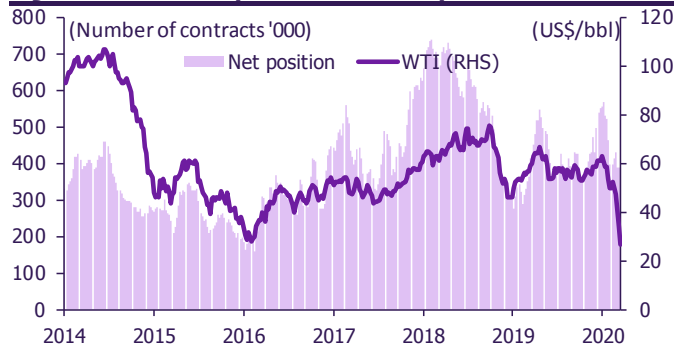
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differential



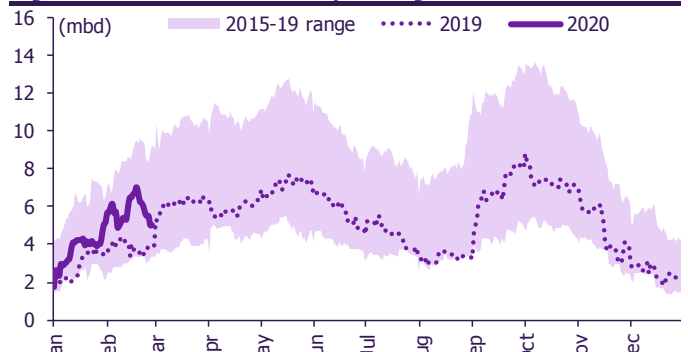
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: CFTC net position vs. WTI price



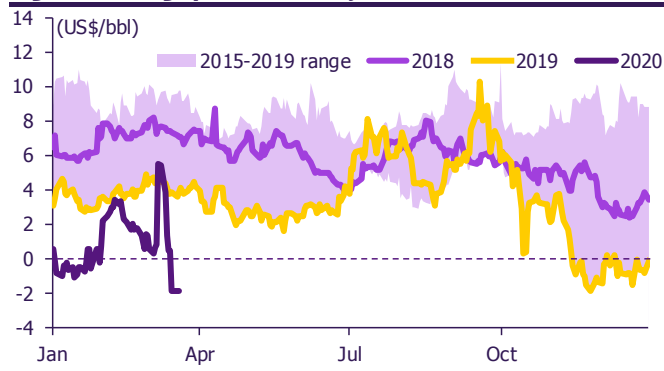
Source: CFTC, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Global oil refinery outage



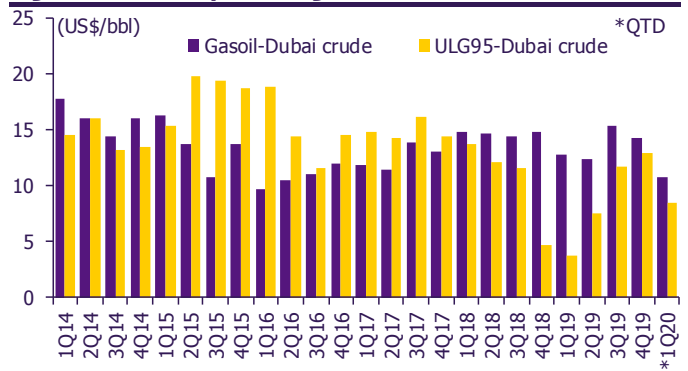
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BCP	Buy	13.50	30.0	125.9	18.8	n.m.	3.8	(64)	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	2	(6)	10	5.9	3.7	13.3	7.3	13.1	4.0
ESSO	Neutral	3.60	4.4	22.2	n.m.	n.m.	2.7	n.m.	(2)	n.m.	0.6	0.7	0.5	(13)	(15)	22	0.0	0.0	19.4	(22.0)	(14.0)	3.4
IRPC	Neutral	2.00	2.8	40.0	n.m.	n.m.	11.3	n.m.	(42)	n.m.	0.5	0.5	0.5	(5)	(8)	5	5.0	0.0	4.0	20.1	39.6	6.0
PTT	Buy	29.00	44.0	57.9	10.7	8.6	8.0	(31)	23	8	0.9	0.9	0.9	6	7	7	6.9	6.2	6.6	3.9	3.3	2.7
PTTEP	Neutral	59.25	94.0	62.9	4.8	12.1	11.2	35	(60)	8	0.7	0.6	0.6	13	5	6	10.1	4.2	4.6	1.8	2.5	2.5
SPRC	Neutral	4.08	5.0	22.5	n.m.	n.m.	7.3	n.m.	(27)	n.m.	0.5	0.7	0.6	(11)	(17)	9	4.5	0.0	6.9	(10.6)	(5.2)	3.1
TOP	Buy	28.25	48.0	73.5	13.9	12.2	4.7	(60)	14	161	0.5	0.5	0.4	3	4	9	5.3	3.5	8.8	6.4	9.1	5.9
Average					12.0	11.0	7.0	(1)	35	(25)	0.6	0.6	0.6	(1)	(4)	10	5.4	2.5	9.1	1.0	6.9	4.0

Source: SCBS Investment Research



ขอบผู้ให้สินเชื่อที่มีหลักประกันมากกว่าไม่มีหลักประกัน

เนื่องจากยังไม่มีความแน่นอนว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะสามารถควบคุมได้เมื่อใด บริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคจึงยังคงมีความเสี่ยงขาด โดยหลักๆ อยู่ในแง่ของคุณภาพสินทรัพย์ ดังนั้นเราจึงแนะนำให้รอจนกว่าความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวลดลง เราชอบ SAWAD และ MTC ที่เน้นปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกัน มากกว่า KTC และ AEONTS ที่เน้นปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันซึ่งมีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สูงที่สุด เราชอบ SAWAD มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีเงินให้สินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันในสัดส่วนต่ำที่สุด เราชอบ KTC น้อยที่สุด หลักๆ มีสาเหตุมาจาก valuation (PEG และ PBV/ROE สูงที่สุด) เราคาดว่าบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่อเพื่อการอุปโภคบริโภคจะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นอย่างมาก แต่ NIM จะขยายตัวเพิ่มขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนเงินที่ลดลงในปี 2563 เราคาดว่าอัตราการขยายตัวของสินเชื่อสำหรับปี 2563 ของ MTC และ SAWAD จะแข็งแกร่งอย่างต่อเนื่อง แต่จะชะลอตัวลงสำหรับ KTC และ AEONTS

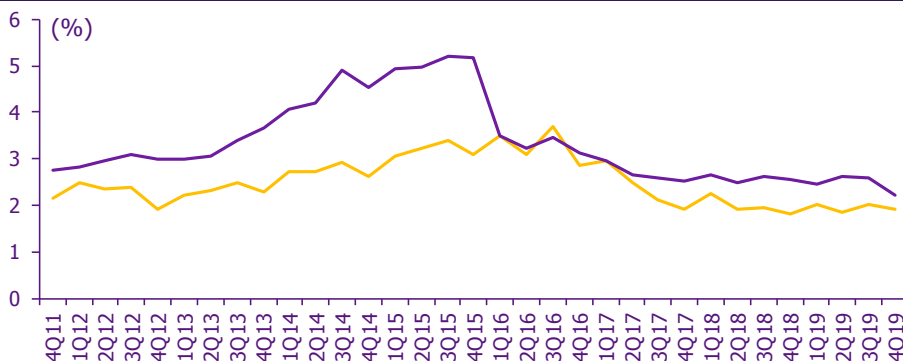
SAWAD: ขอบมากที่สุด สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำให้เราคาดว่า SAWAD จะมี credit cost เพิ่มขึ้นมาจาก 1.48% ในปี 2562 สู่ 4% ในปี 2563 แต่จะขยายสินเชื่อได้มากอย่างต่อเนื่องที่ 22% และ NIM จะขยายตัว 31 bps ในปี 2563 (ได้ประโยชน์จากการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 50 bps) ลูกค้ำส่วนใหญ่ของ SAWAD เป็นผู้ประกอบอาชีพอิสระ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจขาดง เงินให้สินเชื่อไม่ถึง 5% ของบริษัทเป็นสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกัน นโยบาย LTV ตามหลักอนุรักษนิยม (20-50%) ของ SAWAD น่าจะส่งผลทำให้บริษัทมีความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นเมื่อลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ต่ำ

MTC: ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สูงขึ้น แต่ NII เติบโตอย่างแข็งแกร่ง เมื่อรวมผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เข้ามา เราคาดว่า MTC จะมี credit cost เพิ่มขึ้นจาก 0.93% ในปี 2562 สู่ 3% ในปี 2563 แต่จะปล่อยสินเชื่อจะยังคงขยายตัวอย่างแข็งแกร่งที่ 23% และ NIM จะขยายตัว 20 bps ในปี 2563 (ได้ประโยชน์จากการคาดการณ์ว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายจะปรับลดลงอีก 50 bps) เงินให้สินเชื่อประมาณ 20% ของ MTC เป็นสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกัน ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจขาดง แม้ความน่าจะเป็นที่ลูกหนี้จะผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้นอย่างจับบพสน แต่นโยบาย LTV ตามหลักอนุรักษนิยมของ MTC ที่ประมาณ 50% สำหรับสินเชื่อจำนำทะเบียนรถ น่าจะส่งผลทำให้บริษัทมีความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นเมื่อลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ต่ำ บริษัทมี LLR coverage อยู่ในระดับสูงที่ 276% ณ สิ้นปี 2562 ซึ่งน่าจะช่วยลดความจำเป็นในการตั้งสำรองเพิ่ม

AEONTS: valuation ไม่เหมาะสมกับความเสี่ยงสูงโดยไม่คาดคิด สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำให้เราคาดว่า AEONTS จะมี credit cost เพิ่มขึ้นจาก 7.67% ในปี FY2562 สู่ 8.5% ในปี FY2563 และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงจาก 11% ในปี FY2562 สู่ 3% ในปี FY2563 พร้อมกับ NIM ที่ขยายตัว 21 bps ในปี FY2563 การนำมาตรฐานบัญชี TFRS9 มาใช้จะทำให้ AEONTS บันทึกค่าใช้จ่ายตั้งสำรองเพิ่มเติมอีกประมาณ 6-7 พันลบ. (ซึ่งสะท้อนผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19) ผ่านทางส่วนของผู้ถือหุ้นใน 1QFY63 ซึ่งจะทำให้มีความจำเป็นลดน้อยลงในการตั้งสำรองผ่านทางงบกำไรขาดทุน ลูกค้ำประมาณ 4% ของ AEONTS ทำงานในธุรกิจโรงแรมและท่องเที่ยวซึ่งได้รับผลกระทบโดยตรงจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ลูกค้ำอีก 10-20% เป็นผู้ประกอบอาชีพอิสระซึ่งมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจขาดง

KTC: ขอบน้อยที่สุด เมื่อรวมผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เข้ามา เราคาดว่า KTC จะมี credit cost เพิ่มขึ้นจาก 7.84% ในปี 2562 สู่ 9% ในปี 2563 และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อจะชะลอตัวลงจาก 10% ในปี 2562 สู่ 3% ในปี 2563 พร้อมกับ NIM ที่ขยายตัว 35 bps ในปี 2563 เราชอบ KTC น้อยที่สุด หลักๆ มีสาเหตุมาจาก valuation (ซื้อขายที่ PEG และ PBV/ROE สูงที่สุด)

อัตราส่วน NPL จากสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล



Source: BoT and SCBS Investment Research

Valuation summary

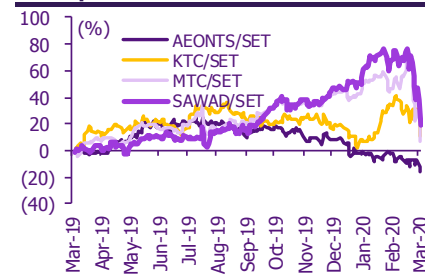
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AEONTS	Neutral	96.0	120.0	30.1	6.8	5.7	1.5	1.3
KTC	Neutral	23.9	26.0	12.5	12.0	9.8	2.7	2.3
MTC	Neutral	31.0	37.0	20.3	16.0	10.1	3.4	2.6
SAWAD	Neutral	36.0	44.0	26.9	12.9	9.1	2.4	2.1
Average					11.9	8.7	2.5	2.1

Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(36.2)	(49.1)	(46.7)	(11.2)	(22.7)	(15.8)
KTC	(42.4)	(37.9)	(30.2)	(19.8)	(5.8)	10.2
MTC	(50.4)	(50.8)	(31.1)	(31.0)	(25.3)	8.8
SAWAD	(51.2)	(46.9)	(23.8)	(32.1)	(19.4)	20.2

Price performance relative to SET



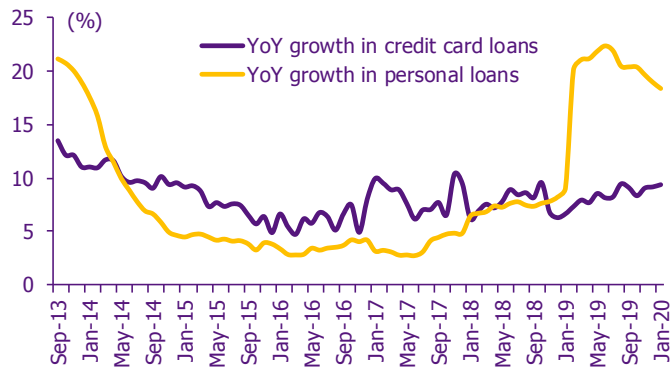
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

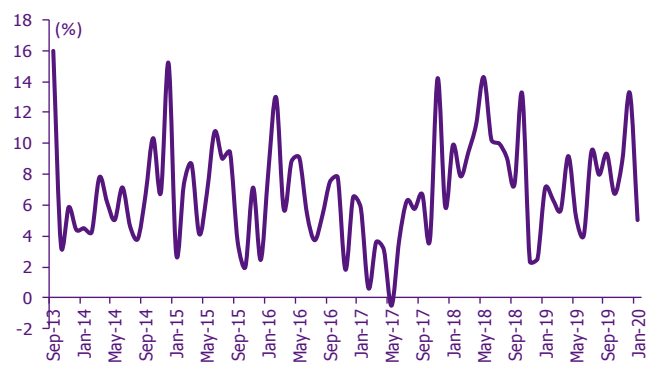
นักวิเคราะห์การลงทุนบิจจยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1003
 kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Growth in credit card and personal loans



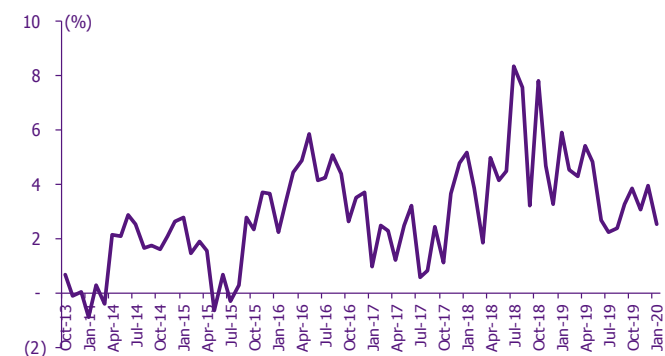
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: YoY growth in credit card spending



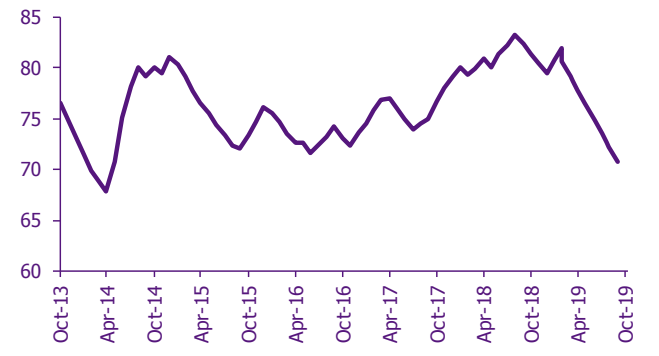
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



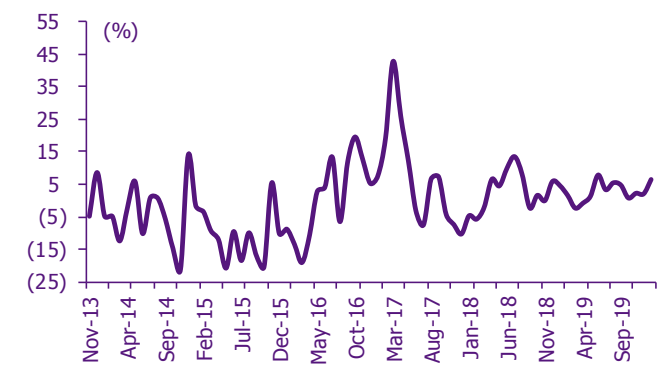
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



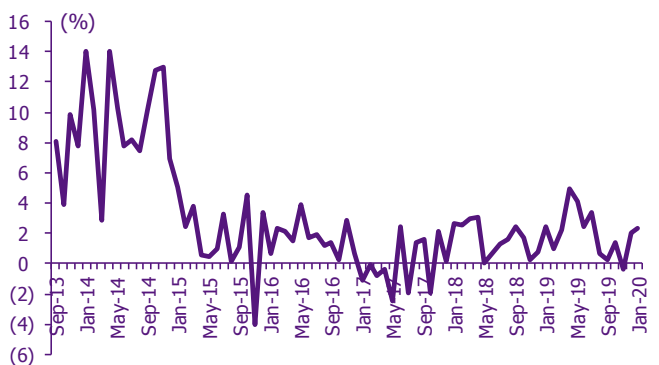
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

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 (%)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AEONTS	Neutral	96.00	120.0	30.1	6.1	6.8	5.7	12	(10)	19	1.1	1.5	1.3	20	19	24	5.1	5.1	5.2
KTC	Neutral	23.90	26.0	12.5	11.2	12.0	9.8	7	(7)	22	3.1	2.7	2.3	31	24	26	3.7	3.7	4.1
MTC	Neutral	31.00	37.0	20.3	15.5	16.0	10.1	14	(3)	59	4.1	3.4	2.6	30	23	29	1.0	0.9	1.5
SAWAD	Neutral	36.00	44.0	26.9	12.8	12.9	9.1	17	(1)	41	2.6	2.4	2.1	25	20	25	5.0	4.6	6.6
Average					11.4	11.9	8.7	12	(5)	36	2.8	2.5	2.1	26	21	26	3.7	3.6	4.3

Source: SCBS Investment Research



ผลกระทบจากโควิด-19 นับถึงปัจจุบันมีจำกัด

ในเดือนก.พ. ราคาสัตว์มงคลลดลงเล็กน้อย MoM โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงหลังเทศกาลตรุษจีน แต่เพิ่มขึ้นก้าวกระโดด YoY ในเวียดนาม และยังคงอยู่ในระดับสูง YoY ในประเทศไทย ราคาปลาหน้าท้องแถบ (spot price) ปรับตัวขึ้นต่อ ส่งสัญญาณถึงต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นใน 2Q63 ทั้งนี้แม้มีความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบจากโควิด-19 แต่ราคาสัตว์มงคลในเวียดนามและประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา และยอดขายผลิตภัณฑ์บรรจุกระป๋องของ TU ก็มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากผู้บริโภคเริ่มกักตุนสินค้าอุปโภคบริโภค CPF เป็น top pick ของเรา เพราะกำไรมีความแน่นอนสูงและ valuation น่าสนใจ

ราคาหมูในเวียดนามแข็งแกร่ง ราคาหมูในเวียดนามยังอยู่ในระดับสูงที่ VND74,000-75,000/กก. (+49% YoY แต่ -8% MoM) ในเดือนก.พ. ลดลงเล็กน้อย MoM โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงหลังเทศกาลตรุษจีน และ VND78,000/กก. (+68% YoY และ +22% QoQ) ใน 2M63 โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานที่ลดลงหลังจากการเกิดการแพร่ระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ราคาหมูในเวียดนามมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องในปีนี้ การกักกันดูแลมากขึ้นของรัฐบาลและต้นทุนการลงทุนที่สูงขึ้น จะทำให้ต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่อุปทานหมูจะฟื้นตัวกลับคืนมา ราคาหมูในเวียดนามปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 49% นับตั้งแต่เกิดการระบาดของโรค ASF ในเดือนก.พ. 2562 แต่ยังคงต่ำกว่าราคาหมูในจีนที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาแล้ว 166% นับตั้งแต่เกิดการระบาดของโรค ASF ในเดือนส.ค. 2561

ราคาสัตว์ปีกในประเทศไทยแข็งแกร่ง ราคาหมูลดลง MoM สู่ 70 บาท/กก. (-5% YoY และ -7% MoM) ในเดือนก.พ. หลังจากเทศกาลตรุษจีน แต่ทรงตัว YoY ที่ 70 บาท/กก. (ทรงตัว YoY แต่ +20% QoQ) ใน 2M63 ราคาหมูในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงในปีี้ เนื่องจากความต้องการเนื้อหมูในประเทศเพื่อนบ้านปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะได้รับแรงผลักดันจากการแพร่ระบาดของโรค ASF ราคาไก่ลดลงเล็กน้อย MoM สู่ 35 บาท/กก. (+3% YoY แต่ -3% MoM) ในเดือนก.พ. หลังจากเทศกาลตรุษจีน แต่ยังคงอยู่ในระดับสูงที่ 36 บาท/กก. (+4% YoY และ +1% QoQ) ใน 2M63 ราคาไก่ในประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับสูงในปีี้ โดยได้รับการสนับสนุนจากการส่งออกเนื้อไก่ไปยังประเทศจีนและตลาดใหม่ (ตะวันออกกลาง) เพิ่มขึ้น

ราคาปลาหน้าปรับตัวเพิ่มขึ้น YTD ราคาปลาหน้าท้องแถบ (spot price) เพิ่มขึ้น MoM เป็นเดือนที่ 3 ติดต่อกัน สู่ US\$1,475/ตัน (ทรงตัว YoY แต่ +9% MoM) ในเดือนก.พ. โดยมีสาเหตุมาจากการจับปลาได้น้อยลง และอยู่ที่ระดับเฉลี่ย US\$1,413/ตัน (ทรงตัว YoY แต่ +49% QoQ) ใน 2M63 เนื่องจากโดยปกติแล้วต้นทุนวัตถุดิบของ TU ปรับตัวตามหลัง spot price อยู่ 3-6 เดือน ดังนั้นต้นทุนวัตถุดิบของบริษัทยังปรับตัวเพิ่มขึ้นตั้งแต่ 2Q63 เป็นต้นไป

ผลกระทบจากโควิด-19 นับถึงปัจจุบันมีจำกัด เราคาดว่าโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อความต้องการบริโภคอาหารน้อยมาก เนื่องจากอาหารเป็นสิ่งจำเป็นสำหรับการดำรงชีวิต ทั้งนี้ในช่วงที่ตลาดมีความกังวลเกี่ยวกับโควิด-19 เราพบว่าราคาสัตว์มงคลในเวียดนามและประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา นอกจากนี้เรายังคาดว่ายอดขายผลิตภัณฑ์บรรจุกระป๋อง (อาหารทะเลแปรรูป: ทูน่า ซาร์ดีน และแมคเคอเรล; 40% ของยอดขาย) ของ TU จะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากผู้บริโภคเริ่มกักตุนสินค้าอุปโภคบริโภคในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสดังกล่าว สำหรับฐานการผลิต ผู้ประกอบการในกลุ่มอาหารตำเนินงานในหลายประเทศด้วยกัน ฐานการผลิตของ GFPT และ TU ยังไม่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 CPF เผชิญสถานการณ์การผลิตหยุดชะงักจากปัญหาโลจิสติกส์ในมณฑลหูเป่ย์ในประเทศจีน (4% ของยอดขายของ CPF) แต่การผลิตค่อยๆ กลับคืนสู่ภาวะปกติแล้วในเดือนนี้

CPF เป็น top pick เราชอบ CPF เพราะกำไรมีความแน่นอนสูง โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในเวียดนามที่แข็งแกร่ง ปัจจุบัน CPF ซื้อขายใกล้เคียงกับมูลค่าตลาดของเงินลงทุนใน CPALL (CPF ถือหุ้น 34%) ที่ 22 บาท/หุ้น ยังไม่ได้สะท้อนธุรกิจที่สามารถทำกำไรได้ของ CPF

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
CPF	Buy	22.50	34.0	54.2	11.5	10.7	0.8	0.8
GFPT	Neutral	8.75	12.5	45.1	10.3	9.5	0.8	0.7
TU	Neutral	14.20	17.0	23.8	12.9	12.2	1.2	1.2
Average					11.6	10.8	0.9	0.9

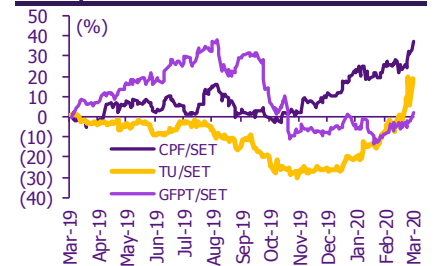
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	(22.4)	(18.9)	(13.5)	8.0	23.0	36.6
GFPT	(20.5)	(27.1)	(35.2)	10.7	10.6	2.3
TU	(10.7)	6.8	(25.3)	24.3	62.0	18.0

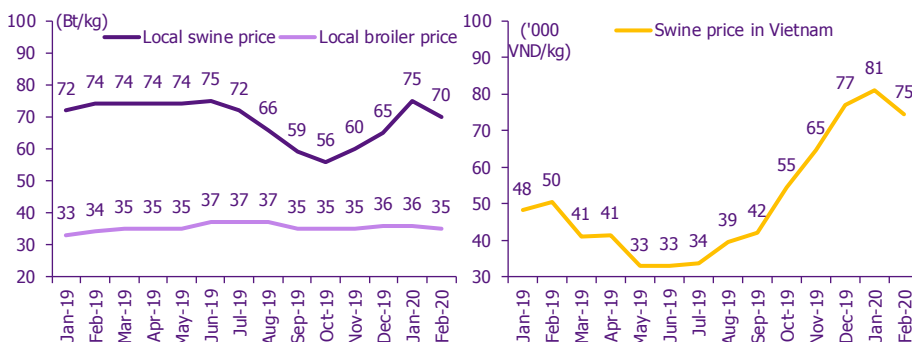
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาสัตว์มงคลในเดือนก.พ. อ่อนตัวลง MoM หลังจากเทศกาลตรุษจีน แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง YoY



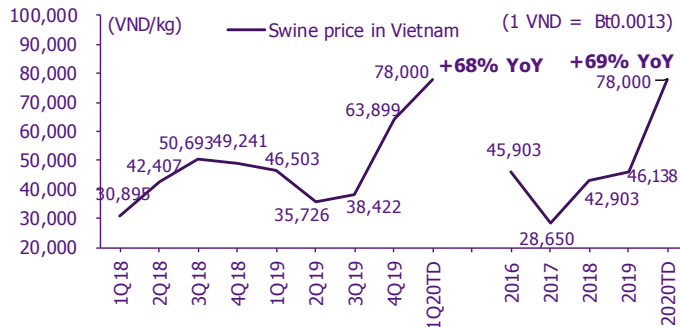
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสสร่า, CFA

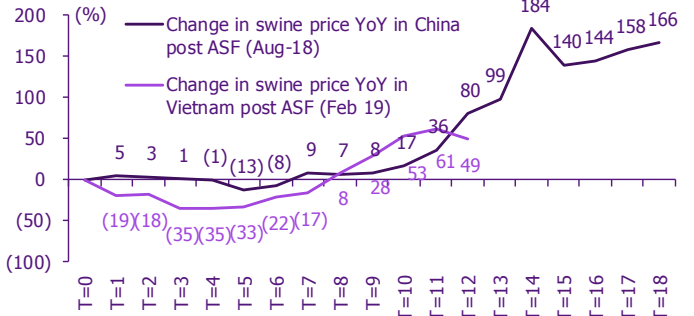
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1004
 sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Swine price in Vietnam jumped 68% YoY in 1Q20TD



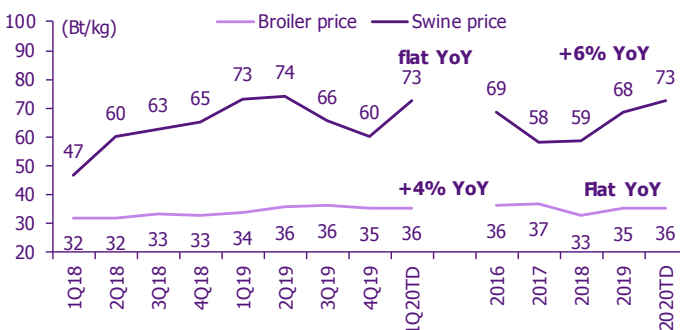
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: Swine price in China & Vietnam rose 166% and 49% since the spread of ASF (Aug 2018 & Feb 2019)



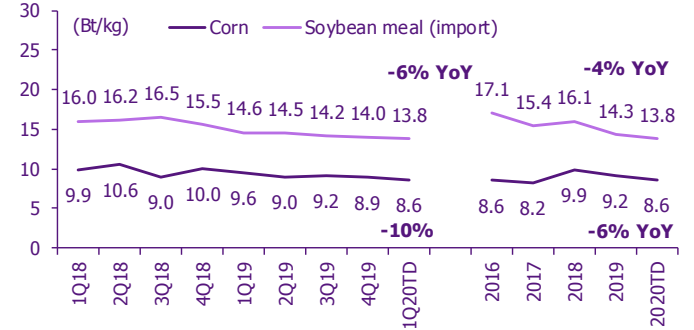
Source: Industry sources, Bloomberg and SCBS Investment Research

Figure 3: In 1Q20TD, local broiler price rose 4% YoY, while local swine price was flat YoY



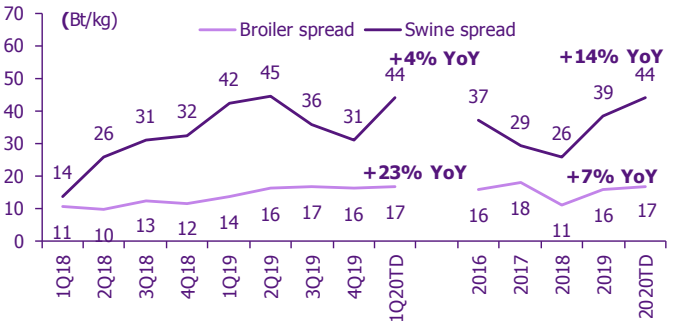
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 1Q20TD, blended feed costs (corn & soybean meal costs) dropped YoY



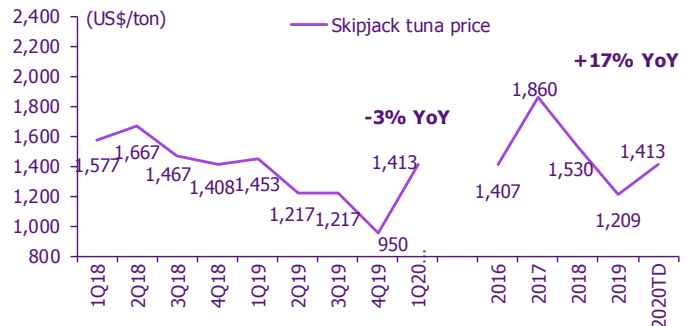
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: In 1Q20TD, local swine & broiler spreads (price minus feed costs) widened YoY



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: Spot skipjack tuna price rose to US\$1,413/ton in 1Q20TD



Source: Industry sources 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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
CPF	Buy	22.50	34.0	54.2	13.0	11.5	10.7	111	13	8	0.8	0.8	0.8	7	7	8	3.1	3.1	3.1	9.6	9.9	9.8
GFPT	Neutral	8.75	12.5	45.1	8.7	10.3	9.5	10	(15)	8	0.8	0.8	0.7	10	8	8	2.3	2.3	2.3	5.0	6.0	5.5
TU	Neutral	14.20	17.0	23.8	13.0	12.9	12.2	30	0	6	1.3	1.2	1.2	11	10	10	3.3	4.1	4.3	10.7	10.9	10.4
Average					11.6	11.6	10.8	50	(1)	7	1.0	0.9	0.9	9	8	9	2.9	3.2	3.2	8.4	8.9	8.6

Source: SCBS Investment Research



โควิด-19 ส่งผลกระทบต่อช่วงสั้น แนวโน้มระยะยาวยังดี

โรงพยาบาลไทยจะได้รับผลกระทบแค่ช่วงเวลาสั้นๆ จากภาวะการระบาดใหญ่ทั่วโลกของไวรัสโควิด-19 โดยอาจจะเป็นสาเหตุทำให้ผู้ป่วยไม่ได้รับความสะดวก ซึ่งจะส่งผลทำให้ผู้ป่วยทั้งคนไทยและต่างชาติเลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่ร้ายแรงออกไป อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลกระทบต่อกำไรจะมีน้อยกว่าอุตสาหกรรมอื่น เนื่องจากการรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น และยังคงมุมมองเชิงบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว เราชอบ BDMS: หุ้น big cap play ที่มีปัจจัยพื้นฐานดี และ BCH: หุ้น valuation play ปัจจัยบวก คือ การควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ผล

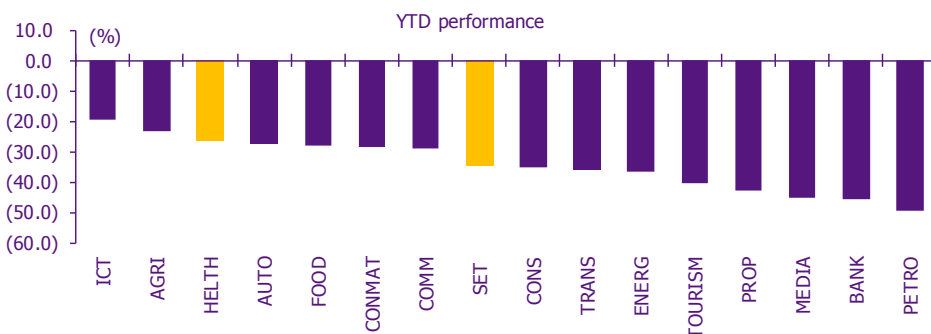
ภาวะการระบาดใหญ่ทั่วโลกของไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อการดำเนินงานระยะสั้นโรงพยาบาลไทยจะได้รับผลกระทบระยะสั้นจากภาวะการระบาดใหญ่ทั่วโลกของไวรัสโควิด-19 โดยจะส่งผลทำให้จำนวนผู้ป่วยที่เข้ารับการรักษาปรับตัวลดลง บริการผู้ป่วยต่างชาติซึ่งรวมถึงผู้ป่วยที่เดินทางเข้ามาโดยตรงและนักท่องเที่ยวเชิงการแพทย์ (คิดเป็นสัดส่วน 66% ของรายได้ปี 2562 ของ BH และ 30% ของรายได้ปี 2562 ของ BDMS) มีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบมากจากการจำกัดการเดินทางทั่วโลก เราเชื่อว่าบริการผู้ป่วยคนไทยจะได้รับผลกระทบจากความกังวลเกี่ยวกับการระบาดของไวรัสโควิด-19 น้อยกว่าบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ แต่สถานการณ์ดังกล่าวอาจทำให้ผู้ป่วยเกิดความกังวลและไม่สะดวกที่จะออกไปนอกบ้าน ส่งผลทำให้เลื่อนการเข้ารับการรักษาโรคที่ไม่ร้ายแรงออกไป เรามองว่าผลประโยชน์ของการของ CHG และ BCH ได้รับผลกระทบน้อย เพราะมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยคนไทยสูงที่ 97% และ 90% ในปี 2562 ตามลำดับ

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง เราคาดว่าในที่สุดแล้วสถานการณ์การระบาดของไวรัสโควิด-19 จะสามารถควบคุมได้ และหวังว่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 ทั้งนี้ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับการระบาดใหญ่ทั่วโลกของไวรัสโควิด-19 ซึ่งส่งผลกระทบต่อหลายอุตสาหกรรม เราเชื่อว่าผลกระทบต่อกำไรของกลุ่มการแพทย์จะมีน้อยกว่า เนื่องจากการรักษาพยาบาลเป็นสิ่งจำเป็น และยังคงมุมมองเชิงบวกว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะยาว เราคาดว่ากำไรของกลุ่มการแพทย์จะเติบโตเล็กน้อยที่ 5% ในปี 2563 โดยหลักๆกำไรจะอ่อนแอใน 1H63 และต่อจากนั้นจะเติบโตก้าวกระโดดที่ 15% ในปี 2564 ความกังวลด้านสภาพคล่องไม่ใช่ประเด็นที่น่าเป็นห่วงสำหรับหุ้นในกลุ่มการแพทย์ภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เนื่องจากอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนอยู่ในระดับต่ำที่ 0.2-0.8 เท่า

ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้น คือ การควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ผล หุ้นเด่นคือ BDMS และ BCH ปัจจัยบวกต่อราคาหุ้น คือ การควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่ได้ผล ทั้งนี้ ตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นมา SETHLTH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 27% เพราะได้รับผลกระทบจากภาวะ risk off ในตลาดหุ้น แต่ยังคง outperform SET ซึ่งปรับตัวลดลง 35% สะท้อนถึงความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อผลประกอบการของกลุ่มการแพทย์ เราเลือก BDMS เป็น top pick อันดับหนึ่ง: BDMS เป็นตัวแทนของหุ้นกลุ่มการแพทย์ไทยที่มีปัจจัยพื้นฐานดี โดยได้รับการสนับสนุนจากฐานผู้ป่วยที่เติบโตมากขึ้น และ EBITDA margin ที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น ราคาหุ้น BDMS ปรับตัวลดลงมาแล้ว 32% YTD และซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2563 ระดับ 15.8 เท่า หรือเท่ากับ -2SD ของ PEเฉลี่ยย้อนหลัง 8 ปี

นอกจากนี้เรายังชอบ BCH เพราะผลตอบแทนน่าสนใจเมื่อเทียบกับความเสี่ยง ราคาหุ้น BCH ปรับตัวลดลงมาแล้ว 37% YTD เพราะตลาดกังวลเกี่ยวกับการดำเนินงานที่ WMC และแผนลงทุนของบริษัท โดยเฉพาะโรงพยาบาลใหม่ในลาว (โรงพยาบาลในต่างประเทศแห่งแรก) ในปี 2564 เรามองว่าราคาหุ้น BCH ปรับตัวลดลงมากเกินไป โดยซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2563 ระดับ 11.1 เท่าต่ำกว่าระดับวิกฤตปี 2556 เมื่อ WMC เปิดให้บริการ และสร้างผลขาดทุนจำนวนมากให้กับ BCH

SETHLTH ได้รับผลกระทบจากการระบาดใหญ่ของไวรัสโควิด-19 น้อยกว่าตลาด



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BCH	Buy	10.8	20.5	92.7	19.7	17.5	3.9	3.5
BDMS	Buy	17.8	28.0	59.7	27.5	22.6	3.1	3.0
BH	Neutral	126.0	140.0	13.5	27.2	24.7	4.4	4.1
CHG	Buy	2.0	2.8	44.9	25.6	22.8	5.5	5.1
RJH	Buy	18.8	31.0	70.5	15.4	14.3	3.8	3.6
Average					23.1	20.3	4.2	3.9

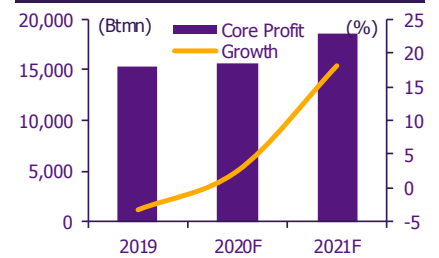
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	(24.5)	(36.5)	(36.8)	5.1	(3.6)	(0.3)
BDMS	(23.9)	(30.9)	(27.6)	5.9	4.9	14.2
BH	7.7	(15.2)	(29.0)	49.9	28.7	12.1
CHG	(22.0)	(24.4)	4.2	8.5	14.7	64.5
RJH	(21.7)	(27.7)	(14.9)	9.0	9.7	34.3

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

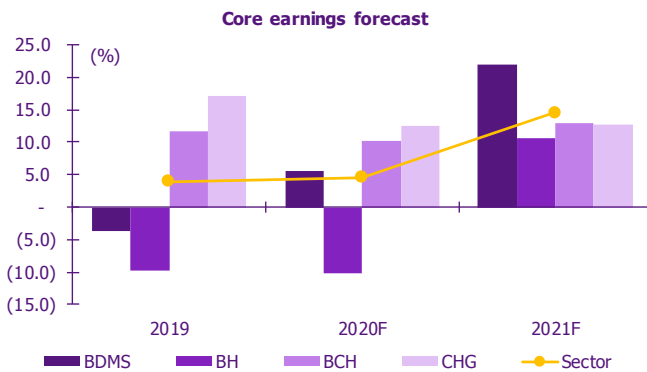
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Revenue breakdown

BDMS: 2019 revenue breakdown		to total revenue	BCH: 2019 revenue breakdown		to total revenue
International		30%	International		11%
Thai		70%	Thai		89%
Top 5 international patients			Top 5 international patients		
UAE		2.4%	Kuwait		7.1%
Japan		2.3%	Oman		0.7%
Cambodia		1.8%	Qatar		0.7%
China		1.6%	Saudi Arabia		0.3%
The U.S.		1.6%	Myanmar		0.3%
CHG: 2019 revenue breakdown			BH: 2019 revenue breakdown		
International		3%	International		66%
Thai		97%	Thai		34%
Top 5 international patients			Top 5 international patients		
Oman		1.0%	UAE		8.8%
Qatar		1.0%	Myanmar		8.5%
UAE		1.0%	Kuwait		6.2%
Other		0.0%	The U.S.		4.5%
			Cambodia		4.2%

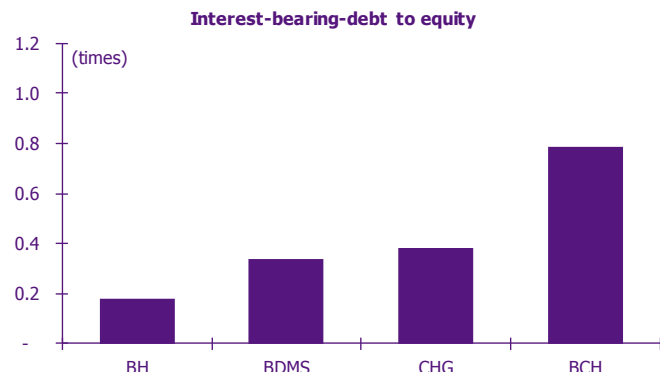
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Sector earnings to jump in 2021



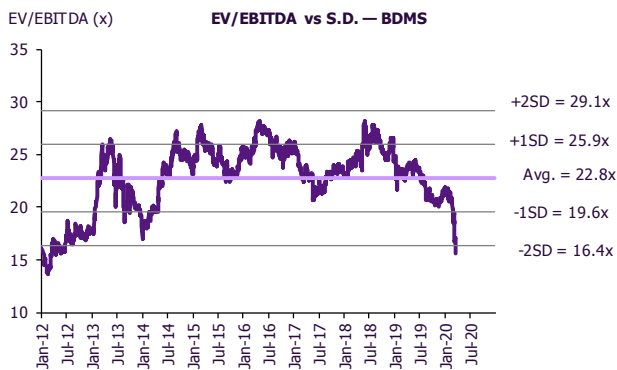
Source: SCBS Investment Research

Figure 3: Strong financial position



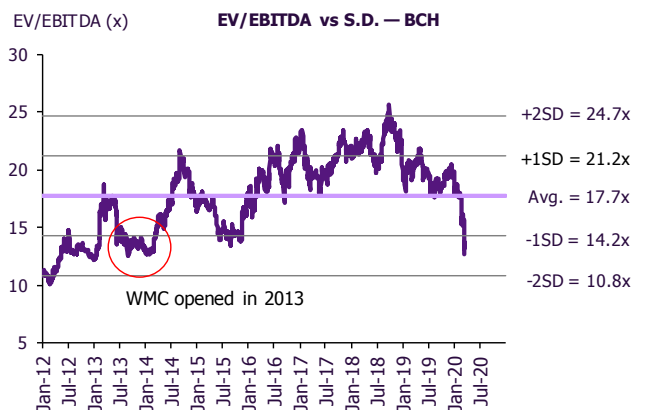
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BDMS: EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH: EV/EBITDA band



Source: SET 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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BCH	Buy	10.80	20.5	92.7	21.7	19.7	17.5	11.8	10.2	13.0	4.3	3.9	3.5	19	19	19	2.1	2.5	2.9	13.2	11.1	10.1
BDMS	Buy	17.80	28.0	59.7	29.1	27.5	22.6	(3.6)	5.7	21.9	3.3	3.1	3.0	12	11	13	1.7	2.0	2.4	15.2	15.8	13.4
BH	Neutral	126.00	140.0	13.5	24.5	27.2	24.7	(9.7)	(10.1)	10.5	4.6	4.4	4.1	19	16	17	2.5	2.2	2.4	14.8	15.3	13.5
CHG	Buy	1.98	2.8	44.9	28.8	25.6	22.8	17.2	12.4	12.6	5.9	5.5	5.1	20	21	22	2.5	3.1	3.5	18.7	15.7	13.8
RJH	Buy	18.80	31.0	70.5	18.0	15.4	14.3	23.4	16.7	7.9	4.0	3.8	3.6	23	26	26	5.3	5.3	5.6	11.1	9.7	8.8
Average					24.4	23.1	20.3	7.8	7.0	13.2	4.5	4.2	3.9	17	17	18	2.2	2.5	2.8	15.5	14.5	12.7

Source: SCBS Investment Research



เผชิญพายุ

อสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมของไทยได้รับผลกระทบอย่างหนักจากปัจจัยเสี่ยงหลาย ๆ ด้าน: **GDP และ FDI** ทั่วโลกชะลอตัวลงจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และภัยแล้ง เราจึงนำเสนอสมมติฐานตามหลักอนุรักษนิยมมาใช้ ส่งผลให้มีการปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของหุ้นกลุ่มนิคมฯ ภายใต้การวิเคราะห์ของเราลดลง อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าราคาหุ้นกลุ่มนิคมฯ ปรับตัวลดลงมากอย่างไม่สมเหตุสมผล โดยซื้อขายที่ valuation ระดับต่ำเกือบ -2SD ต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลกปี 2551-2552 เราคาดว่านโยบาย **China Plus One** และกำไรที่สูงขึ้นจากธุรกิจโรงไฟฟ้าและ **NGD** จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะกลางถึงระยะยาว เราเลือก **AMATA** เป็นหุ้น **top pick** ในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม

GDP และ FDI ทั่วโลกชะลอตัวลงจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เมื่อไม่นานนี้ OECD ได้ปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP โลกปี 2563 เพื่อสะท้อนการระบาดใหญ่ของไวรัสโควิด-19 ลดลง 0.5% สู่ 2.5% UNCTAD เชื่อว่าการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะเป็นสาเหตุทำให้ FDI ทั่วโลกหดตัวลง 5-15% ปรับลงจากระดับทรงตัวที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ ทั้ง GDP และ FDI ทั่วโลกอาจจะหดตัวลงสู่ระดับต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลกปี 2551-2552 สถานการณ์เช่นนี้จะทำให้ FDI ไหลเข้าประเทศไทยน้อยลง และอาจจะส่งผลทำให้ความต้องการอสังหาริมทรัพย์เพื่อการอุตสาหกรรมหดตัวลง ส่งสัญญาณว่าผู้ประกอบการนิคมอุตสาหกรรมอาจจะทยอยลดขายและยอดโอนที่ดินได้ต่ำกว่าเป้าที่วางไว้ในปีนี้

สัญญาณเตือนภัยแล้ง ปริมาณน้ำที่สามารถใช้งานได้ในเขื่อนทางภาคเหนือและภาคตะวันออกเฉียงเหนืออยู่ในระดับต่ำที่ 12% และ 19% ของความจุทั้งหมด ตามลำดับ ต่ำกว่าระดับวิกฤตที่ 30% ในกรณีเลวร้ายที่สุด โดยใช้สมมติฐานว่าไม่มีฝนตกเลยนับจากนี้ไป ปริมาณน้ำดังกล่าวจะพอใช้ต่อไปได้อีกเพียง 5 เดือนสำหรับภาคเหนือ และ 2.5 เดือนสำหรับภาคตะวันออกเฉียงเหนือ กรมอุตุนิยมวิทยาคาดการณ์ว่าฝนจะตกในเดือนก.ค. ซ้ำกว่าปกติที่จะตกในเดือนพ.ค. การรณรงค์ลดการใช้น้ำจะส่งผลทำให้ยอดขายน้ำลดลงในครึ่งแรกของปี ส่วนนักลงทุนรายใหม่อาจลังเลที่จะมาลงทุนในประเทศไทย

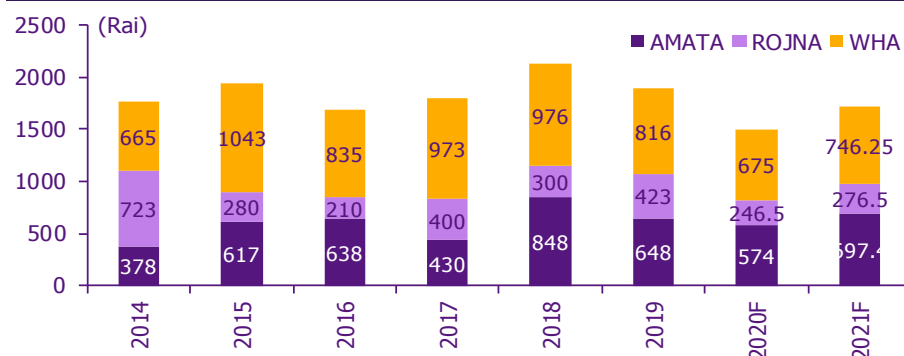
China Plus One = ปัจจัยบวกในระยะยาว หลังจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 สามารถควบคุมได้ นักลงทุนอาจจะนำนโยบาย China Plus One มาใช้ โดยจัดตั้งฐานการผลิตเพิ่มเติมนอกประเทศจีนเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดปัญหาห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงักในอนาคต มาตรการกระตุ้นการลงทุนของภาครัฐที่นำดึงดูด ความใกล้ชิดของประเทศไทยกับประเทศจีน และแรงงานที่มีฝีมือจำนวนมาก ทำให้ประเทศไทยเป็นหนึ่งในตัวเลือกที่ดีที่สุด ทั้งนี้ในช่วงที่เกิดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ผู้ผลิตจีนได้รับผลกระทบจากการปิดดำเนินการโรงงานทั่วประเทศจีน เหตุการณ์นี้ส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก เนื่องจากจีนเป็นประเทศผู้ผลิตชิ้นส่วนรายใหญ่ในห่วงโซ่อุปทานหลาย ๆ อุตสาหกรรม

ได้ประโยชน์จากต้นทุนก๊าซที่ลดลง ราคาก๊าซธรรมชาติปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ 3-6 เดือน ราคาน้ำมันที่ลดลง 25% YTD จะสะท้อนให้เห็นในราคาก๊าซที่ลดลงในเวลาต่อมา แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยหนุนให้กำไรของธุรกิจ SPP และ NGD ปรับตัวเพิ่มขึ้นในครึ่งหลังของปี 2563

ปรับประมาณการกำไร จากปัจจัยเสี่ยงหลาย ๆ ด้านทำให้เรายึดหลักอนุรักษนิยมมากขึ้น เราใช้สมมติฐานว่ายอดขายและยอดโอนกรรมสิทธิ์ที่ดินจะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 50% ของประมาณการเดิมของเรา ในขณะที่การขายสินทรัพย์จะเกิดขึ้นตามแผนที่วางไว้ ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2563-2564 ลดลง 26% และ 20% สำหรับ AMATA, 11% และ 37% สำหรับ AMATAV, 46% และ 47% สำหรับ ROJNA และ 20% และ 17% สำหรับ WHA และปรับราคาเป้าหมายลง 41% สู่ 17.0 บาท สำหรับ AMATA, 15% สู่ 5.5 บาท สำหรับ AMATAV, 25% สู่ 6.0 บาท สำหรับ ROJNA และ 33% สู่ 3.8 บาท สำหรับ WHA เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" หุ้นทั้งสามตัวนี้

Top picks – AMATA แม้แนวโน้มของกลุ่มนิคมอุตสาหกรรมจะไม่สดใสนัก แต่ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป ปัจจุบันหุ้นนิคมฯ ซื้อขายที่ PBV ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์เกือบ -1.5SD ซึ่งเป็นระดับเดียวกับในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินโลกปี 2551-2552 เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ยังไม่มีแนวโน้มว่าจะสิ้นสุดลง และ FDI ยังไม่น่าจะกลับเข้ามาในระยะเวลานี้ใกล้นี้ สภาพคล่องจึงมีบทบาทสำคัญมากขึ้น เราเลือก AMATA เป็น top pick ของเรา เพราะมีสภาพคล่องสูงที่สุด โดยมีสัดส่วนรายได้ต่อภาระหนี้อยู่ที่ระดับ 1.4 เท่า

ยอดขายที่ดินจะหดตัวลงตามเศรษฐกิจและ FDI ทั่วโลกที่ชะลอตัวลง



Source: Company, SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AMATA	Buy	9.2	17.0	90.2	6.3	6.2	0.6	0.6
AMATAV	Buy	3.6	5.5	53.0	7.0	16.9	1.3	1.2
ROJNA	Buy	3.3	6.0	88.5	18.8	14.8	0.5	0.5
WHA	Buy	2.1	3.8	88.8	11.6	10.6	1.0	0.9
Average					10.9	12.1	0.9	0.8

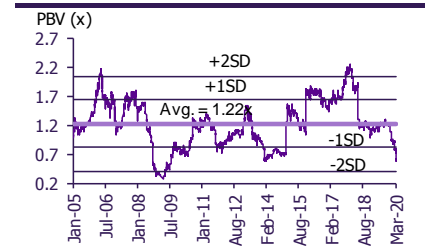
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AMATA	(41.0)	(54.3)	(56.6)	(17.8)	(30.6)	(31.5)
AMATAV	(17.0)	(24.6)	(31.0)	15.6	14.4	8.9
ROJNA	(29.8)	(34.5)	(33.2)	(2.3)	(0.6)	5.5
WHA	(34.4)	(46.4)	(51.0)	(8.7)	(18.6)	(22.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

IE sector's PBV



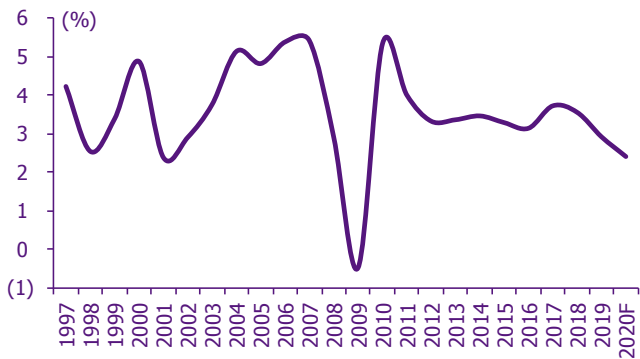
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

สิริกานท์ กฤษณิณีพัทธ์

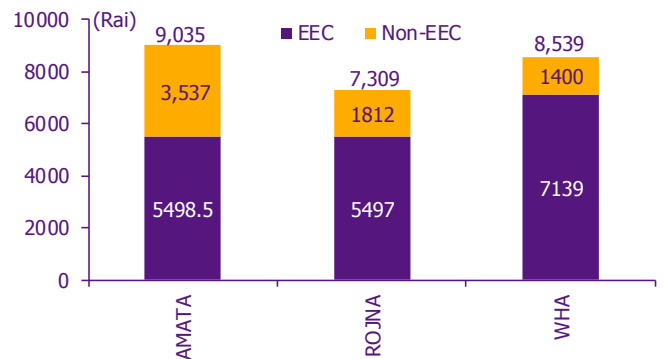
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1020
 sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: Global GDP forecasts at 2.5% for 2020



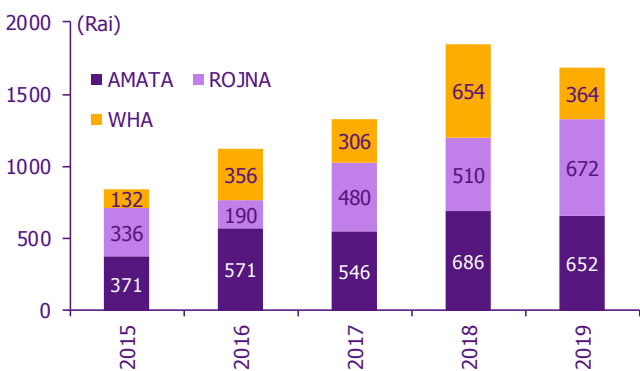
Source: OECD

Figure 2: Land bank



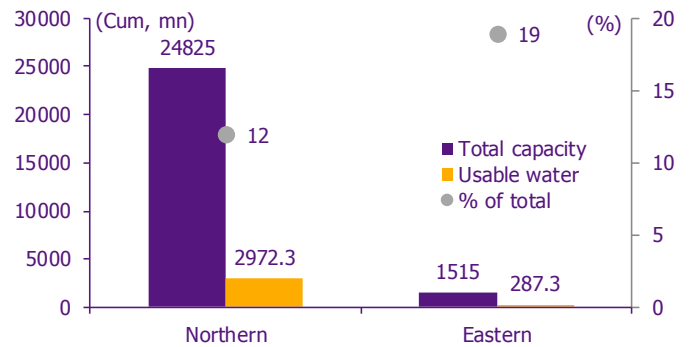
Source: Company

Figure 3: Backlog



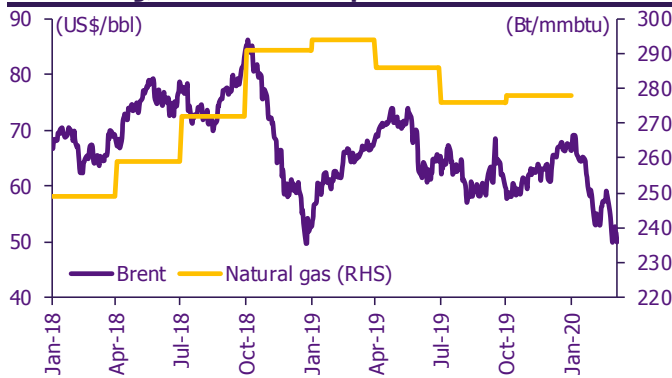
Source: AMATA, ROJNA, WHA

Figure 4: Water levels in northern and eastern regions, both below the critical level



Source: IRD, www.thaiwater.net

Figure 5: Natural gas cost is expected to drop (3-6 months lag) in line with oil price trend



Source: Bloomberg

Figure 6: Earnings and target price revision

Earnings revision

	2020F			2021F		
	Previous	Current	% ch	Previous	Current	% ch
AMATA	2,090	1,545	(26)	1,933	1,544	(20)
AMATAV	541	483	(11)	319	201	(37)
ROJNA	664	358	(46)	862	457	(47)
WHA	3,255	2,609	(20)	3,450	2,857	(17)

Target price revision

	Price target (Bt/share)			Current price (Bt/Sh)	TTR (%)
	Previous	Current	% ch		
AMATA	29.0	17.0	(41)	9.15	90
AMATAV	6.5	5.5	(15)	3.62	53
ROJNA	8.0	6.0	(25)	3.34	89
WHA	5.6	3.8	(33)	2.06	86

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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AMATA	Buy	9.15	17.0	90.2	5.2	6.3	6.2	51	(17)	1	0.7	0.6	0.6	12	9	8	4.9	4.4	4.4	6.7	6.5	6.1
AMATAV	Buy	3.62	5.5	53.0	23.6	7.0	16.9	(64)	237	(58)	1.5	1.3	1.2	5	17	7	1.1	1.1	1.1	15.7	7.3	14.4
ROJNA	Buy	3.34	6.0	88.5	13.0	18.8	14.8	38	(31)	27	0.5	0.5	0.5	3	2	2	15.0	8.9	11.3	9.3	9.3	8.8
WHA	Buy	2.06	3.8	88.8	10.6	11.6	10.6	(5)	(9)	9	1.0	1.0	0.9	10	8	8	5.3	4.3	4.7	14.9	19.3	17.8
Average					13.1	10.9	12.1	5	45	(5)	0.9	0.9	0.8	7	9	6	6.6	4.7	5.4	11.7	10.6	11.8

Source: SCBS Investment Research



ชอบ THREL เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุด

บริษัทประกันมีแนวโน้มที่จะเห็น **combined ratio** พื้นตัวดีขึ้น แต่จะยังคงขยายเบี้ยประกันรับได้ค่อนข้างยากในปีนี้ เราชอบ THREL มากที่สุด เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นประกัน 3 ตัว

BLA: ราคาต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก แต่ยังอยู่ในช่วงเวลายากลำบาก ในปี 2563 เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะฟื้นตัวกลับมาเติบโตได้เล็กน้อยที่ 4% (เทียบกับเป้าของ BLA ที่คาดว่าจะเติบโตเป็นตัวเลขสองหลัก) หลังจากหดตัวลง 2 ปี โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) การจับมือกับ TISCO, สยามสไมล์ โบรกเกอร์ และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ในฐานะพันธมิตรรายใหม่ในธุรกิจ bancassurance และ 2) การฟื้นตัวของเบี้ยประกันรับรายใหม่ผ่านทาง BBL หลังจากปรับปรุงผลิตภัณฑ์เสร็จ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเบี้ยประกันรับทั้งหมดจะลดลง 7% ในปี 2563 เพราะเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาจะเพิ่มขึ้นจาก 1.3-1.4 หมื่นลบ. ในปี 2562 สู่ 1.4-1.5 หมื่นลบ. ในปี 2563 (สะท้อนถึงเบี้ยประกันรับปีต่อไปที่ลดลง 7%) และสภาวะตลาดที่เอื้ออำนวยน้อยลง โดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจจะชะลอตัวและอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ลดลง ต่อเนื่อง BLA ได้รับแรงกดดันจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่ลดลงอย่างต่อเนื่องในแง่ของการตั้งสำรองพิเศษเพื่อรองรับการทดสอบความเพียงพอของหนี้สิน (LAT) และ ROI ที่ลดลง ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2562 BLA ไม่ได้ตั้งสำรองพิเศษ (LAT reserve) เพิ่มเติม ในกรณีที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลลดลง 25 bps บริษัทจะต้องตั้งสำรองพิเศษ (LAT reserve) เพิ่มขึ้นจำนวน 418 ลบ. เราคาดว่า ROI จะลดลง 125 bps สู่ 3.5% ในปี 2563 แม้ว่ายังอยู่ในช่วงเวลายากลำบาก แต่ราคาหุ้น BLA ต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก โดยซื้อขายที่ระดับต่ำกว่า EV อยู่ 70%

THREL: ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงที่สุด และ **combined ratio** มีแนวโน้มดีขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันภัยต่อรับจะฟื้นตัวกลับมาเติบโตได้เล็กน้อยที่ 3% ในปี 2563 จาก -3% ในปี 2562 หลังจากยกเลิกสัญญาประเภทสุขภาพทั้งหมดที่มีผลขาดทุนระหว่างปี 2562 เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 เพราะเหตุผล 2 ประการ: 1) ประโยชน์ lag time จากการยกเลิกสัญญาประเภทสุขภาพทั้งหมดที่มีผลขาดทุน และ 2) การสิ้นสุดการตั้งสำรองพิเศษสำหรับการปรับลดระยะเวลาของสัญญา (recapture) ผลักดันที่ระยะยาว (ประมาณ 3.0 หมื่นลบ. ในปี 2563 เทียบกับประมาณ 5.0 หมื่นลบ. ในปี 2562) เราคาดว่า combined ratio จะลดลงจาก 94% ในปี 2562 สู่ 92% ในปี 2563 THREL ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับงวด 2H62 จำนวน 0.13 บาท/หุ้น เท่ากับงวด 1H62 และต่ำกว่า 0.15 บาท/หุ้น สำหรับงวด 2H61 อยู่เล็กน้อย เงินปันผลดังกล่าวคิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล 80% และผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.1% เราคาดว่า THREL จะคงอัตราการจ่ายเงินปันผลไว้ในระดับสูงที่ 80% และจ่ายเงินปันผลสำหรับปี 2563 จำนวน 0.29 บาท/หุ้น คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจในระดับ 14.4%

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าเบี้ยประกันภัยต่อรับจะเติบโต 10% ในปี 2563 เทียบกับ 9% ในปี 2562 โดยได้รับปัจจัยกระตุ้นจาก: 1) การขยายธุรกิจสู่ต่างประเทศ (กัมพูชา ลาว และเวียดนาม) ซึ่งบริษัทหวังว่าจะได้เบี้ยประกัน และ 2) การออกผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตประเภทร่วมพัฒนา (non-conventional) ใหม่ๆ เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องสู่ 100% ในปี 2563 จาก 106% ในปี 2562 และ 113% ในปี 2561 เนื่องจากค่าคอมมิชชั่นที่เกี่ยวกับโครงการครุ (โครงการที่ไม่สามารถทำกำไร) น่าจะปรับลดลงจาก 168 ลบ. ในปี 2562 สู่ 47 ลบ. ในปี 2563 ROE มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แต่ยังคงอยู่ในระดับที่อ่อนแอ ที่ระดับต่ำกว่า 6%

THREL เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ THREL เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 3 ตัว

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BLA	Buy	10.8	30.0	183.6	4.3	3.8	0.4	0.4
THRE	Neutral	0.3	0.6	96.1	5.8	4.7	0.4	0.3
THREL	Buy	2.1	4.1	111.2	5.3	4.7	0.8	0.8
Average					5.1	4.4	0.5	0.5

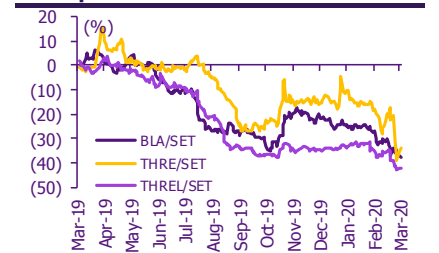
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	(36.1)	(47.6)	(60.4)	(11.0)	(20.5)	(37.4)
THRE	(40.7)	(48.4)	(57.9)	(17.5)	(21.7)	(33.5)
THREL	(34.6)	(41.2)	(63.8)	(9.0)	(10.8)	(42.9)

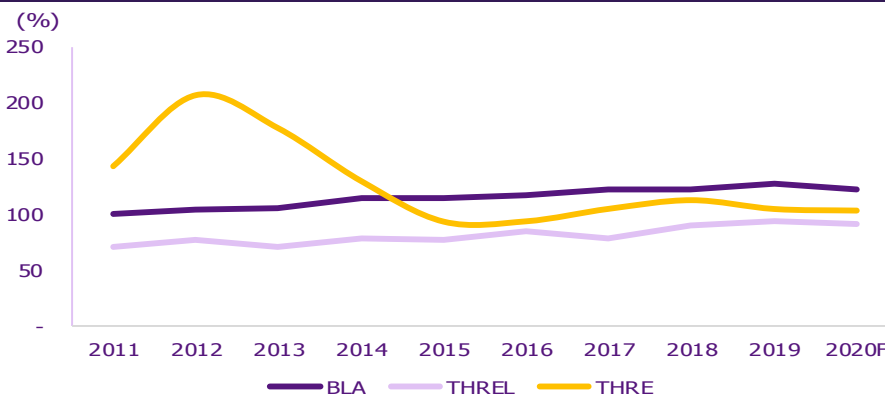
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: Companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

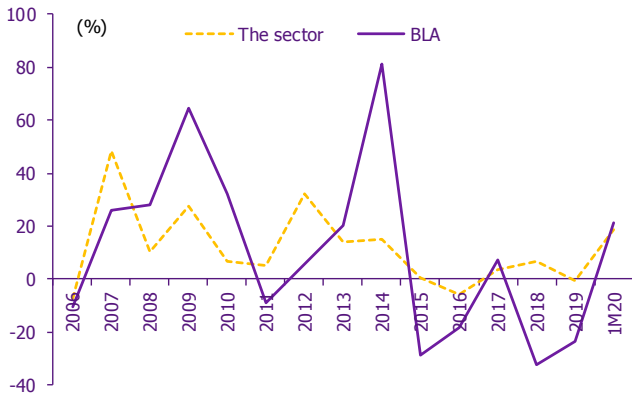
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



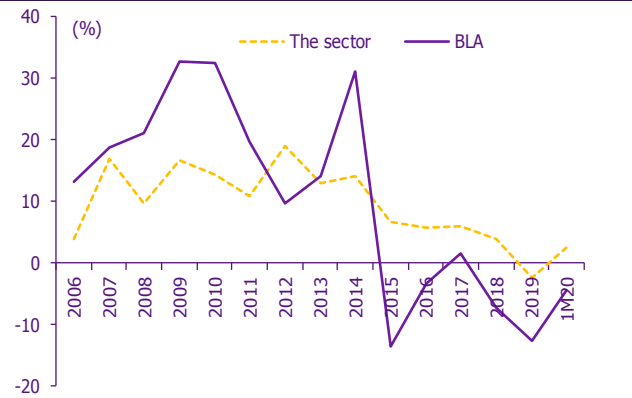
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



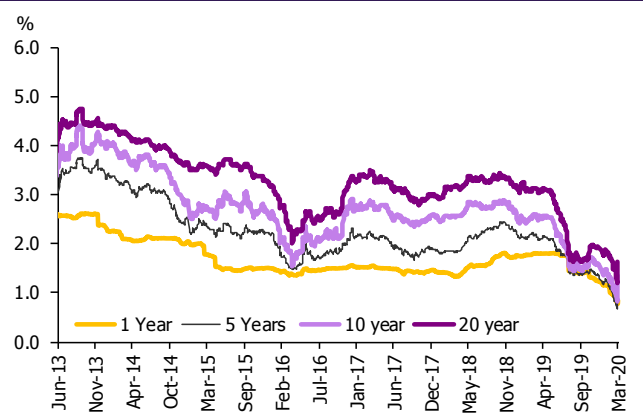
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



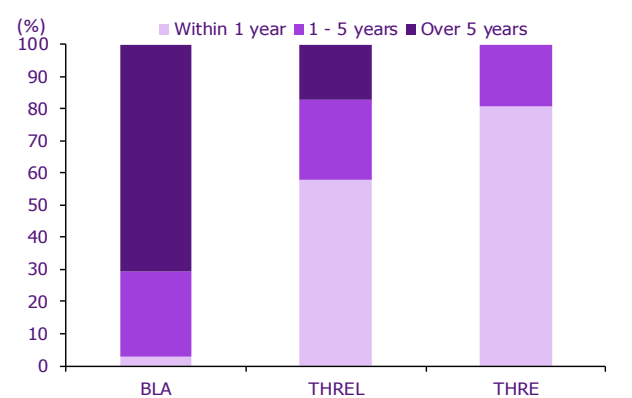
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



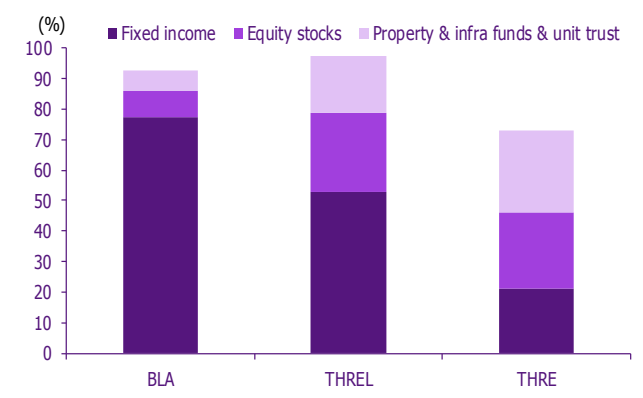
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

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 (%)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BLA	Buy	10.80	30.0	183.6	4.2	4.3	3.8	(12)	(1)	12	0.4	0.4	0.4	11	9	10	5.9	5.9	6.6
THRE	Neutral	0.32	0.6	96.1	12.3	5.8	4.7	n.m.	112	22	0.4	0.4	0.3	3	6	7	0.0	8.6	10.5
THREL	Buy	2.08	4.1	111.2	6.4	5.3	4.7	(23)	21	14	0.9	0.8	0.8	13	16	17	12.5	14.1	16.0
Average					7.6	5.1	4.4	(18)	44	16	0.6	0.5	0.5	9	10	11	6.1	9.5	11.0

Source: SCBS Investment Research

เต็มไปด้วยปัจจัยลบ

อุตสาหกรรมปิโตรเคมีได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่กลางปี 2561 เริ่มจากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน มาจนถึงการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ปัจจัยลบหลักๆ เหล่านี้มีบทบาทสำคัญในการทำลายอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และทำให้ช่องว่างระหว่างอุปสงค์กับอุปทานกว้างขึ้น สถานการณ์เช่นนี้ส่งผลทำให้ sentiment ตลาดต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมีปรับตัวแย่ลง ดังเห็นได้จากดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีที่ปรับตัวลดลงถึง 50% YTD และ 71% จากจุดสูงสุดเมื่อกลางปี 2561 เรายังคงมุมมองระยะยาวที่ระมัดระวังต่อไป จนกว่าจะมีสัญญาณว่าการควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เริ่มได้ผล และอุปสงค์ฟื้นตัว เราเชื่อว่า valuation ปัจจุบันซึ่งอิงกับ PBV ที่ -2SD น่าสนใจ top pick ของเรา คือ IVL (ราคาเป้าหมาย 42 บาท) หลังจากราคาหุ้นลดลง 51% YTD

แนวโน้มระยะสั้นถูกครอบงำโดยการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีโดยเฉลี่ย QTD ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องอีก 13-57% โดยเฉพาะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีต้นน้ำทั้งสองสาย เช่น เอทิลีน และพาราไซลีน ทั้งนี้ นอกเหนือจากสถานการณ์อุปทานล้นตลาดและอุปสงค์ชะลอตัวเพราะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าที่ยืดเยื้อระหว่างสหรัฐฯ กับจีนซึ่งคลี่คลายลงเมื่อไม่นานมานี้แล้ว ดูเหมือนว่าความกังวลที่เกิดขึ้นใหม่เกี่ยวกับผลกระทบของไวรัสโควิด-19 ได้กลายเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้อุปสงค์ปรับตัวลดลงมาตั้งแต่ต้นปีนี้ จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ที่ชะลอตัวลงในประเทศจีนซึ่งเป็นจุดเริ่มต้นของการระบาดถือเป็นข่าวดี แต่จำนวนผู้ติดเชื้อในประเทศอื่นๆ ยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะประเทศในทวีปยุโรป และสหรัฐฯ อ้างอิงข้อมูลจากองค์การอนามัยโลก เราเชื่อว่าสถานการณ์เช่นนี้จะส่งผลให้อุตสาหกรรมปิโตรเคมีตกอยู่ในความเสี่ยง โดยเฉพาะอย่างยิ่งถ้าสถานการณ์การแพร่ระบาดครั้งนี้ส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอยตามที่นักเศรษฐศาสตร์หลายท่านหวาดกลัว

สงครามราคาน้ำมันจะทำให้อุปสงค์หยุดชะงัก นอกจากนี้หุ้นปิโตรเคมีก็จะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันระดับต่ำในแง่ของขาดทุนสินค้าคงคลัง ความไม่แน่นอนจะทำให้ผู้ซื้อยังไม่ต้องการที่จะสะสมสินค้าคงคลังเพิ่ม ดังเห็นได้ในปี 2562 เมื่อสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีนทวีความรุนแรงมากขึ้น ดังนั้นราคาน้ำมันต่ำอาจจะไม่ใช่ปัจจัยสนับสนุน อย่างไรก็ดี ราคาน้ำมันต่ำมีแนวโน้มที่จะเพิ่มความสามารถในการแข่งขันให้กับผู้ผลิตที่ใช้แท่นพาทาเป็นวัตถุดิบอย่าง SCC และ IRPC เนื่องจากโดยปกติแล้วต้นทุนวัตถุดิบมักจะปรับตัวลดลงในทันที ตามราคาน้ำมันที่ลดลง ในขณะที่ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบอย่าง PTTGC ยังคงต้องรับภาระต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจาก lag time ในการปรับราคาก๊าซ ทั้งนี้ EBITDA margin ของธุรกิจโอเลฟินส์ของ PTTGC ลดลงจาก 24-25% ในปี 2557 สู่ 22% ใน 4Q58 ก่อนที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 28% ใน 4Q59 ในขณะที่ EBITDA margin ของธุรกิจเคมีภัณฑ์ของ SCC ปรับตัวดีขึ้นจาก 9-11% ในปี 2557 สู่ 21% ใน 4Q58

ขอบผู้ประกอบการ integrated PET/PTA, IVL เป็น top pick ของกลุ่ม ในขณะที่สายผลิตภัณฑ์โอเลฟินส์และอะโรเมติกส์จะได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากอุปสงค์ที่อ่อนแอสืบเนื่องมาจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แต่เราเชื่อว่าผู้ผลิต PET จะได้รับประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงและอุปสงค์บรรจุภัณฑ์อาหาร (คิดเป็น 30% ของการใช้เม็ดพลาสติก PET ทั้งหมด) ที่เพิ่มขึ้น การเคลื่อนไหวของราคา PET ในระยะหลังนี้แสดงให้เห็นว่าราคา PET ลดลงในอัตราที่น้อยกว่าต้นทุนวัตถุดิบ โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์บรรจุภัณฑ์อาหารที่เพิ่มขึ้นท่ามกลางความหวาดกลัวเชื้อไวรัสโควิด-19 ระบาด โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศแถบตะวันตก เราชอบ IVL มากกว่าผู้ประกอบการรายอื่นๆ ในช่วงเวลาแห่งความไม่แน่นอนเช่นนี้ทั้งจากผลกระทบของไวรัสโควิด-19 ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง และราคาน้ำมันต่ำ เราเชื่อว่า IVL จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์รายสำคัญจากการรีไซเคิลพลาสติกและเทรนด์สังคมผู้สูงอายุ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
GGC	Neutral	4.6	11.0	145.7	4.5	4.2	0.4	0.4
IVL	Buy	17.2	42.0	151.7	7.1	6.5	0.7	0.7
PTTGC	Neutral	25.5	44.0	81.6	5.5	4.7	0.4	0.4
Average					5.7	5.1	0.5	0.5

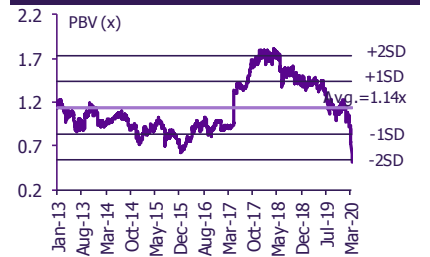
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	(58.9)	(60.3)	(55.4)	(42.8)	(39.8)	(29.6)
IVL	(38.6)	(51.2)	(64.9)	(14.5)	(26.0)	(44.6)
PTTGC	(46.9)	(55.1)	(62.4)	(26.1)	(31.8)	(40.6)

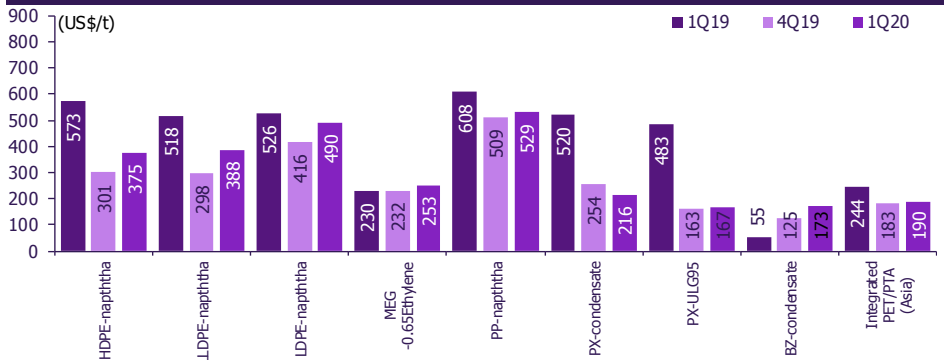
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สำคัญ



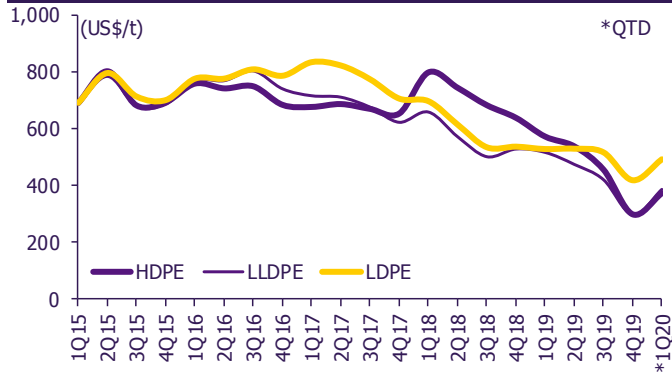
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

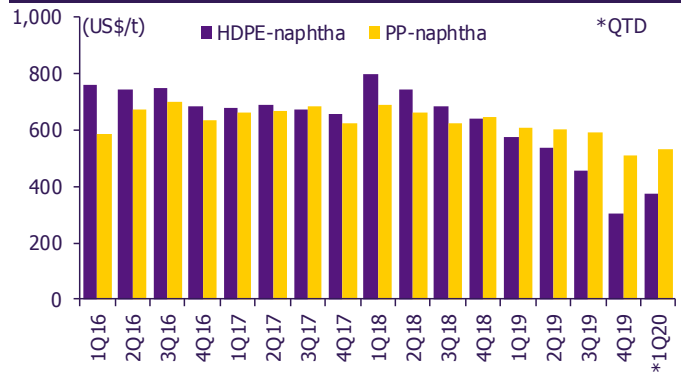
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1005
 chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



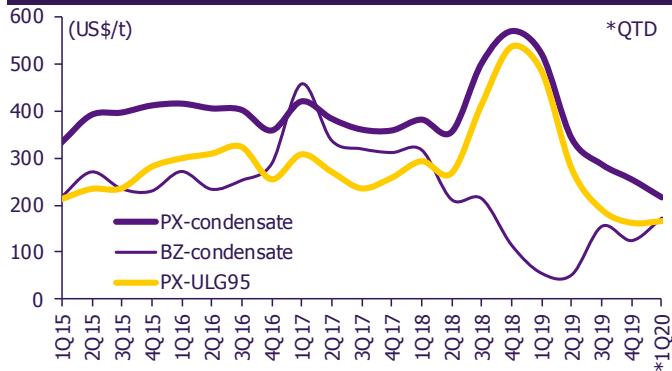
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Product spread – HDPE vs. PP



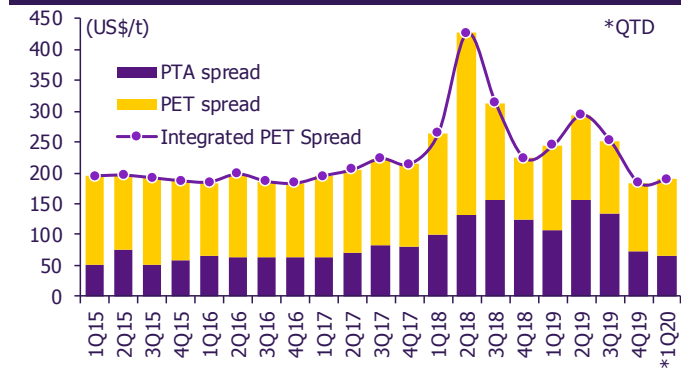
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



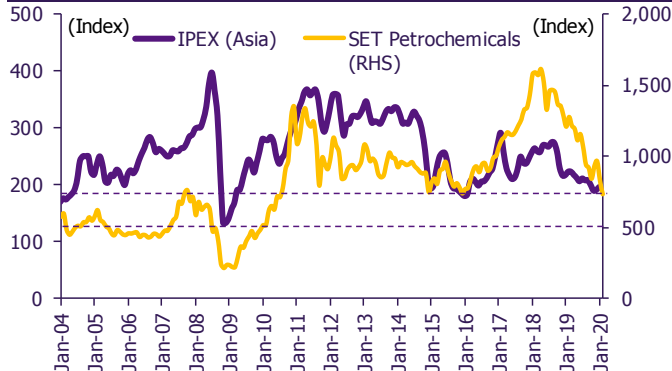
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Integrated PET/PTA spread (Asia)



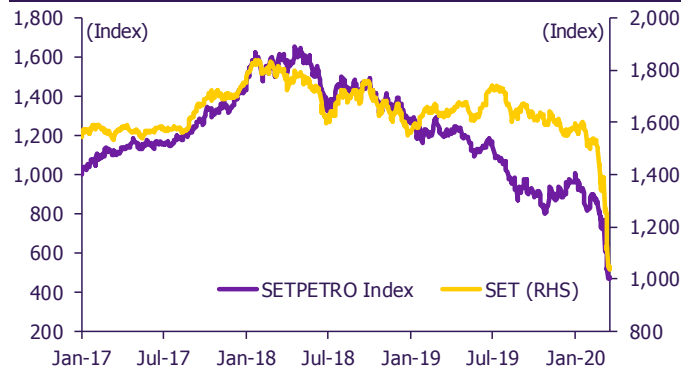
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
GGC	Neutral	4.64	11.0	145.7	n.m.	4.5	4.2	n.m.	n.m.	9	0.5	0.4	0.4	(1)	10	10	7.5	8.6	9.6	5.4	2.4	2.1
IVL	Buy	17.20	42.0	151.7	18.4	7.1	6.5	(78)	159	10	0.7	0.7	0.7	4	10	11	7.1	7.6	7.6	8.1	5.6	4.1
PTTGC	Neutral	25.50	44.0	81.6	14.1	5.5	4.7	(80)	157	17	0.4	0.4	0.4	3	7	8	7.8	9.0	10.6	7.2	4.2	3.6
Average					16.3	5.7	5.1	(79)	158	12	0.5	0.5	0.5	2	9	10	7.5	8.4	9.2	6.9	4.1	3.3

Source: SCBS Investment Research

พัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

SET PROP index Close: 24/3/2020 143.77 -0.54 / -0.37% Bt2,378mn
Bloomberg ticker: SETPROP



โควิด-19 ข้ำเติม แนวโน้มให้แยกลงไปอีก

สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบข้ำเติมอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยที่อ่อนแออยู่แล้วให้แยกลงไปอีก และอาจเป็นสาเหตุทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งจะส่งผลกระทบทำให้รายได้ ความเชื่อมั่น และความมั่งคั่งปรับลดลง จนทำให้ต้องเลื่อนการใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าราคาแพง เช่น บ้าน ออกไป นอกจากนี้ธนาคารก็ใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น อุปสงค์ชาวต่างชาติที่ไม่สามารถเชื่อถือได้ก็หายไป เราคาดว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจะหดตัวลง 10-20% และปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของผู้ประกอบการโครงการที่อยู่อาศัยในการวิเคราะห์ของเราลดลง อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมากเกินไป จนทำให้ valuation ลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ -2SD ผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีดูเหมือนจะเป็นปัจจัยบวกในระยะสั้น เราเลือก LH และ QH เป็น top pick ของกลุ่มพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัย

การระบาดของไวรัสโควิด-19 ข้ำเติมแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยที่แยกลงไปแล้ว ปัจจุบัน SCB EIC คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเข้าสู่ภาวะถดถอย และปรับประมาณการ GDP ลดลงสู่ -0.3% (ต่ำที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินโลกปี 2552) เพื่อสะท้อนผลกระทบของโควิด-19 เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ยังไม่มีทีท่าว่าจะสิ้นสุดลง ดัชนีความเชื่อมั่นผู้บริโภคจึงปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำสุดในรอบ 69 เดือนที่ 67.3 จุด ในเดือนม.ค. การลดค่าจ้างและการเลิกจ้างมีให้เห็นมากขึ้น อีกทั้ง SET ยังปรับตัวลดลงถึง 35% YTD ทำให้ความมั่งคั่งลดลง ส่งผลทำให้การใช้จ่ายเพื่อซื้อสินค้าราคาแพง เช่น บ้าน ปรับตัวลดลง ธนาคารใช้ความระมัดระวังในการปล่อยสินเชื่อมากขึ้น ส่งผลทำให้การปล่อยสินเชื่อปรับตัวลดลง การยกเลิกและถูกปฏิเสธสินเชื่อจะเพิ่มขึ้นมากกว่าปีก่อน การระบาดของไวรัสโควิด-19 ข้ำเติมแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยที่อ่อนแออยู่แล้วจากการบังคับใช้เกณฑ์ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นในเดือนเม.ย. 2562 ให้แยกลงไปอีก

ตลาดซบเซา ความพยายามในการสกัดการระบาดของไวรัสโควิด-19 ทำให้กิจกรรมทั้งหมดถูกยกเลิกหรือเลื่อนออกไป ซึ่งรวมถึงการเปิดตัวโครงการซึ่ง sentiment มีบทบาทสำคัญในการกระตุ้นการขาย กิจกรรมใน 2M63 เจียบเหงอย่างมาก (โครงการเปิดใหม่ลดลง 35% YoY และอัตราการขายลดลง 77% ในจำนวนยูนิต) โดยมีสาเหตุมาจากการยกเลิกกิจกรรมที่ทำให้คนมาอยู่รวมกันเป็นจำนวนมาก ความต้องการซื้อที่แท้จริงเริ่มชะลอตัว และนักลงทุนเลือกรอดสถานการณ์ ในขณะที่ชาวต่างชาติจะยังไม่กลับเข้ามาในอนาคตันใกล้นี้ ปัจจุบันเราคาดว่าความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจะปรับตัวลดลง 10-20% ในปีนี้ และมองว่ามีโอกาสน้อยมากที่ผู้ประกอบการจะทำตามเป้าหมายที่วางไว้ได้สำเร็จ (ยอดขายรวม +15% และรายได้ +8% โดย 35% มาจากยอดขายรอรับรายได้)

สภาพคล่องมีความสำคัญมากขึ้น ในภาวะปัจจุบัน เราเชื่อว่าสภาพคล่องมีความสำคัญมากกว่าอัตราการเติบโตของกำไร จากงบดุลสิ้นปี 2563F เราเห็นว่า AP LH และ SPALI มีสภาพคล่องมากที่สุด (ความสามารถในการจ่ายหนี้สินระยะสั้น) และ LPN PSH และ SIRI น้อยที่สุด

ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ยังไม่มีแนวโน้มว่าจะสิ้นสุดลง ความต้องการซื้อที่อยู่อาศัยจึงยังไม่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวในอนาคตันใกล้นี้ การยืดหลักความระมัดระวังมากขึ้นทำให้เราปรับประมาณการยอดขายและยอดโอนกรรมสิทธิ์ลดลง 40% สำหรับคอนโด และ 30% สำหรับบ้านแนวราบ จากประมาณการเดิม ส่งผลทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2563-2564 และราคาเป้าหมายของหุ้น 7 ตัวในการวิเคราะห์ของเราลดลง (ดูตารางด้านล่าง)

Top pick ของกลุ่ม – LH และ QH แม้แนวโน้มอุตสาหกรรมที่อยู่อาศัยซบเซา แต่เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงสะท้อนปัจจัยพื้นฐาน ณ ราคาปิดล่าสุด หุ้นกลุ่มนี้ซื้อขายที่ PBV ระดับต่ำใกล้เคียงกับระดับเมื่อครั้งที่เกิดวิกฤตการเงินโลกในปี 2551-2552 สำหรับนักลงทุนในหุ้นคุณค่า เราเลือก LH และ QH เป็น top picks เพราะ valuation ต่ำที่ -2SD PBV และมีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพ มูลค่าหุ้น LH ประกอบด้วยมูลค่าเงินลงทุน (HMPRO LHFG Q-CON LHHOTEL QHPF และ QH) ในสัดส่วน 61% และมูลค่าหุ้น QH ประกอบด้วยมูลค่าเงินลงทุนในสัดส่วน 78% ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนมีความคาดหวังต่ำสำหรับผลการดำเนินงานของธุรกิจที่อยู่อาศัย ในระยะสั้นผลตอบแทนจากเงินปันผลดูเหมือนจะเป็นปัจจัยบวกเพียงอย่างเดียว ผลตอบแทนจากเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2562 ของ AP อยู่ที่ 11.4% (XD 12 พ.ค.) LH อยู่ที่ 6.7% (XD 7 พ.ค.), QH อยู่ที่ 7.3% (XD 28 เม.ย.) และ SPALI อยู่ที่ 4.5% (XD 28 เม.ย.)

การปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมาย

	Rating	Core profit 2020F (Btbn)			Core profit 2021F (Btbn)			Price target (Bt/Share)		
		Previous	Current	% ch	Previous	Current	% ch	Previous	Current	% ch
AP	BUY	3,282	2,160	(34.2)	3,476	2,172	(37.5)	9.00	6.00	(33.3)
LH	BUY	7,838	5,337	(31.9)	8,632	6,146	(28.8)	11.50	9.90	(13.9)
LPN	Neutral	1,336	749	(44.0)	1,371	758	(44.7)	5.00	4.00	(20.0)
PSH	Neutral	5,386	4,054	(24.7)	5,416	4,093	(24.4)	15.50	10.80	(30.3)
QH	BUY	2,538	1,791	(29.4)	2,760	1,996	(27.7)	3.50	2.80	(20.0)
SIRI	Neutral	2,480	1,326	(46.5)	2,836	1,304	(54.0)	1.50	0.70	(53.3)
SPALI	BUY	5,301	3,753	(29.2)	6,358	4,089	(35.7)	20.00	18.50	(7.5)

Source: SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AP	Buy	3.4	6.0	82.6	5.0	5.0	0.4	0.4
LH	Buy	6.0	9.9	72.4	13.4	11.7	1.5	1.4
LPN	Neutral	3.0	4.0	44.3	6.0	5.9	0.3	0.3
PSH	Neutral	8.4	10.8	42.5	4.5	4.5	0.4	0.4
QH	Buy	1.7	2.8	69.3	10.3	9.3	0.7	0.7
SIRI	Neutral	0.5	0.7	44.0	6.1	6.2	0.3	0.3
SPALI	Buy	13.7	18.5	40.1	7.8	7.2	0.8	0.7
Average					7.6	7.1	0.6	0.6

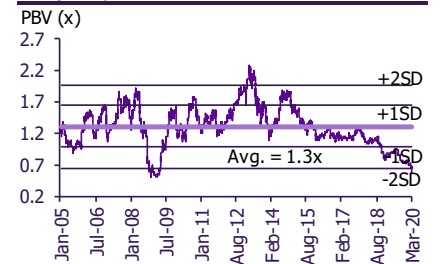
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AP	(49.0)	(50.1)	(49.0)	(29.1)	(24.4)	(19.5)
LH	(31.4)	(38.1)	(43.9)	(4.5)	(6.1)	(11.5)
LPN	(41.4)	(30.4)	(54.9)	(18.4)	5.6	(28.8)
PSH	(42.9)	(43.2)	(53.3)	(20.5)	(13.9)	(26.3)
QH	(29.1)	(32.9)	(40.8)	(1.3)	1.7	(6.5)
SIRI	(41.9)	(49.5)	(58.5)	(19.2)	(23.4)	(34.4)
SPALI	(16.5)	(21.3)	(25.1)	16.3	19.5	18.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Property sector's PBV

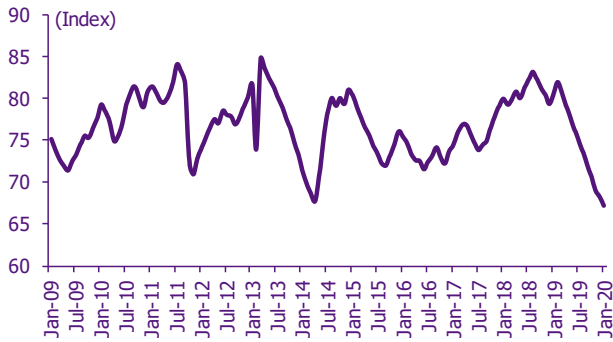


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

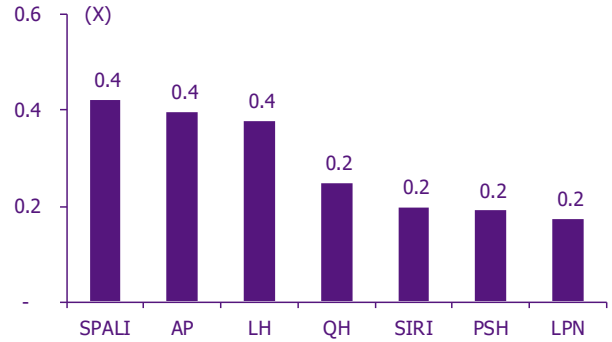
สิริการย์ กฤษณิณีพิทส์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1020
sirikarn.krisnipat@scb.co.th

Figure 1: January's CCI lowest in 69 months (67.3)



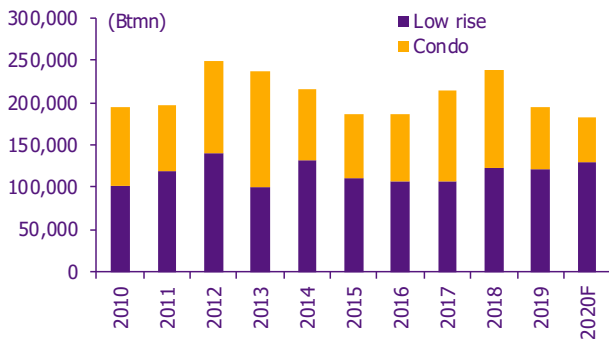
Source: UTCC

Figure 2: Short-term debt service ratio



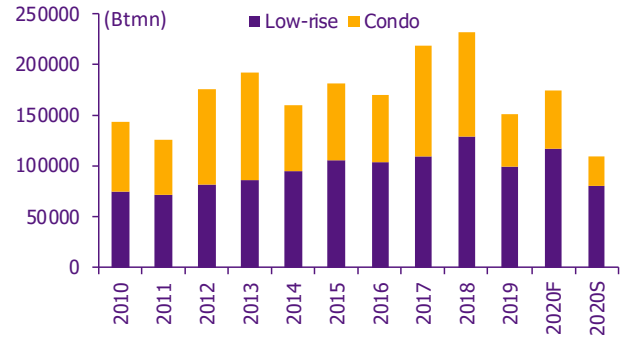
Source: Company

Figure 3: 2020F: New launches -6% (condo -29%, low-rise +8%)



Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

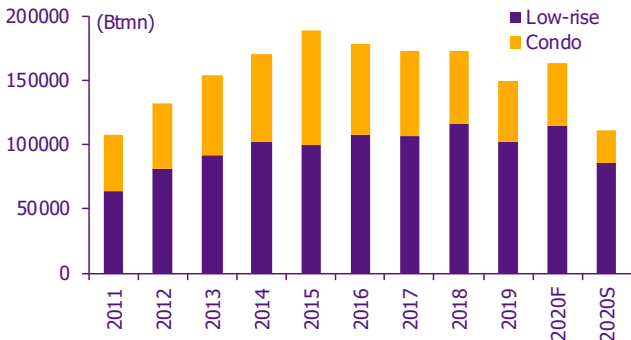
Figure 4: 2020 target: Presales +15% (condo +11%, low-rise +18%), but -27% for SCBS forecast



Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Note: 2020F = Company target, 2020S=SCBS forecast

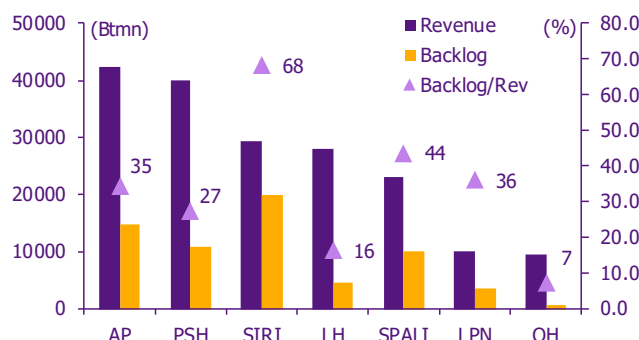
Figure 5: 2020 target: Revenue +8% (condo -5%, low-rise +14%), but -25% for SCBS forecast



Source: AP, LH, LPN, PSH, QH, SIRI, SPALI

Note: 2020F = Company target, 2020S=SCBS forecast

Figure 6: Aggregate backlog secured 35% of 2020 revenue target on average – unlikely to meet target



Source: Company

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price		ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)			
		(Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)		19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	
AP	Buy	3.44	6.0	82.6	3.6	5.0	5.0	(22)	(28)	1	0.4	0.4	0.4	12	8	8	11.6	8.2	8.2	9.7	12.8	12.8	
LH	Buy	6.00	9.9	72.4	9.3	13.4	11.7	(18)	(31)	15	1.4	1.5	1.4	15	10	12	11.7	7.4	8.6	9.0	15.8	13.9	
LPN	Neutral	3.02	4.0	44.3	3.5	6.0	5.9	(8)	(40)	1	0.3	0.3	0.3	10	6	6	19.9	11.8	12.0	6.9	11.3	12.8	
PSH	Neutral	8.40	10.8	42.5	3.4	4.5	4.5	(11)	(24)	1	0.4	0.4	0.4	13	9	9	18.5	14.0	14.1	6.1	8.3	8.3	
QH	Buy	1.73	2.8	69.3	6.7	10.3	9.3	(28)	(36)	11	0.7	0.7	0.7	10	7	7	11.6	7.4	8.3	10.1	15.2	13.2	
SIRI	Neutral	0.54	0.7	44.0	4.0	6.1	6.2	(4)	(34)	(2)	0.3	0.3	0.3	7	4	4	26.0	14.4	14.2	17.4	22.2	21.6	
SPALI	Buy	13.70	18.5	40.1	5.4	7.8	7.2	(6)	(31)	9	0.8	0.8	0.7	15	10	10	7.3	5.1	5.5	5.9	8.2	7.4	
Average					5.1	7.6	7.1	(14)	(32)		5	0.6	0.6	0.6	12	8	8	15.2	9.8	10.1	9.3	13.4	12.9

Source: SCBS Investment Research



รายได้ค่านายหน้าดี แต่การลงทุนแย

เราคาดว่า MBKET และ ASP จะรายงานกำไรสุทธิ 1Q63 ลดลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนจากเงินลงทุนเพราะตลาดหุ้นปรับตัวลงแรงมาก แม้ว่ารายได้ค่านายหน้าแข็งแกร่ง เราปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ลงสู่ "ขาย" และคงคำแนะนำ "ขาย" MBKET เพราะมีความเสี่ยงสูงจากการลงทุนและการให้กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันจะลดลง มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีปล.) ใน 1Q63 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 20 มี.ค.) อยู่ที่ 5.96 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 38% QoQ และ 50 % YoY เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2563 เพิ่มขึ้นจาก 4.2 หมื่นลบ. สู่ 4.5 หมื่นลบ. เราคาดว่าเราจะเห็นมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันลดลงจาก 4.6 หมื่นลบ. ในปี 2562 สู่ 4.5 หมื่นลบ. ในปี 2563 เนื่องจากเงินลงทุนในกองทุน LTF จะไม่สามารถนำมาลดหย่อนภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาได้อีกต่อไป

ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น ส่วนแบ่งการตลาดของ MBKET เพิ่มขึ้นสู่ 6.72% ใน 1Q63 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 20 มี.ค.) จาก 5.89% ใน 4Q62 เทียบกับ 6.1% ในปี 2562 ส่วนแบ่งการตลาดของ ASP เพิ่มขึ้นสู่ 1.93% ใน 1Q63 ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 20 มี.ค.) จาก 1.49% ใน 4Q62 เทียบกับ 1.71% ในปี 2562 เรายังคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2563 ของ MBKET ไว้ที่ 6% และคงสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2563 ของ ASP ไว้ที่ 1.6%

ความเสี่ยงจากตลาดหุ้นที่ปรับตัวลงแรง SET index ปรับตัวลดลง 35% YTD การปรับตัวลดลงของ SET index จะส่งผลกระทบต่อพอร์ตลงทุนของ MBKET และ ASP ทั้งนี้ ASP มีเงินลงทุนในหลักทรัพย์มากกว่า MBKET โดย ASP มีเงินลงทุนมูลค่า 3.2 พันลบ. ประกอบด้วยเงินลงทุนในหุ้น 2 พันลบ. และเงินลงทุนในตราสารหนี้ 1.2 พันลบ. ณ สิ้นปี 2562 ในขณะที่ MBKET มีเงินลงทุน 1.64 พันลบ. โดย 1.62 พันลบ. เป็นเงินลงทุนในหุ้น เราคาดว่าทั้งสองบริษัทจะมีขาดทุนจากเงินลงทุนจำนวนมากใน 1Q63 แม้เงินลงทุนจะได้รับการคุ้มครองความเสี่ยงบางส่วนจากการซื้อขายตราสารอนุพันธ์

พริวิผลประกอบการ 1Q63 ของ MBKET: รายได้ค่านายหน้าจะสูงขึ้น แต่มีความเสี่ยงสูงจากการลงทุนและการให้กู้ยืมเงินเพื่อซื้อหลักทรัพย์ เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q63 ของ MBKET จะอยู่ที่ 75 ลบ. เพิ่มขึ้น 133% YoY แต่ลดลง 39% QoQ เราคาดว่ากำไร 1Q63 จะถูกจัดตั้งโดยขาดทุนจากเงินลงทุน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้ค่านายหน้าจะแข็งแกร่ง โดยจะเพิ่มขึ้น 55% YoY และ 67% QoQ ใน 1Q63 ทั้งนี้ นอกเหนือจากความเสี่ยงจากการลงทุนสูงแล้ว ยังมีความเสี่ยงขาลงจากการผัดนัดชำระคืนเงินให้กู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งเรายังไม่ได้นำมาใส่ไว้ในประมาณการของเรา

พริวิผลประกอบการ 1Q63 ของ ASP: มีความเสี่ยงสูงที่จะขาดทุน เราคาดว่า ASP จะรายงานขาดทุน 35 ลบ. ใน 1Q63 หลักๆ เกิดจากขาดทุนจากเงินลงทุน ในขณะที่คาดว่ารายได้ค่านายหน้าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 44% YoY และ 74% QoQ ใน 1Q63 ทั้งนี้ นอกเหนือจากความเสี่ยงจากการลงทุนสูงแล้ว ยังมีความเสี่ยงขาลงจากการผัดนัดชำระคืนเงินให้กู้ยืมเพื่อซื้อหลักทรัพย์ ซึ่งเรายังไม่ได้นำมาใส่ไว้ในประมาณการของเรา

แนะนำขายทั้ง MBKET และ ASP เราปรับคำแนะนำสำหรับ ASP ลงสู่ "ขาย" และคงคำแนะนำ "ขาย" MBKET โดยมีสาเหตุมาจากตลาดหุ้นที่ปรับตัวลงแรง เราปรับราคาเป้าหมายของ ASP ลดลงจาก 2 บาท สู่ 1 บาท และปรับราคาเป้าหมายของ MBKET ลดลงจาก 4 บาท สู่ 3.9 บาท

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	Sell	1.2	1.0	(2.3)	6.9	6.9	0.5	0.5
MBKET	Sell	4.1	3.9	2.5	9.3	12.1	0.6	0.6
Average					8.1	9.5	0.5	0.6

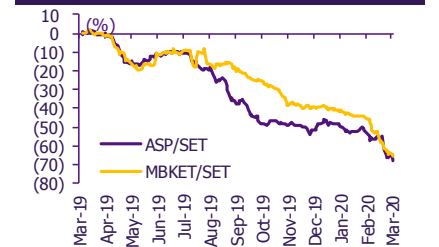
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	(27.6)	(28.0)	(61.7)	0.8	9.2	(39.5)
MBKET	(35.3)	(37.7)	(59.4)	(10.0)	(5.5)	(35.9)

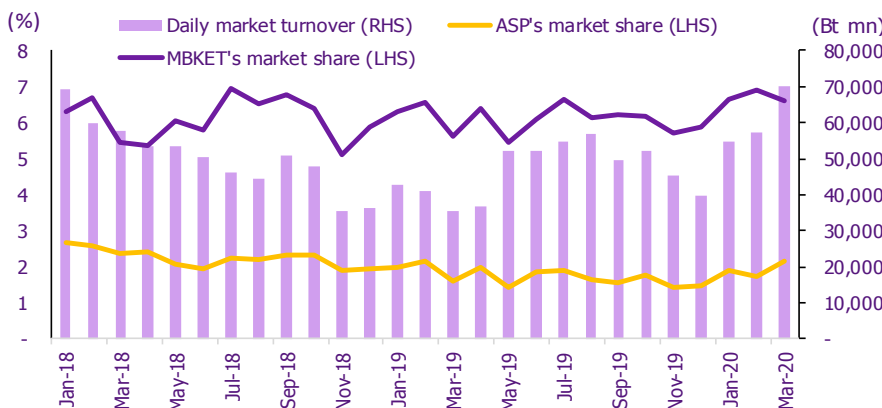
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สูงกว่าคาด



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

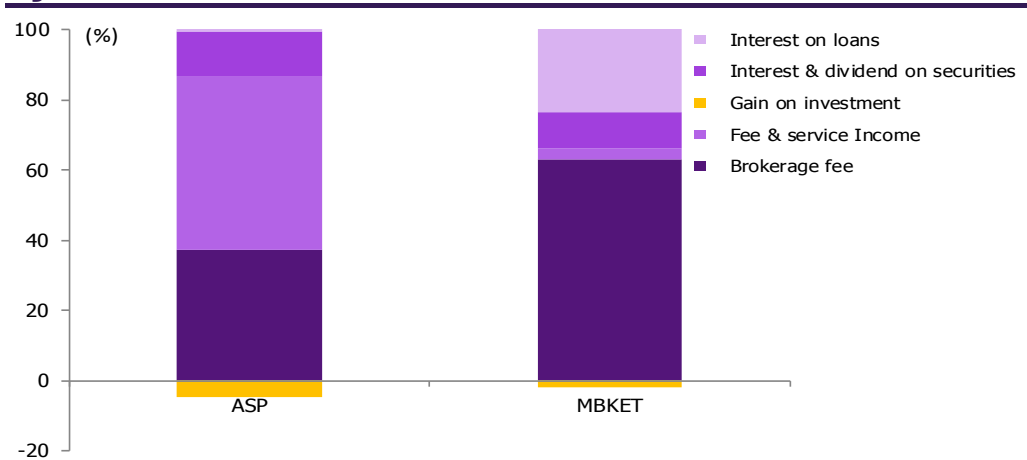
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1003
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at various daily mkt. turnover for 2020		
Bt42bn	0.8	2.0
Bt45bn — base case	1.0	3.9
Bt48bn	1.1	5.9
EPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2020		
Bt42bn	0.05	0.12
Bt45bn — base case	0.06	0.24
Bt48bn	0.07	0.35
DPS (Bt) at various daily mkt. turnover for 2020		
Bt42bn	0.05	0.12
Bt45bn — base case	0.06	0.24
Bt48bn	0.07	0.35
Dividend payout	90%	100%
Target PE (x)	15.0	16.7

Source: SCBS Investment Research

Figure 2: 2020 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	Sell	1.18	1.0	(2.3)	5.7	6.9	6.9	(41)	(18)	(0)	0.5	0.5	0.5	9	8	8	16.9	11.0	13.0
MBKET	Sell	4.14	3.9	2.5	6.0	9.3	12.1	(39)	(35)	(23)	0.5	0.6	0.6	8	6	5	16.4	20.8	8.3
Average					5.9	8.1	9.5	(40)	(26)	(12)	0.5	0.5	0.6	9	7	6	16.7	15.9	10.6

Source: SCBS Investment Research



ผลกระทบจากโควิด-19 มีจำกัด

กลุ่มสื่อสารเป็นหนึ่งในแหล่งพักเงินที่ดีท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับโควิด-19 เนื่องจากผลกระทบหลักๆ น่าจะเกิดขึ้นที่รายได้บริการโรมมิ่งและ SIM ท่องเที่ยว ซึ่งคิดเป็นสัดส่วน 2-3% ของรายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ของผู้ให้บริการแต่ละราย อย่างไรก็ตาม เรายังมีมุมมองเกี่ยวกับแนวโน้มระยะกลางถึงระยะยาวสำหรับบริการ 5G เราแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ 230 บาท (จาก 242 บาท) และแนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ 38 บาท (จาก 43 บาท) และ TRUE ด้วยราคาเป้าหมาย 3.4 บาท (จาก 3.5 บาท)

ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายเตรียมพร้อมรับมือโควิด-19 เรียบร้อยแล้ว เราได้พูดคุยกับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทั้งหมดสามรายเกี่ยวกับแผนรองรับการดำเนินธุรกิจอย่างต่อเนื่องภายใต้สถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ผู้ให้บริการทุกรายเตรียมความพร้อมเพื่อให้สามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างราบรื่นไว้เรียบร้อยแล้ว สำหรับอุปกรณ์โครงข่าย 5G ผู้ให้บริการทุกรายกล่าวว่าไม่มีปัญหาด้านการขนส่ง ดังนั้นการขยายโครงข่ายจะเป็นไปตามแผนที่วางไว้ สำหรับเครื่องโทรศัพท์มือถือ ผู้ให้บริการทุกรายติดตามระดับสินค้าคงคลังของदनอย่างใกล้ชิด แต่นับถึงปัจจุบันยังไม่มีสัญญาณขาดแคลนอุปกรณ์ เนื่องจากอุปสงค์ก็ลดลงในช่วงนี้

ผลกระทบจากโควิด-19 สถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ทำให้ประชาชนเดินทางเข้าออกต่างประเทศลดน้อยลง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อรายได้บริการโรมมิ่งและ SIM ท่องเที่ยว ซึ่งคิดเป็น 2-3% ของรายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ของผู้ให้บริการแต่ละราย เมื่อใช้สมมติฐานว่ารายได้ 50% ในส่วนนี้จะได้รับผลกระทบ เราจึงปรับประมาณการผลการดำเนินงานปี 2563 ของ ADVANC ลดลง 4.4%, DTAC ลดลง 6.7% และ TRUE ลดลง 33%

Upside ของ ARPU จากโควิด-19 มีจำกัด เนื่องจากเทรนด์การทำงานที่บ้านและความกลัวที่จะออกไปในพื้นที่สาธารณะมีมากขึ้น ทำให้คนส่วนใหญ่เชื่อว่าแนวโน้มเช่นนี้น่าจะส่งผลดีต่อผู้ประกอบการโทรคมนาคม เนื่องจากประชาชนอาจจะต้องใช้อินเทอร์เน็ตที่บ้านมากขึ้น และใช้งานโทรศัพท์เคลื่อนที่มากขึ้น ดังนั้นการใช้งาน data น่าจะเพิ่มขึ้นมาก อย่างไรก็ตาม เรามองว่า upside สำหรับ ARPU น่าจะมีจำกัดจากเหตุผล 2 ประการ ประการแรก ประชาชนอาจจะใช้อินเทอร์เน็ตบรอดแบนด์แบบมีสาย (fixed broadband) แทนการใช้ mobile data สำหรับทำงาน ประการที่สอง ปริมาณการใช้งาน data เฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 13GB/ราย/เดือน ณ 4Q62 ยังต่ำกว่าข้อเสนอล่าสุดโดยผู้ให้บริการทุกรายสำหรับแพ็คเกจแบบเดิมเงินที่ 100 บาท/เดือน สำหรับ data 60GB (ความเร็วสูงสุด) หรือ 150 บาท/เดือน สำหรับการใช้ data แบบไม่จำกัด แต่จำกัดความเร็วไม่เกิน 10Mbps อย่างมาก

พัฒนาการเกี่ยวกับ 5G ADVANC และ TRUE ชำระค่าใบอนุญาตวงดแรกสำหรับคลื่น 2600MHz แล้ว แต่ยังไม่ได้ชำระสำหรับคลื่น 700MHz และ 26GHz ในขณะที่ DTAC ชำระค่าใบอนุญาตคลื่น 26GHz เต็มจำนวนแล้ว ADVANC และ TRUE เริ่มให้บริการ 5G ในพื้นที่สำคัญ บางพื้นที่แล้ว แต่จำนวนเครื่องโทรศัพท์มือถือที่รองรับ 5G ยังมีจำกัด และมีแค่รุ่นราคาแพงที่วางจำหน่ายในประเทศไทย (Samsung S20 Ultra 5G, Huawei Mate 30 Pro 5G, OPPO Find X2 5G และ OPPO Find X2 Pro 5G) สำหรับ DTAC บริษัทยังคงแผนที่จะเปิดให้บริการ 5G บนคลื่น 26GHz ในช่วงปลาย 2Q63 แต่น่าจะอยู่ในรูปของบริการเชื่อมต่ออินเทอร์เน็ตไร้สายแบบประจำที่

ชอบ ADVANC มากที่สุดในกลุ่มนี้ เราชอบ ADVANC มากที่สุด เนื่องจากกำไรปี 2563 ของบริษัทจะเติบโตดีที่สุดในกลุ่มสื่อสาร เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ DTAC เนื่องจากเรายังคงเชื่อว่าการดำเนินงานของบริษัทจะได้รับผลกระทบอยู่บ้างจากการไม่มีบริการ 5G บนคลื่น 2600MHz แม้ปัจจุบันราคาหุ้นซื้อขายใกล้เคียงกับกรณีเลวร้ายที่สุดของเรา นอกจากนี้เรายังคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ TRUE โดยมีสาเหตุมาจากแนวโน้มผลการดำเนินงานที่อ่อนแอ ความเสี่ยง downside สำหรับกลุ่มสื่อสารจะเกิดจากรายจ่ายลงทุนใน 5G ที่สูงกว่าคาด และแคมเปญการตลาดเชิงรุกมากขึ้นสำหรับบริการ 5G

สมมติฐานใหม่สำหรับผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่แต่ละราย

	Previous		New	
	2020F	2021F	2020F	2021F
ADVANC				
Mobile revenue growth (% YoY)	3.0	4.0	1.5	4.0
Earnings (Btmn)	34,559	32,641	33,052	31,115
TP (Bt/sh)	242		230	
DTAC				
Mobile revenue growth (% YoY)	1.5	(0.5)	0.5	(0.5)
Earnings (Btmn)	5,337	4,391	4,979	4,037
TP (Bt/sh)	43		38	
TRUE				
Mobile revenue growth (% YoY)	5.6	8.5	5	8
Earnings (Btmn)	(559)	(801)	(745)	(995)
TP (Bt/sh)	3.5		3.4	

Source: SCBS Investment Research, ADVANC, DTAC, TRUE

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
ADVANC	Buy	194.0	230.0	22.6	17.5	18.5	7.2	6.5
DTAC	Neutral	34.3	38.0	17.1	16.3	20.1	3.4	3.5
TRUE	Neutral	2.9	3.4	17.2	n.m.	n.m.	0.8	0.8
Average					16.9	19.3	3.8	3.6

Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	(6.3)	(9.8)	6.6	30.5	36.9	68.3
DTAC	(8.1)	(36.6)	(33.5)	28.0	(3.8)	5.0
TRUE	(16.2)	(37.5)	(39.3)	16.7	(5.2)	(4.2)

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พงศ์ภัทร, CFA, FRM

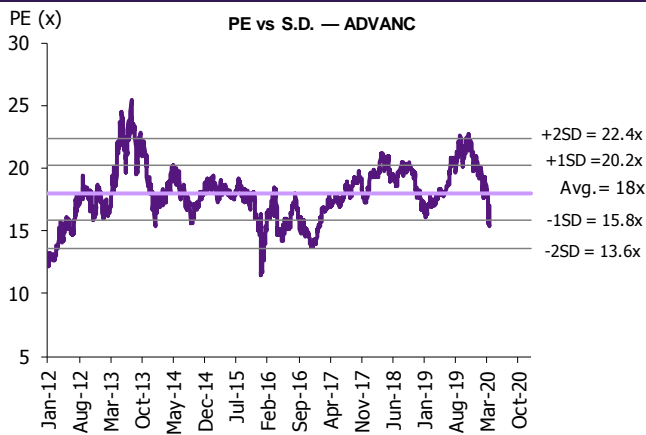
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitpat@scb.co.th

Figure 1: ADVANC: PE Band



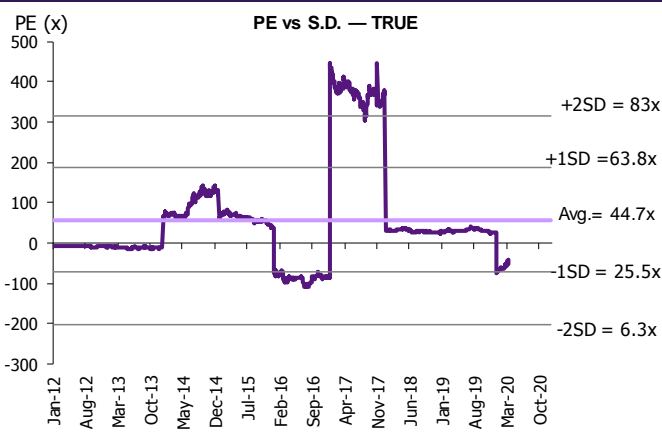
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 2: ADVANC: EV/EBITDA Band



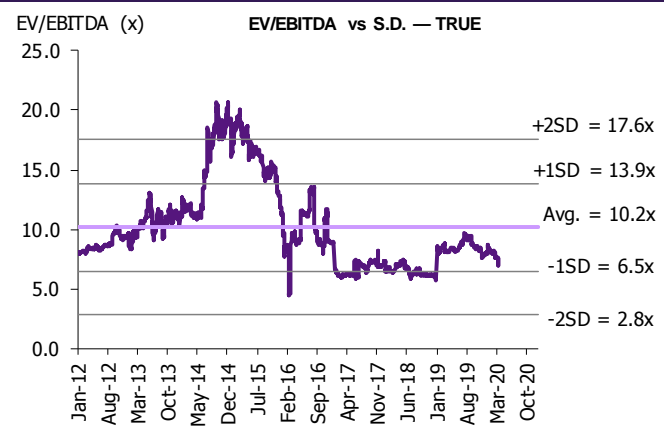
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 3: TRUE: PE Band



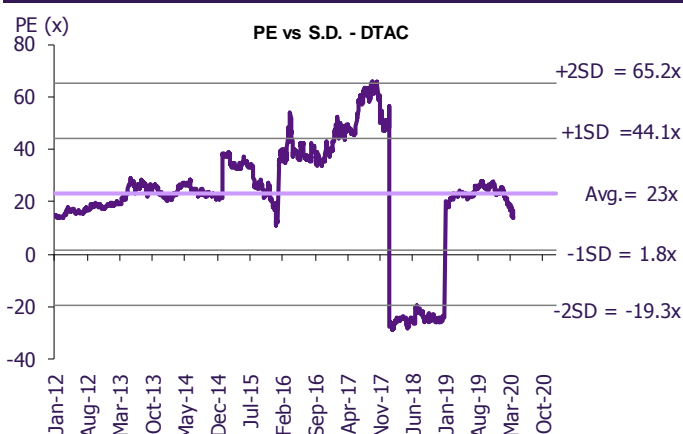
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 4: TRUE: EV/EBITDA Band



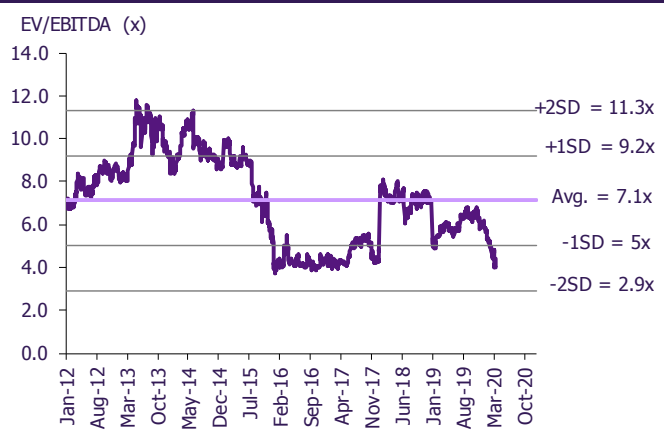
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 5: DTAC: PE Band



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 6: DTAC: EV/EBITDA Band



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
ADVANC	Buy	194.00	230.0	22.6	18.7	17.5	18.5	4	7	(6)	8.3	7.2	6.5	49	44	37	3.8	4.0	3.8	8.2	8.4	8.2
DTAC	Neutral	34.25	38.0	17.1	14.7	16.3	20.1	n.m.	(10)	(19)	3.2	3.4	3.5	23	20	17	8.4	6.1	5.0	4.3	4.4	4.3
TRUE	Neutral	2.90	3.4	17.2	17.2	n.m.	n.m.	(20)	n.m.	(34)	0.8	0.8	0.8	4	(1)	(1)	3.1	0.0	0.0	6.5	7.4	7.0
Average					16.9	16.9	19.3	(8)	(1)	(19)	4.1	3.8	3.6	25	21	18	5.1	3.4	2.9	6.4	6.7	6.5

Source: SCBS Investment Research



อยู่ในภาวะซบเซา

การระบาดอย่างรุนแรงของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้หลายประเทศทั่วโลกออกมาตรการเฝ้าระวังและจำกัดการเดินทางไปต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการแพร่กระจายเชื้อไวรัสโควิด-19 การระบาดใหญ่ครั้งนี้ส่งผลกระทบต่อหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เราคาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2563 จะลดลง 23% และคาดการณ์ว่ากลุ่มโรงแรมจะปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ivaluation ระดับต่ำสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาด (มีผลกระทบแค่ช่วงสั้น) โดยหลักๆ เกิดขึ้นในราคาหุ้น MINT และ ERW และเราเชื่อว่าปัจจัยพื้นฐานที่ดีน่าจะช่วยสนับสนุนให้การดำเนินงานและกำไรปรับตัวดีขึ้นเมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดอยู่ภายใต้การควบคุม

RevPar ร่วงแรง การระบาดใหญ่ของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อหลายอุตสาหกรรม โดยเฉพาะอุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว AOT รายงานว่าจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศลดลง 37% YoY ในเดือนก.พ. และต่อจากนั้นก็รายงานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศในระหว่างวันที่ 1-21 มี.ค. ลดลงถึง 65% YoY เนื่องจากเชื้อไวรัสโควิด-19 ระบาดอย่างรวดเร็วจนทำให้หลายประเทศทั่วโลกออกมาตรการเฝ้าระวังและจำกัดการเดินทางไปต่างประเทศเพื่อลดความเสี่ยงในการแพร่กระจายเชื้อไวรัสโควิด-19 การตรวจสอบของเราพบว่า รายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) ของโรงแรมในประเทศไทยสำหรับ CENTEL, ERW และ MINT ลดลง 30-50% YoY ในเดือนก.พ. และคาดว่าจะแยกลงในเดือนมี.ค.-เม.ย. NH Hotel Group (NHH, 50% ของรายได้รวมของ MINT) ของ MINT ก็กำลังเผชิญกับสถานการณ์ที่ยากลำบาก เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในยุโรป โดยเฉพาะในอิตาลี (19% ของรายได้ของ NHH) และสเปน (27%)

กำไรที่แย่งในปี 2563 เป็นผลกระทบช่วงสั้น ในสถานการณ์ที่ไม่สามารถควบคุมได้ เช่น ความต้องการเดินทางลดลงเพราะการระบาดใหญ่ของเชื้อไวรัสโควิด-19 ผู้ประกอบการโรงแรมจะมุ่งเน้นควบคุมต้นทุน โดยจะพยายามลดค่าใช้จ่ายพนักงานล่วงเวลา ให้พนักงานลาโดยสมัครใจโดยไม่รับค่าจ้าง และลดค่าใช้จ่ายการตลาดลง เราคาดจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะลดลง 23% YoY สู 30.6 ล้านคนในปี 2563 และคาดว่ากำไรของผู้ประกอบการโรงแรมจะลดลงเช่นกัน ในปี 2563 เราคาดว่า ERW จะมีผลขาดทุน (หลังจากขาดทุนครั้งล่าสุดตั้งแต่ปี 2557), กำไรของ MINT จะลดลง 33% YoY และกำไรของ CENTEL จะลดลง 41% YoY ในขณะที่สถานการณ์ไม่แน่นอน เราคาดว่าผลกระทบของเชื้อไวรัสโควิด-19 จะค่อยๆ อยู่ภายใต้การควบคุม โดยอาจจะเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วใน 2H63 และสถานการณ์ที่ดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวในปี 2564

ปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นจะมาจาก การควบคุมการระบาดใหญ่ได้ผล สำหรับ YTD ราคาหุ้นผู้ประกอบการโรงแรมปรับตัวลดลงแรง; ERW ลดลง 64%, MINT ลดลง 61% และ CENTEL ลดลง 47% แยกว่า SET ที่ลดลง 35% เราดูที่ PB valuation ซึ่งน่าจะเหมาะสมกว่าวิธีอื่นๆ ท่ามกลางแนวโน้มอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและกำไรที่ไม่แน่นอน โดยมีสาเหตุมาจากการระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 หุ้น MINT ซื้อขายที่ PB ปี 2563 ระดับ 0.7 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับวิกฤตปี 2552 ที่ PB 1.5 เท่า อย่างมาก ในขณะที่ ERW ซื้อขายใกล้เคียงกับระดับวิกฤต (0.9 เท่า เทียบกับ PB ปี 2552 ที่ 0.7 เท่า) แต่ CENTEL สูงกว่าระดับวิกฤต (1.2 เท่า เทียบกับ PB ปี 2552 ที่ 0.6 เท่า) valuation ระดับต่ำสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับสถานการณ์การแพร่ระบาด (มีผลกระทบแค่ช่วงสั้น) ซึ่งรับรู้ในราคาหุ้น MINT และ ERW ไปค่อนข้างมากแล้ว เราเชื่อว่าปัจจัยพื้นฐานที่ดีน่าจะช่วยสนับสนุนให้การดำเนินงานและกำไรปรับตัวดีขึ้นเมื่อสถานการณ์การแพร่ระบาดอยู่ภายใต้การควบคุม

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
CENTEL	Neutral	13.1	24.0	85.4	17.9	14.0	1.2	1.1
ERW	Buy	2.0	5.0	155.1	n.m.	13.0	0.8	0.8
MINT	Buy	13.7	36.0	165.7	13.5	9.8	0.7	0.7
Average					15.7	12.3	0.9	0.9

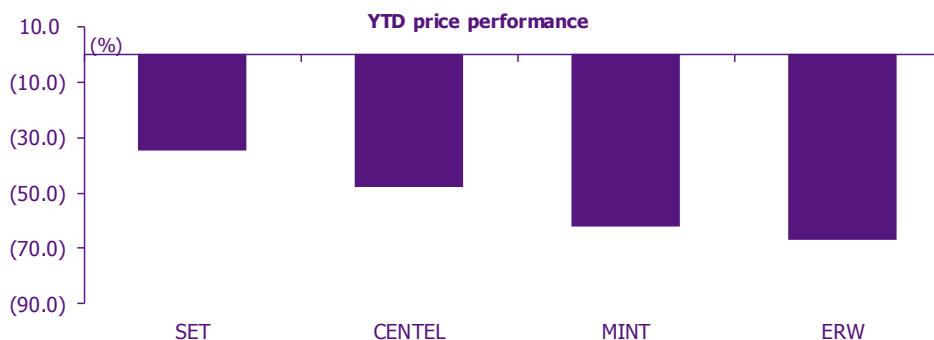
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CENTEL	(32.1)	(46.5)	(69.4)	(5.5)	(18.9)	(51.6)
ERW	(50.5)	(65.3)	(72.4)	(31.1)	(47.4)	(56.4)
MINT	(52.8)	(61.7)	(64.4)	(34.2)	(41.9)	(43.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาหุ้นถูกกดดันจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19



Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

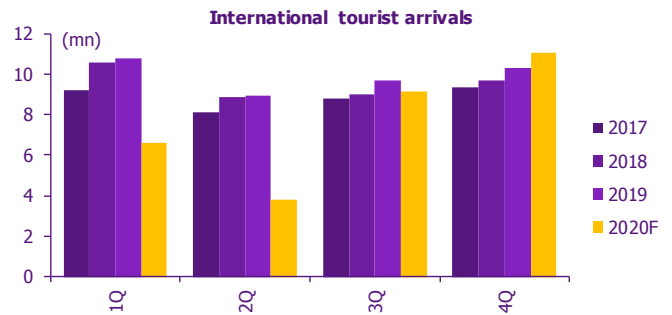
ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Thai tourism to drop 23% in 2020



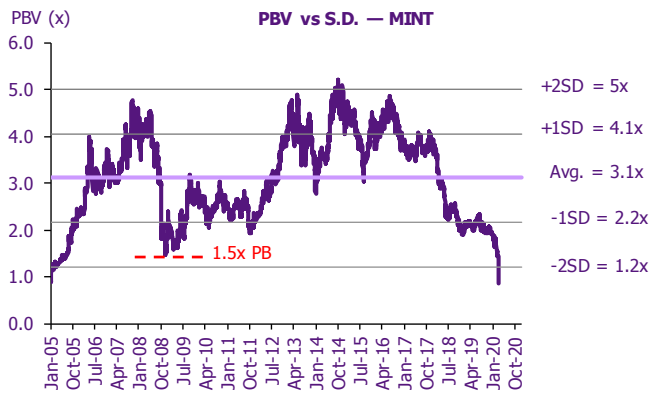
Source: Ministry of Tourism and Sports and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism forecast by quarter



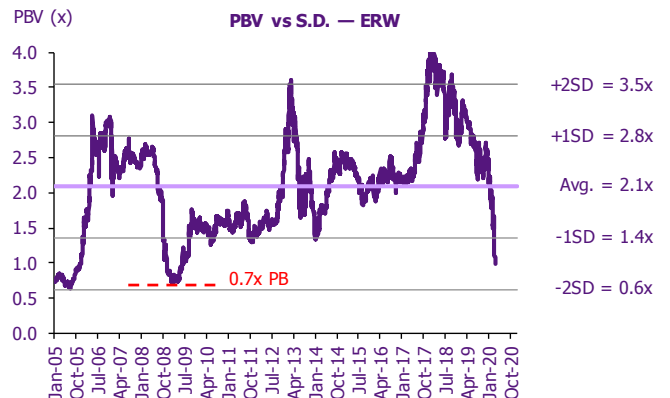
Source: Ministry of Tourism and Sports and SCBS Investment Research

Figure 3: MINT is trading below 2009's crisis level



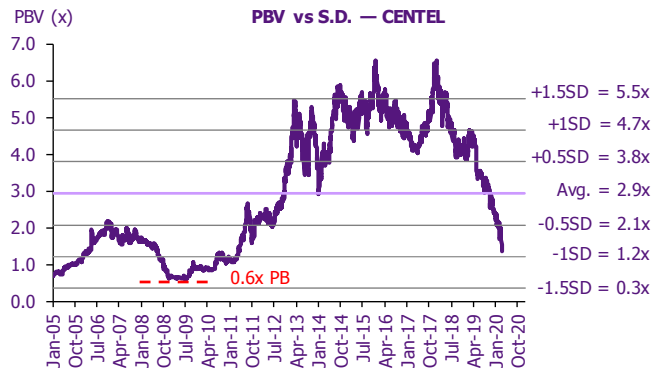
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 4: ERW is trading near 2009's crisis level



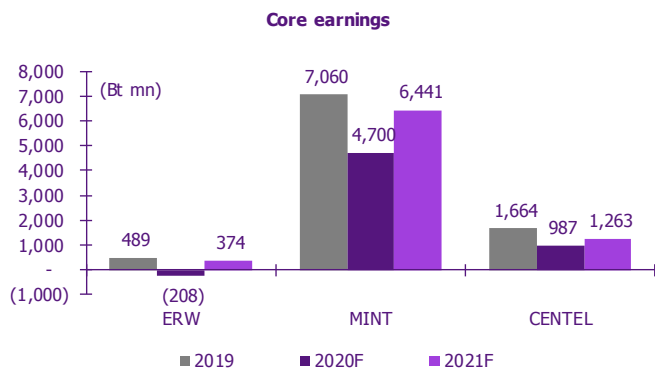
Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 5: CENTEL PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: Core earnings 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)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
CENTEL	Neutral	13.10	24.0	85.4	10.6	17.9	14.0	(23.7)	(40.7)	28.0	1.3	1.2	1.1	12.1	6.8	8.4	4.2	2.2	2.9	5.2	7.4	6.3
ERW	Buy	1.96	5.0	155.1	9.9	n.m.	13.0	(12.0)	n.m.	n.m.	0.8	0.8	0.8	8.4	(3.5)	6.3	3.6	0.0	2.7	7.3	14.0	8.0
MINT	Buy	13.70	36.0	165.7	9.0	13.5	9.8	23.3	(33.4)	37.0	0.7	0.7	0.7	8.4	5.4	7.1	3.6	3.0	4.1	7.6	8.9	7.6
Average					9.8	15.7	12.3	(4.2)	(37.1)	32.5	0.9	0.9	0.9	9.6	2.9	7.3	3.8	1.7	3.2	6.7	10.1	7.3

Source: SCBS Investment Research



คาดฟื้นตัวได้แรงหลังโควิด-19 คลี่คลาย

กรณีพื้นฐานของเราใช้สมมติฐานว่าสถานการณ์เกี่ยวกับโควิด-19 จะดีขึ้นในช่วงปลายเดือนพ.ค. เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS จะลดลง 7.5% ในปี FY2564 สำหรับ BEM เราคาดว่าปริมาณการจราจรบนทางด่วนจะลดลง 12.2% และจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT จะลดลง 3.0% ในปี 2563 เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มขนส่งทางบก เนื่องจากเชื่อว่าสถานการณ์ฝุ่นควันในปีปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มแนวโน้มระยะยาวยังคงเป็นบวก เราแนะนำ "ซื้อ" BTS (ราคาเป้าหมาย 13.6 บาท), BTSGIF (ราคาเป้าหมาย 8.5 บาท) และ BEM (ราคาเป้าหมาย 10.4 บาท)

BTS & BTSGIF BTS มีนโยบายเพิ่มความถี่ในการทำความสะอาดภายในขบวนรถไฟฟ้าจากวันละ 1 ครั้งเป็นทุกเที่ยวการเดินทาง (เมื่อขบวนรถไฟฟ้ามาถึงสถานีมหาวิทยาลัยเกษตรศาสตร์และสถานีเคหะฯ) บริษัทเปิดเผยว่าค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมมีน้อยมาก สำหรับการดำเนินงานของ back office (ดูแลระบบรถไฟฟ้า) บริษัทแบ่งทีมออกเป็นสองทีมเพื่อลดความเสี่ยงจากการให้บริการหยุดชะงักนับถึงปัจจุบันยังไม่มีความเสี่ยงว่ารัฐบาลจะขอให้บริษัทหยุดให้บริการรถไฟฟ้า BTS

BEM สำหรับบริการทางด่วน BEM ไม่ได้ดำเนินการในด้านสุขลักษณะมากนัก และการดำเนินงานก็ทำได้ง่ายกว่ารถไฟฟ้า MRT สำหรับบริการรถไฟฟ้า MRT BEM ดำเนินการแบบเดียวกับ BTS โดยเพิ่มความถี่ในการทำความสะอาดภายในขบวนรถไฟฟ้า และบริษัทก็เปิดเผยว่าค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมมีจำนวนน้อยมาก

ปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้ามียแนวโน้มปรับตัวลดลง เรายอมรับว่าการประเมินผลกระทบต่อปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS และ MRT โดยมีสาเหตุมาจากการงดจัดอีเว้นท์และกิจกรรมใหญ่ๆ, การปิดศูนย์การค้า, การทำงานที่บ้าน และความกลัวที่จะใช้บริการขนส่งสาธารณะ ทำให้ผู้คนขังยาก สาเหตุทั้งหมดเหล่านี้บ่งชี้ว่าปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS และ MRT จะปรับตัวลดลงต่อไป จนกว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดจะสิ้นสุดลง เราดูที่ข้อมูลจาก West Japan Railway Company ซึ่งแสดงข้อมูลจำนวนผู้โดยสารเบื้องต้นในเขตพื้นที่ภูมิภาคคันไซ (ครอบคลุมพื้นที่เมืองเกียวโต โอซากา โกเบ) คาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะลดลง 34% YoY ในเดือนมี.ค. จาก -2% ในเดือนก.พ. ซึ่งน่าจะเป็นตัวชี้ขาดสำหรับจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS และ BEM ในเดือนมี.ค.

อะไรคือกรณีเลวร้ายที่สุด? เราเชื่อว่ากรณีเลวร้ายที่สุดจะเกิดขึ้นถ้ารัฐบาลตัดสินใจปิดกรุงเทพฯ เป็นเวลา 1 เดือนในเดือนพ.ค. เพื่อให้ประชาชนอยู่บ้าน เมื่อใช้สมมติฐานว่าจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าลดลงในอัตราเดียวกันกับในญี่ปุ่น และไม่มีกรณีล็อกดาวน์ในช่วงที่ปิดเมือง จำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF ในปี FY2564 จะหดตัวลง 11.7% จาก -7.5% ที่คาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน และประมาณการกำไรของเราจะปรับลดลง 9.4% สู่ 2.8 พันลบ. ราคาเป้าหมายจะอยู่ที่ 7.9 บาท/หน่วย สำหรับ BTS ประมาณการกำไรปี FY2564 จะปรับลดลง 1.8% สู่ 3.3 พันลบ. และราคาเป้าหมายจะอยู่ที่ 13.5 บาท/หน่วย สำหรับ BEM เมื่อใช้สมมติฐานอย่างเดียวกันกับ BTS ทั้งทางด่วนและ MRT ปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า MRT จะหดตัวลง 17.2% และ 6.8% ในปี 2563 ตามลำดับ กำไรปกติภายใต้สถานการณ์นี้จะอยู่ที่ 2.5 พันลบ. (-3.1% YoY) และราคาเป้าหมายจะปรับลดลงสู่ 10.1 บาท/หน่วย

น่าจะฟื้นตัวได้เร็ว เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มขนส่งทางบก เนื่องจากเชื่อว่าสถานการณ์ฝุ่นควันในปีปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มขนส่งทางบก เราคาดว่ากลุ่มขนส่งทางบกจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วหลังจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ดีขึ้น โดยคาดว่าปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้า BTS และ MRT จะกลับคืนสู่ระดับก่อนไวรัสโควิด-19 ระบาด เนื่องจากทั้งทางด่วนและรถไฟฟ้าเป็นตัวเลือกการเดินทางที่ดีที่สุดสำหรับคนกรุงเทพฯ

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BEM	Buy	6.7	10.4	56.3	36.5	27.4	1.9	1.4
BTS	Buy	8.3	13.6	71.2	35.5	32.7	1.7	1.8
BTSGIF	Buy	7.0	8.5	31.3	10.0	9.4	0.7	0.7
Average					27.4	23.2	1.4	1.3

Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	(35.6)	(39.1)	(34.3)	(10.3)	(7.6)	3.7
BTS	(32.4)	(37.0)	(25.0)	(5.9)	(4.4)	18.4
BTSGIF	(28.6)	(29.3)	(41.7)	(0.6)	7.3	(7.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

สมมติฐานปริมาณการจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าสำหรับ BTS, BTSGIF และ BEM

	Previous		New		Worst	
	FY2020F	FY2021F	FY2020F	FY2021F	FY2020F	FY2021F
BTS						
Ridership growth (% YoY)	1.2	0.6	(0.8)	(7.5)	(0.8)	(11.7)
Earnings (Btmn)	7,706	3,539	7,675	3,367	7,675	3,307
TP (Bt/sh.)		14.0		13.6		13.5
BTSGIF						
Ridership growth (% YoY)	1.2	0.6	(0.8)	(7.5)	(0.8)	(11.7)
Earnings (Btmn)	3,848	3,997	3,708	3,140	3,708	2,844
TP (Bt/sh.)		10.0		8.5		7.9
BEM						
Traffic growth (% YoY)	(2.6)	2.1	(12.2)	2.1	(17.2)	2.1
Ridership growth (% YoY)	19.0	15.4	(3.0)	15.4	(6.8)	15.4
Earnings (Btmn)	3,926	5,069	2,804	3,740	2,468	3,371
TP (Bt/sh.)		12.0		10.4		10.1

Source: SCBS Investment Research, BTS, BTSGIF, BEM

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดธิ์ทร, CFA, FRM

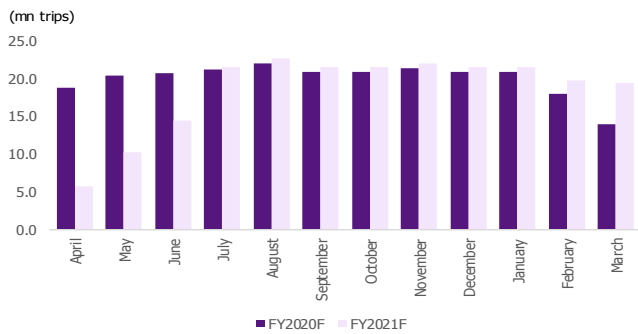
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

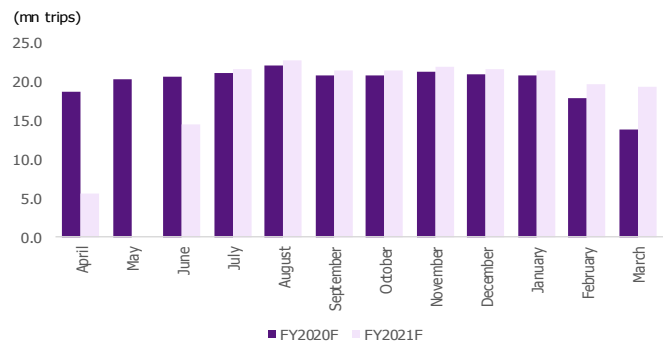
kittisorn.pruitpat@scb.co.th

Figure 1: BTS ridership under base case



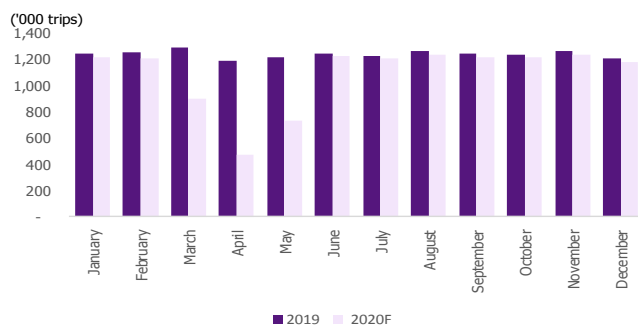
Source: SCBS Investment Research, BTS

Figure 2: BTS ridership under worst case scenario



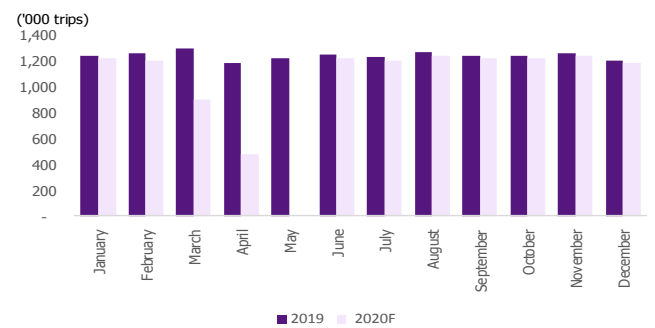
Source: SCBS Investment Research, BTS

Figure 3: BEM expressway traffic under base case



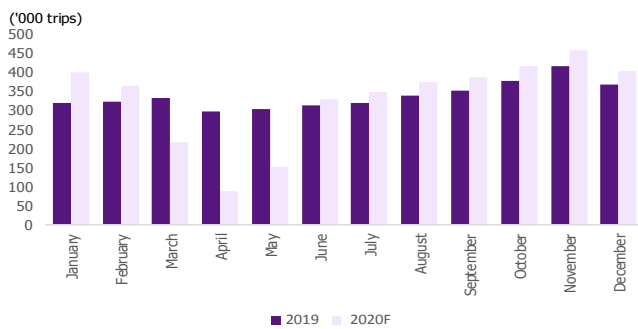
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 4: BEM expressway traffic under base case



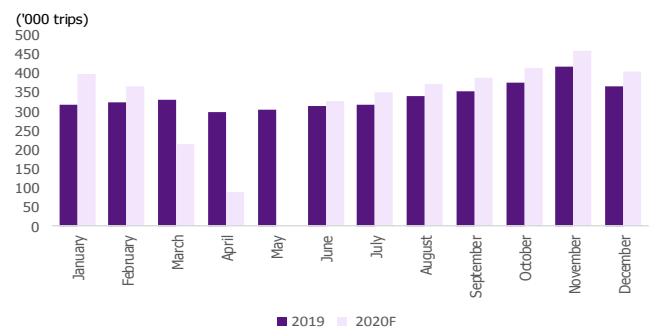
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 5: BEM MRT ridership under base case



Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 6: BEM MRT ridership under worst case



Source: SCBS Investment Research, BEM

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)			
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	
BEM	Buy	6.70	10.4	56.3	40.2	36.5	27.4	(13)	10	33	2.6	1.9	1.4	7	6	6	2.2	1.1	1.5	18.3	28.6	22.8	
BTS	Buy	8.25	13.6	71.2	29.6	35.5	32.7	30	(17)	9	2.0	1.7	1.8	6	4	4	6.3	6.3	4.6	21.1	20.5	18.9	
BTSGIF	Buy	7.00	8.5	31.3	9.2	10.0	9.4	(2)	(9)	7	0.7	0.7	0.7	7	7	7	10.8	9.9	10.6	9.2	10.0	9.4	
Average					26.3	27.4	23.2		5	(5)	16	1.8	1.4	1.3	7	6	6	6.5	5.8	5.5	16.2	19.7	17.0

Source: SCBS Investment Research

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 – สาขาสินธร

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น G ถนนวิทญ์
แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน
กรุงเทพฯ 10330
โทรศัพท์ : 0 2686 2068
โทรสาร: 0 2263 3822

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุมถนนเจริญกรุง-วรจักร แขวงป้อมปราบ เขตป้อมปราบศัตรู
พ่าย 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 ถนนพระราม 6 แขวงทุ่งพญาไท
เขตราชเทวี กรุงเทพมหานคร 10400
โทรศัพท์: 0-2949-1424
โทรสาร: 0-2354-5590

เชียงใหม่ – สาขาเชียงใหม่

90/1 ยูนิท 512 ชั้น 5 โครงการเอร์พอร์ต 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 – สาขาถนนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)

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