

Market Strategy

3Q 2020



Hope is not a strategy

#Staydefensive

SCBS



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 ปิยะศรีงไกร

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 วัฒนโน

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

เทคโนโลยีสารสนเทศ-สื่อสารขนส่ง กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และ REITs

กิตติสรณ์ ปรุทธิพิทักษ์, 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

ณัฐชวรินทร์ ไตรภพพลกุล

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

กองทุนรวม ตราสารหนี้

เพ็ญศักดิ์ จักรมงคลชัย

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตวี เจริญเชื้อ

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

กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรากิชาติ

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บັນญติ คงคะจันทร์

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

กลยุทธ์การลงทุน

พบบชัย ภัทราวินันท์

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จรัสศักดิ์ วงศ์บำรุง

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

Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

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

ฐานข้อมูล

สุภัตตรา ไชริ้ว

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกนิษฐ์ เพ้าเจริญ

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

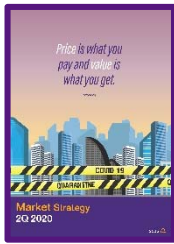
จัดพิมพ์

สรานจิตร์ อ่อนอารีย์

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

SCBS Market Strategy Reports

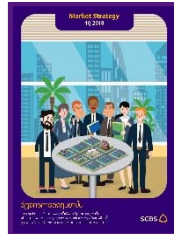
2563



2562



2561



2560



ดูข้อมูลลงทุนสิทธิ์และปฏิเสศความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

สารบัญ

ความคาดหวังไม่ใช่กลยุทธ์ในการหาผลตอบแทน	1
---	---

Top Picks

บมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC)	26
บมจ. ธนาคารกรุงเทพ (BBL)	30
บมจ. บางกอก เชน ออสมิทอล (BCH)	34
บมจ. ดี เอราวัณ กรุ๊ป (ERW)	38
บมจ. อินโดรามา เวนเจอร์ส (IVL)	42

กลุ่มอุตสาหกรรม

ยานยนต์	46
การบิน	48
ธนาคาร	50
พาณิชย์	52
วัสดุก่อสร้าง	54
พลังงาน – น้ำมันและก๊าซ	56
เงินทุน	58
อาหาร	60
การแพทย์	62
ประกัน	64
ปิโตรเคมี	66
หลักทรัพย์	68
สื่อสาร	70
ท่องเที่ยว.....	72
ขนส่งทางบก.....	74
SCBS Stock Universe	76

SET index	Close: 19/6/2020	1,370.82	-2.16 / -0.16%	Bt63,320mn
SET50 index	Close: 19/6/2020	907.67	-2.96 / -0.32%	Bt36,621mn



ความคาดหวังไม่ใช่กลยุทธ์ในการหาผลตอบแทน

ตลาดการเงินกลับสู่ภาวะเกือบเป็นปกติแล้ว ส่งผลทำให้การหาสินทรัพย์ที่ราคาต่ำกว่าความเป็นจริงทำได้ค่อนข้างยาก valuation ไม่สมเหตุผลเพราะได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 แม้ความไม่แน่นอนในระยะยาวยังมีอยู่ แต่ความเสี่ยงในระยะสั้นลดลง เนื่องจากตลาดเต็มไปด้วยความคาดหวัง เราจึงแนะนำให้นักลงทุนหันมาเลือกซื้อหุ้นรายตัวใน 3Q63 โดยเน้นไปที่หุ้น defensive ที่มี story เกี่ยวกับการเติบโต และหุ้น cyclical ที่มีความคาดหวังต่ำ ได้แก่ ADVANC BBL BCH ERW HANA และ IVL ในขณะที่ยังคงเก็บหุ้น top picks 2Q63 คือ BDMS BEM BTS และ CPF เอาไว้

เปิดเมือง ใกล้เคียงสู่ภาวะปกติ และความปกติรูปแบบใหม่ หลังจากทั่วโลกผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ กิจกรรมทางเศรษฐกิจก็กลับมาดำเนินอีกครั้ง และเราเริ่มเห็นสัญญาณฟื้นตัว โดยได้รับการสนับสนุนจากธนาคารกลาง กิจกรรมภาคการผลิตจะกลับคืนสู่ภาวะปกติใน 4Q63 แต่ภาคบริการจะฟื้นตัวได้ไม่เต็มที่ เราคาดว่าความปกติรูปแบบใหม่ (new normal) จะเกิดขึ้นใน 3Q64 สืบเนื่องมาจากการค้นพบวัคซีน ดังนั้นเราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยและยุโรปอาจจะฟื้นตัวช้ากว่าสหรัฐฯ และเอเชียเหนือ ซึ่งมีสัดส่วนรายได้จากภาคบริการน้อยกว่า

ความเสี่ยงระยะยาวยังคงมีอยู่ แต่ความเสี่ยงระยะสั้นลดลง ประโยชน์ระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเชิงรุกจะถูกหักล้างโดยความเสี่ยงระยะยาว เช่น หนี้สาธารณะและขาดดุลงบประมาณที่สูงขึ้น พร้อมกับกำลังซื้อและการลงทุนที่ลดลง ปัจจัยเหล่านี้จะก่อให้เกิดภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ แม้ความเสี่ยงทั่วโลกจากการระบอบที่สองของโควิด-19 ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ จะยังคงเป็นปัจจัยที่ทำให้ตลาดผันผวน แต่เราเชื่อว่าตลาดจะโฟกัสไปที่การฟื้นตัวและแนวโน้มการเติบโตในปี 2564

กลับสู่ภาวะปกติ ไม่มีภาพของ "easy returns" อีกต่อไป ตลาดการเงินฟื้นตัวและกลับคืนสู่ภาวะเกือบเป็นปกติแล้ว ความเสี่ยงด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงด้านเครดิตปรับตัวลดลง โดยได้รับการสนับสนุนของธนาคารกลาง ควบคู่กับ fund flow และ credit spread ที่เริ่มมีเสถียรภาพ เรามองว่า downside มีจำกัด เนื่องจากตลาดกลับคืนสู่ภาวะปกติ ดังนั้นเราจะเห็นการ rotation ไปยังหุ้นคุณค่า (value stock) และหุ้นวัฏจักร (cyclical stock) ภาพของ "easy returns" จะไม่มีเห็นอีกต่อไป

ความคาดหวังสูงเกินไป การ rally ของ SET Index ได้รับแรงขับเคลื่อนจากการปรับเพิ่ม valuation ไม่ใช่การเติบโตของกำไร รวมถึงการปรับลดประมาณการกำไรก็จะลดตัวลง sentiment ตลาดที่ดีขึ้นจากจำนวนผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่เริ่มคงที่และการฟื้นตัวของกำไรถูกตลาดรับรู้ไปแล้ว SET Index มีความคาดหวังประมาณ 20% อยู่ในดัชนี ในขณะที่ประเทศอื่นๆ ในตลาดเกิดใหม่มีความคาดหวังต่ำกว่าและสูงกว่า SET Index ตลาดกำลังมองข้ามปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวแต่หันมาให้ความสำคัญกับแรงขับเคลื่อนกลุ่มอุตสาหกรรมและความคาดหวังจากการเปิดเมืองแทน ดังนั้นการบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพจึงเป็นสิ่งจำเป็น และรอให้ margin of safety สูง

ไม่มีผู้ชนะอย่างชัดเจนจากการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลหลังโควิด-19 กระตุ้นให้องค์กรต่างๆ ปรับเปลี่ยนโครงสร้างธุรกิจเพื่อเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล และส่งผลทำให้ความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจแบบเดิมปรับตัวลดลง รายได้ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งจากการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลจะถูกหักล้างโดยอัตราค่าจ้างที่หดตัวลง เพราะแพลตฟอร์มที่เข้ามาจากต่างประเทศ เรามีความกังวลต่อแนวโน้มของธุรกิจห้างสรรพสินค้า สำนักงาน ยานยนต์ ร้านอาหาร และสื่อ และคาดว่าจะมีผู้ชนะที่เห็นได้อย่างชัดเจนจากการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลเพียงไม่กี่ราย

หุ้น cyclical จะถูก de-rate, หุ้น defensive จะถูก re-rate เมื่ออิงกับอัตราส่วน P/BV ตามปัจจัยพื้นฐานในระยะยาว valuation ของกลุ่มพลังงาน ปีโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ โรงแรม สื่อ วัสดุก่อสร้าง และบริการรับเหมาก่อสร้างจะถูกปรับลดลง (de-rate) เพราะ upside จากการปรับเพิ่ม ROE มีจำกัด ในขณะที่กลุ่มขนส่ง สื่อสาร บริการทางการเงิน อาหาร พาณิชยกรรม และการแพทย์ มีแนวโน้มที่จะเห็นการปรับ valuation เพิ่มขึ้น เพราะ ROE เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

คาดว่าจะเห็นการ rotation ไปยังกลุ่มหุ้น cyclical แต่อย่าลืมว่าเราอยู่ในภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ และการเติบโตต่ำ เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะยังคงเติบโตอย่างช้าๆ ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า ดังนั้นสำหรับพอร์ตลงทุนหลักระยะยาว เราจึงแนะนำให้เข้าซื้อหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง เช่น กลุ่มสินค้าจำเป็น และกลุ่มการแพทย์ แม้การ rotation ไปยังกลุ่มหุ้น cyclical ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป น่าจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่เราแนะนำกลุ่มที่มีความคาดหวังต่ำ เช่น พลังงาน ปีโตรเคมี และธนาคาร

เน้นเลือกซื้อหุ้นรายตัวใน 3Q63 เราให้ความสำคัญกับมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและ story เกี่ยวกับการเติบโตรอบใหม่ มากกว่าการปรับเพิ่ม valuation สำหรับ 3Q63 เราสร้างพอร์ตลงทุนแบบ defensive ซึ่งประกอบด้วย top picks จาก 2Q63 (BDMS BEM BTS และ CPF) และหุ้น defensive ใหม่ที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาด (ADVANC BCH) นอกจากนี้พอร์ตลงทุนเชิงกลยุทธ์ (tactical portfolio) จะมุ่งเน้นหุ้นที่ปรับตัวตามวัฏจักรเศรษฐกิจโลกและวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศที่มีคุณภาพดี เช่น BBL ERW IVL และ HANA

Top picks 3Q63

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
ADVANC	Buy	190.00	210.0	14.0
BBL	Buy	115.50	146.0	29.0
BCH	Buy	14.50	19.0	32.8
ERW	Neutral	3.96	4.0	1.0
IVL	Neutral	29.00	30.0	6.9

	PE (x)		EPS growth (%)	
	20F	21F	20F	21F
ADVANC	19.6	21.6	(7)	(9)
BBL	7.6	6.6	(19)	15
BCH	28.7	25.0	2	15
ERW	n.m.	243.3	n.m.	n.m.
IVL	21.1	11.6	47	82
Average	19.3	61.6	6	26

	PBV (x)		ROE (%)	
	20F	21F	20F	21F
ADVANC	7.3	6.7	39	32
BBL	0.5	0.5	7	7
BCH	5.3	4.8	17	18
ERW	1.8	1.7	(9)	1
IVL	1.2	1.2	6	10
Average	3.2	3.0	12	14

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	20F	21F	20F	21F
ADVANC	3.5	3.2	8.8	8.7
BBL	2.6	3.0	-	-
BCH	1.7	2.0	15.0	13.7
ERW	0.0	0.0	30.4	14.1
IVL	3.4	4.5	8.3	5.8
Average	2.3	2.6	12.5	8.4

นักวิเคราะห์
ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์

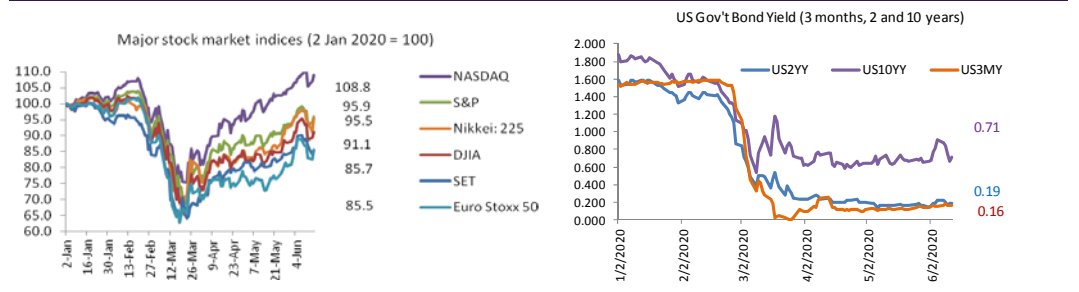
มุมมองเศรษฐกิจ

“เหลียวหลัง แลหน้า โลกหลัง COVID-19”

ภาวะการลงทุนและเศรษฐกิจสวนทางกันในไตรมาสที่ 2 ของปี 2563 แม้เศรษฐกิจโลกปรับตัวดีขึ้นในระยะหลังนี้ แต่ยังคงหดตัวลง โดยตัวชี้วัดกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างเป็นทางการ คือ GDP หดตัวลงแรงทั่วโลกในไตรมาสแรกของปี 2563 ทั้งๆ ที่ในความจริงแล้วเชื้อไวรัสโคโรนา 2019 (ที่เป็นต้นกำเนิดโรค COVID-19) ได้เริ่มระบาดเพียงระยะแรก และส่งผลทำให้ต้องปิดประเทศเศรษฐกิจหลักๆ ในเดือนมี.ค. โดย GDP หดตัวลงแรงที่สุดในประเทศจีน ซึ่งโรค COVID-19 เริ่มระบาดเป็นครั้งแรกในเดือนม.ค. อย่างไรก็ตาม ประเทศอื่นๆ ได้แก่ สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น หรือกระทั่งประเทศไทย ก็รายงาน GDP หดตัวลงด้วยเช่นกัน

แม้ตัวเลขเศรษฐกิจอ่อนแอ แต่ภาพรวมการลงทุนทั่วโลกกลับปรับตัวดีขึ้นมาก ตลาดหุ้นทั่วโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นหลังจากร่วงลงแรงประมาณ 30-40% ในเดือนมี.ค. ตลาดบางแห่ง เช่น NASDAQ (ตลาดหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีในสหรัฐฯ) ปรับตัวขึ้นมาแล้วเกือบ 10% ตั้งแต่ต้นปี 2563 ในขณะที่ตลาดหลักอื่นๆ ราวตัวกลับขึ้นมาเกือบสู่ระดับก่อนที่สถานการณ์การแพร่ระบาดของโรค COVID-19 จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลซึ่งเป็นเครื่องบ่งชี้ความกังวลความเสี่ยงของประเทศหลักๆ อยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ ญี่ปุ่น และเยอรมนี ในขณะที่ราคาสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น ทองคำ และค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับตัวลดลง ราคาทองคำค่อนข้างทรงตัวที่ประมาณ 1,700 ดอลลาร์สหรัฐต่อออนซ์ ในขณะที่ดัชนีค่าเงินดอลลาร์สหรัฐปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในเดือนพ.ค. และมี.ย.

Figure 1: ภาวะการลงทุนและเศรษฐกิจสวนทางกัน: การลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นให้ผลตอบแทนดี แม้ว่าจะปรับตัวลดลงบ้างในช่วงหลัง



Source: CEIC, SCBS Investment Research

เหลียวหลัง

เรามองว่ามีสองปัจจัยที่ช่วยสนับสนุนให้ราคาสินทรัพย์เสี่ยงฟื้นตัวในไตรมาส 2 ทั้งๆ ที่ภาพรวมเศรษฐกิจอ่อนแอ:

1) การดำเนินมาตรการกระตุ้นทางการเงินอย่างต่อเนื่อง

เราเคยกล่าวไว้ในรายงานฉบับก่อนหน้านี้แล้วว่า การอัดฉีดสภาพคล่องเข้าสู่ระบบมากขึ้นจะส่งผลทำให้ราคาสินทรัพย์เสี่ยงปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากสภาพคล่องมีบทบาทสำคัญในการสนับสนุนราคาสินทรัพย์เสี่ยง แม้ว่าเศรษฐกิจและแนวโน้มธุรกิจในอนาคตจะฟื้นตัวเปราะบางก็ตาม

ตั้งแต่เดือนก.พ. ขนาดงบดุลของธนาคารหลักๆ 4 แห่ง (สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น และอังกฤษ) เพิ่มขึ้น 4.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ สูงที่สุดเป็นประวัติการณ์ ปัจจุบันขนาดงบดุลของธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ขยายตัวเพิ่มขึ้นสู่ 7.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ จาก 4.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐเมื่อ 3 เดือนก่อน การประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ท่ามกลางสถานการณ์การแพร่ระบาดของโรค COVID-19 ซึ่งรวมถึงการเข้าซื้อหุ้นกู้ภาคเอกชน ช่วยทำให้สภาพคล่องในตลาดเครดิต (credit market) ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ และ credit spread แคบลงอย่างมาก

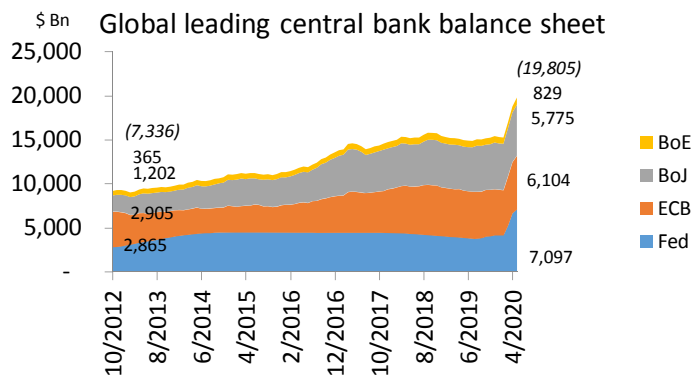
ทั้งนี้เมื่อวันที่ 15 มิ.ย. Fed ได้ประกาศขยายขอบเขตมาตรการอัดฉีดเงินเข้าสู่ตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชนผ่านช่องทาง Secondary Market Corporate Credit Facility โดยเริ่มเข้าซื้อหุ้นกู้เอกชนในตลาดรองโดยตรงในวงเงิน 7.5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐเมื่อวันที่ 16 มิ.ย. นอกเหนือจากการเข้าซื้อทางอ้อมจากกองทุน Exchange Traded Fund (ETF) ที่ลงทุนในหุ้นกู้เอกชน

ทั้งนี้ Fed จะจัดตั้งดัชนี Broad Market Index ของตลาดหุ้นกู้เอกชนในสหรัฐฯ และเข้าซื้อตามดัชนีดังกล่าว และจะมีการคำนวณสูตรใหม่ทุกๆ 4-5 สัปดาห์ โดยในวิธีนี้ทำให้ Fed เชื่อว่าจะสามารถสนับสนุนสภาพคล่องให้กับภาคธุรกิจได้อย่างยืดหยุ่นและมีประสิทธิภาพสูงกว่าการเข้าซื้อ ETF ที่คำนวณโดยบริษัทเอกชน นักวิเคราะห์ประเมินว่า Fed สามารถซื้อหุ้นกู้ของบริษัทเอกชนได้ไม่เกิน 4.19 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐภายใต้หลักเกณฑ์นี้

ทั้งนี้ หากพิจารณาช่วงเวลาที่ผ่านมาที่ Fed ประกาศมาตรการนี้ก็ดูน่าสนใจ โดยภายหลังจากการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (FOMC) เมื่อวันที่ 9-10 มิ.ย. ซึ่ง Fed ประกาศจำกัดการเข้าซื้อสินทรัพย์ผ่านมาตรการ QE จากไม่จำกัดจำนวนเป็นการเข้าซื้อพันธบัตรและตราสารหนี้สังหาร (MBS) จำนวนไม่เกิน 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน ตลาดหุ้นสหรัฐก็ปรับตัวลดลงอย่างรุนแรงในช่วงปลายสัปดาห์ เนื่องจากนักลงทุนมองว่า Fed จะเริ่มจำกัดการอัดฉีดสภาพคล่อง ดังนั้นการประกาศมาตรการเข้าซื้อหุ้นกู้เอกชนในวันจันทร์ต่อมาจึงเป็นการส่งสัญญาณว่า Fed ยังพร้อมทำมาตรการผ่อนคลาย รวมถึงเครื่องมือในการอัดฉีดใหม่ ๆ เพื่อเพิ่มสภาพคล่องให้ตลาดได้ต่อเนื่อง ราคาสินทรัพย์เสี่ยงอย่างหุ้นจึงปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกครั้ง เรามองความเคลื่อนไหวครั้งนี้เป็นการส่งสัญญาณว่า Fed จะทำทุกวิถีทางเพื่อสนับสนุนตลาดเมื่อใดก็ตามที่มีสัญญาณว่าตลาดจะปรับตัวลงอย่างรุนแรง

นอกจากนี้นักลงทุนยังได้รับการตอกย้ำความมั่นใจจาก Fed ด้วยว่า Fed จะไม่ใช้นโยบายการเงินดิ่งตัวเร็วเกินไป โดยจากการคาดการณ์ทิศทางดอกเบี้ยของคณะกรรมการนโยบายการเงิน (Dot Plot) คาดการณ์ในสัปดาห์ที่ผ่านมาว่า Fed จะตรึงอัตราดอกเบี้ยไว้ใกล้ระดับ 0% อย่างน้อยจนถึงปี 2565 หรือจนกว่าจะมั่นใจว่าเศรษฐกิจสามารถฟื้นตัวจากผลกระทบของ COVID-19 และมีแนวโน้มที่จะบรรลุเป้าหมายการจ้างงานสูงสุดและการรักษาเสถียรภาพด้านราคา ขณะที่นายเจอโรม พาวเวลล์ ประธาน Fed ก็กล่าวย้ำว่า Fed จะยังไม่หมดกระสุนในการกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ แม้ว่าจะทยอยใช้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เขายังกล่าวเตือนด้วยว่านักลงทุนไม่ควรเติมพันธบัตรตรงข้ามกับสหรัฐ

Figure 2: ขนาดงบดุลของธนาคารกลางหลักๆ ของโลก

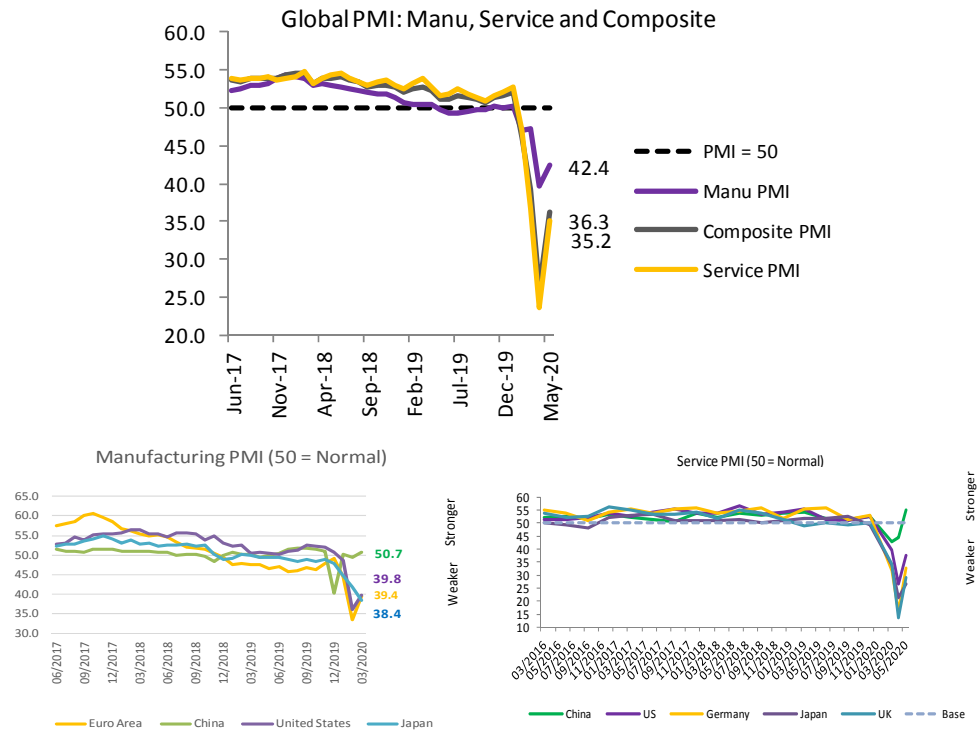


Source: CEIC, SCBS Investment Research

2) เศรษฐกิจกำลังฟื้นตัว

ในระยะหลังนี้ ประเทศที่พบว่าจำนวนผู้ป่วยโรคติดเชื้อ COVID-19 และจำนวนผู้ป่วยรายใหม่ปรับตัวลดลง เริ่มทยอยกลับมาเปิดเมืองอย่างระมัดระวัง การทยอยเปิดเมืองในพื้นที่เศรษฐกิจหลักๆ เช่น ยุโรป เอเชีย และสหรัฐฯ ส่งผลทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาเดินหน้าต่อ ซึ่งช่วยสนับสนุนให้เครื่องชี้เศรษฐกิจฟื้นตัว เครื่องชี้เศรษฐกิจที่มีการรายงานล่าสุด คือ ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อโดยรวม (Composite PMI) ทั่วโลก รวมถึงดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตและภาคบริการ ทำสถิติต่ำสุดทั่วโลกในเดือนเม.ย. อย่างไรก็ตามก็ดี ดัชนีดังกล่าวฟื้นตัวดีขึ้นอย่างมากในเดือนพ.ค. แต่ยังคงอยู่ในระดับติดลบ ยกเว้นบางประเทศ เช่น จีน

Figure 3: เครื่องชี้เศรษฐกิจล่าสุดส่งสัญญาณเศรษฐกิจฟื้นตัว: ดัชนี PMI ภาคการผลิตและภาคบริการปรับตัวดีขึ้น



Source: CEIC, SCBS Investment Research

นอกจากดัชนี PMI ซึ่งอิงกับการสำรวจเป็นส่วนใหญ่แล้ว เครื่องชี้เศรษฐกิจที่แท้จริงตัวอื่นๆ ก็ส่งสัญญาณที่ดีขึ้นด้วยเช่นกัน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ ซึ่งตลาดแรงงานติดตัวขึ้นเหนือความคาดหมาย โดยนักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ว่าจะมีการจ้างงานลดลง 8 ล้านตำแหน่งในเดือนพ.ค. แต่ตัวเลขกลับพุ่งขึ้น 2.5 ล้านตำแหน่ง ผลจากการทยอยเปิดเมือง ทำให้อัตราการว่างงานลดลงสู่ 13.3% จาก 14.7% ในเดือนเม.ย. สวนทางกับการคาดการณ์ของนักเศรษฐศาสตร์ว่าจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับประมาณ 20% ทั้งนี้ การจ้างงานที่เพิ่มขึ้นบ่งชี้ว่าโครงการ Paycheck Protection Program (PPP) ที่มีเป้าหมายเพื่อสนับสนุนการจ้างงานของธุรกิจขนาดเล็ก นั้นมีประสิทธิภาพ โดยโครงการ PPP อนุญาตให้ธุรกิจขนาดเล็กที่ได้รับผลกระทบจาก COVID-19 สามารถยื่นขอเงินกู้ที่ได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาลกับธนาคารต่างๆ โดยมีเงื่อนไขว่าเงินกู้อย่างน้อย 75% จะถูกนำไปใช้ในการจ่ายค่าจ้างพนักงาน

ข้อมูลเชิงบวกที่สำคัญอีกอย่างหนึ่งที่เพิ่งประกาศออกมาเมื่อไม่นานนี้ คือ ยอดค้าปลีกสหรัฐฯ ซึ่งเป็นตัวชี้วัดการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคที่คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 70% ของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยอดค้าปลีกเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 17.7% ในเดือนพ.ค. เพิ่มขึ้นสูงที่สุดเท่าที่เคยมีมา ขณะที่นักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 8.1% ทั้งนี้ ยอดค้าปลีกในเดือนก่อนหน้าลดลง 14.7% จากเดือนมี.ค. ซึ่งตัวเลขยอดค้าปลีกที่เพิ่มขึ้นนี้สัญญาณว่าเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว

นอกจากนี้ยังมีสัญญาณบวกในประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่อันดับสองของโลกด้วยเช่นกัน แม้ว่าจะน้อยกว่าในสหรัฐฯ เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากข้อมูลล่าสุดแสดงให้เห็นว่าเครื่องชี้เศรษฐกิจหลายตัวปรับตัวดีขึ้น ผลผลิตภาคอุตสาหกรรมในเดือนพ.ค. ปรับตัวเพิ่มขึ้น 4.4% จากปีก่อน เพิ่มขึ้นจาก 3.9% ในเดือนเม.ย. แต่น้อยกว่าที่นักเศรษฐศาสตร์คาดการณ์ไว้ที่ 5.0% ผู้บริโภคชาวจีนก็ทยอยกลับมาใช้จ่ายด้วยเช่นกัน แม้ว่าจะมีการใช้จ่ายน้อยกว่าปีก่อน ยอดค้าปลีกในเดือนพ.ค. ลดลง 2.8% จากปีก่อน ลดลงในอัตราชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับที่ลดลง 7.5% ในเดือนเม.ย. การลงทุนในสินทรัพย์ถาวรตั้งแต่ปี 2563 ถึงเดือนพ.ค. ก็ลดลงในอัตราชะลอตัวลงที่ 6.3% เทียบกับ 10.3% ในเดือนก่อนหน้า

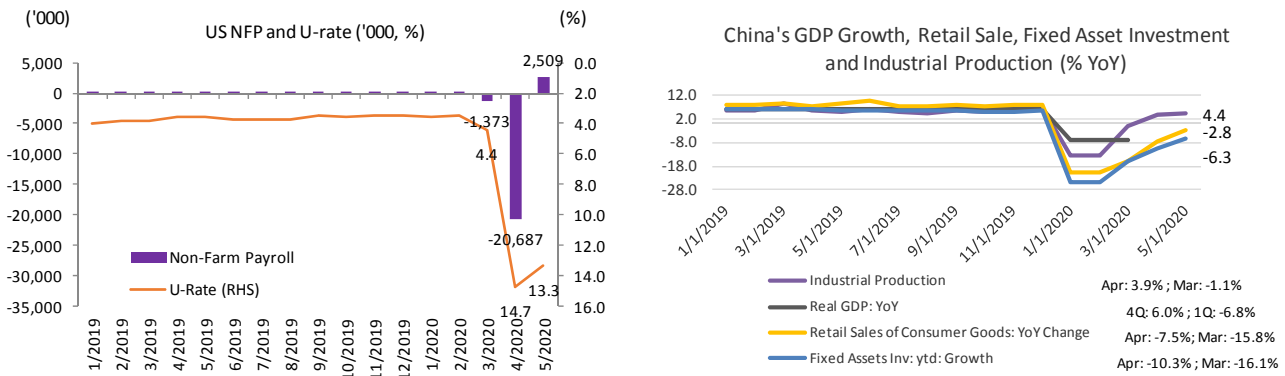
แม้เศรษฐกิจจีนจะมีสัญญาณบวก แต่แรงกดดันต่อการฟื้นตัวในระยะต่อไปยังคงมีอยู่ เพราะอุปสงค์ในต่างประเทศยังซบเซา เนื่องจากโรค COVID-19 ยังคงระบาดทั่วโลก อุปสงค์ในประเทศฟื้นตัวอย่างช้าๆ ท่ามกลางอัตราการว่างงานสูงและความกังวลเกี่ยวกับการระบาดรอบสองของโรคติดเชื้อ COVID-19 ในจีน อัตราการว่างงานใน 31 เมืองใหญ่ของจีนเพิ่มขึ้นสู่ 5.9% ในเดือนพ.ค. สูงที่สุดนับตั้งแต่เริ่มเก็บข้อมูลในเดือนมี.ย. 2556

ภาพต่าง ๆ ทำให้เราสรุปได้ว่า หลังจากทยอยเปิดเมือง เราพบว่าโมเมนตัมการเติบโตของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ดีกว่าตลาดและการคาดการณ์ของเรา โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) ความแข็งแกร่ง/ความยืดหยุ่นของเศรษฐกิจสหรัฐฯ และ 2) การดำเนินมาตรการกระตุ้นอย่างมีประสิทธิภาพทั้งจากรัฐบาลสหรัฐฯ และ Fed (เช่น โครงการ Payment Protection Program: PPP และสวัสดิการชดเชยการว่างงาน เป็นต้น)

ในทางกลับกัน การฟื้นตัวของเศรษฐกิจจีน (แม้เป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป) เกิดขึ้นช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ ปัจจัยหลักที่ทำให้เศรษฐกิจจีนฟื้นตัวช้ากว่าคาดอาจเกิดจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่จริงจังมากนัก ในเดือนพ.ค. คณะกรรมการเมือง (Politburo Standing Committee) ของประเทศจีน ได้ออกมาประกาศก่อนสภาประชาชนแห่งชาติ (National People's Congress)ว่าจะไม่กำหนดเป้าหมาย GDP ในปีนี้ เพราะมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับสถานการณ์ COVID-19 และการค้า แต่จะให้ความสำคัญกับ "การเติบโตอย่างมีคุณภาพ" เช่น การสร้างเสถียรภาพในการจ้างงาน ยกระดับมาตรฐานการครองชีพ และลดความยากจน สำหรับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ คณะกรรมการประจำกรมการเมืองประกาศมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงิน 3.6 ล้านล้านหยวน ในปีนี้ โดยตั้งใช้จ่ายลงทุนเพื่อพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในพื้นที่ชนบท

ความเคลื่อนไหวดังกล่าวเป็นการส่งสัญญาณว่ารัฐบาลจีนไม่ได้ให้ความสำคัญกับการกระตุ้นเศรษฐกิจเพื่อให้ฟื้นตัวแรง แต่จะปล่อยให้ฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป แม่วินิจฉัยจะส่งผลต่อเศรษฐกิจจีนในระยะยาว ซึ่งต่างจากในช่วงที่เกิดวิกฤตการเงินปี 2551-52 ที่จีนออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ วงเงิน 4 ล้านล้านหยวน (มีมูลค่ามากกว่า 10 ล้านล้านหยวนในปัจจุบัน) และท้ายที่สุดทำให้เกิดภาวะฟองสบู่ในตลาดอสังหาริมทรัพย์ และสร้างภาระหนี้สินจำนวนมากให้กับรัฐวิสาหกิจและรัฐบาลท้องถิ่น อย่างไรก็ตาม การที่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนรอบนี้ไม่ "จริงจัง"นัก ทำให้ผลในการกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้ (ทั้งต่อเศรษฐกิจจีนเองและต่อเศรษฐกิจเอเชีย) น้อยลงอย่างมาก

Figure 4: การจ้างงานนอกภาคเกษตรของสหรัฐฯ ฟื้นตัวขึ้นมาก ในขณะที่การฟื้นตัวของจีนเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป



Source: CEIC, SCBS Investment Research

แลหน้า

ภายหลังการล็อกดาวน์ประเทศต่างๆ รวม 2 ใน 3 ทั่วโลก เพื่อสกัดการแพร่ระบาดของโรค COVID-19 จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ก็ปรับตัวลดลงในหลายๆ ประเทศ เช่น สเปน อิตาลี เยอรมนี ฝรั่งเศส หรือแม้กระทั่งประเทศไทย จำนวนผู้ป่วยรายใหม่อยู่ในระดับต่ำและเข้าใกล้ศูนย์ในแต่ละวัน ในขณะที่จำนวนผู้ป่วยที่รักษาหายเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

ทราบกันดีว่าผลกระทบที่เกิดขึ้นตามมาของมาตรการล็อกดาวน์ต่อเศรษฐกิจมีมาก กองทุนการเงินระหว่างประเทศคาดการณ์ในเดือนเม.ย. ว่าเศรษฐกิจโลกจะหดตัวลงตกต่ำที่สุดในรอบ 90 ปี ประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่ เช่น สหรัฐฯ ยุโรป และจีน จะประสบกับภาวะเศรษฐกิจหดตัวมากที่สุดนับตั้งแต่วิกฤตการเงินปี 2551-2552 ในขณะที่นักเศรษฐศาสตร์ต่างคาดการณ์ว่าไตรมาส 2 จะเป็นไตรมาสที่เลวร้ายที่สุด

เนื่องด้วยผลกระทบที่รุนแรง ประเทศต่างๆ จึงเริ่มทยอยเปิดเมืองและกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจมากขึ้น ค่าถามที่เกิดขึ้นก็คือ หลังจากเปิดเมือง การฟื้นตัวของเศรษฐกิจ สังคม และธุรกิจ จะเป็นไปในรูปแบบใด รวมถึงสถานะทางการคลังและการเงินของประเทศต่างๆ ทั่วโลกในอนาคตจะเป็นเช่นไร

Figure 5: ประมาณการตัวชี้วัดด้านเศรษฐกิจและการเงินที่สำคัญในปี 2563-2565

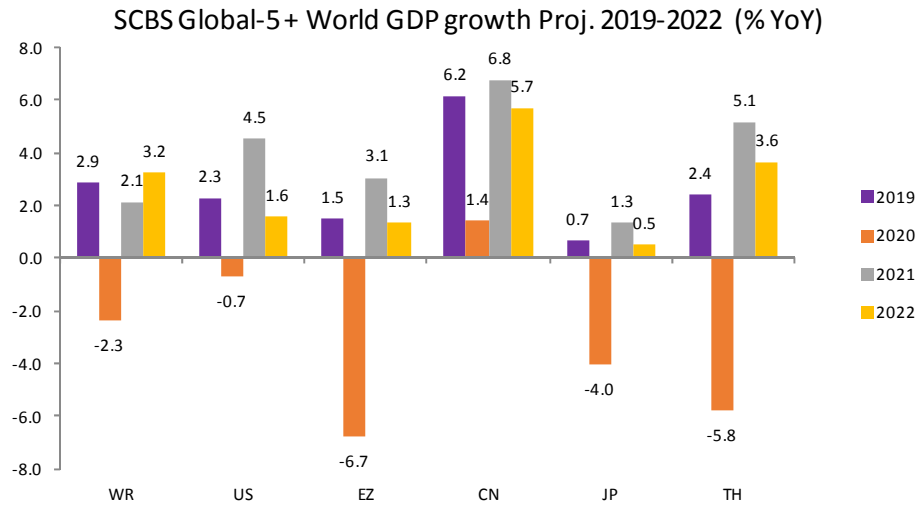
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
Economic situation	Lockdown	Reopening (50% Economy)	90% Economy				New normal									
Covid-19 stage	Pandemic	Covid-19 testing/ have medicines or vaccines				Covid-19 under control										
GDP Growth(%)																
WR	1.0	-12.3	-0.2	2.1	2.1	1.8	2.3	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2	2.9	-2.3	2.1	3.2
US	0.6	-8.1	-0.9	5.7	2.6	6.6	4.4	4.5	1.6	1.6	1.6	1.6	2.3	-0.7	4.5	1.6
EZ	-3.3	-16.3	-6.3	-1.2	-0.3	5.9	3.8	2.8	1.3	1.3	1.3	1.3	1.5	-6.7	3.1	1.3
CN	-6.8	3.8	5.0	3.7	6.8	6.4	6.6	7.3	5.7	5.7	5.7	5.7	6.2	1.4	6.8	5.7
JP	-2.0	-9.9	-7.9	3.7	-0.2	1.8	1.9	1.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	-4.0	1.3	0.5
TH	-1.8	-13.5	-8.8	1.0	4.8	4.4	5.7	5.7	3.6	3.6	3.6	3.6	2.4	-5.8	5.1	3.6
*SCBS forecast																
PMI service																
US	39.8	37.5	42.4	47.2	54.6	54.6	54.6	54.5	50.1	50.1	50.1	50.1	52.6	41.7	54.6	50.1
CH	43.0	50.0	48.8	47.6	48.3	49.5	52.2	51.9	51.5	51.5	51.5	51.5	52.6	47.4	50.5	51.5
PMI Manufacturing																
US	48.5	39.8	49.4	52.2	51.6	50.3	50.3	51.2	51.4	51.4	51.4	51.4	51.6	47.5	50.9	51.4
CH	50.1	50.7	51.0	50.9	51.0	50.3	50.4	50.3	50.0	50.5	50.5	50.5	50.7	50.7	50.5	50.4
Policy rate																
US	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	1.88	0.13	0.13	0.13
TH	0.75	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	1.25	0.25	0.25	0.25
Debt to GDP																
CH	57.0	59.7	62.3	64.9	67.3	69.8	72.2	74.6	76.5	78.4	80.2	82.1	54.4	64.9	74.6	82.1
EZ	87.4	90.8	94.1	97.4	101.1	104.7	108.4	112.0	114.8	117.6	120.4	123.2	84.1	97.4	112.0	123.2
TH	41.4	46.5	49.1	51.8	53.4	54.9	56.5	58.0	58.7	59.5	60.2	60.9	41.2	51.8	58.0	60.9
Fiscal deficit to GDP																
CH	-7.6	-8.8	-10.0	-11.2	-10.2	-9.1	-8.1	-7.0	-6.3	-5.5	-4.8	-4.0	-6.4	-11.2	-7.0	-4.0
EZ	-2.4	-4.1	-5.8	-7.5	-6.3	-5.0	-3.8	-2.5	-2.0	-1.5	-1.0	-0.5	-0.7	-7.5	-2.5	-0.5
TH	-2.8	-2.9	-2.9	-3.0	-3.3	-3.5	-3.8	-4.0	-3.8	-3.5	-3.3	-3.0	-2.7	-3.0	-4.0	-3.0
Treasury yield (%)																
US 10Y	0.70	0.70	0.80	0.80	0.76	0.72	0.67	0.63	0.68	0.73	0.78	0.83	1.92	0.80	0.63	0.83
TH 10Y	1.48	1.29	1.11	1.18	1.25	1.07	1.01	0.95	0.90	0.85	0.80	0.75	1.49	1.18	0.95	0.75

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ทั้งนี้เพื่อความเข้าใจของผู้อ่าน เราจึงแบ่งช่วงเวลาของการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจตามระยะของสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ออกเป็น 4 ช่วงเวลาดังนี้:

- การระบาดของไวรัส COVID-19 และการล็อกดาวน์ครั้งใหญ่ (1Q63)** โรค COVID-19 เริ่มแพร่ระบาดในจีนในเดือนม.ค.-ก.พ. 2563 และลุกลามไปทั่วโลกในเดือนมี.ค.-เม.ย. ส่งผลทำให้ทั่วโลกเริ่มดำเนินมาตรการล็อกดาวน์ครั้งใหญ่ กิจกรรมทางเศรษฐกิจส่วนใหญ่ต้องหยุดลง เศรษฐกิจเริ่มหดตัวลงอย่างรุนแรง รัฐบาลประเทศต่างๆ เริ่มออกมาตรการกระตุ้นการคลังขนาดใหญ่ ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ (นำโดย Fed) เริ่มผ่อนคลายนโยบายการเงินครั้งใหญ่ด้วยการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์และเข้าซื้อสินทรัพย์จำนวนมากเพื่อป้องกันไม่ให้เกิดวิกฤตทางการเงิน
- การเปิดเมือง (2Q63-3Q63)** ในช่วงนี้ จำนวนผู้ป่วยที่รักษาหายปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่จำนวนผู้ป่วยรายใหม่ทรงตัวหรือเริ่มลดลง รัฐบาลเริ่มกลับมาเปิดเมือง กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมา ส่งผลทำให้ตัวชี้วัดเศรษฐกิจฟื้นตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม กิจกรรมทางเศรษฐกิจยังไม่สามารถกลับมาดำเนินได้อย่างเต็มที่ โดยเฉพาะภาคบริการ ทำให้เราเรียกว่าเป็น "เศรษฐกิจ 50%" ขณะที่มาตรการกระตุ้นทางการคลังยังคงถูกนำมาใช้อย่างเต็มที่ ในขณะที่นโยบายการเงินยังคงผ่อนคลาย ธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ดำเนินมาตรการ QE โดยเป็นการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลเพื่อชดเชยการขาดดุลงบประมาณ ในขณะที่การกดอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำ (หรือ financial repression) ถูกนำมาใช้เพื่อทำให้ต้นทุนทางการเงินของภาครัฐและภาคเอกชนปรับตัวลดลง
- ใกล้เข้าสู่ภาวะปกติ (4Q63-2Q64)** ในช่วงนี้ จำนวนผู้ป่วยรายใหม่ทรงตัวหรือเริ่มลดลง รัฐบาลเริ่มกลับมาเปิดเมือง กิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาดำเนิน "เกือบ" หรือ "เข้าใกล้" ภาวะปกติ หรือเป็น "เศรษฐกิจ 90%" กิจกรรมภาคการผลิตจะกลับสู่ระดับปกติ แต่ภาคบริการจะยังคงได้รับผลกระทบอย่างชัดเจน การใช้ระบบการขนส่งสาธารณะและการบินภายในประเทศยังคงต่ำกว่าขีดความสามารถในการรองรับ รวมถึงการใช้บริการโรงแรมและร้านอาหารด้วย ส่งผลทำให้มาตรการกระตุ้นทางการคลังยังคงถูกนำมาใช้อย่างเต็มที่ ในขณะที่นโยบายการเงินยังคงผ่อนคลาย
- ความปกติรูปแบบใหม่ "new normal" (3Q64 เป็นต้นไป)** ในช่วงนี้ วัคซีนและยารักษาโรคโควิด COVID-19 จะถูกค้นพบและนำไปใช้ทั่วโลก จำนวนผู้ป่วยรายใหม่หรือจำนวนผู้ป่วยคงเหลือจะกลายเป็นศูนย์ อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจจะต่ำกว่าช่วงก่อนเกิดวิกฤต หนี้สาธารณะจะสูงและเพิ่มขึ้น ในขณะที่ขาดดุลงบประมาณจะเพิ่มขึ้นก่อนที่จะค่อยๆ ลดลงเมื่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาดำเนินอย่างเต็มที่ รัฐบาลจะปรับภาษีเพิ่มขึ้นเพื่อนำเงินมาชำระหนี้ แต่จะไม่มากเกินไปจนส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจ อัตราเงินเฟ้ออาจจะปรับขึ้นได้เล็กน้อยเพื่อลดมูลค่าที่แท้จริงของหนี้สิน รวมถึงรักษาสัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ไว้ไม่ให้เกินกรอบที่กำหนดเอาไว้ นโยบายการเงินจำเป็นต้องคงอัตราดอกเบี้ยไว้ในระดับต่ำ และ/หรือดำเนินมาตรการ QE อย่างต่อเนื่อง เพื่อสร้างภาวะกดดันทางการเงิน และลดต้นทุนทางการเงินของภาครัฐและภาคเอกชน

Figure 6: แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและประเทศไทยในปี 2563-2565



Source: CEIC, SCBS Investment Research

จาก 4 ช่วงเวลาดังกล่าวข้างต้น เราจึงได้คาดการณ์แนวโน้มเศรษฐกิจโลกและประเทศไทยในปี 2563-2565 ดังนี้:

1. ภาพรวมเศรษฐกิจ

เศรษฐกิจโลกจะหดตัวอย่างรุนแรงใน 2Q63 โดยมีสาเหตุมาจากการหดตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น (รวมถึงประเทศไทย) ขณะที่เศรษฐกิจจีนเริ่มฟื้นตัวในไตรมาส 2 เศรษฐกิจโลกจะเริ่มฟื้นตัวในช่วงครึ่งแรกของปี 2564 และโมเมนตัมจะดีต่อเนื่องไปจนถึงช่วงครึ่งปีหลัง เนื่องจากวัคซีน/ยารักษาจะถูกนำไปใช้ทั่วโลก

2. ดัชนี PMI

ดัชนี PMI ภาคบริการจะหดตัวอย่างรุนแรงใน 2Q63 และฟื้นตัวหลังจากนั้น ดัชนี PMI ภาคการผลิตจะผันผวนน้อยลง โดยรวมแล้วดัชนี PMI ของสหรัฐฯจะผันผวนมากกว่าดัชนี PMI ของจีน

3. อัตราดอกเบี้ยนโยบาย

อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานานขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง เพราะผู้บริโภคกลัวความเสี่ยง ภาครัฐมีหนี้สินมาก และภาคเอกชนมีท่าทีระมัดระวังเรื่องการลงทุน อัตราเงินเฟ้อจะลดลงเป็นเวลานานขึ้น เพราะความต้องการซื้อจะลดน้อยลงในอนาคต ธนาคารกลางหลายแห่ง ได้แก่ สหรัฐฯ ยุโรป ญี่ปุ่น อังกฤษ และประเทศไทย จะต้องดำเนินมาตรการ QE เพิ่ม เพื่อควบคุมอัตราดอกเบี้ยของพันธบัตรระยะยาวไม่ให้ปรับขึ้นหลังจากรัฐบาลออกพันธบัตรเพิ่มเพื่อลดขาดดุลงบประมาณ

4. หนี้สาธารณะ

หนี้สาธารณะจะเพิ่มขึ้นทั่วโลก เพราะเศรษฐกิจที่ซบเซาจะส่งผลทำรายได้ภาษีที่นำมาใช้ชำระหนี้ปรับตัวลดลงในทางกลับกัน รัฐบาลภาครัฐจะเพิ่มขึ้น เพราะมีค่าใช้จ่ายพิเศษ เช่น ใช้จ่ายด้านสาธารณสุข และดอกเบี้ยสถานการณ์เช่นนี้จะส่งผลทำให้รัฐบาลต้องออกพันธบัตรเพิ่มเพื่อชดเชยขาดดุลงบประมาณในอนาคต ดังนั้นหนี้สาธารณะทั่วโลกจะลดลงไม่มากนัก

5. การขาดดุลงบประมาณ

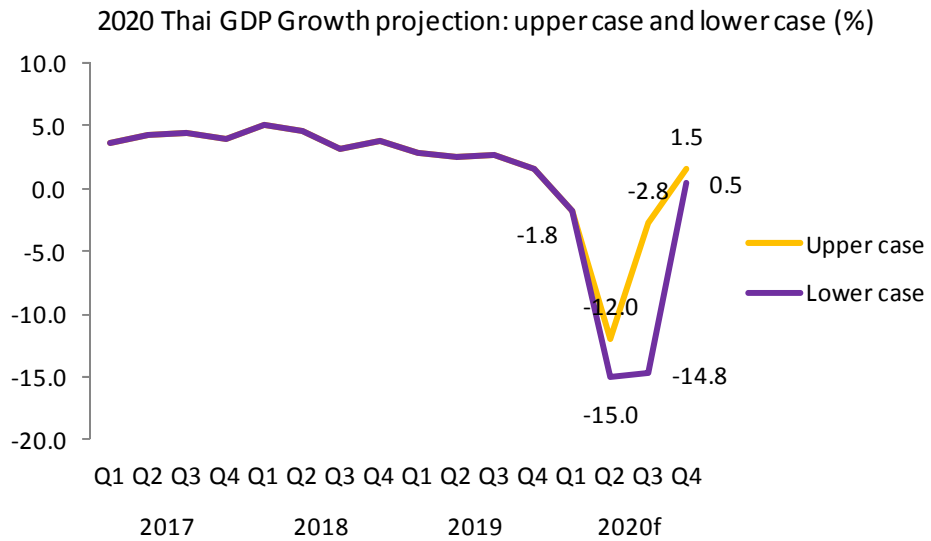
เราเชื่อว่าหลายๆ ประเทศจะมีขาดดุลงบประมาณมากขึ้นในปี 2563-2564 เพราะภาวะเศรษฐกิจถดถอยจะส่งผลทำให้รัฐบาลจำเป็นต้องใช้นโยบายการคลัง/ขาดดุลงบประมาณเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง ขาดดุลงบประมาณจะค่อยๆ ปรับลดลงในปี 2565

6. อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล

อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลจะไม่สามารถปรับขึ้นได้มากนัก โดยมีสาเหตุมาจาก: 1) การชะลอตัวของเศรษฐกิจและอัตราเงินเฟ้อ และ 2) มาตรการ QE และแนวคิดนโยบายการเงินรูปแบบใหม่ (Modern Monetary Theory: MMT) (หรือการที่ธนาคารกลางเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลในตลาดแรกโดยตรง) ของธนาคารกลางต่างๆ รวมถึงยังจำเป็นต้องควบคุมอัตราผลตอบแทนพันธบัตร (yield curve) ไม่ให้สูงจนเกินไปด้วย ทั้งนี้เป็นเพราะอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ต้นทุนทางการเงินของภาครัฐและภาคเอกชนเพิ่มขึ้น ดังนั้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลน่าจะยังอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลานาน

โดยสรุปแล้ว ในระยะสั้น เศรษฐกิจโลกและประเทศไทย (ยกเว้นจีน) จะทำจุดต่ำสุดใน 2Q63 เศรษฐกิจจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องใน 3Q63 ในขณะที่ 4Q63 อาจได้เห็นเศรษฐกิจมีอัตราการขยายตัวเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน ในกรณีของจีนนั้น เศรษฐกิจจะเริ่มฟื้นตัวใน 2Q63 และฟื้นตัวต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปี 2563 สำหรับระยะยาว เศรษฐกิจโลกและประเทศไทยจะหดตัวอย่างมีนัยสำคัญในปี 2563 เศรษฐกิจอาจจะฟื้นตัวในปี 2564-2565 แต่จะเติบโตต่ำกว่าช่วงก่อนวิกฤต COVID-19

Figure 7: ประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ไทยปี: กรอบบนและกรอบล่าง (%)



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ประมาณการเศรษฐกิจโลกและการวิเคราะห์สถานการณ์โดย SCBS

ใน 1Q63 เศรษฐกิจไทยหดตัวลงเป็นครั้งแรกในรอบ 6 ปี โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 (และมาตรการล็อกดาวน์ที่เกิดขึ้นตามมา) ความล่าช้าของงบประมาณ และภัยแล้ง ทั้งนี้ หากเราตั้งสมมติฐานว่าไม่มีการระบาดรอบที่สองครั้งใหญ่ที่ส่งผลทำให้เกิดการล็อกดาวน์แบบเดียวกับเดือนมี.ค.-เม.ย. 2563 ทำให้เราปรับคาดการณ์ GDP ปี 2563 ของเราใหม่โดยแบ่งเป็น 2 กรณี คือ กรณีกรอบบน และกรณีกรอบล่าง

ในกรณีกรอบบน จะไม่มีการระบาดรอบที่สองของไวรัส COVID-19 ขณะที่ในกรณีกรอบล่าง คาดว่าจะเกิดการระบาดรอบที่สองของไวรัส COVID-19 ซึ่งจะส่งผลทำให้รัฐบาลขยายระยะเวลาการบังคับใช้พ.ร.ก.ฉุกเฉินออกไปจากสิ้นเดือนก.ค. เส้นทางการเติบโตทางเศรษฐกิจระหว่างสองกรณีจะแตกต่างกัน โดยในกรณีกรอบบน GDP จะหดตัวอย่างรุนแรงใน 2Q63 และฟื้นตัวดีขึ้นหลังจากนั้น ในไตรมาสที่ 4 GDP จะเริ่มมีอัตราการขยายตัวเป็นบวกเมื่อเทียบกับปีก่อน ขณะที่ในกรณีกรอบล่าง รัฐบาลจะขยายระยะเวลาการบังคับใช้พ.ร.ก.ฉุกเฉินออกไปจนถึงไตรมาสที่ 3 ซึ่งจะส่งผลทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวลดลง ดังนั้นอัตราการขยายตัวของ GDP ใน 3Q63 จะไม่แตกต่างไปจาก 2Q63 มากนัก การฟื้นตัวใน 4Q63 ก็จะน้อยกว่ากรณีกรอบบนด้วย

ในแง่ขององค์ประกอบ GDP เราเชื่อว่าการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนจะหดตัวลงน้อยกว่า GDP อย่างมาก หลักๆ เกิดจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมูลค่า 1 ล้านล. เนื่องจากงบประมาณ 6 แสนล. จากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจรวม 1 ล้านล. นั้นส่วนใหญ่จะนำไปใช้กระตุ้นเศรษฐกิจผ่านทางการโอนเงินให้กับผู้มีรายได้น้อย ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการใช้จ่ายอุปโภคบริโภคโดยรวมไม่ให้เกิดตัวลงมาก ในแง่ของการลงทุนภาคเอกชน มาตรการกระตุ้น 4 แสนล. ซึ่งส่วนใหญ่จะใช้ลงทุนในโครงการขนาดเล็กในพื้นที่ชนบท จะช่วยกระตุ้นการลงทุนโดยรวมได้เพียงเล็กน้อยใน 2H63

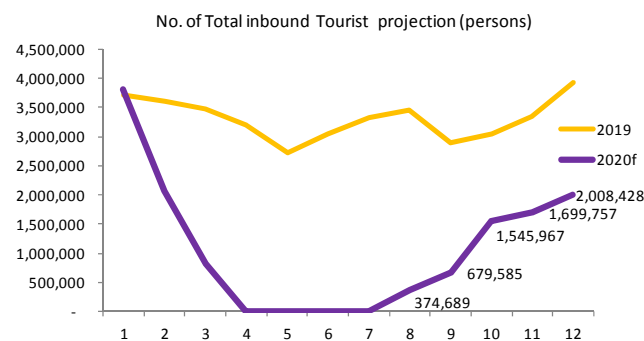
ในแง่ของการส่งออกสินค้า IMF คาดการณ์ว่าการค้าทั่วโลกจะปรับตัวลดลง 11% ในขณะนี้ WTO คาดการณ์ว่าปริมาณการค้าจะลดลง 1 ใน 3 โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ที่ส่งผลกระทบต่อทำให้อุปสงค์ทั่วโลกปรับลดลง ประกอบกับข้อจำกัดด้านการขนส่ง เพราะจำนวนเที่ยวบินโดยสารมีจำกัด (ทำให้การขนส่งสินค้าไปกับเที่ยวบินโดยสารลดลง) ในขณะนี้ที่มีสัญญาณบวกอยู่บ้างในด้านการส่งออกผลิตภัณฑ์บางประเภท เช่น ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ (เช่น ชิ้นส่วนของผลิตภัณฑ์สื่อสารระบบ 5G) และผลิตภัณฑ์กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร เนื่องจากความต้องการสินค้าจำเป็น เช่น อาหารแปรรูป เพิ่มขึ้น หลังจากเกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ดังนั้นเราคาดว่ามูลค่าการส่งออกจะหดตัวลง 7.3-10.1% (โดยมีค่าตรงกลางอยู่ที่ -8.7%) มูลค่าการนำเข้าที่หดตัวลง 15.2-21.1% และดุลบัญชีเดินสะพัดที่คิดเป็นสัดส่วน 4.5-5.3% ของ GDP เป็นผลมาจากการส่งออกและการใช้จ่ายภายในประเทศที่ปรับตัวลดลง

Figure 8: ประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2563: NESDC เทียบกับ SCBS

Macro growth projection	Actual 2019	2020 forecast			
		NESDC	SCBS (U)	SCBS (M)	SCBS (L)
GDP Growth	2.4	-5.5	-4.0	-5.9	-7.8
Gross fixed capital formation:	2.1	-2.1	-5.3	-8.4	-11.5
- Private	2.8	-4.2	-8.8	-12.6	-16.4
- Public	0.2	5.6	4.3	4.3	4.3
Private consumption	4.5	-1.7	-0.2	-2.0	-3.8
Public consumption	1.4	3.6	4.3	4.3	4.3
Export Value in \$ term (%)	-3.2	-8.0	-7.3	-8.7	-10.1
Import value in \$ term (%)	-5.4	-13.2	-15.2	-18.2	-21.1
Current account to GDP (%)	7.0	4.9	5.3	4.9	4.5
Headline Inflation (%)	0.7	-1.0	-1.0	-1.3	-1.5
USDTHB	31.0	31.8-32.8	31.5-32.5	32.0-32.5	32.0-33.0
Policy Rate (%)	1.25	N/A	0.25	0.25	0.25

Source: NESDC, CEIC, SCBS Investment Research

ท้ายสุด การส่งออกบริการรวมถึงการใช้จ่ายภาคบริการบางส่วนได้รับผลกระทบจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยลดลงและรายได้จากการท่องเที่ยวที่ลดลง ในการปรับคาดการณ์เศรษฐกิจใหม่ครั้งนี้ เราเชื่อว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะลดลงประมาณ -67.3% ในปี 2563 (สู่จำนวนประมาณ 13 ล้านคน) เทียบกับ -23% ในประมาณการเดิมของเรา โดยในช่วงครึ่งปีแรก จำนวนนักท่องเที่ยวจะหดตัวลงแรงกว่าครึ่งปีหลังที่ -66.2% สู่ประมาณ 6.7 ล้านคน จาก 19.7 ล้านคนในช่วงครึ่งแรกของปี 2562 โดยมีสาเหตุมาจากการประกาศใช้พ.ร.ก.ฉุกเฉินที่ห้ามนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้าประเทศตั้งแต่สิ้นเดือนมี.ค. จนถึงเดือนก.ค. ในครึ่งปีหลัง จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะฟื้นตัวเล็กน้อยใน 4Q63 โดยคาดว่าจะมีนักท่องเที่ยว 6.3 ล้านคน (-68.5% YoY) จำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อประเทศไทยสูญเสียรายได้ประมาณ 1.2 ล้านลบ. หรือ 7% ของ GDP ในรูปตัวเงิน

Figure 9: ประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2563

Source: CEIC, SCBS Investment Research

ปัจจัยเสี่ยงที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการลงทุนในอนาคต

แม้เราคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจโลกและประเทศไทยจะทำจุดต่ำสุดใน 2Q63 แต่เมื่อมองต่อไปข้างหน้า อาจจะมีความเสี่ยง downside บางอย่างที่จะส่งผลกระทบทำให้อัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลงมากกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ ปัจจัยเสี่ยง 3 อย่างคือ:

1. การลดมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจลง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในสหรัฐฯ

ในระยะหลังนี้ตลาดการเงินทั่วโลกเปลี่ยนมาอยู่ในภาวะ risk-on เนื่องจาก Fed ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่ 0% และดำเนินนโยบายผ่อนคลายเชิงปริมาณ (QE) ด้วยการซื้อพันธบัตรแบบไม่จำกัดวงเงิน อย่างไรก็ตาม ในการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐฯ (FOMC) ครั้งล่าสุดในเดือนมี.ย. คณะกรรมการเริ่มจำกัดวงเงินการซื้อพันธบัตรแล้ว แม้ในแถลงการณ์ระบุว่า FOMC ได้สั่งให้ Fed สาขา นิวยอร์ก เข้าซื้อพันธบัตรและตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อที่อยู่อาศัยเป็นหลักประกัน (MBS) อย่างน้อยที่วงเงินในปัจจุบัน ซึ่ง

Fed สาขานิวออร์คเปิดเผยว่าจะซื้อพันธบัตร 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน และ MBS มูลค่า 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน ซึ่งวงเงินดังกล่าวลดลงมากอย่างต่อเนื่องเมื่อเทียบเป็นรายเดือน

ข้อมูลจาก CEIC ชี้ให้เห็นว่า วงเงินซื้อสินทรัพย์ของ Fed ปรับลดลงจาก 1.1 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนมี.ค. และ 1.4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนเม.ย. สู่ 4.41 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐในเดือนพ.ค. ถ้า Fed จำกัดวงเงินเข้าซื้อไว้ที่ 1.2 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือนตามที่ระบุไว้ในแถลงการณ์ สภาพคล่องที่อัดฉีดเข้าสู่ตลาดและเศรษฐกิจจะลดลงอย่างน้อย 2.7 เท่า ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาวะตลาดตึงตัวมากขึ้น และอาจจะเป็นสาเหตุทำให้ตลาดผันผวน และความเชื่อมั่นผู้บริโภคปรับตัวลดลงในอนาคต

นอกจากนี้แล้ว เนื่องจากเครื่องชี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ล่าสุดออกมาดีอย่างไม่คาดคิด ดังนั้นในด้านผู้กำหนดนโยบายของสหรัฐฯ อาจจะมีแรงจูงใจที่น้อยลงในการใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลังต่อไป โดยเฉพาะสวัสดิการชดเชยการว่างงาน อย่างไรก็ตาม ถ้าภาครัฐลดสวัสดิการชดเชยการว่างงานลงตามที่ระบุไว้ในข่าวที่ออกมาเมื่อไม่นานนี้ ผู้ที่ว่างงานบางส่วนจาก 20 ล้านคนจะหางานใหม่ได้ไม่มากนัก เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 ส่งผลกระทบต่ออย่างหนักต่อเศรษฐกิจ แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ พ้นตัวในช่วงเวลาสั้นๆ และจะเริ่มปรับตัวลงอีกครั้ง (หรือเปลี่ยนมาฟื้นตัวแบบ W-shape)

Figure 10: งบดุลของธนาคารกลาง 4 แห่ง: ธนาคารกลาง และการเปลี่ยนแปลงเดือนต่อเดือน

Month	4 Central Banks (\$bn)	Fed	ECB	BOJ	BOE
Feb 20 Amount	15,253	4,159	5,119	5,256	719
Mar 20 chg	1,711	1,096	473	176	-34
Apr 20 chg	1,810	1,402	221	178	10
May 20 chg	1,030	441	291	164	134
May 20 Amount	19,805	7,097	6,104	5,775	829

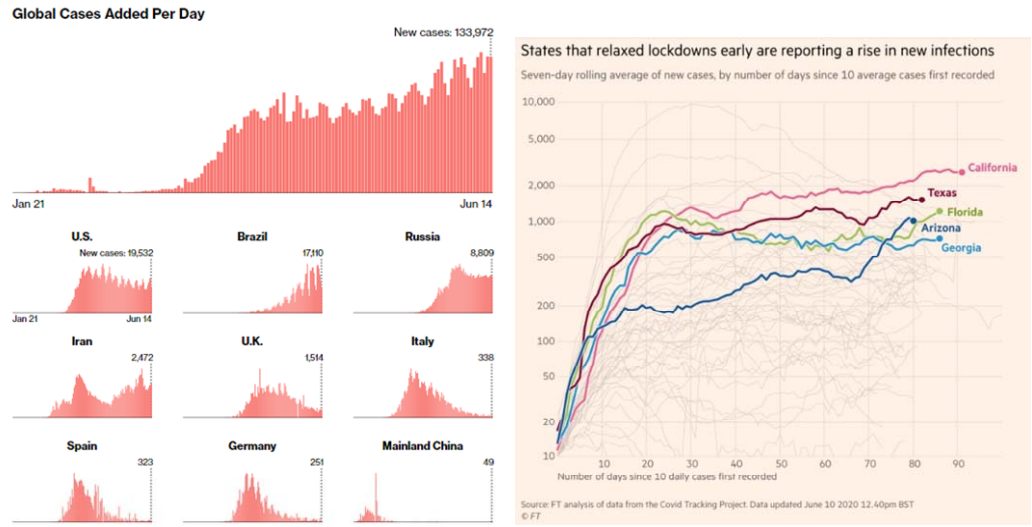
Source: CEIC, SCBS Investment Research

2. การระบอบที่สองของไวรัส COVID-19

จำนวนผู้ติดเชื้อ COVID-19 รายใหม่ทั้งในจีนและสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ โดยสหรัฐฯ กำลังเผชิญกับการระบอบที่สอง ในช่วงกลางเดือนมี.ย. รัฐเท็กซัส ฟลอริดา แคลิฟอร์เนีย และอริโซนา รายงานจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่เพิ่มขึ้นแบบก้าวกระโดด การพบผู้ติดเชื้อในประเทศเพิ่มขึ้นมากทำให้ผู้เชี่ยวชาญเกิดความกังวล แม้ว่าจำนวนผู้ติดเชื้อทั้งหมดของสหรัฐฯ ที่นับได้เมื่อต้นสัปดาห์นี้เพิ่มขึ้นไม่ถึง 1% ซึ่งเพิ่มขึ้นน้อยที่สุดนับตั้งแต่เดือนมี.ค. แม้ว่าจำนวนผู้ติดเชื้อจากการกลับมาระบาดของใหม่มีน้อย แต่การระบอบใหม่อาจจะส่งผลทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับการกลับมาเปิดเศรษฐกิจ

ในจีน การกลับมาระบาดของใหม่ในเมืองหลวงของจีน ส่งผลทำให้จีนต้องประกาศปิดตลาดค้าส่งผัก ผลไม้ และเนื้อสัตว์ขนาดใหญ่ที่สุดในกรุงปักกิ่ง และปิดพื้นที่อยู่อาศัยบริเวณใกล้เคียง เนื่องจากประชาชน 12 คนที่มีประวัติเดินทางไปยังตลาดค้าส่งดังกล่าวมีผลการตรวจโรค COVID-19 เป็นบวก นับถึงปัจจุบันมีผู้ป่วยกว่า 160 คนที่ติดเชื้อในการระบาดใหม่นี้ แม้หัวหน้านักระบาดวิทยาของศูนย์ควบคุมและป้องกันโรคของจีนกล่าวว่า การระบาดใหม่ของไวรัส COVID-19 ที่กรุงปักกิ่งผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มน่าจะเบาบางลง แต่ยังมีความเสี่ยงที่จะเกิดการระบาดซ้ำ เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อทั่วโลกยังเพิ่มขึ้นและใกล้แตะ 9 ล้านคน

Figure 11: ความเสี่ยงที่จะเกิดการระบาดของไวรัส COVID-19 รอบที่สอง



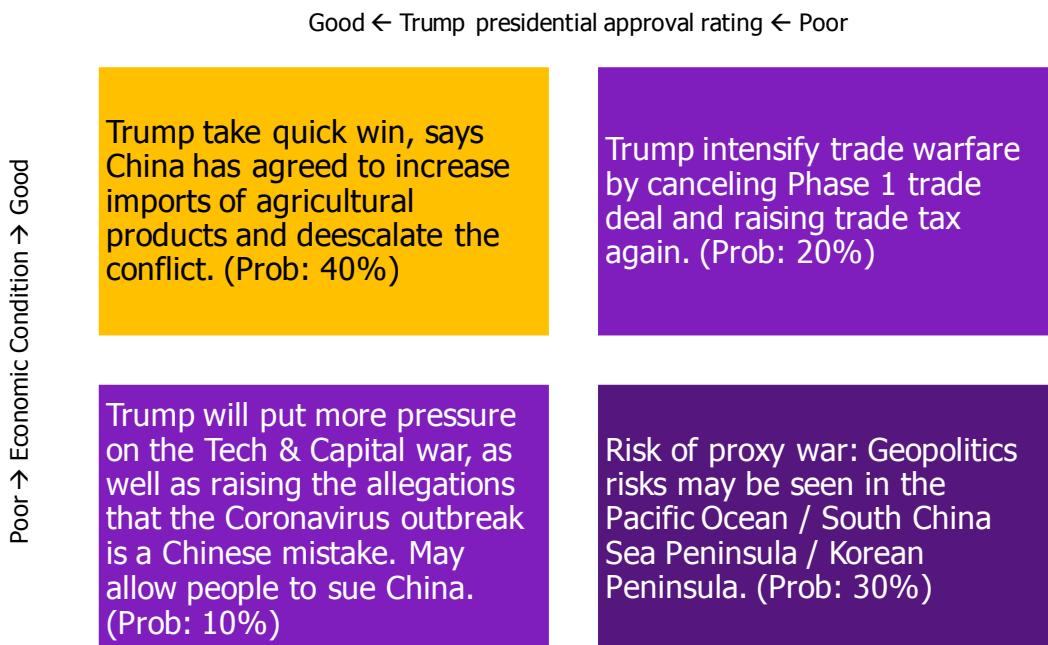
3. ความเสี่ยงที่จะเกิดสงครามเย็นระหว่างสหรัฐฯ กับจีน

เราเชื่อว่าความเสี่ยงใหม่กำลังก่อตัวขึ้นและอาจกลายเป็นอุปสรรคใหญ่ที่สุดต่อเศรษฐกิจและการลงทุนในอนาคต ได้แก่ สงครามเย็นรอบใหม่ระหว่างสองประเทศมหาอำนาจโลก ทั้งประเด็นการค้าที่สหรัฐบีบบังคับให้จีนนำเข้าเพิ่มขึ้น ประเด็นเทคโนโลยีที่ต่ออายุการแบน Huawei และ ZTE อีก 1 ปี และประเด็นเงินทุนที่สภาผ่านร่างกฎหมายที่ให้อำนาจสหรัฐในการเพิกถอนการจดทะเบียนบริษัทจีนจากตลาดหลักทรัพย์หากไม่ทำตามข้อกำหนดสหรัฐ

รวมถึงประเด็นความเสี่ยงด้านความมั่นคงล่าสุด ที่ทางการสหรัฐอาจออกมาตรการคว่ำบาตรกับจีน หลังจากทีสภาประชาชนจีนบังคับใช้กฎหมายความมั่นคงฉบับใหม่ที่ให้อำนาจแทรกแซงและครอบงำฮ่องกงมากขึ้น ทำให้รัฐบาลสหรัฐอาจตอบโต้ด้วยการนำมาตรการคว่ำบาตรมาใช้กับจีนภายใต้กฎหมายว่าด้วยสิทธิมนุษยชนและประชาธิปไตยในฮ่องกงที่รัฐสภาสหรัฐเพิ่งให้การรับรองเมื่อปีที่ผ่านๆ มา ซึ่งจะทำให้ฮ่องกงสูญเสียสถานะการเป็นศูนย์กลางการเงินที่สำคัญแห่งหนึ่งของโลกไปในที่สุด

ในเบื้องต้นแม้ท่าทีของจีนจะรวมขอมและโอนอ่อนต่อสหรัฐโดยเฉพาะประเด็นเศรษฐกิจ รวมถึงตลาดการค้าว่าสหรัฐไม่อาจจะผลักดันนโยบายที่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการลงทุนสหรัฐเอง แต่ความเสี่ยงด้านนโยบายยังคงมีอยู่ เนื่องจากปีนี้เป็นปีเลือกตั้ง ขณะที่บทเรียนในอดีตบ่งชี้ว่ารัฐบาลของประธานาธิบดีทรัมป์สามารถปรับเปลี่ยนนโยบายได้ทุกเมื่อ

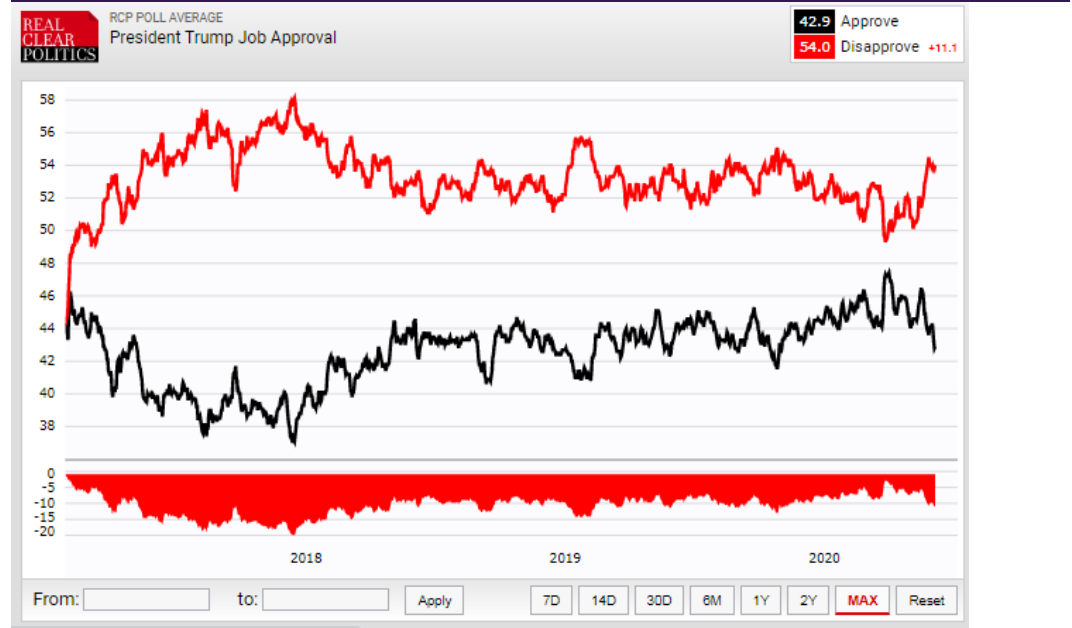
Figure 12: วิเคราะห์สถานการณ์สงครามเย็นระหว่างสหรัฐฯ กับจีน (ก่อนเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ)



Source: SCBS Investment Research

ในปีเลือกตั้ง เป็นไปได้สูงที่สงครามเย็นสามารถถูกหีบยกมาใช้เป็นเครื่องมือในการสร้างความนิยมในตัวประธานาธิบดี เราเชื่อว่าถ้าความนิยมของทรัมป์สูง และเศรษฐกิจอยู่ในภาวะที่ดี ทรัมป์อาจจะคว่ำชัยชนะอย่างรวดเร็ว และกล่าวว่าเงินดอลลาร์จะนำเข้าสู่สินค้าเกษตรเพิ่ม ดังนั้นจึงไม่ความจำเป็นที่จะต้องทำสงครามเย็น อย่างไรก็ตาม ถ้าภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ หรือมีความเป็นไปได้ที่ทรัมป์จะได้รับเลือกให้กลับมาเป็นประธานาธิบดีอีกครั้ง ทรัมป์ก็อาจจะกลับมาทำสงครามเย็นอีกครั้ง ซึ่งสหรัฐฯ จีน รวมถึงเศรษฐกิจทั่วโลกจะได้รับผลกระทบ อย่างไรก็ตาม มีความชัดเจนมากขึ้นที่แนวโน้มสถานการณ์ตึงเครียดจะลดความรุนแรงลง เนื่องจากผลการประชุมระหว่างนายหยาง เจียฉือ สมาชิกคณะกรรมการเมืองของจีน กับนายไมค์ ปอมเปโอ รัฐมนตรีต่างประเทศของสหรัฐฯ ที่ฮาวายเมื่อวันที่ 17 มิ.ย. เป็นไปในทางบวก โดยอิงกับข้อความจากทั้งสองฝ่าย จีนให้คำมั่นที่จะคงการซื้อสินค้าเกษตร

Figure 13: คะแนนความนิยมของทรัมป์: ยังคงลดลง



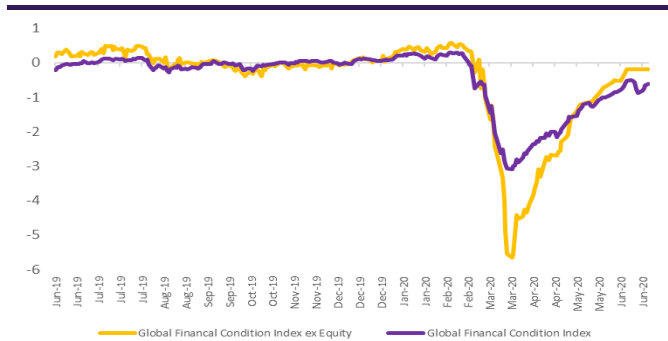
มุมมองตลาด

ไม่มีภาพของ "easy returns" ให้เห็นอีกต่อไปในช่วงเวลาที่ความคาดหวังสูง

ตลาดการเงินฟื้นตัวและกลับคืนสู่ภาวะปกติแล้ว

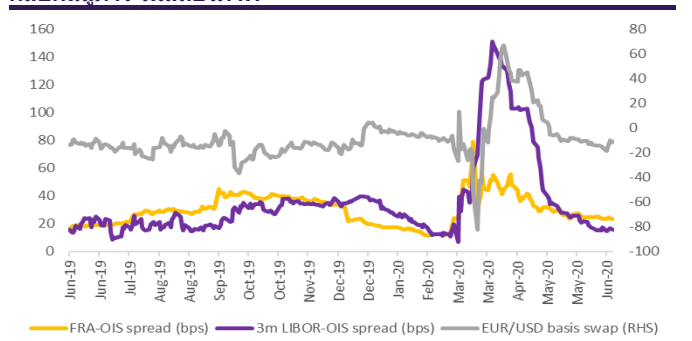
การ rally ของ SET Index ในปัจจุบันเกิดขึ้นเร็วกว่าการ rally ส่วนใหญ่ที่ผ่านมา หลังจากเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด ราคาสินทรัพย์อย่างตราสารหนี้ภาคเอกชนไปจนถึงหุ้นฟื้นตัวกลับขึ้นมาใกล้ระดับก่อนวิกฤต โอกาสที่จะเกิดการระบาดรอบที่สองของไวรัสโควิด-19 มีจำกัด เนื่องจากเราพบว่าจำนวนผู้ป่วยรายใหม่ต่อวันในสหรัฐอเมริกา ยุโรป และประเทศไทย ทรงตัวหลังจากทยอยเปิดเมือง นอกจากนี้ธนาคารกลางต่างๆ ก็ตอบสนองต่อวิกฤตโควิด-19 อย่างรวดเร็ว รวมถึงออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่ นอกจากนี้ความเสี่ยงโดยรวมจากความเสียหายด้านสภาพคล่องและความเสี่ยงด้านเครดิตก็ปรับตัวลดลง พร้อมกับเม็ดเงินลงทุนที่เริ่มมีเสถียรภาพ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งใหญ่จากธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) และธนาคารแห่งประเทศไทยช่วยผลักดันให้ credit spread ของตราสารหนี้ที่มีความเสี่ยงสูงที่จะถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือลงสู่ระดับขยะ (junk) กลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 เนื่องจาก Libor, TED และ FRA spread ปรับตัวลดลง แนวโน้มเช่นนี้ส่งสัญญาณว่าตลาดการเงินฟื้นตัวและกลับคืนสู่ภาวะเกือบปกติแล้ว ดังนั้นเราเชื่อว่า downside มีจำกัด เมื่อตลาดการเงินกลับคืนสู่ภาวะปกติ และมีการสลับเปลี่ยนกลุ่มลงทุน (rotation) ไปยังหุ้นคุณค่า (value stock) และหุ้นวัฏจักร (cyclical stock) ภาพของ "easy returns" จะไม่มีเห็นในช่วงเวลาตลาดแบบนี้

Figure 14: ภาวะการเงินเหวี่ยงตัวค่อนข้างแรง



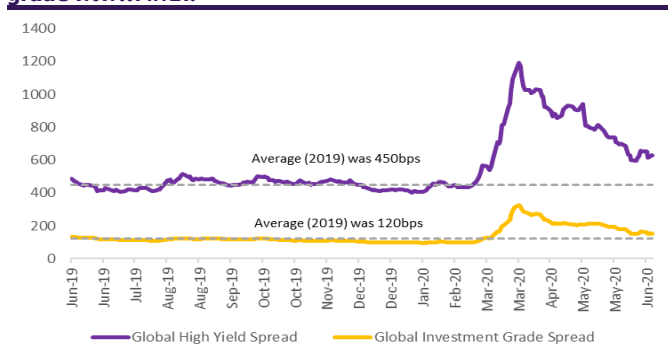
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 15: ตัวชี้วัดความตึงเครียดในตลาดทุนส่งสัญญาณถึงการกลับคืนสู่ภาวะมีเสถียรภาพ



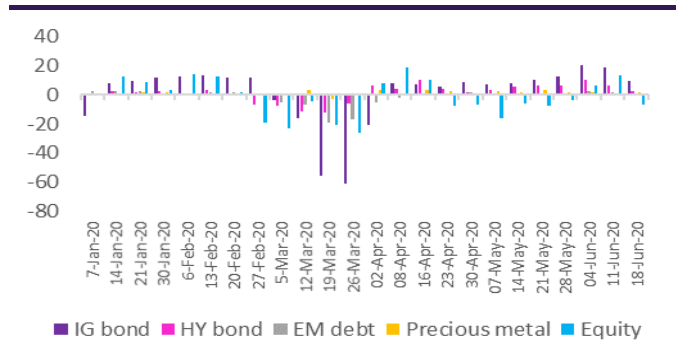
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 16: Spread ตราสารหนี้กลุ่ม High yield กับ Investment grade ดึงตัวมากขึ้น



Source: Bloomberg, Thai BMA, SCBS Investment Research

Figure 17: fund flow ทั่วโลกเริ่มมีเสถียรภาพ

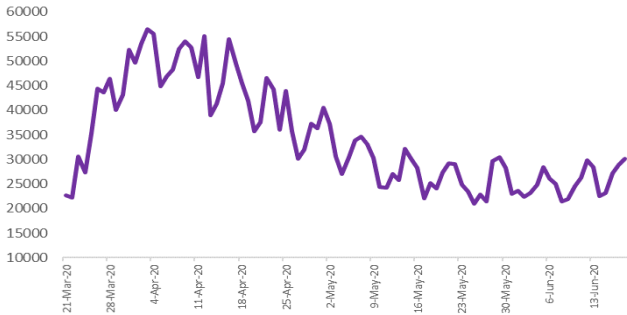


Source: EPFR, SCBS Investment Research

แม้ว่ายังมีความไม่แน่นอนระยะยาว แต่ความเสี่ยงระยะสั้นลดลงจะช่วยสนับสนุนภาพรวมการลงทุน

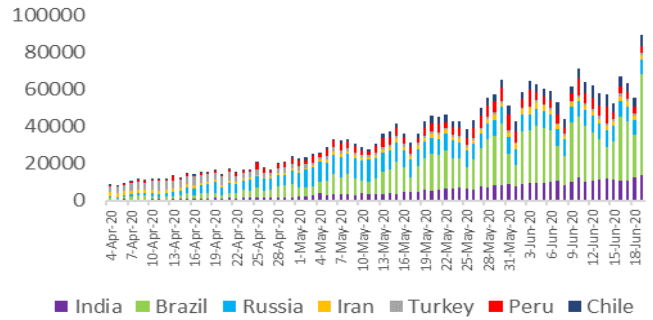
เรามั่นใจว่าการเปิดเมืองในระยะแรกจะเป็นไปอย่างราบรื่น จำนวนผู้ป่วยโควิด-19 รายใหม่ต่อวันเพิ่มขึ้นในบางพื้นที่ที่ไม่ได้กระจายไปทั่วเหมือนกับการระบาดแรกใน 1Q63 เราเชื่อว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะสามารถควบคุมได้ และการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมจะช่วยควบคุมการแพร่ระบาด ในขณะที่ประมาณการของ SCBS อิงกับมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับการเปิดเมืองและการระบาดรอบสอง แต่เรายอมรับว่ายังมีความไม่แน่นอนในระยะยาว เราคาดว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจประมาณ 50% จะกลับมาดำเนินการใน 3Q63 และจะเพิ่มขึ้นเป็น 90% ใน 4Q63 และกลับคืนสู่ภาวะปกติตั้งแต่ 3Q64 เป็นต้นไป มีหลายปัจจัยที่จะเป็นอุปสรรคขัดขวางการเติบโตในระยะกลาง เช่น การกลับมาระบาดของไวรัสในฤดูหนาว ผลกระทบที่เกิดขึ้นตามมาจากปัญหาหนี้สินมหัศจรรย์ การกลับมาปรับเพิ่มปริมาณการผลิตน้ำมัน การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ การปรับเปลี่ยนพฤติกรรมรับวิถีชีวิตใหม่ และความขัดแย้งระหว่างจีนกับสหรัฐฯ ทั้งจีนและสหรัฐฯ จะให้ความสำคัญกับการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจแทนที่จะพยายามทำให้เศรษฐกิจเติบโตอย่างจริงจัง แม้ความเสี่ยงในระยะกลางและระยะยาวยังมีอยู่ แต่กิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัว และผลการทดลองใช้วัคซีนต้านไวรัสโควิด-19 ที่ให้ผลดีใน 2H63 จะช่วยสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดได้ผ่านพ้นไปแล้ว

Figure 18: มีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการระบาดรอบที่สอง แต่สามารถจัดการได้



Source: Bloomberg, Thai BMA, SCBS Investment Research

Figure 19: เรากำลังเกี่ยวข้องกับบางประเทศในตลาดเกิดใหม่



Source: EPFR, SCBS Investment Research

ทำไมจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (U-shape)

สถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้รัฐบาลไทยออกมาตรการจำกัดการเดินทางและเว้นระยะห่างทางสังคมตั้งแต่เดือนมี.ค. 2563 บริษัทเอกชนก็ใช้มาตรการป้องกันการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 อย่างเข้มงวดเพื่อปฏิบัติตามมาตรการล็อกดาวน์ของรัฐบาล เนื่องจากประเทศไทยไม่พบผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ภายในประเทศรายใหม่มาตั้งแต่วันที่ 23 พ.ค. 2563 รัฐบาลจึงวางแผนที่จะยกเลิกมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนก.ค. 2563 โดยรัฐบาลกำลังหารือเกี่ยวกับการคลายล็อกกระทันหันสำหรับกิจการและกิจกรรมที่จัดอยู่ในกลุ่มที่มีความเสี่ยงสูงที่สุด เช่น ผับ บาร์ และอีเว้นท์ รวมถึงแนวคิดท่องเที่ยวแบบ "travel bubble" ซึ่งเป็นการจับคู่ด้านการท่องเที่ยวของกลุ่มประเทศที่มีความมั่นใจในความปลอดภัยของโรคโควิด-19 โดยจะมีการตกลงกันระหว่างรัฐบาลของแต่ละประเทศในการให้สิทธิพิเศษของการเดินทางเข้าออกระหว่างกันได้โดยไม่ต้องมีการกักตัว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนกิจกรรมทางธุรกิจและการใช้จ่ายอุปโภคบริโภค อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าอัตราการฟื้นตัวจะแตกต่างกันในแต่ละกลุ่มธุรกิจ ตั้งแต่มีผลกระทบจำกัดไปจนถึงการฟื้นตัวแบบ L-shape (ใช้เวลานานกว่าจะฟื้นตัวกลับมาเป็นปกติ) โดยจะขึ้นอยู่กับกระบวนการเปลี่ยนแปลงของภาวะอุปสงค์และอุปทาน

- 1) ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว – เมื่อรัฐบาลผ่อนคลายนโยบายการเว้นระยะห่างทางสังคมและมาตรการล็อกดาวน์ เราคาดว่ากลุ่มสื่อสาร สาธารณูปโภค โครงสร้างพื้นฐาน การขนส่งทางบกและทางราง บริการทางการแพทย์ อาหารและเครื่องดื่ม ร้านสะดวกซื้อ ไฮเปอร์มาร์เก็ต จะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็ว เนื่องจากการใช้จ่ายมีแนวโน้มที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อความต้องการซื้อ/ความต้องการใช้บริการกลับคืนมา
- 2) ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป – กลุ่มธุรกิจที่มีความสัมพันธ์กับภาวะแวดล้อมระดับมหภาคและมีแนวโน้มที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเมื่อสถานการณ์โควิด-19 ทรุดตัว ได้แก่ กลุ่มสายการบิน โรงแรม ธนาคาร พลังงานปิโตรเคมี และชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ อย่างไรก็ตาม กรอบเวลาในการฟื้นตัวยังไม่มีความแน่นอน เนื่องจากมีความกังวลว่าจะเกิดการระบาดรอบที่สอง
- 3) ฟื้นตัวช้า - เราคาดว่ากลุ่มบันเทิง ศูนย์การค้า และสำนักงานให้เช่า จะใช้เวลาฟื้นตัวนานกว่ากลุ่มอื่นๆ โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง การแข่งขัน และพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป ในขณะเดียวกัน กลุ่มยานยนต์ และพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ จะเผชิญกับหลักเกณฑ์ที่เข้มงวดและกำลังซื้อสินค้าราคาแพงที่ต่ำกว่าช่วงก่อนเกิดวิกฤตโควิด-19

Figure 20: มุมมองหลักๆ ต่อเส้นทางการฟื้นตัวของแต่ละกลุ่มธุรกิจในประเทศไทย

ประเภท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ระยะสั้น		ระยะยาว	
		บวก	ลบ	บวก	ลบ
ผลกระทบจำกัด	ผู้ประกอบการกิจการโทรคมนาคม	นโยบายสนับสนุนการขยายโครงข่าย 5G, 5G ใต้บริการยอมรับอย่างรวดเร็ว, สินค้าทดแทนมีจำกัด, การแข่งขันลดลง	องค์กรต่างๆเลื่อนแผนลงทุนในระบบไอทีออกไป, ยอดขายเครื่องโทรศัพท์มือถือลดลง	ความต้องการใช้ data สูง, โครงสร้างตลาดมีเสถียรภาพ	การแข่งขัน 5G รุนแรง, ผลตอบแทนจากเงินลงทุนลดลง
	อาหาร	ราคาเนื้อสัตว์ดีขึ้นจากการคลายมาตรการล็อกดาวน์	อุปสงค์ในตลาดส่งออกลดลง	ความต้องการความปลอดภัยด้านอาหารสูงและสามารถตรวจสอบย้อนกลับ	na
V shape	ผู้ให้บริการทางการแพทย์	ปลดล็อกข้อจำกัดด้านการเดินทาง, ความต้องการใช้บริการสะสมจากผู้ป่วยในประเทศ	บริการผู้ป่วยต่างชาติฟื้นตัวช้า	ผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีมีจำกัด, ความต้องการใช้บริการมีเสถียรภาพเพราะได้บิจจ่ายหนี้จากสังคมผู้สูงอายุ	Telemedicine และ Med tech จะส่งผลทำให้ปริมาณผู้ป่วยลดลง
	ผู้ประกอบการร้านค้าปลีก	มาตรการกระตุ้นหลายอย่างจากภาครัฐ, pent-up demand	กำลังซื้อต่ำ, มาตรการควบคุมการระบาดของโควิด-19 อาจส่งผลกระทบท่อชม. ต่ำนินงาน	ความต้องการซื้อจะมีเสถียรภาพ, ขยายสาขาในต่างประเทศ	na
	พลังงาน	เศรษฐกิจทั่วโลกเริ่มฟื้นตัว, สินค้าทดแทนมีจำกัดในระยะสั้น	ราคาสินค้าโภคภัณฑ์และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีผันผวน	na	อาจใช้สินค้าทดแทนจาก shale oil และพลังงานหมุนเวียน, ลงทุนสูงในพลังงานสะอาด

ประเภท	กลุ่มอุตสาหกรรม	ระยะสั้น		ระยะยาว		
		บวก	ลบ	บวก	ลบ	
U shape	ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	อุปสงค์โดยรวมยังแข็งแกร่ง, การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล, การเปลี่ยนมาใช้ 5G	บาทแข็งค่า, ความไม่แน่นอนในนโยบายเศรษฐกิจของสหรัฐฯ และจีน	การสนับสนุน supply chain สำหรับอุตสาหกรรมเทคโนโลยี	อาจมีสินค้าทดแทนจากจีนและเกาหลีใต้	
	ขนส่งทางบกและทางราง	ประชาชนสามารถกลับไปทำงานที่ออฟฟิศ	มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม, การระบาดรอบที่สองของโควิด-19	บริการทดแทนมีจำกัด โดยเฉพาะระบบขนส่งมวลชน, การขยายโครงข่ายเส้นทาง	การเปลี่ยนมาทำงานที่บ้านเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง	
	โรงแรม	pent-up demand มีมาก, การกลับมาเปิดเมือง, นโยบายสนับสนุน	มาตรการจำกัดการประกอบกิจการ, มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม, การระบาดรอบที่สองของโควิด-19	การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานสนับสนุนความต้องการเดินทาง	กังวลอุปทานล้นตลาด, ใช้เวลานานในการปรับปรุง B/S	
	สายการบิน	ทยอยกลับมาเปิดบิน, นโยบายภาครัฐ	มาตรการจำกัดการประกอบกิจการ, มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม, การระบาดรอบที่สองของโควิด-19	การเติบโตของอุปทาน, การแข่งขันกับสายการบินต่างชาติรุนแรง, มีแนวโน้มทำ M&A	ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและเงินทุนจำนวนมาก, ความนิยมในแพลตฟอร์มการประชุมเสมือนจริง	
	ยานยนต์	na	ความต้องการซื้อสินค้าราคาแพงฟื้นตัวช้า	นโยบายภาครัฐสนับสนุนให้ใช้รถ EV และโครงสร้างพื้นฐาน	นวัตกรรมมีจำกัด, ขาดแคลน high tech supply chain	
	ธนาคาร	การสนับสนุนจากธนาคารกลาง, กิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น	อัตราการผลิตชำระหนี้และ NPL มีแนวโน้มสูงขึ้น	na	การนำแพลตฟอร์มเทคโนโลยีมาใช้เพิ่มขึ้น, ค่าธรรมเนียมและส่วนต่างลดลง, ธนาคารเสมือนจริง	
	ร้านอาหาร	คลายมาตรการควบคุมโควิด-19	มาตรการเว้นระยะห่างทางสังคมอาจส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไร	ร้านอาหารที่นำเทคโนโลยีมาใช้จะมีความสามารถในการแข่งขันดีขึ้น	การแข่งขันสูงขึ้นจากแพลตฟอร์มส่งอาหารถึงบ้าน และอุปสรรคต่อการเข้ามาของคู่แข่งมีน้อย	
	ห้างสรรพสินค้า	การเปิดเมืองและคลายข้อจำกัดการเดินทาง	มาตรการจำกัดการเดินทางและเว้นระยะห่างทางสังคมสร้างแรงกดดันต่อจำนวนนักท่องเที่ยวและยอดการใช้จ่ายอย่างต่อเนื่อง, ลดค่าเช่ามากกว่าคาด	สินค้าราคาแพงที่มีขายทางช่องทางออนไลน์มีจำกัด, Omnichannel ได้รับความนิยมมากขึ้น	แพลตฟอร์ม E-commerce อาจจะเป็นปัจจัยคุกคาม	
	L shape	สำนักงาน	na	บริษัทต่างๆ อาจจะทบทวนการตั้งสำนักงานในทำเลใจกลางเมืองและพื้นที่ส่วนเกิน	na	อัตราการใช้พื้นที่ลดลงจากการใช้พื้นที่ co-working และการทำงานที่บ้าน, ย้ายสำนักงานจากย่าน CBD ไปยัง non-CBD, อุปทานเดิมน้อยลง
		อสังหาริมทรัพย์	เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง	ความต้องการซื้อบางส่วนได้รับผลกระทบจากมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม	ที่ดินมีจำกัดในระยะยาว	โครงสร้างพื้นฐานและความต้องการซื้อในพื้นที่ non-CBD/ใจกลางเมือง เพิ่มขึ้น
บันเทิงและสันทนาการ		na	อุปสงค์บางส่วนได้รับผลกระทบจากบริการสตรีมมิ่ง	na	นวัตกรรมมีจำกัด, บริการ/สินค้าทดแทนมีมากในระยะยาว	

Source: SCBS Investment Research

สำหรับ SET Index เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2562 ถึงปี 2565 ของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะเติบโตที่ CAGR 3% การฟื้นตัวของกำไรในปี 2564 จะไม่เกิดขึ้นกับทุกกลุ่มอุตสาหกรรม อุตสาหกรรมบางกลุ่ม เช่น การแพทย์ พาณิชยกรรม อาหาร จะรายงานกำไรเติบโตเฉลี่ย 3-5% ต่อปี ในระยะ 3 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม กลุ่มอื่นๆ เช่น พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ท่องเที่ยวและสันทนาการ และธนาคาร จะรายงานกำไรในปี 2564 ลดลงเมื่อเทียบกับปี 2562 สำหรับประมาณการกรณีฐานของเรา SET Index forward earnings อาจจะไม่ฟื้นตัวกลับคืนสู่ระดับเดียวกับปี 2562 จนกว่าจะถึงปี 2565 ซึ่งชี้ให้เห็นว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปแบบ U-shape สอดคล้องกับประมาณการ GDP ของเราที่คาดว่าจะกลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 ในปี 2565 ดังนั้นประมาณการกำไรปี 2564 ของเราจะเกิดขึ้นจริงได้พร้อมกับความแน่นอนของกำไรที่มีมากขึ้นหลังจากสถานการณ์โควิด-19 สามารถควบคุมได้

Figure 21: คาดกำไรฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปแบบ U-shape

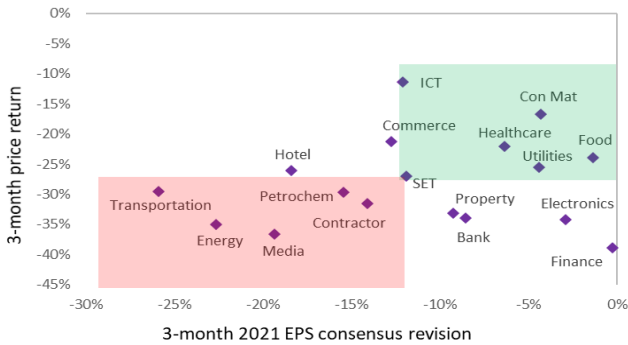
	Mkt. Cap. (Btm)	Net Profit (Btm)				Growth (%)			
		19A	20F	21F	22F	19A	20F	21F	22F
Agribusiness	16,174	1,195	1,242	1,301	1,383	15.2	3.9	4.8	6.2
Automotive	27,270	2,787	2,053	2,876	3,519	(38.8)	(26.3)	40.1	22.4
Banking	1,403,578	211,515	160,383	195,146	216,176	4.3	(24.2)	21.7	10.8
Commerce	1,251,982	44,136	41,501	46,562	52,264	7.3	(6.0)	12.2	12.2
Construction Materials	499,541	37,537	38,808	41,766	44,762	(24.4)	3.4	7.6	7.2
Energy & Utilities	1,989,147	152,854	117,425	167,342	187,794	(19.4)	(23.2)	42.5	12.2
Finance & Securities	429,960	24,657	21,559	25,533	29,340	16.6	(12.6)	18.4	14.9
Food & Beverage	426,172	32,970	19,772	28,813	33,188	41.5	(40.0)	45.7	15.2
Health Care Services	522,856	21,501	13,713	16,168	17,836	40.3	(36.2)	17.9	10.3
Information & Communication Technology	972,479	55,414	45,282	41,784	40,584	26.4	(18.3)	(7.7)	(2.9)
Insurance	31,459	4,705	3,666	5,185	5,449	11.7	(22.1)	41.4	5.1
Paper & Printing Materials	7,670	863	861	888	915	11.1	(0.2)	3.0	3.0
Petrochemicals & Chemicals	375,784	17,028	11,342	28,537	34,198	(74.0)	(33.4)	151.6	19.8
Property Development	449,869	38,220	24,748	26,814	34,282	(1.0)	(35.2)	8.3	27.9
Tourism & Leisure	43,820	2,190	(335)	1,007	1,667	(19.3)	(115.3)	(400.4)	65.6
Transportation & Logistics	1,255,536	26,107	(519)	14,123	33,725	19.7	(102.0)	(2,823.7)	138.8
SCBS Coverage	9,703,298	673,678	501,501	643,845	737,082	(7.2)	(25.6)	28.4	14.5

Source: SCBS Investment Research

การปรับลดประมาณการกำไรเกือบกลับสู่ระดับปกติแล้ว

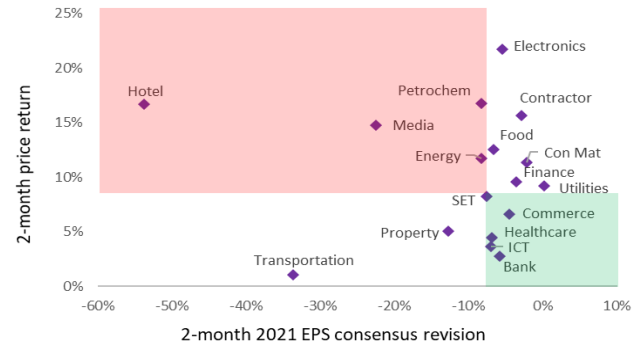
ในช่วง 3 เดือนหลังระดับก่อนเกิดวิกฤตโควิด-19 ในเดือนม.ค. 2563 SET Index ปรับตัวลดลง 14% ในขณะที่ประมาณการ consensus EPS ปี 2564 ปรับลดลง 18% การปรับประมาณการ EPS รายกลุ่มอุตสาหกรรมและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นมีทิศทางเดียวกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงและเผชิญแรงเทขายมากที่สุด กลุ่มสาธารณูปโภค ICT และอาหาร ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงน้อยมาก และราคาหุ้นก็ลดลงเพียงเล็กน้อย ในทางกลับกัน SET Index ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% ในเดือนพ.ค.-มิ.ย. 2563 ในขณะที่ประมาณการ consensus EPS ปี 2564 ปรับลดลง 5% ขณะเดียวกัน กลุ่มอุตสาหกรรมที่ได้รับแรงขับเคลื่อนจากเศรษฐกิจมหภาค เช่น พลังงาน วัสดุก่อสร้าง การเงิน ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างน่าประทับใจ สวนทางกับแนวโน้มการปรับประมาณการกำไรลดลง ซึ่งชี้ให้เห็นว่าตลาดกำลังมองข้ามปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัว แต่หันมาให้ความสำคัญกับแรงขับเคลื่อนกลุ่มอุตสาหกรรมแทน

Figure 22: การเปลี่ยนแปลงของราคาในระยะ 3 เดือน vs การปรับประมาณการ consensus EPS ปี 2564 (ม.ค.-เม.ย. 2563)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

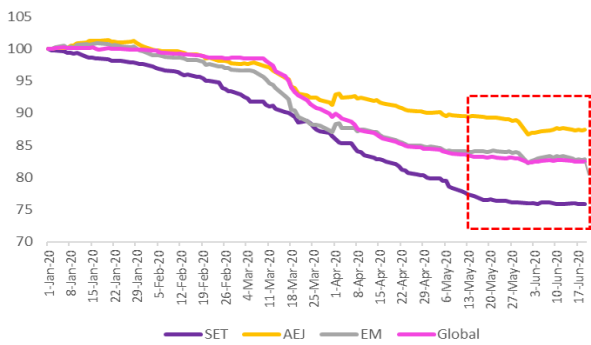
Figure 23: การเปลี่ยนแปลงของราคาในระยะ 2 เดือน vs การปรับประมาณการ consensus EPS ปี 2564 (พ.ค.-มิ.ย. 2563)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

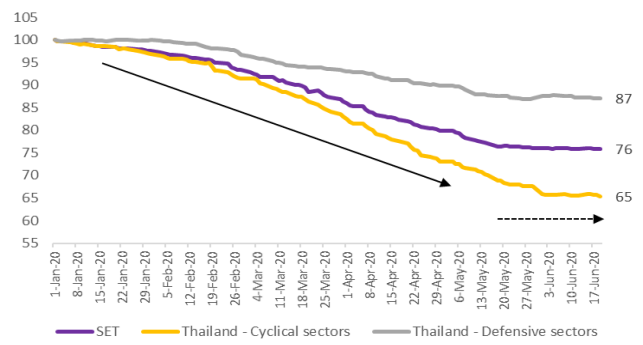
สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้มุมมองที่เรามีต่อแนวโน้มการเติบโตของผลประกอบการและเศรษฐกิจมหภาคเปลี่ยนไป ตั้งแต่ต้นปี 2563 ประมาณการ SET EPS ปี 2563/ปี 2564 ถูกปรับลดลงมาแล้ว 35% และ 24% (20%/14% ใน 1Q63 และ 19%/12% ในปี 2Q63) ซึ่งเป็นการปรับลดลงมากที่สุดเมื่อเทียบกับตลาดหุ้นภูมิภาคที่ 19% ในปี 2563 และ 12% ในปี 2564 เราคาดว่า SET EPS ปี 2564 จะเติบโต 28% จากฐานต่ำในปี 2563 และเติบโตอีก 14% ในปี 2565 สอดคล้องกับ EPS ของตลาดหุ้นภูมิภาคที่คาดว่าจะเติบโต 24% ในปี 2564 และ 14% ในปี 2565 ทั้งนี้เมื่ออิงกับตัวเลข consensus ค่า earnings revision ratio ซึ่งแสดงแนวโน้มของคาดการณ์กำไร ปรับขึ้นจาก 0.07 ในเดือนมี.ค.-เม.ย. 2563 สู่ 0.7 ในเดือนมิ.ย. 2563 เนื่องจากนักวิเคราะห์ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นหลังจากเปิดเมือง นอกจากนี้ดัชนีการปรับเปลี่ยนคำแนะนำของนักวิเคราะห์ ซึ่งแสดงแนวโน้มการปรับเรตติ้งขึ้นเทียบกับการปรับเรตติ้งลงของ consensus ก็ปรับขึ้นจาก 0.45 ในเดือนมี.ค.-เม.ย. 2563 สู่ 0.8 ในเดือนมิ.ย. 2563 ดังนั้นความเสี่ยง downside และการปรับลดประมาณการกำไรจึงน่าจะถูกรับรู้ไปแล้วและเกือบจะมากเกินไปแล้ว เนื่องจากความเร็วของการปรับลดประมาณการกำไรและคำแนะนำของนักวิเคราะห์จะลอดตัวลง

Figure 24: การปรับประมาณการกำไรเริ่มทรงตัวมากขึ้นในตอนนี้



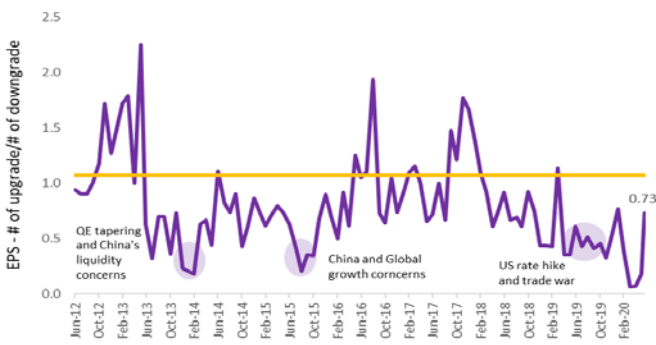
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 25: ...แม้กระทั่งในกลุ่ม cyclical



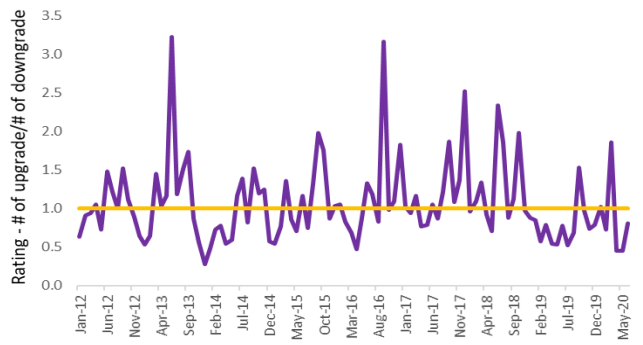
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 26: Earnings revision ratio เพิ่มขึ้น



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 27: นักวิเคราะห์เปลี่ยนแปลงมามีมุมมองในเชิงบวกมากขึ้น

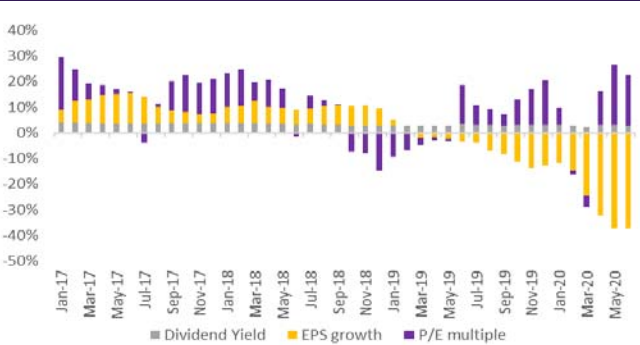


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

การปรับตัวขึ้นของราคาหุ้นได้รับแรงขับเคลื่อนจากการมองโลกในแง่ดี

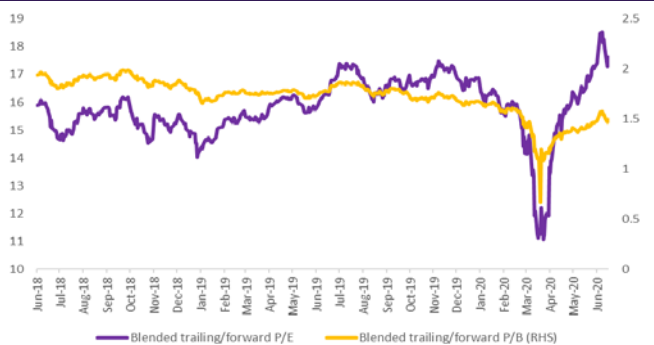
SET Index พุ่งตัวขึ้นมาหลังจากปรับตัวลงแรงสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เนื่องจากตลาดเปลี่ยนจากภาวะซบเซามาเป็นมองโลกในแง่ดีโดยได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจครั้งใหญ่และการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ ตลาดเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่เดือนเม.ย. 2563 การปรับตัวขึ้นของตลาดได้รับแรงขับเคลื่อนจากการขยายตัวของ valuation ไม่ใช่การเติบโตของแนวโน้มกำไร การนำกำไรย้อนหลังและประมาณการกำไรของ SET Index มาใช้ร่วมกัน ทำให้ valuation กลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 การคาดการณ์การเติบโตของกำไรปรับตัวดีขึ้นอย่างมากนับตั้งแต่ตลาดปรับตัวลดลงทำจุดต่ำสุดในเดือนมี.ค. 2563 ดึงเห็นได้จากปรับตัว outperform ของกลุ่มที่อ่อนไหวต่อการเติบโตเมื่อเทียบกับกลุ่ม defensive และการปรับประมาณการกำไรลดลงในอัตราที่ชะลอลง

Figure 28: การ rally ของ SET Index rally ได้แรงหนุนจากการปรับ valuation เพิ่มขึ้น; การ rally ในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายได้ด้วยกำไร



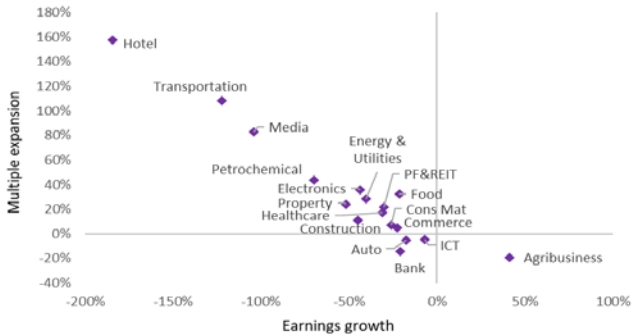
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 29: Blended trailing/forward valuations gauge กลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤตโควิด-19



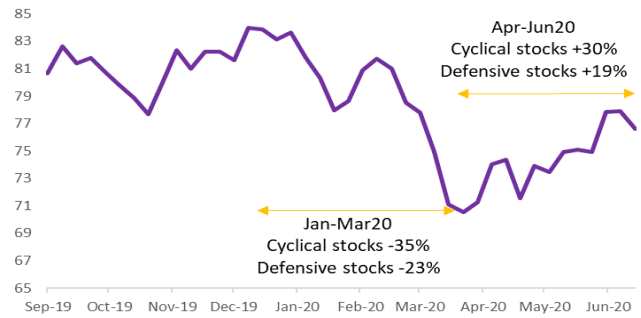
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 30: ผลตอบแทนของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ได้แรงหนุนจากการปรับเพิ่ม valuation; กลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ถูกคาดหวังสูง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

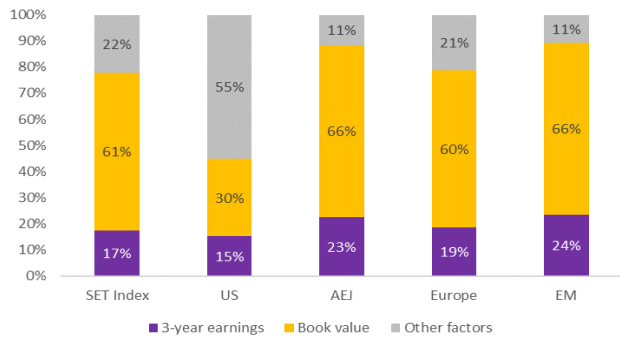
Figure 31: กลุ่ม Cyclical outperform กลุ่ม defensive



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

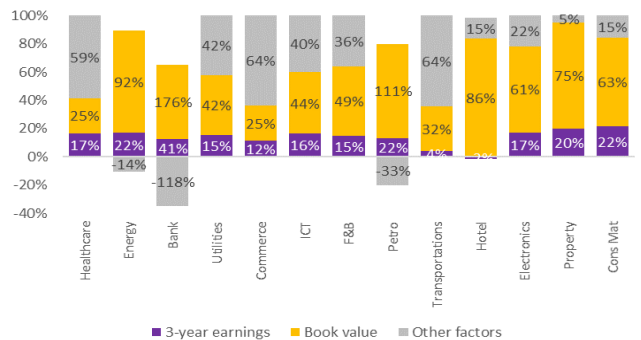
ในขณะที่ประมาณการกำไรในระดับดัชนีหลังจากปี 2565 หาได้ค่อนข้างยาก การวิเคราะห์ของเราจะเป็นการวิเคราะห์แบบ top-down (มองภาพใหญ่) ที่ประเทศไทยเทียบกับตลาดอื่นๆ และรายกลุ่มอุตสาหกรรม เพื่อวัดความคาดหวังต่อดัชนีกลุ่มอุตสาหกรรม เราจัดทำตารางประมาณการ EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้า มูลค่าทางบัญชีในปัจจุบัน และความคาดหวัง หรือปัจจัยอื่นๆ SET Index มีความคาดหวังประมาณ 20% ในดัชนี ในขณะที่ประเทศอื่นๆ มีความคาดหวังน้อยกว่าประเทศไทย หรือถูกกว่าเมื่อเทียบกับ SET Index ถ้าตลาดคาดหวังเกี่ยวกับการฟื้นตัวไวสูงเกินไป การบริหารความเสี่ยงอย่างมีประสิทธิภาพจะเป็นสิ่งจำเป็น เนื่องจากทุกปัจจัยไม่สามารถสร้างความผิดหวังได้ในช่วงที่แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวไม่มีความชัดเจน

Figure 32: ดัชนีตลาดต่างๆ ปรับตัวตามความคาดหวัง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

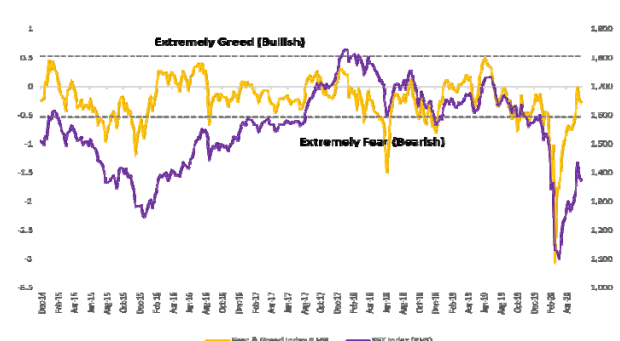
Figure 33: Valuation ของหุ้นอาจจะอิงกับ story ของอุตสาหกรรม



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ดัชนี Greed and Fear Index แสดงให้เห็นว่านักลงทุนโดยรวมมีความโลภ ส่งผลทำให้สภาพคล่องสูง ความผันผวนสูง กิจกรรมการซื้อขายสูง และหุ้นขนาดกลางและเล็ก outperform ตลาด นอกจากนี้ sentiment ตลาดก็เปลี่ยนมาเป็นบวกมากขึ้น พัฒนาการเชิงลบที่ขาดหายไป เช่น การระบาดรอบที่สองของเชื้อไวรัสโควิด-19 หรือความสัมพันธ์ระหว่างสหรัฐฯ กับจีนที่ปรับตัวลดลง ความคืบหน้าการทดลองวัคซีนต้านไวรัสโควิด-19 ที่ได้ผลดี ทำให้ sentiment ตลาดเป็นบวก ซึ่งจะช่วยผลักดันให้นักลงทุนหันมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้นและหนุนให้ SET Index ปรับตัวขึ้นใน 2H63

Figure 34: นักลงทุนในตลาดมีความโลภ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 35: ...เรากำลังเข้าสู่ตลาดขาขึ้นรอบใหม่ (new normal)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ตลาดหุ้นมาถึงจุดเปลี่ยน

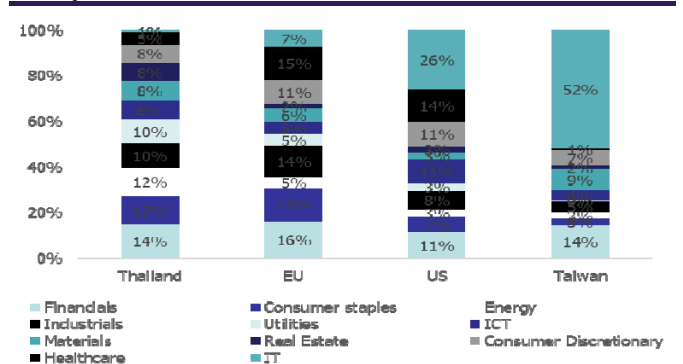
ธนาคารกลางและรัฐบาลของประเทศต่างๆ ลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง ออกมาตรการใหม่เพื่อสนับสนุนสภาพคล่องในตลาดและช่วยเหลือด้านสินเชื่อ ออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และซื้อสินทรัพย์ นักลงทุนให้ความสำคัญน้อยลงกับภาระหนี้ที่สูงขึ้นของภาคเอกชน ความเสี่ยงด้านงบดุล และวัฏจักรธุรกิจหลังวิกฤตโควิด-19 ที่ไม่มีความแน่นอน มาให้ความสำคัญมากขึ้นกับวัฏจักรกำไรปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง เมื่อตลาดการเงินโดยรวมกลับคืนสู่ภาวะปกติ การหาสินทรัพย์ที่มีราคาต่ำกว่าความเป็นจริงจะทำได้ยาก นอกจากนี้ upside จากนโยบายการเงินและการคลังก็มีจำกัด sentiment ที่ดีขึ้นจากจำนวนผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ที่อยู่ในระดับทรงตัวและการฟื้นตัวของกำไรถูกตลาดรับรู้ไปค่อนข้างมากแล้ว นอกจากนี้หุ้น 30% ใน SET100 ก็ฟื้นตัวขึ้นมาแล้วกว่า 80% จาก COVID-19 price cycle และหุ้น **17% ใน SET100 ปรับตัวขึ้นมาสูงกว่าระดับก่อนวิกฤตโควิด-19** แล้ว ดังนั้น SET Index จึงอยู่ที่หรือเข้าใกล้จุดเปลี่ยน เราคาดว่าตลาดจะให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐาน โครงสร้างธุรกิจ และแนวโน้มหลังโควิด-19 มากกว่าการฟื้นตัวระยะสั้นและผลกระทบของฐานต่ำ

Figure 36: SET Index ฟื้นตัวขึ้นมาแล้ว 72% จาก COVID-19 cycle ในเดือนก.พ.-มี.ค. 63 และฟื้นตัวช้ากว่าตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค

	US	EU	Thailand	China	Global	Asia
IT	99%	90%	49%	101%	101%	88%
Healthcare	88%	86%	58%	364%	95%	168%
Financials	46%	19%	38%	48%	36%	49%
ICT	83%	37%	61%	117%	82%	122%
Cons Disc	97%	66%	98%	117%	90%	98%
Industrials	58%	58%	71%	88%	63%	76%
Cons Staples	65%	66%	90%	314%	72%	103%
Energy	50%	41%	63%	-23%	46%	73%
Utilities	48%	52%	89%	72%	53%	61%
Real Estate	61%	37%	65%	48%	55%	56%
Materials	80%	60%	90%	62%	82%	75%
REIT	62%	18%	56%		55%	
Index	75%	55%	72%	101%	73%	80%
Small cap	64%	63%	87%	74%	67%	83%
Large cap	77%	53%	67%	100%	73%	79%

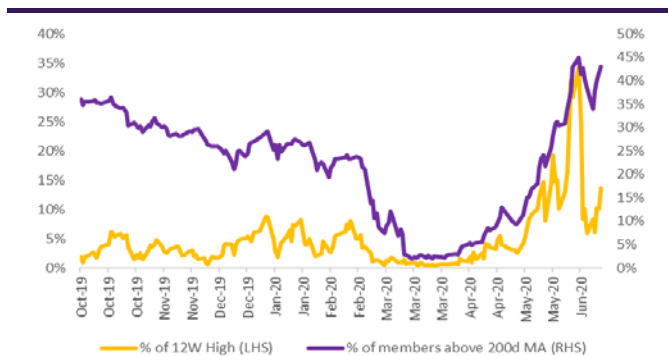
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 37: Sector contribution ชี้ให้เห็นว่า SET Index น่าจะ underperform ประเทศที่พึ่งพาภาคการผลิต



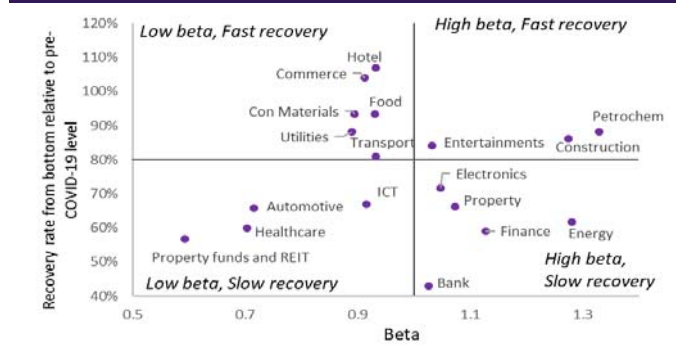
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 38: โมเมนตัมหุ้นไทยร้อนแรง



Source: SET, SCBS Investment Research

Figure 39: Performance รายกลุ่มอุตสาหกรรมไทยขึ้นอยู่กับความเร็วของการฟื้นตัว ความคาดหวัง และนโยบายภาครัฐ



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ที่ valuation ปัจจุบัน เราแนะนำให้นักลงทุนระมัดระวังมากขึ้น

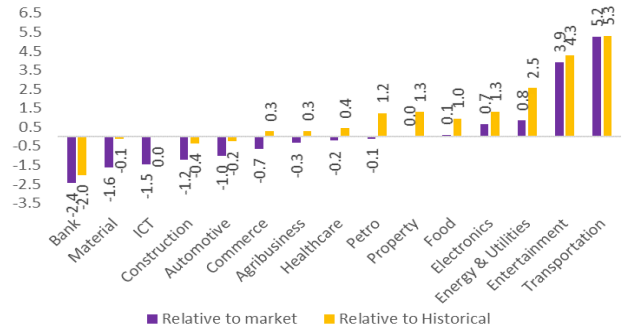
จาก country scorecard ซึ่งอิงกับอัตราส่วน P/E, P/BV และ EV/EBITDA เปรียบเทียบกับค่าอ้างอิง (benchmark) และค่าเฉลี่ยระยะยาว SET Index ดูเหมือนจะมีมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ P/E 20.8 เท่า, P/BV 1.5 เท่า และ EV/EBITDA 13.0 เท่า ในปี 2564 บน valuation scorecard ในตลาดเอเชีย เทียบกับตลาดอื่นๆ และสูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวพอสมควร เมื่ออิงกับ 3-year Z-score เราพบว่ากลุ่มขนส่ง บันเทิง และสาธารณูปโภค มี valuation แพง ในขณะที่กลุ่มธนาคาร วัสดุก่อสร้าง สื่อสาร บริการรับเหมาก่อสร้าง และยานยนต์ มี valuation ถูกเมื่อเทียบกับระดับในอดีต ซึ่งชี้ให้เห็นว่านักลงทุนขึ้นชอบหุ้น defensive ใหม่ๆ ที่ valuation สูง และกลัวหุ้น cyclical ใหม่ๆ ที่ valuation ถูก เพราะแนวโน้มไม่ชัดเจนและความแน่นอนของกำไรต่ำ

Figure 40: Valuation scorecard แยกตามประเทศ



Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 41: Valuation scorecard แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม



Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

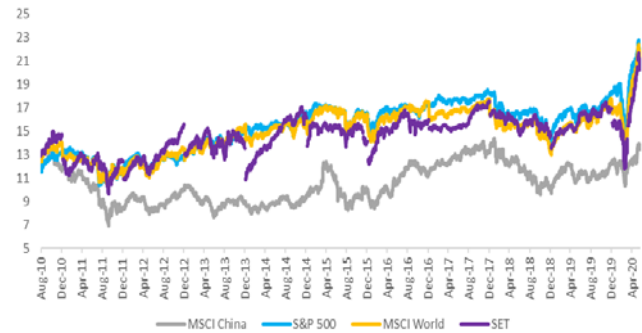
Figure 42: Heatmap valuation แยกตามกลุ่มอุตสาหกรรม โดยอิงกับ z-score

	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18	Jul-18	Aug-18	Sep-18	Oct-18	Nov-18	Dec-18	Jan-19	Feb-19	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	Jul-19	Aug-19	Sep-19	Oct-19	Nov-19	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	Apr-20	May-20	Jun-20
Energy	1.6	2.2	1.7	1.9	1.6	1.1	1.4	1.7	2.0	1.5	1.2	0.6	0.6	0.7	0.6	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.7	-1.2	-2.2	-1.5	-1.4	-0.7
Commerce	1.1	1.4	1.4	1.5	0.9	-0.1	0.3	-0.1	0.3	-0.2	-0.2	-0.4	-0.3	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	0.1	0.3	0.1	-0.2	-0.5	-0.7	-1.2	-1.8	-2.1	-2.9	-1.9	-1.6	-1.6
Transportation	0.9	1.0	0.8	1.2	1.1	0.5	0.9	0.9	0.9	0.2	0.5	0.5	1.2	1.3	1.4	1.0	1.4	1.3	1.5	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.0	-0.7	0.4	0.6	0.5	
Banks	0.6	0.5	0.2	-0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.5	-0.9	-0.9	-1.0	-1.0	-1.3	-1.7	-2.0	-2.8	-2.7	-2.5	-2.5
ICT	-0.3	-0.4	-0.3	-0.6	-0.9	-1.1	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.4	-0.3	-0.6	-0.8	-1.0	-1.1	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9
F&B	0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.9	-1.3	-0.5	-0.5	-0.4	-1.6	-0.9	-1.4	-1.0	-0.8	-0.9	-0.5	-0.3	0.4	0.5	0.5	-0.2	-0.3	-0.2	-0.4	-1.0	-1.5	-2.5	-1.4	-0.6	-0.5
Utilities	-1.1	-1.0	-1.0	-1.2	-1.1	-1.0	-0.9	-0.9	-1.1	-1.2	-1.0	0.1	0.2	0.2	0.5	0.8	0.7	1.3	1.2	1.4	1.8	1.5	1.4	1.3	1.0	0.2	-0.3	0.9	0.9	0.4
Property	1.3	1.1	0.5	0.9	0.7	0.2	0.7	0.8	0.9	0.4	0.1	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.4	-0.7	-1.8	-1.9	-0.8	-1.5	-2.0	-3.1	-2.1	-2.1	-2.0
Healthcare	-0.4	-0.3	-0.1	-0.4	0.4	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.0	0.0	-0.4	-1.0	-1.0	-1.0	-0.8	-0.9	-0.8	-0.9	-1.3	-1.3	-1.3	-1.1	-1.1	-1.5	-1.9	-2.5	-2.0	-1.7	-1.8
Con Mat	0.1	0.1	-0.3	-0.6	-0.4	-0.8	-0.3	-0.2	-0.2	-0.6	-0.3	-0.5	-0.6	-0.5	-0.4	-0.6	-1.0	-0.7	-0.9	-0.7	-0.9	-1.1	-1.0	-1.1	-1.6	-2.1	-2.1	-1.8	-1.7	-1.6
Finance	1.0	1.1	0.7	0.6	-0.2	-0.3	0.0	0.2	1.4	1.2	0.9	0.4	-0.5	-0.2	0.0	0.8	0.8	1.4	1.8	1.8	1.7	2.0	1.6	0.0	-0.6	-1.1	-2.8	-1.6	-1.1	-1.3
Petrochem	1.8	1.8	1.6	1.9	1.5	0.7	1.3	1.3	1.3	0.8	0.8	0.5	-0.2	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.3	-0.6	-1.1	-1.2	-1.5	-1.1	-0.9	-1.7	-1.9	-2.5	-1.8	-1.6	-1.4
Media	0.7	0.5	0.7	0.4	-0.3	-0.6	-0.5	-0.7	-0.6	-1.1	-1.1	-1.3	-1.2	-1.0	-0.9	-0.3	-1.0	-0.8	-0.5	-0.5	-0.8	-0.8	-0.9	-1.0	-1.4	-2.1	-2.8	-1.8	-1.7	-1.6
Electronics	0.1	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.5	0.0	0.2	0.2	-0.1	-0.4	-0.5	-0.7	-0.5	-0.7	-0.6	-1.3	-1.0	-1.5	-1.7	-1.6	-1.9	-1.5	-1.1	-1.4	-1.3	-2.3	-1.6	-1.1	-1.3
Agri	0.2	0.2	-0.6	-0.7	-0.5	-0.9	-0.6	-0.2	0.4	0.4	0.1	-0.4	-0.3	-0.2	-0.5	-0.3	-0.5	-0.2	-0.1	-0.4	-0.4	-0.9	-1.1	-1.0	-0.7	-1.2	-1.6	-1.0	0.8	1.2
Automotive	1.3	1.4	1.2	1.0	1.6	1.1	1.4	1.5	1.4	0.8	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5	-0.8	-1.0	-1.3	-1.1	-1.2	-1.6	-1.8	-2.3	-2.1	-2.0	-1.9
Hotel	1.2	1.2	1.1	1.3	0.8	0.4	0.6	0.4	0.5	0.3	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2	0.1	-0.8	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-1.1	-1.2	-1.8	-2.1	-2.2	-2.4	-2.2	-2.4	-2.4

Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

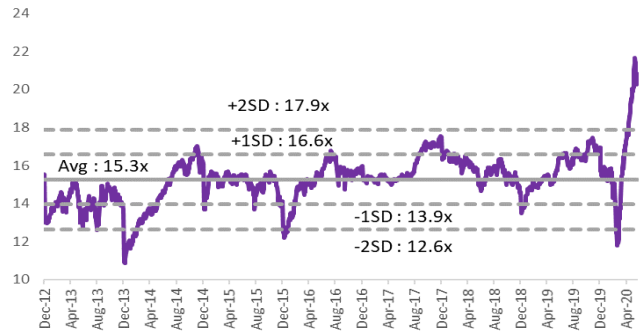
เมื่อดูที่ valuation เราพบว่า SET ซื้อขายที่ P/E 16.8 เท่า ในปี 2563 หรือระดับ +1SD ของค่าเฉลี่ย 7 ปี และซื้อขายที่ P/E 14 เท่า ในปี 2564 หรือระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ย 7 ปี นอกจากนี้ earnings yield gap ที่ 5.3% ก็บ่งชี้ว่าตลาดหุ้นไทยน่าสนใจกว่าตลาดตราสารหนี้ เรามองว่าอัตราดอกเบี้ยจะเข้าใกล้ระดับ 0% ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าซึ่งจะทำให้ P/E ที่สูงขึ้นดูน่าสนใจในเชิงเปรียบเทียบ อย่างไรก็ตาม เราให้ความสำคัญกับมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและ story เกี่ยวกับการเติบโตที่มากกว่าการปรับเพิ่ม valuation เป้า SET Index ปี 2564 ของเราอยู่ที่ 1,400-1,450 จุด หรือมี upside 3-7% จากระดับปัจจุบัน ซึ่งสอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่ากำไรสุทธิในปี 2564 จะยังคงต่ำกว่ากำไรสุทธิในปี 2562 (SET Index เฉลี่ย/สิ้นปีอยู่ที่ 1,640/1,560 จุด) ด้วย upside ที่จำกัด จุดเข้าซื้อหลักๆ ของเราจึงอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1,300 จุด เพื่อเพิ่ม margin of safety ในช่วงที่ตลาดผันผวนสูง

Figure 43: SET Index valuation ปรับตัวไปในทางเดียวกับตลาด US



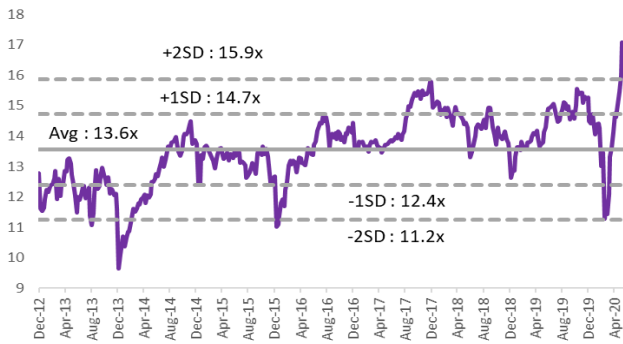
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 44: Valuation ปี 2563 มี upside จำกัด



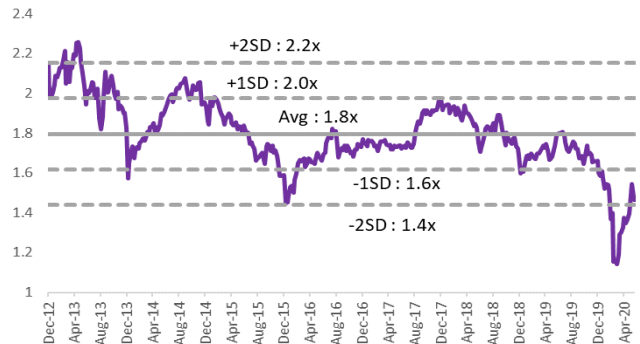
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 45: Forward P/E (ปี 2564) อยู่ใกรอบบน



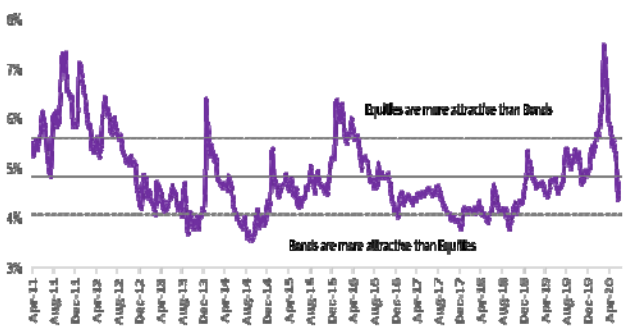
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 46: Forward P/BV อยู่ใกรอบล่าง



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 47: Earnings Yield Gap อยู่ที่ค่าเฉลี่ยระยะยาว



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 48: เป้า SET Index ที่ลิงกับ P/E และ EYG

Yield Gap	EPS FY2021				
	-5%	-1%	Base (EPS 85)	+1%	+5%
3.3%	1,367	1,424	1,439	1,453	1,511
4.1%	1,212	1,263	1,276	1,288	1,339
4.9%	1,089	1,134	1,146	1,157	1,203
5.6%	993	1,035	1,046	1,056	1,098
Forward P/E					
-2SD (13x)	1,070	1,116	1,127	1,138	1,183
-1SD (14.2x)	1,162	1,211	1,224	1,236	1,285
Avd (15.4x)	1,254	1,307	1,320	1,334	1,386
+1SD (16.5x)	1,346	1,403	1,417	1,431	1,488

Source: SCBS Investment Research

โควิด-19 ส่งผลทำให้โครงสร้างและทิศทางธุรกิจเปลี่ยนไป

ก่อนเกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 กลุ่มอุตสาหกรรมหลายกลุ่มและบริษัทหลายแห่งรายงานรายได้และกำไรเติบโตน้อยลงพร้อมกับแนวโน้มที่ท้าทาย โดยมีสาเหตุมาจากการใช้จ่ายภายในประเทศที่เติบโตต่ำ การขาดนโยบายภาครัฐใหม่ๆ การแข็งค่าของเงินบาท ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ และอุปทานที่เพิ่มขึ้นมากในภาคบริการ การระบาดของไวรัสโควิด-19 กระตุ้นให้มีการปรับเปลี่ยนโครงสร้างธุรกิจใหม่ และความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจเก่าๆ ปรับตัวลดลง เนื่องจากภาวะแวดล้อมในการแข่งขันเปลี่ยนไป ความต้องการซื้อและพฤติกรรมของผู้บริโภคสำหรับกลุ่มเทคโนโลยีไม่ได้เปลี่ยนไปมากนัก สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 กดดันให้สังคมและภาคธุรกิจต้องปรับตัวสู่ยุคดิจิทัลและระบบไร้สัมผัส และเร่งเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล นอกจากนี้แล้ว โควิด-19 ยังทำให้วิถีชีวิต การทำงาน และการปฏิสัมพันธ์เปลี่ยนไปด้วย อย่างไรก็ตาม วิถีการดำรงชีวิตแบบใหม่ (new normal) เช่น การประชุมทางไกล การศึกษาออนไลน์ ตัวแทนรับจองที่พักออนไลน์ e-commerce การทำงานที่บ้าน บริการส่งอาหาร เทคโนโลยีเสมือนจริง และบริการด้านสื่อ ถูกคาดการณ์มาหลายปีแล้ว ปัจจุบันมีความชัดเจนมากขึ้นว่า new normal จะเกิดขึ้นในอีก 2-3 ปีข้างหน้า แต่ส่วนใหญ่เป็นแพลตฟอร์มจากต่างประเทศ บริษัทไทยจะสร้างความได้เปรียบทางการแข่งขันจากโครงข่ายลูกค้าขนาดใหญ่ (network effect) เพื่อสนับสนุนการเติบโตของรายได้ แต่จะถูกหักล้างโดยอัตราค่าไรท์ที่หดตัวลง ผู้ชนะที่เห็นได้อย่างชัดเจนจากการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลในตลาดไทยมีจำกัด เราคิดว่าบริษัทไทยขนาดใหญ่สามารถใช้และปรับตัวให้เข้ากับกระแสดิจิทัลได้ดีกว่าบริษัทขนาดเล็กที่จะสูญเสียความได้เปรียบทางการแข่งขันหลังวิกฤตโควิด-19 เรามีความกังวลต่อแนวโน้มของธุรกิจห้างสรรพสินค้า สำนักงาน ยานยนต์ ร้านอาหาร และสื่อ หลังวิกฤตโควิด-19 โดยมีสาเหตุมาจากการเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีและพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป ธุรกิจเหล่านี้อาจจะไม่ได้หายไป แต่แนวโน้มการเติบโตยังไม่มีความแน่นอน

Figure 49: ขนาดของธุรกิจต่างๆ หลังวิกฤตโควิด-19 และการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล

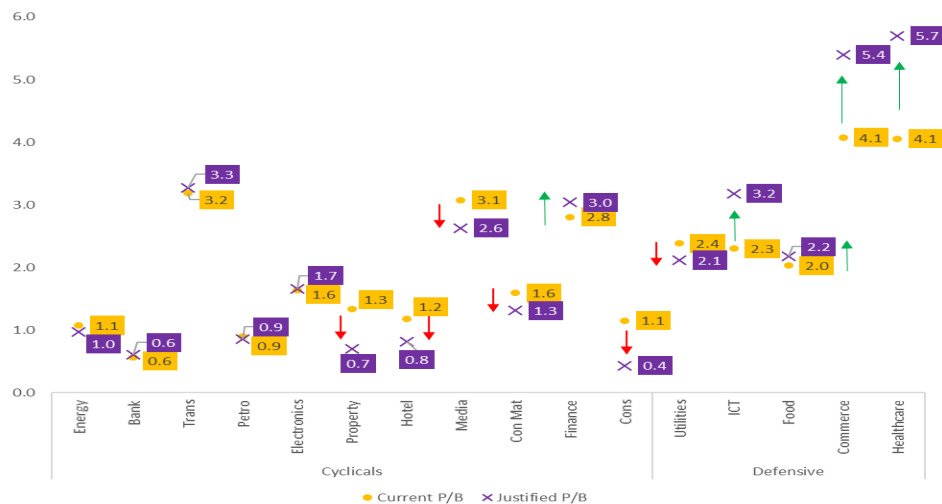
	ขนาดของธุรกิจ	Preservation	Consolidation	Innovation	ความกังวล	
การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีและพฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนไป	โรงแรม	การท่องเที่ยวเพื่อพักผ่อนหย่อนใจจะได้รับผลกระทบน้อย; การเดินทางเพื่อทำธุรกิจเผชิญกับความท้าทาย	เน้นระดมทุนและปรับปรุงงบดุล	ปรับปรุงโรงแรมเก่า, เดิรมเปิดให้บริการเต็มรูปแบบ	นำเทคโนโลยีเพิ่มการทำความสะดวกมาใช้	จำกัดการเดินทางทางอากาศนานขึ้นและเข้มงวดมากขึ้น, อุปทานเติบโตอย่างแข็งแกร่ง
	สายการบิน	ควบคุมต้นทุนอย่างเข้มงวด, ปรับเส้นทางการบินเป็นเส้นทางระยะสั้นมากขึ้น	เน้นระดมทุนและปรับปรุงงบดุล	มองหาโอกาส M&A และปรับแผนขยายธุรกิจ	นำเทคโนโลยีเพิ่มการทำความสะดวกมาใช้	ความนิยมในแพลตฟอร์มการประชุมเสมือนจริง
	ห้างสรรพสินค้า	เผชิญความท้าทายจากการปฏิวัติ e-commerce และการเพิ่มขึ้นของการใช้เทคโนโลยีดิจิทัลและ social media marketplaces	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	เพิ่มประสบการณ์นอกเหนือไปจากการซื้อแบบดั้งเดิม	พัฒนาธุรกิจค้าปลีกในรูปแบบ omnichannel, สืบค้น format ใหม่, เริ่มใช้ VR/AR มากขึ้น	แพลตฟอร์ม e-commerce เติบโตอย่างแข็งแกร่ง
	สำนักงาน	โครงสร้างจากการปรับเปลี่ยนรูปแบบการทำงานมาเป็นการทำงานระยะไกล และสำนักงานเก่าล้าสมัย	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	ให้ความสำคัญกับพื้นที่ที่มีความยืดหยุ่นและปรับเปลี่ยนได้	วางแผนใช้ co-sharing space ในพื้นที่ใจกลางเมือง	ค่าเช่าสำนักงานในพื้นที่ใจกลางเมืองลดลง, อุปทานเพิ่มขึ้นมาก, ความหนาแน่นของ office workstation ลดน้อยลง
	อสังหาริมทรัพย์	การเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้างมีจำกัด, ความต้องการซื้อในย่านชานเมืองเพิ่มขึ้น	ความเสี่ยงด้านงบดุลปานกลาง และมีสินค้าคงคลังสูง, บริษัทขนาดเล็กเผชิญความเสี่ยงด้านสภาพคล่อง	เน้นโครงการใหม่ และขยายสต็อกเก่า	ส่วนใหญ่ใช้เทคโนโลยี VR/AR และพัฒนาพื้นที่สำหรับไลฟ์สไตล์แบบใหม่	คอนโดยังมีการแข่งขันอย่างต่อเนื่อง, นโยบายปล่อยสินเชื่อที่อยู่อาศัยอย่างระมัดระวัง
	ร้านอาหาร	พฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนไป เช่น หันมาทำอาหารทานเองที่บ้านและสั่งอาหารมาส่งที่บ้านมากขึ้น โดยมีอุปสรรคต่อการเข้ามาค้า	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	ปรับเมนูให้เข้ากับความชื่นชอบของผู้บริโภค	นำเทคโนโลยีใหม่ในการสั่งซื้อ จ่ายเงิน และ loyalty program มาใช้	SSSG มีแนวโน้มเติบโตจำกัด, การแข่งขันสูง, กำไรขั้นต้น (GP) ของ delivery platform สูง
	สื่อและบันเทิง	เผชิญความท้าทายมากขึ้นจาก on-demand entertainment และบริการสตรีมมิ่งที่มีมากขึ้น	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	จำเป็นต้องเป็นพันธมิตรเชิงกลยุทธ์กับสตูดิโอต่างๆ	นวัตกรรมมีจำกัด	ผู้สร้างภาพยนตร์เปลี่ยนมาใช้ on-line platform
	ยานยนต์	ให้ความสำคัญกับรถยนต์ไฟฟ้า, รถยนต์ขับเคลื่อนอัตโนมัติ, การขับเคลื่อนที่เชื่อมต่อกัน, บริการยานพาหนะผ่านทางแอปพลิเคชัน	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	พัฒนาบริการยานพาหนะผ่านทางแอปพลิเคชันและโครงสร้างพื้นฐานสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า	นวัตกรรมในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่และแบตเตอรี่มีจำกัด	ปัญหา supply chain, ความต้องการซื้อสินค้าราคาแพงปรับตัวลดลง
	ธนาคาร	พึ่งพาแพลตฟอร์มทางเทคโนโลยีเป็นส่วนใหญ่	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	เปลี่ยนผ่านสู่การเป็นผู้ให้บริการทางการเงินดิจิทัล	ลงทุนในแพลตฟอร์มเทคโนโลยีใหม่ๆ และกระจายผลิตภัณฑ์ไปสู่ผลิตภัณฑ์ทางการเงินเชิงสร้างสรรค์	ผลตอบแทนต่ำจากการลงทุนใหม่, ประสิทธิภาพในการทำธุรกิจเทคโนโลยีต่ำ
	ใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยีและผู้บริโภค	ร้านค้าปลีก	อัตราการเข้าถึง E-Commerce สูง, พฤติกรรมผู้บริโภคเปลี่ยนไป	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	ระบบโลจิสติกส์และส่งสินค้าดี, ขยายสาขา	พัฒนา online platform และ omnichannel, ใช้เทคโนโลยีในการเพิ่มปฏิสัมพันธ์กับลูกค้า
พลังงาน		มุ่งสู่พลังงานสะอาด	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	ลดรายจ่ายฝ่ายทุน	ลงทุนในเทคโนโลยีใหม่ที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด	ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ผันผวน, อุปสงค์ฟื้นตัวช้า
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์		อุปสงค์ผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์มีมากในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลและเปลี่ยนมาใช้ระบบ 5G	เงินสดในมือสูง (20% ของสินทรัพย์รวม)	เน้นผลิตภัณฑ์ที่ใช้เทคโนโลยีใหม่	เพิ่ม capex เพราะมีมุมมองเชิงบวกระยะยาวต่อผลิตภัณฑ์ใหม่	บาทแข็งค่า และกระจายแหล่งวัตถุดิบออกนอกประเทศไทย
ยานยนต์		ให้ความสำคัญกับรถยนต์ไฟฟ้า, รถยนต์ขับเคลื่อนอัตโนมัติ, การขับเคลื่อนที่เชื่อมต่อกัน, บริการยานพาหนะผ่านทางแอปพลิเคชัน	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	พัฒนาบริการยานพาหนะผ่านทางแอปพลิเคชันและโครงสร้างพื้นฐานสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า	นวัตกรรมในการพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่และแบตเตอรี่มีจำกัด	ปัญหา supply chain, ความต้องการซื้อสินค้าราคาแพงปรับตัวลดลง
ขนส่งทางบกและทางราง		ผลกระทบจากการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลและการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีมีจำกัด	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	ให้ความสำคัญกับการขยายโครงข่าย	นวัตกรรมอยู่ในธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น โฆษณา	การปรับเปลี่ยนรูปแบบการทำงานมาเป็นการทำงานระยะไกล
ผู้ประกอบการโทรคมนาคม	ธุรกิจส่วนใหญ่ขึ้นอยู่กับกรวยอมรับ 5G และ Internet of Things	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	โครงสร้างตลาดมีเสถียรภาพทั้งธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง	การยอมรับ 5G, Enterprise solution on cloud computing	วัฏจักรลงทุนรอบใหม่, ประมูลคลื่นความถี่, การแข่งขัน 5G สูง	
อาหาร	ความต้องการความปลอดภัยด้านอาหารสูงและสามารถตรวจสอบย้อนกลับ	ไม่มีความเสี่ยงด้านงบดุลและสภาพคล่อง	มีการรวมตัวกันในตลาดมากขึ้น, ส่วนแบ่งตลาดของผู้เล่นรายใหญ่เพิ่มขึ้น	มีผลิตภัณฑ์อาหารนวัตกรรมมากขึ้น	ราคาสินค้าโภคภัณฑ์และต้นทุนอาหารสัตว์ผันผวน; การระบาดของโรค	

Source: SCBS Investment Research

Valuation แบบ new normal หลังวิกฤตโควิด-19 เป็นอย่างไร?

เราเชื่อว่าการใช้ P/E เพื่อหาระดับ SET Index ไม่ใช่วิธีที่เหมาะสม เพราะถ้าใครมีความผันผวนสูงและแนวโน้มการเติบโตไม่แน่นอน เมื่ออิงกับการศึกษาของเราซึ่งเชื่อมโยงกับโครงสร้างธุรกิจหลังวิกฤตโควิด-19 พบว่า P/BV เป็นวิธีที่สมเหตุสมผลในช่วงที่ความแน่นอนของกำไรต่ำ อัตราส่วน P/BV เป็นฟังก์ชันเพิ่มของผลตอบแทนจากส่วนของผู้ถือหุ้น อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราการเติบโตในระยะยาว และเป็นฟังก์ชันลดของความเสียหายของบริษัท เราพบว่า valuation ของกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ โรงแรม สื่อ วัสดุก่อสร้าง และบริการรับเหมาก่อสร้าง จะถูกปรับลดลง (de-rate) เพราะ upside จากการปรับเพิ่ม ROE มีจำกัด ในขณะที่กลุ่มขนส่ง สื่อสาร บริการทางการเงิน อาหาร พาณิชยกรรม และการแพทย์ มีแนวโน้มที่จะเห็นการปรับ valuation เพิ่มขึ้น valuation ของกลุ่มธนาคารต่ำกว่าที่ควรจะเป็น ในขณะที่ valuation ของกลุ่มสาธารณูปโภคสูงกว่าที่ควรจะเป็น SET index ช้อย้ายที่อัตราส่วน P/BV 1.4 เท่า ต่ำกว่า P/BV ตามปัจจัยพื้นฐานที่ 1.5 เท่า อยู่เล็กน้อย การคำนวณของเราพบว่า เป้า SET Index ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานในปี 2564 อยู่ที่ 1,430 จุด หรือมี upside 5% จากระดับปัจจุบัน

Figure 50: เปรียบเทียบอัตราส่วน P/BV ในปัจจุบัน กับ P/BV ที่เหมาะสม



Source: SCBS Investment Research

Figure 51: เป้า SET Index อิงกับ valuation band และ P/BV ที่เหมาะสม

	2460699.0		Target PB		Market Cap	
	Book value (2021)	SD band	Justified PB	SD band	Justified PB	
Energy	2,214,629	1.1	1.0	2,384,142	2,144,647	
Utilities	246,070	2.3	2.1	572,163	520,388	
Bank	2,458,400	0.6	0.6	1,497,076	1,491,753	
Trans	435,346	3.3	3.4	1,423,397	1,480,833	
ICT	586,365	4.4	3.2	2,566,301	1,864,670	
Food	533,652	2.2	2.2	1,166,437	1,161,886	
Commerce	440,174	5.4	5.4	2,397,090	2,376,940	
Petro	518,370	1.1	0.9	548,182	443,605	
Healthcare	179,280	5.7	5.7	1,028,015	1,021,896	
Electronics	83,055	1.7	1.8	137,225	147,727	
Property	721,872	1.2	0.7	865,520	506,836	
Hotel	67,450	1.8	0.8	118,978	54,555	
Media	55,303	2.7	2.6	148,967	145,289	
Con Mat	441,762	1.5	1.3	672,999	579,119	
Finance	207,948	3.0	3.3	632,194	684,469	
Cons	96,602	1.1	0.4	101,794	41,645	
Others	773,850	1.0	1.0	773,850	773,850	
Implied target		1.7	1.5	1,585	1,437	

Source: SCBS Investment Research

จะเกิดอะไรขึ้นถ้าเราอยู่ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำเป็นเวลานาน?

แม้เราคาดการณ์ถึงการฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดได้อย่างแข็งแกร่งใน 2H63 แต่การเติบโตในอนาคตยังไม่มีความแน่นอนเมื่อพิจารณาจากการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยีอย่างรวดเร็ว สังคมผู้สูงอายุ และหนี้ภาคครัวเรือนสูง หลังวิกฤตโควิด-19 เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะยังคงเติบโตอย่างช้าๆ ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า แม้กระทั่งหลังจากสถานการณ์โควิด-19 ไม่ได้สร้างปัญหาอีกต่อไป มีเพียงผลกระทบจากฐานต่ำที่สามารถกระตุ้นการเติบโตได้ ในขณะที่มีธุรกิจเพียงไม่กี่ประเภทที่สามารถปรับตัวให้เข้ากับโครงสร้างธุรกิจแบบ new normal และเตรียมพร้อมสำหรับการเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวไม่มีความชัดเจน เราจะอยู่ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำเป็นเวลานาน

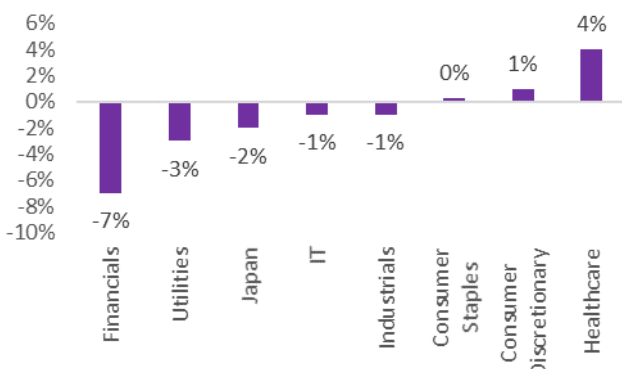
การเปรียบเทียบกับญี่ปุ่น (1995-2012) และยุโรป (2012-2018) ในช่วงที่อัตราดอกเบี้ยและอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจอยู่ในระดับต่ำพบว่า:

ผู้ชนะและผู้แพ้:

- 1) กลุ่มเชิงรับ (defensive) เช่น กลุ่มสินค้าจำเป็นต่อการอุปโภคบริโภค และการแพทย์ เป็นกลุ่มที่ outperform โดดเด่นที่สุด เพราะอุปสงค์เติบโตอย่างต่อเนื่องและกำไรมีความแน่นอนสูง
- 2) กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย (ส่งออก และท่องเที่ยวและสินค้าการ) ปรับตัว outperform ในญี่ปุ่นและยุโรป เพราะค่าเงินอ่อนค่าและตลาดใหม่เติบโต
- 3) หุ้นขนาดเล็กปรับตัว outperform หุ้นขนาดใหญ่ เพราะเติบโตดีกว่า
- 4) หุ้นธนาคารและหุ้นที่เกี่ยวข้องกับดอกเบี้ยปรับตัว underperform

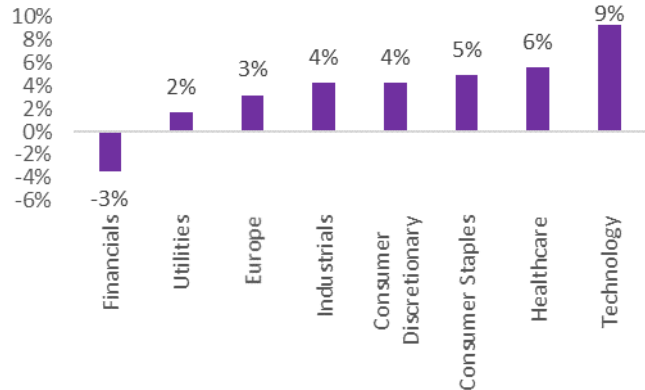
เรามองว่าประเทศไทยจะเผชิญกับความท้าทายแบบเดียวกันในระยะยาว เราเชื่อว่าสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำในญี่ปุ่นและยุโรปจะเกิดขึ้นซ้ำอีกครั้งในประเทศไทย ดังนั้นคำแนะนำของเราสำหรับพอร์ตลงทุนระยะยาวหลักๆ คือ เข้าซื้อหุ้น defensive และคุณภาพสูง

Figure 52: ผลตอบแทนรวม (annualized) ในญี่ปุ่น (1995-2012)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 53: ผลตอบแทนรวม (annualized) ในยุโรป (2014-2018)



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ตลาดมีปฏิริยาตอบสนองอย่างไรเมื่ออัตราดอกเบี้ยพลิกติดลบ?

แม้ธนาคารกลางสหรัฐฯ และธนาคารแห่งประเทศไทยยังสงวนท่าทีในการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงต่ำกว่า 0% แต่ SCB EIC เชื่อว่ามีแนวโน้มที่จะเห็นอัตราดอกเบี้ยติดลบในประเทศไทย เราคาดว่าจะเห็นอัตราดอกเบี้ยติดลบในระยะยาว โดยมีสาเหตุมาจากอัตราเงินเฟ้อต่ำและผลผลิตภาคอุตสาหกรรมเติบโตต่ำ ในขณะที่ระยะสั้นยังไม่น่าจะเกิดขึ้น สภาวะอัตราดอกเบี้ยติดลบจะก่อให้เกิดปัญหาทางโครงสร้างและปัญหาทางการเงินหลายอย่างด้วยกันอย่างที่เคยเกิดขึ้นในญี่ปุ่นและยุโรป เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต เราพบว่าตลาดโดยรวมปรับตัวลดลงในวันแรกที่ประกาศใช้อัตราดอกเบี้ยติดลบ เพราะถูกจัดรั้งโดยกลุ่มธนาคารและบริการทางการเงิน นอกจากนี้กลุ่มธนาคารยังปรับตัว underperform ในระยะกลางและระยะยาวด้วย

กลยุทธ์สำหรับ 3Q63 – เลือกซื้อหุ้นรายตัว top picks คือ ADVANC BCH BBL ERW IVL และ HANA

พอร์ตลงทุนหลัก (core portfolio) ยังคงเน้นไปที่หุ้น defensive คุณภาพสูง

แม้เราเชื่อว่าตลาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่เราคิดว่า SET Index มี upside จำกัด เราจึงคงมุมมองระยะยาวต่อภาคบริการเพราะฟื้นตัวช้า อัตราการผิตนัดชำระหนี้ที่สูงขึ้นของธุรกิจขนาดเล็กและกลาง และความเสถียรด้านภูมิรัฐศาสตร์ ในสภาวะแวดล้อมเช่นนี้ เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้น defensive ที่มีมูลค่าทางบัญชีพื้นฐานระยะยาวแข็งแกร่ง เราคิดว่านักลงทุนอาจจะมึมมองเชิงบวกต่อบริษัทที่: 1) อยู่ในอุตสาหกรรมที่แสดงการเติบโตทางโครงสร้าง 2) มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังวิกฤตโควิด-19 3) ยังมีความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว และ 4) มีศักยภาพที่จะสร้างกำไร แม้ว่าอุปสงค์ที่มีอยู่ในตอนนี้จะเผชิญกับแรงกดดันขาลงจากวิกฤตโควิด-19 เราสร้างพอร์ตลงทุนแบบ defensive ซึ่งเป็นพอร์ตลงทุนหลัก (core portfolio) ในทุกสถานการณ์ที่ประกอบด้วย: 1) หุ้น defensive 4 ตัว จาก top picks ใน 2Q63 ได้แก่ BDMS BEM BTS และ CPF และ 2) หุ้น defensive ใหม่ 2 ตัวที่คาดว่าจะให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดใน 3Q63 ได้แก่ ADVANC และ BCH

พอร์ตลงทุนเชิงกลยุทธ์ (tactical portfolio) จะมุ่งเน้นหุ้นที่ปรับตัวตามวัฏจักรเศรษฐกิจโลกและวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศที่มีคุณภาพดีและต่ำกว่ามูลค่า

เราใช้การวิเคราะห์หุ้นรายตัว (bottom-up) เพื่อหาหุ้นที่มีปัจจัยขับเคลื่อนเฉพาะตัวและมีการป้องกันความเสี่ยงจากความไม่แน่นอน เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต เราพบว่ากลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ (ฮาร์ดแวร์) ปีโตรเคมี และธนาคาร ให้ผลตอบแทนส่วนเกินในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวครั้งก่อน เราคาดว่าภาพเช่นนี้จะเกิดขึ้นซ้ำอีกครั้งในรอบนี้ โดยเฉพาะกลุ่มปีโตรเคมี และอิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งกำลังเผชิญกับการถูกปรับประมาณการกำไรลดลง และในที่สุดแล้ว valuation ก็จะถูกปรับลดลง ในขณะที่อุตสาหกรรมโดยรวมยังมีแนวโน้มเติบโตได้ดีท่ามกลางสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แม้ปัจจัยพื้นฐานยังอ่อนแอ แต่ปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว โดยเฉพาะกลุ่มโรงแรมและธนาคาร สำหรับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูง เราแนะนำ BBL ERW IVL และ HANA

Figure 54: คำแนะนำรายหุ้น

ประเด็นการลงทุนใน 3Q63	
Core portfolio	BTS คาดนักวิเคราะห์ทยอยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นหลังจากเซ็นสัญญาโครงการสนามบินอู่ตะเภาและโครงการมอเตอร์เวย์ การต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียวนาจะใต้ข้อสรุปใน 2H63
	BEM ธุรกิจทางด่วนและ MRT ปรับตัวดีขึ้น มี upside เพิ่มเติมจากรถไฟฟ้าสายสีส้มและสายสีม่วงใต้
	CPF กำไรมีความแน่นอนสูง และกำไรปกติ 2Q63 จะเติบโตดีขึ้น YoY โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาหมูในเวียดนามที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก กำไร 2H63 มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับแรงหนุนจากราคาหมูระดับสูงในเวียดนามและราคาเนื้อสัตว์ในประเทศที่ฟื้นตัวดีขึ้นหลังรัฐบาลคลายมาตรการล็อกดาวน์
	BDMS ผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการ BDMS เป็นผู้ให้บริการทางการแพทย์ชั้นนำที่ได้รับประโยชน์จากการเติบโตของประกันสุขภาพภาคเอกชน
	ADVANC หุ้น defensive play ที่ดีท่ามกลางตลาดที่ผันผวน และการแข่งขันที่ลดลงจะช่วยสนับสนุน sentiment ระยะสั้น
	BCH มีปัจจัยสนับสนุนจากการให้บริการทางการแพทย์ที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 valuation ต่ำกว่าหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค
Tactical portfolio	BBL Valuation ถูก LLR สูง และสิ้นเชื่อเติบโตดี
	ERW มีโอกาสเก็งกำไรระยะสั้น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศของรัฐบาล
	IVL เราคาดว่าอุปสงค์ PET จะแข็งแกร่งมากที่สุดในช่วงที่กำลังเกิดการระบาดและภายหลังการระบาดของโควิด-19 โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสุขภาพ ซึ่งจะส่งผลดีต่อ IVL เนื่องจาก core EBITDA >50% ของบริษัทมาจากธุรกิจ integrated PET นอกจากนี้กำไรของ IVL ยังจะได้รับประโยชน์จากสินทรัพย์ใหม่ในธุรกิจ integrated EO/EG ที่เป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรตัวใหม่ด้วย
	HANA ความต้องการผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ยังมีมาก แม้เกิดสถานการณ์โควิด-19 การเปลี่ยนมาใช้ระบบ 5G จะช่วยสนับสนุนการเติบโต

Source: SCBS Investment Research

Figure 55: นำหนักการลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 3Q63

	Rating	เหตุผล
ธุรกิจการเกษตร	Overweight	ราคาไก่ในประเทศปรับตัวขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ และการส่งออกดีขึ้น
พาณิชย์	Overweight	ปลดล็อกมาตรการรัฐบาล, SSSG เป็นบวก
สื่อสาร	Overweight	การแข่งขันในระบบเดิมเงินผ่อนคลายลง
ชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์	Overweight	อุปสงค์ยังแข็งแกร่ง, เปลี่ยนมาใช้ระบบ 5G
อาหาร	Overweight	ราคาหมูในเวียดนามสูง, ราคาเนื้อสัตว์ในประเทศดีขึ้น, ส่วนแบ่งกำไรจาก Red Lobster ดีขึ้นจากการคลายล็อกดาวน์
การแพทย์	Overweight	ผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการ
ขนส่งทางบก	Overweight	คาดการณ์ดำเนินงานฟื้นตัวเร็ว
REITS/PF/IF	Overweight	bond yield ต่ำและคาดว่าอัตราดอกเบี้ยจะปรับตัวขึ้นตั้งแต่ 3Q63 เป็นต้นไป
ธนาคาร	Neutral	คุณภาพสินทรัพย์ปรับตัวแย่ลงจากการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือด้านสินเชื่อแก่ลูกค้ารายย่อย และ NIM ลดลง
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	ต้นทุนเชื้อเพลิงลดลง แต่อุปสงค์ภาคเอกชนอ่อนแอ
เคมีภัณฑ์	Neutral	อุปสงค์ฟื้นตัว แต่อุปทานยังมียาก
พลังงาน	Neutral	ราคาน้ำมันสูงขึ้นจากการควบคุมอุปทาน และอุปสงค์ฟื้นตัว
โรงแรม	Neutral	การดำเนินงานฟื้นตัวหลังจากคลายล็อกดาวน์ แต่ปัจจัยลบสะท้อนในราคาหุ้นค่อนข้างมากแล้ว
ประกัน	Neutral	เบี้ยประกันรับเติบโตต่ำ แต่ combined ratio ดีขึ้น
บริการรับเหมาก่อสร้าง	Neutral	รัฐบาลเบิกจ่ายงบประมาณช้า, ขาดโครงการใหม่ๆ แต่จะเริ่มรับรายได้จากโครงการที่มีอยู่
บันเทิง/สื่อ	Underweight	ผู้บริโภคหันมาใช้บริการสตรีมมิ่งและออนไลน์มากขึ้น, การใช้จ่ายโฆษณาลดลง
เงินทุน	Underweight	คุณภาพสินทรัพย์แย่ลงจากการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือด้านสินเชื่อแก่ลูกหนี้รายย่อย
อสังหาริมทรัพย์	Underweight	สินค้าคงคลังสูง, การแข่งขันทางราคารุนแรง, นโยบายกำกับดูแลสถาบันการเงินเข้มงวด, อุปสงค์จากลูกค้าชาวจีนและในประเทศอ่อนแอ
การขนส่งทางอากาศ	Underweight	การดำเนินงานฟื้นตัว แต่ความกังวล คือ คุณภาพของผลประกอบการและสภาพคล่องต่ำ
ยานยนต์	Underweight	ความต้องการซื้อสินค้าฟุ่มเฟือยต่ำ, นโยบายปล่อยสินเชื่อเข้มงวด

Source: SCBS Investment Research



หุ้น defensive ที่ดีในภาวะตลาดผันผวน

เราเริ่มเห็นการแข่งขันในระบบเติมเงินปรับตัวลดลงในช่วงกลางเดือนพ.ค. ซึ่ง ADVANC น่าจะได้รับประโยชน์มากที่สุดในจำนวนผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่สามราย เพราะบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงินสูงที่สุด การกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจก็น่าจะช่วยกระตุ้นให้ลูกค้าในระบบเติมเงินโทรศัพท์มือถือมากขึ้น เราคาดว่ากำไร 2Q63 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว QoQ และลดลง YoY ก่อนที่จะเห็นการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 3Q63 โดยรวมแล้วเราชอบ ADVANC เนื่องจากเป็นหุ้น defensive ที่ดีท่ามกลางภาวะตลาดที่ผันผวน และคาดว่าราคาหุ้นจะปรับตัว outperform SET ใน 3Q63 เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมาย 210 บาท

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการแข่งขันที่ลดลง... เราพบว่าผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายได้หยุดเสนอแพ็คเกจใช้งานไม่จำกัดด้วยความเร็วคงที่สำหรับระบบเติมเงินตั้งแต่กลางเดือนพ.ค. แพ็คเกจที่เสนอขายในตอนนี้ คือ แพ็คเกจความเร็วคงที่และจำกัดปริมาณการใช้งานต่อเดือน ซึ่งเป็นสัญญาณบวกต่อกลุ่มสื่อสาร เนื่องจากการเสนอแพ็คเกจในรูปแบบนี้มีแนวโน้มที่จะช่วยผลักดันให้ ARPU ในระบบเติมเงินของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโตดีขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุน sentiment ต่อกลุ่มสื่อสารด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เราจะต้องจับตาดูพัฒนาการดังกล่าวอย่างใกล้ชิด เนื่องจากที่ผ่านๆ มาการแข่งขันในระบบเติมเงินสามารถเปลี่ยนแปลงได้ทุกเดือน เราเชื่อว่าการแข่งขันที่ลดลงในระบบเติมเงินจะส่งผลดีต่อ ADVANC มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงินสูงที่สุด ทั้งนี้จากการประเมินของเรา รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ประมาณ 50% ของ ADVANC มาจากระบบเติมเงิน เทียบกับ 35-40% สำหรับ TRUE และ DTAC

...และการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ เราเชื่อว่าผู้มีรายได้ต่ำ (ส่วนใหญ่เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ระบบเติมเงิน) น่าจะได้รับผลกระทบหนักที่สุดจากมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนเม.ย. และพ.ค. เพราะทำให้ขาดรายได้ ดังนั้นจึงน่าจะเติมเงินโทรศัพท์มือถือน้อยลงในช่วงดังกล่าว เนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจเริ่มกลับมาดำเนินการในช่วงกลางเดือนพ.ค. ดังนั้นการเติมเงินโทรศัพท์มือถือจึงน่าจะค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น ADVANC ซึ่งมีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงินสูงที่สุด จะได้รับประโยชน์จากพัฒนาการนี้มากที่สุด

กำไรจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป QoQ ใน 3Q63 การลดลงของ ARPU จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่และธุรกิจอินเทอร์เน็ตความเร็วสูง (FBB) ใน 1Q63 และผลกระทบที่มากขึ้นจากโควิด-19 จะสร้างแรงกดดันต่อกำไร 2Q63 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ารายได้จากการแจกเน็ตฟรี 10GB ที่ได้มาจากกสทช. จะช่วยลดผลกระทบดังกล่าว ADVANC น่าจะได้รับรายได้เพิ่มเติม 870 ลบ. จากโครงการนี้ ดังนั้นเราคาดว่ากำไร 2Q63 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว QoQ และลดลง YoY สำหรับ 3Q63 เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากการแข่งขันในระบบเติมเงินที่ปรับตัวลดลง และไม่เมินเติมเศรษฐกิจที่ดีขึ้น

ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ADVANC ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ที่ 210 บาท เรายังคงชอบ ADVANC เนื่องจากเป็นหุ้น defensive ที่ดี เพราะกำไรมีความผันผวนต่ำท่ามกลางภาวะตลาดที่ผันผวน sentiment เชิงบวกจากการแข่งขันที่ลดลงน่าจะช่วยสนับสนุนราคาหุ้นในระยะสั้น ด้วยเหตุนี้เราจึงเชื่อว่าราคาหุ้น ADVANC จะปรับตัว outperform SET ใน 3Q63

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	169,856	180,894	180,324	187,008	193,124
EBITDA	(Btmn)	74,503	78,987	76,501	77,374	80,422
Core profit	(Btmn)	29,564	30,881	28,799	26,142	27,747
Reported profit	(Btmn)	29,682	31,190	28,369	26,142	27,747
Core EPS	(Bt)	9.94	10.39	9.69	8.79	9.33
DPS	(Bt)	7.08	7.34	6.68	6.15	6.53
P/E, core	(x)	19.1	18.3	19.6	21.6	20.4
EPS growth, core	(%)	(1.0)	4.5	(6.7)	(9.2)	6.1
P/BV, core	(x)	9.8	8.2	7.4	6.7	6.1
ROE	(%)	54.7	48.6	39.4	32.5	31.4
Dividend yield	(%)	3.7	3.9	3.5	3.2	3.4
FCF yield	(%)	3.8	8.2	(2.3)	4.2	5.9
EV/EBIT	(x)	10.5	9.4	10.5	10.2	9.5
EBIT growth, core	(%)	6.0	7.2	(5.2)	2.1	4.4
EV/CE	(x)	2.7	2.8	2.6	2.5	2.5
ROCE	(%)	13.7	15.0	12.7	11.2	11.8
EV/EBITDA	(x)	8.9	8.1	8.8	8.7	8.1
EBITDA growth	(%)	5.0	6.0	(3.1)	1.1	3.9

Source: SCBS Investment Research

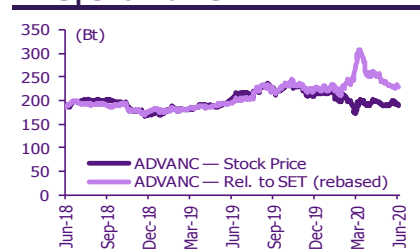
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 19) (Bt)	190.00
12-m target price (Bt)	210.00
Upside (Downside) to TP (%)	10.53
Mkt cap (Btbn)	564.98
Mkt cap (US\$mn)	18,225

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	3.83
Sector % SET	8.83
Shares issued (mn)	2,974
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	240 / 156.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	58.15
Foreign limit / actual (%)	48 / 35
Free float (%)	36.2
Dividend policy (%)	≥ 70

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(0.8)	(3.8)	(6.9)
Relative to SET	(4.3)	(20.9)	16.7

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	210.00
12-month dividend	(Bt)	6.68
Capital gain	(%)	10.53
Dividend yield	(%)	3.52
Total return	(%)	14.04

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดธิภัทร, CFA, FRM

นักวิเคราะห์การลงทุนที่ปรึกษาพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

kittisorn.pruitpat@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	155,213	152,150	157,722	169,856	180,894	180,324	187,008	193,124
Cost of goods sold	(Btmn)	(84,819)	(82,992)	(92,259)	(103,456)	(111,899)	(112,452)	(119,834)	(122,628)
Gross profit	(Btmn)	70,394	69,158	65,463	66,400	68,994	67,872	67,173	70,496
SG&A	(Btmn)	(20,301)	(29,926)	(25,220)	(26,472)	(27,885)	(27,948)	(30,053)	(31,556)
Other income	(Btmn)	739	568	750	861	846	960	676	600
Interest expense	(Btmn)	(1,960)	(4,236)	(5,302)	(5,148)	(4,777)	(6,100)	(5,000)	(4,750)
Pre-tax profit	(Btmn)	48,873	35,564	35,691	35,641	37,179	34,783	32,796	34,790
Corporate tax	(Btmn)	(9,999)	(5,175)	(5,843)	(5,923)	(6,209)	(5,913)	(6,559)	(6,958)
Equity a/c profits	(Btmn)	(11)	24	5	(123)	(86)	(68)	(92)	(82)
Minority interests	(Btmn)	(2)	(23)	(1)	(32)	(3)	(3)	(3)	(3)
Core profit	(Btmn)	38,860	30,389	29,852	29,564	30,881	28,799	26,142	27,747
Extra-ordinary items	(Btmn)	229	277	225	119	308	(430)	0	0
Net Profit	(Btmn)	39,089	30,667	30,077	29,682	31,190	28,369	26,142	27,747
EBITDA	(Btmn)	71,100	61,263	70,969	74,503	78,987	76,501	77,374	80,422
Core EPS	(Bt)	13.09	10.22	10.04	9.94	10.39	9.69	8.79	9.33
Net EPS	(Bt)	13.17	10.31	10.12	9.98	10.49	9.54	8.79	9.33
DPS	(Bt)	12.99	10.08	7.05	7.08	7.34	6.68	6.15	6.53

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	38,007	31,899	34,841	34,905	47,142	31,144	29,831	43,505
Total fixed assets	(Btmn)	136,082	233,650	240,103	241,961	228,584	259,219	260,930	257,074
Total assets	(Btmn)	181,761	275,670	284,067	290,505	289,669	304,410	304,913	314,837
Total loans	(Btmn)	65,432	98,958	109,677	109,133	94,044	110,000	100,000	95,000
Total current liabilities	(Btmn)	57,533	69,328	69,718	72,764	105,255	81,149	84,099	89,683
Total long-term liabilities	(Btmn)	75,735	163,634	163,922	160,072	115,020	146,306	136,769	132,237
Total liabilities	(Btmn)	133,268	232,962	233,641	232,836	220,275	227,455	220,869	221,920
Paid-up capital	(Btmn)	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	(Btmn)	48,493	42,708	50,427	57,669	69,394	76,955	84,044	92,917
BVPS	(Bt)	16.27	14.32	16.93	19.35	23.30	25.84	28.22	31.21

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	38,860	30,389	29,852	29,564	30,881	28,799	26,142	27,747
Depreciation and amortization	(Btmn)	20,495	21,667	30,151	33,879	37,229	35,922	39,592	40,813
Operating cash flow	(Btmn)	61,763	75,579	62,914	61,292	94,764	57,644	68,726	73,609
Investing cash flow	(Btmn)	(57,746)	(71,545)	(51,258)	(40,066)	(48,365)	(70,586)	(45,025)	(40,535)
Financing cash flow	(Btmn)	(8,411)	(2,672)	(12,232)	(22,809)	(35,829)	(5,773)	(29,055)	(23,878)
Net cash flow	(Btmn)	(4,393)	1,361	(576)	(1,584)	10,570	(18,715)	(5,354)	9,196

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	45.4	45.5	41.5	39.1	38.1	37.6	35.9	36.5
Operating margin	(%)	32.3	25.8	25.5	23.5	22.7	22.1	19.8	20.2
EBITDA margin	(%)	45.8	40.3	45.0	43.9	43.7	42.4	41.4	41.6
EBIT margin	(%)	38.1	34.1	37.9	37.3	37.6	35.8	35.2	35.6
Net profit margin	(%)	25.2	20.2	19.1	17.5	17.2	15.7	14.0	14.4
ROE	(%)	81.6	66.6	64.1	54.7	48.6	39.4	32.5	31.4
ROA	(%)	25.3	13.3	10.7	10.3	10.6	9.7	8.6	9.0
Net D/E	(%)	1.1	2.1	2.0	1.7	1.1	1.4	1.2	1.0
Interest coverage	(%)	36.3	14.5	13.4	14.5	16.5	12.5	15.5	16.9
Debt service coverage	(%)	4.8	3.8	4.8	3.3	2.7	4.8	5.2	5.5
Payout Ratio	(%)	98.6	97.7	69.7	70.9	70.0	70.0	70.0	70.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Service revenue ex. IC growth yoy	(%)	2.2	1.6	4.9	3.8	2.4	(1.1)	4.2	3.6
Mobile revenue	(Btmn)	118,516	119,493	122,979	124,784	126,341	123,421	127,487	130,675
FBB revenue	(Btmn)	120	860	3,128	4,436	5,656	6,788	8,145	9,774
SIM and Handset margin	(%)	(0.8)	(4.2)	(3.5)	(3.5)	1.1	1.0	(1.0)	1.0

Financial statement Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total revenue	(Btmn)	42,228	42,110	44,584	43,262	44,081	44,733	48,818	42,845
Cost of goods sold	(Btmn)	(25,299)	(26,023)	(28,414)	(26,976)	(26,879)	(26,637)	(31,408)	(26,757)
Gross profit	(Btmn)	16,929	16,087	16,170	16,286	17,202	18,096	17,410	16,088
SG&A	(Btmn)	(6,253)	(6,835)	(7,000)	(6,297)	(7,094)	(6,361)	(8,132)	(6,313)
Other income	(Btmn)	156	193	204	255	162	163	267	319
Interest expense	(Btmn)	(1,290)	(1,277)	(1,288)	(1,217)	(1,194)	(1,195)	(1,171)	(1,564)
Pre-tax profit	(Btmn)	9,541	8,167	8,086	9,027	9,076	10,703	8,373	8,530
Corporate tax	(Btmn)	(1,599)	(1,345)	(1,320)	(1,523)	(1,550)	(1,833)	(1,303)	(1,335)
Equity a/c profits	(Btmn)	(24)	(33)	(54)	(17)	(24)	(25)	(20)	(7)
Minority interests	(Btmn)	(19)	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
Core profit	(Btmn)	7,899	6,788	6,710	7,486	7,502	8,844	7,049	7,187
Extra-ordinary items	(Btmn)	106	12	129	84	252	(44)	16	(430)
Net Profit	(Btmn)	8,005	6,800	6,839	7,570	7,754	8,800	7,065	6,756
EBITDA	(Btmn)	19,156	18,000	18,293	19,091	19,321	21,470	19,302	23,100
Core EPS	(Bt)	2.66	2.28	2.26	2.52	2.52	2.97	2.37	2.42
Net EPS	(Bt)	2.69	2.29	2.30	2.55	2.61	2.96	2.38	2.27

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total current assets	(Btmn)	33,352	33,069	34,905	46,038	37,623	37,690	47,142	55,337
Total fixed assets	(Btmn)	235,987	244,757	241,961	237,443	236,700	232,576	228,584	305,197
Total assets	(Btmn)	282,765	291,392	290,505	296,634	287,607	283,593	289,669	374,715
Total loans	(Btmn)	102,332	111,325	109,133	103,227	97,424	97,014	94,044	93,967
Total current liabilities	(Btmn)	69,295	78,993	72,764	79,365	67,589	91,260	105,255	126,595
Total long-term liabilities	(Btmn)	157,401	161,577	160,072	160,500	155,489	130,235	115,020	183,349
Total liabilities	(Btmn)	226,696	240,570	232,836	239,865	223,078	221,495	220,275	309,944
Paid-up capital	(Btmn)	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973	2,973
Total equity	(Btmn)	56,069	50,821	57,669	56,769	64,529	62,098	69,394	64,772
BVPS	(Bt)	18.74	17.04	19.35	19.05	21.66	20.84	23.30	21.74

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Core Profit	(Btmn)	7,899	6,788	6,710	7,486	7,502	8,844	7,049	7,187
Depreciation and amortization	(Btmn)	8,325	8,556	8,919	8,847	9,052	9,572	9,758	13,006
Operating cash flow	(Btmn)	2,446	19,565	9,572	30,015	4,446	41,985	18,318	44,687
Investing cash flow	(Btmn)	(5,438)	(15,829)	(6,697)	(2,934)	(8,202)	(41,454)	4,225	(31,946)
Financing cash flow	(Btmn)	2,048	(3,044)	(2,055)	(15,650)	(5,544)	(448)	(14,187)	(1,820)
Net cash flow	(Btmn)	(944)	692	820	11,432	(9,301)	83	8,356	10,920

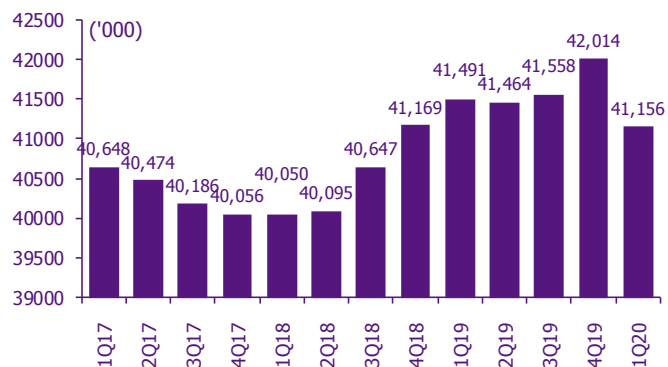
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Gross margin	(%)	40.1	38.2	36.3	37.6	39.0	40.5	35.7	37.5
Operating margin	(%)	25.3	22.0	20.6	23.1	22.9	26.2	19.0	22.8
EBITDA margin	(%)	45.4	42.7	41.0	44.1	43.8	48.0	39.5	53.9
EBIT margin	(%)	38.5	36.5	35.2	37.8	37.6	41.2	34.5	47.1
Net profit margin	(%)	19.0	16.1	15.3	17.5	17.6	19.7	14.5	15.8
ROE	(%)	62.6	58.6	49.7	57.1	49.8	62.7	44.4	47.3
ROA	(%)	11.2	9.5	9.3	10.3	10.5	12.3	9.7	8.6
Net D/E	(%)	1.7	2.0	1.7	1.5	1.3	1.4	1.1	1.0
Interest coverage	(%)	14.9	14.1	14.2	15.7	16.2	18.0	16.5	14.8
Debt service coverage	(%)	5.1	3.2	3.3	4.8	4.7	5.0	2.6	2.9

Main Assumptions

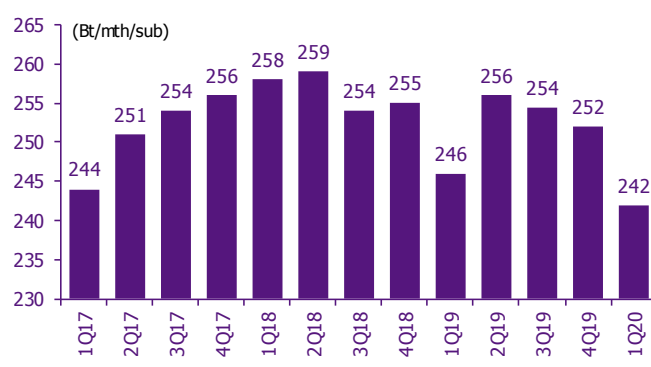
FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Service revenue ex. IC growth yoy	(%)	4.1	2.1	3.3	(0.3)	3.1	4.0	2.6	0.1
Mobile revenue	(Btmn)	31,256	30,895	31,426	30,678	32,042	31,851	31,770	30,334
FBB revenue	(Btmn)	1,094	1,117	1,212	1,288	1,380	1,409	1,579	1,640
SIM and Handset margin	(%)	(3.0)	(5.5)	(4.3)	0.9	0.4	1.8	1.5	0.7

Figure 1: Mobile subscribers



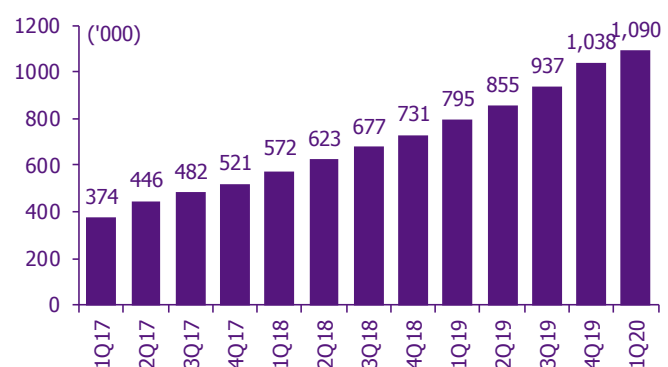
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 2: Mobile blended ARPU



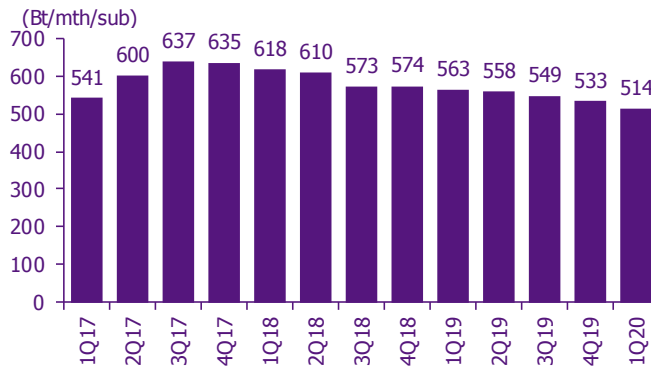
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 3: FBB subscribers



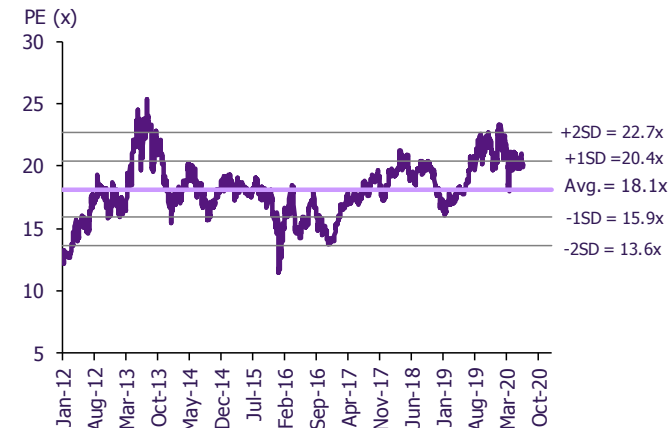
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 4: FBB ARPU



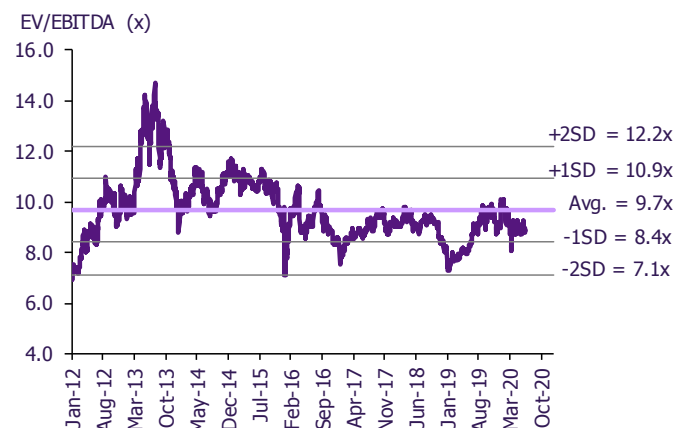
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 5: ADVANC's PE band



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 6: ADVANC's EV/EBITDA band



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg



หุ้น laggard ที่ปลอดภัย

เราเชื่อว่า BBL เป็นหุ้น laggard ที่ปลอดภัย เพราะ valuation ถูก (PBV 0.5 เท่า และ PE 7.8 เท่า ในปี 2563) เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัว underperform ตลาด YTD (-26% เทียบกับ SET ที่ -13%) อีกทั้งยังมี LLR coverage สูงที่สุด และมีสัดส่วนสินเชื่อธุรกิจมากที่สุด ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากภาวะเศรษฐกิจขาลง และมีโอกาสขยายสินเชื่อจากการที่บริษัทขนาดใหญ่เปลี่ยนมาระดมทุนด้วยการขอสินเชื่อแทนการออกตราสารหนี้ เรายังคงเลือก BBL เป็นหุ้นเด่นของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 146 บาท

ธนาคารเพียงแห่งเดียวที่จะตั้งสำรองลดลงในปี 2563 BBL ปรับเป้าตั้งสำรองในปี 2563 เพิ่มขึ้นจาก 1.2-1.5 หมื่นลบ. สู่ 1.5-2.0 หมื่นลบ. (เทียบกับประมาณการตามหลักอนุรักษนิยมของเราที่ 2.5 หมื่นลบ.) อย่างไรก็ตาม BBL จะเป็นธนาคารเพียงแห่งที่จะตั้งสำรองลดลง (เรคาดการณ์ที่ -24%) ในปี 2563 เพราะมี LLR coverage สูงถึง 195% สูงที่สุดในกลุ่มธนาคาร ลูกค้าส่วนใหญ่ของ BBL เป็นลูกค้าธุรกิจขนาดใหญ่ซึ่งฐานะการเงินแข็งแกร่งมากพอที่จะรับมือกับภาวะเศรษฐกิจขาลง BBL มีเงินให้สินเชื่อแก่ลูกค้ากลุ่มธุรกิจท่องเที่ยวในสัดส่วนเพียง 7-8%

สินเชื่อเติบโตได้ดี เราคาดว่า BBL จะขยายสินเชื่อได้เองสูงถึง 8% ในปี 2563 (เทียบกับ -1% ในปี 2562) เมื่อพิจารณาจากการขยายสินเชื่อได้มากกว่าปกติที่ 6.1% YoY และ 4.6% YTD ในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2563 การมีสัดส่วนสินเชื่อธุรกิจมากที่สุด (ประมาณ 57%) ทำให้ BBL อยู่ในตำแหน่งดีที่จะคว้าโอกาสขยายสินเชื่อ เนื่องจากบริษัทขนาดใหญ่บางแห่งเปลี่ยนมาระดมทุนด้วยการขอสินเชื่อแทนการออกตราสารหนี้ท่ามกลางภาวะตลาดตราสารหนี้ที่ผันผวน นอกจากนี้การซื้อ Permata ยังจะช่วยสนับสนุนให้สินเชื่อขยายตัวได้อีก 10% ด้วย

รวมงบการเงินของ Permata เข้ามา BBL เข้าซื้อหุ้น 89.12% ใน PT Bank Permata Tbk (Permata) เสร็จสมบูรณ์เมื่อวันที่ 20 พ.ค. และจะต้องทำค่าเสนอซื้อหุ้น Permata ส่วนที่เหลืออีก 10.88% ที่ราคาเข้าซื้อสุดท้ายที่ 1,347 รูเปีย/หุ้น (PBV 1.63 เท่า) มูลค่าธุรกรรมทั้งหมดอยู่ที่ 37,772 พันล้านรูเปีย (82,624 ลบ.) ทั้งนี้ใน 1Q63 กำไรของ Permata ลดลง 99.5% YoY สู่ 2 พันล้านรูเปีย (4 ลบ.) โดยมีสาเหตุมาจากการตั้งสำรองเพิ่มขึ้น 377% YoY เพื่อสะท้อนผลกระทบจากสถานการณ์แพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 บวกกับค่าใช้จ่ายพิเศษจากการปรับปรุงภาษีเงินได้รอตัดบัญชี กำไรจากการดำเนินงานปกติใน 1Q63 ของ Permata อยู่ที่ 378 พันล้านรูเปีย (794 ลบ.) ทรงตัว YoY Permata มุ่งบดลูที่แข็งแกร่ง โดย CAR อยู่ที่ 19.6%, LDR อยู่ที่ 80%, อัตราส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมอยู่ที่ 3.2% และ LLR coverage อยู่ที่ 152% ณ 1Q63 เรคาดการณ์กำไรของ Permata ในเบื้องต้นว่าจะปรับตัวลดลงจาก 1,500 พันล้านรูเปีย ในปี 2562 สู่ 76 พันล้านรูเปีย (353 ลบ.) ในปี 2563 จากนั้นจะฟื้นตัวดีขึ้นสู่ 841 พันล้านรูเปีย (1.77 พันลบ.) ในปี 2564 และ 1,470 พันล้านรูเปีย (3.1 พันลบ.) ในปี 2565 เรคาดว่าสัดส่วนกำไรจาก Permata จะอยู่ที่ 1% ในปี 2563, 6% ในปี 2564 และ 9% ในปี 2565

คาด NIM ลดลงแรง BBL คาดว่า NIM จะลดลง 20-30 bps QoQ ใน 2Q63 โดยมีสาเหตุมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 40 bps ในเดือนเม.ย. ภายหลังการปรับอัตรานำส่งเงินสมทบกองทุนฟื้นฟูฯ สำหรับปี 2563-2564 ลดลง 0.23 bps BBL ยังคงเป้า NIM ในปี 2563 ไว้ที่ 2.2% (เทียบกับ 2.3% ในปี 2562) เรายังคงประมาณการ NIM ในปี 2563 ของ BBL ไว้ที่ 2.2% (-6 bps)

หุ้นเด่นของกลุ่มธนาคาร เรายังคงเลือก BBL เป็นหุ้นเด่นของกลุ่มธนาคาร ด้วยราคาเป้าหมาย 146 บาท (0.65 เท่าของประมาณการ BVPS ปี 2563) เนื่องจาก valuation ถูก (PBV 0.5 เท่า และ PE 7.8 เท่า ในปี 2563) BBL เป็นธนาคารที่มี LLR coverage สูงที่สุด และมีสัดส่วนสินเชื่อธุรกิจมากที่สุด ซึ่งเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากภาวะเศรษฐกิจขาลง และมีโอกาสขยายสินเชื่อจากการที่บริษัทขนาดใหญ่เปลี่ยนมาระดมทุนด้วยการขอสินเชื่อแทนการออกตราสารหนี้

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Pre-provision profit	(Bt mn)	66,158	78,690	60,703	63,761	64,612
Net profit	(Bt mn)	35,330	35,816	29,077	33,510	36,478
PPP/Sh	(Bt)	34.66	41.22	31.80	33.40	33.85
EPS	(Bt)	18.51	18.76	15.23	17.55	19.11
BVPS	(Bt)	216.26	224.09	226.74	243.92	260.14
DPS	(Bt)	6.50	7.00	3.00	3.50	6.50
P/PPP	(x)	3.33	2.80	3.63	3.46	3.41
PPP growth	(%)	4.49	18.94	(22.86)	5.04	1.33
P/E	(x)	6.24	6.16	7.58	6.58	6.04
EPS growth	(%)	7.03	1.38	(18.82)	15.25	8.86
P/BV	(x)	0.53	0.52	0.51	0.47	0.44
ROE	(%)	8.67	8.52	6.76	7.46	7.58
Dividend yield	(%)	5.63	6.06	2.60	3.03	5.63

Source: SCBS Investment Research

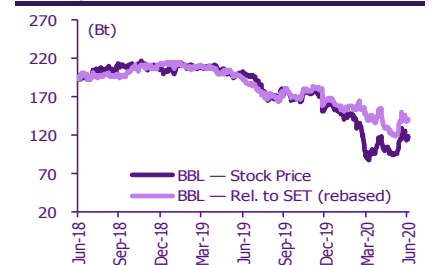
ชื่อ

Stock data

Last close (Jun 19) (Bt)	115.50
12-m target price (Bt)	146.00
Upside (Downside) to TP (%)	26.41
Mkt cap (Btbn)	220.47
Mkt cap (US\$mn)	7,112

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	1.49
Sector % SET	9.05
Shares issued (mn)	1,909
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	204 / 88
Avg. daily 6m (US\$mn)	47.90
Foreign limit / actual (%)	30 / 30
Free float (%)	98.6
Dividend policy (%)	NA

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	20.3	18.5	(43.1)
Relative to SET	16.0	(2.6)	(28.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	146.00
12-month dividend	(Bt)	3.00
Capital gain	(%)	26.41
Dividend yield	(%)	2.60
Total return	(%)	29.00

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Interest & dividend income	(Btmn)	103,814	102,443	105,476	110,781	112,565	106,777	112,790	120,684
Interest expense	(Btmn)	46,304	38,445	38,851	39,405	41,494	34,057	35,533	42,031
Net interest income	(Btmn)	57,510	63,998	66,625	71,376	71,071	72,719	77,257	78,653
Non-interest income	(Btmn)	45,026	41,763	45,638	49,947	62,582	42,551	42,619	43,502
Non-interest expenses	(Btmn)	45,045	50,505	48,948	55,165	54,963	54,568	56,115	57,543
Pre-provision profit	(Btmn)	57,492	55,256	63,315	66,158	78,690	60,703	63,761	64,612
Provision	(Btmn)	14,654	15,728	22,370	21,965	32,351	24,653	23,960	22,762
Pre-tax profit	(Btmn)	42,838	39,528	40,946	44,193	46,339	36,050	39,802	41,850
Tax	(Btmn)	8,630	7,556	7,832	8,554	10,219	7,030	7,761	8,161
Equities & minority interest	(Btmn)	28	157	105	309	304	(57)	(1,469)	(2,789)
Core net profit	(Btmn)	34,181	31,815	33,009	35,330	35,816	29,077	33,510	36,478
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	34,181	31,815	33,009	35,330	35,816	29,077	33,510	36,478
EPS	(Bt)	17.91	16.67	17.29	18.51	18.76	15.23	17.55	19.11
DPS	(Bt)	6.50	6.50	6.50	6.50	7.00	3.00	3.50	6.50

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Cash	(Btmn)	61,432	66,338	65,473	62,394	58,090	58,801	59,736	60,487
Interbank assets	(Btmn)	372,007	394,612	437,738	450,700	472,349	519,584	555,955	583,753
Investments	(Btmn)	520,805	547,941	593,180	558,395	649,434	639,693	642,891	646,105
Gross loans	(Btmn)	1,868,903	1,941,093	2,003,989	2,083,160	2,061,309	2,226,214	2,337,524	2,454,401
Accrued interest receivable	(Btmn)	4,279	4,653	5,061	5,624	4,013	4,013	4,013	4,013
Loan loss reserve	(Btmn)	104,187	119,518	140,021	153,003	174,276	194,477	213,761	231,614
Net loans	(Btmn)	1,768,995	1,826,227	1,869,029	1,935,781	1,891,046	2,035,750	2,127,776	2,226,800
Total assets	(Btmn)	2,835,852	2,944,230	3,076,310	3,116,750	3,216,743	3,404,355	3,541,825	3,677,797
Deposits	(Btmn)	2,090,965	2,178,141	2,310,743	2,326,470	2,370,792	2,553,343	2,658,030	2,763,022
Interbank liabilities	(Btmn)	128,681	130,928	133,584	136,862	134,346	134,346	134,346	134,346
Borrowings	(Btmn)	138,403	137,815	107,190	116,348	144,681	144,681	144,681	144,681
Total liabilities	(Btmn)	2,473,821	2,564,985	2,674,303	2,703,591	2,788,627	2,971,178	3,075,865	3,180,857
Minority interest	(Btmn)	199	229	283	345	365	365	365	365
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	361,832	379,016	401,724	412,814	427,751	432,812	465,595	496,575
BVPS	(Bt)	189.56	198.56	210.45	216.26	224.09	226.74	243.92	260.14

Key Assumptions and Financial Ratios

	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Growth									
YoY loan growth	(%)	4.86	3.86	3.24	3.95	(1.05)	8.00	5.00	5.00
YoY non-NII growth	(%)	19.50	(7.25)	9.28	9.44	25.30	(32.01)	0.16	2.07
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.80	3.63	3.56	3.62	3.59	3.25	3.26	3.34
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.97	1.60	1.55	1.54	1.59	1.24	1.23	1.41
Spread	(%)	1.83	2.03	2.01	2.08	2.00	2.01	2.03	1.94
Net interest margin	(%)	2.11	2.27	2.25	2.33	2.27	2.21	2.23	2.18
ROE	(%)	9.98	8.59	8.46	8.67	8.52	6.76	7.46	7.58
ROA	(%)	1.22	1.10	1.10	1.14	1.13	0.88	0.96	1.01
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	3.01	3.55	4.36	3.85	3.84	4.48	4.46	4.44
LLR/NPLs	(%)	185.30	173.61	160.17	190.93	220.19	194.83	205.00	212.59
Provision expense/Total loans	(%)	0.78	0.81	1.12	1.05	1.57	1.11	1.03	0.93
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	83.83	83.81	82.88	85.28	81.95	82.51	83.40	84.41
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	48.08	50.26	46.78	49.14	49.18	49.94	49.28	49.54
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	17.86	18.32	18.16	17.96	20.20	17.14	17.25	17.27
Tier-1	(%)	15.78	16.40	16.62	16.43	17.10	15.71	15.88	15.96
Tier-2	(%)	2.08	1.92	1.54	1.52	3.10	1.42	1.37	1.31

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Interest & dividend income	(Btmn)	27,468	28,221	28,509	28,365	28,015	28,471	27,715	28,625
Interest expense	(Btmn)	9,895	9,964	10,086	10,066	10,379	10,527	10,522	8,805
Net interest income	(Btmn)	17,573	18,256	18,423	18,299	17,635	17,944	17,193	19,820
Non-interest income	(Btmn)	13,622	11,343	10,602	10,284	13,488	12,298	26,512	6,563
Non-interest expenses	(Btmn)	13,376	12,878	16,317	12,202	14,108	12,679	15,975	11,377
Earnings before tax & provision	(Btmn)	17,819	16,721	12,709	16,382	17,015	17,563	27,731	15,005
Provision	(Btmn)	6,533	5,346	2,765	5,078	5,549	5,381	16,342	5,087
Pre-tax profit	(Btmn)	11,286	11,376	9,944	11,303	11,466	12,181	11,389	9,918
Tax	(Btmn)	2,041	2,224	1,767	2,224	2,065	2,640	3,290	2,169
Equities & minority interest	(Btmn)	51	122	76	51	54	103	96	79
Core net profit	(Btmn)	9,194	9,030	8,101	9,028	9,347	9,438	8,002	7,671
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Net profit	(Btmn)	9,194	9,030	8,101	9,028	9,347	9,438	8,002	7,671
EPS	(Bt)	4.82	4.73	4.24	4.73	4.90	4.94	4.19	4.02

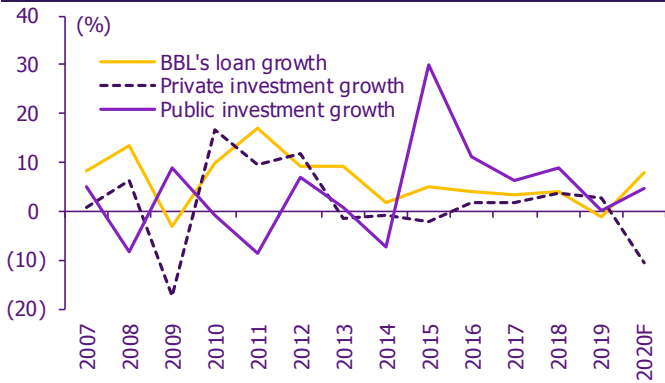
Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Cash	(Btmn)	55,924	56,770	62,394	58,652	55,151	51,825	58,090	72,795
Interbank assets	(Btmn)	494,489	448,478	450,700	520,967	505,175	575,970	472,349	505,156
Investments	(Btmn)	589,197	599,544	558,395	577,257	586,208	616,071	649,434	689,173
Gross loans	(Btmn)	2,065,487	2,021,246	2,083,160	2,029,810	2,017,314	2,001,445	2,061,309	2,115,950
Accrued interest receivable	(Btmn)	5,179	5,436	5,624	5,992	5,266	4,471	4,013	5,311
Loan loss reserve	(Btmn)	147,164	151,515	153,003	158,094	152,623	158,095	174,276	166,059
Net loans	(Btmn)	1,923,502	1,875,167	1,935,781	1,877,708	1,869,957	1,847,821	1,891,046	1,955,202
Total assets	(Btmn)	3,175,340	3,087,058	3,116,750	3,148,836	3,146,109	3,228,092	3,216,743	3,395,290
Deposits	(Btmn)	2,349,857	2,297,627	2,326,470	2,340,979	2,352,679	2,362,766	2,370,792	2,514,331
Interbank liabilities	(Btmn)	204,367	133,253	136,862	146,232	119,903	148,575	134,346	108,595
Borrowings	(Btmn)	95,766	132,543	116,348	114,172	111,103	147,375	144,681	147,693
Total liabilities	(Btmn)	2,775,166	2,682,235	2,703,591	2,723,141	2,722,609	2,797,654	2,788,627	2,979,985
Minority interest	(Btmn)	324	248	345	440	339	260	365	457
Paid-up capital	(Btmn)	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088	19,088
Total Equities	(Btmn)	399,850	404,574	412,814	425,256	423,161	430,178	427,751	414,849
BVPS	(Bt)	209.47	211.95	216.26	222.78	221.68	225.36	224.09	217.33

Financial Ratios

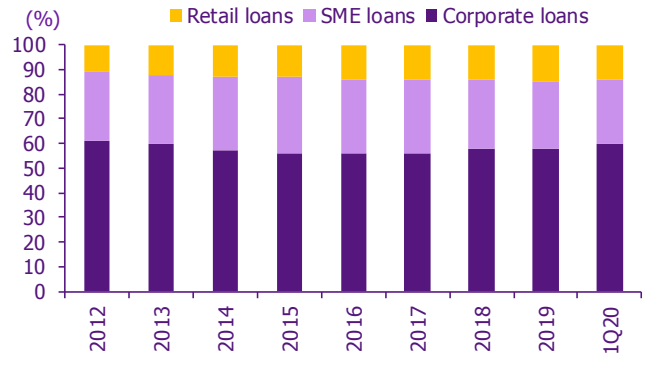
FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Growth									
YoY loan growth	(%)	4.40	4.26	3.95	2.59	(2.33)	(0.98)	(1.05)	4.24
YoY non-NII growth	(%)	19.29	(2.20)	(9.87)	(28.48)	(0.98)	8.41	150.06	(36.19)
Profitability									
Yield on earn'g assets	(%)	3.50	3.63	3.70	3.65	3.59	3.61	3.48	3.53
Cost on int-bear'g liab	(%)	1.50	1.53	1.57	1.55	1.60	1.61	1.59	1.30
Spread	(%)	2.00	2.10	2.13	2.09	1.99	2.01	1.89	2.23
Net interest margin	(%)	2.24	2.35	2.39	2.35	2.26	2.28	2.16	2.44
ROE	(%)	9.13	8.98	7.93	8.62	8.81	8.85	7.46	7.28
ROA	(%)	1.16	1.17	1.04	1.15	1.19	1.17	1.00	0.90
Asset Quality									
NPLs/Total Loans	(%)	4.04	4.16	3.85	4.12	4.07	4.31	3.84	4.03
LLR/NPLs	(%)	176.29	180.08	190.93	188.95	185.79	183.36	220.19	194.81
Provision expense/Total loans	(%)	1.27	1.06	0.53	1.00	1.10	1.08	3.17	0.96
Liquidity									
Loans/Deposits & borrowings	(%)	84.46	83.17	85.28	82.68	81.88	79.73	81.95	79.49
Efficiency									
Cost to income ratio	(%)	46.86	46.50	57.46	44.12	50.15	45.79	56.48	45.20
Capital Fund									
Capital adequacy ratio	(%)	17.22	17.86	17.96	18.12	18.28	20.72	20.20	18.47
Tier-1	(%)	15.70	16.34	16.43	16.63	16.79	17.66	17.10	15.67
Tier-2	(%)	1.52	1.52	1.52	1.49	1.49	3.05	3.10	2.81

Figure 1: Loan growth



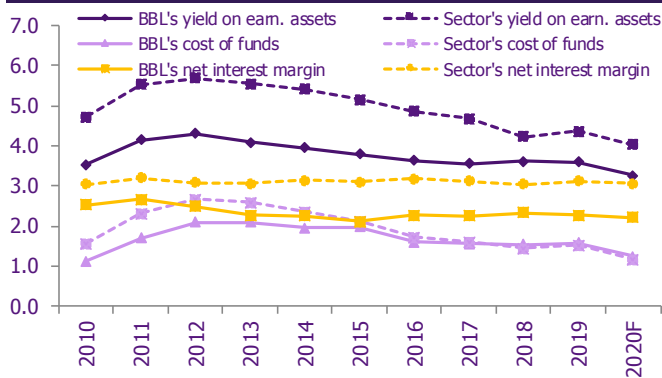
Source: BBL, NESDB and SCBS Investment Research

Figure 2: BBL's loan breakdown



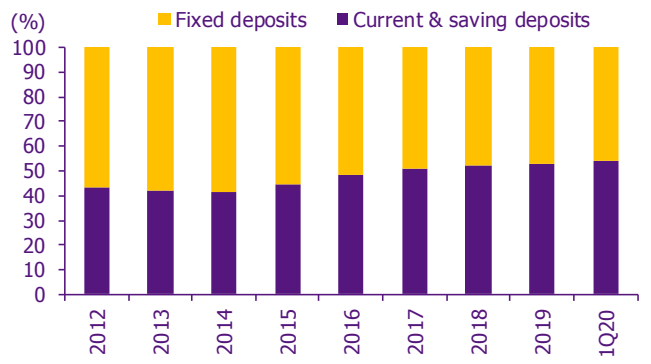
Source: BBL and SCBS Investment Research

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



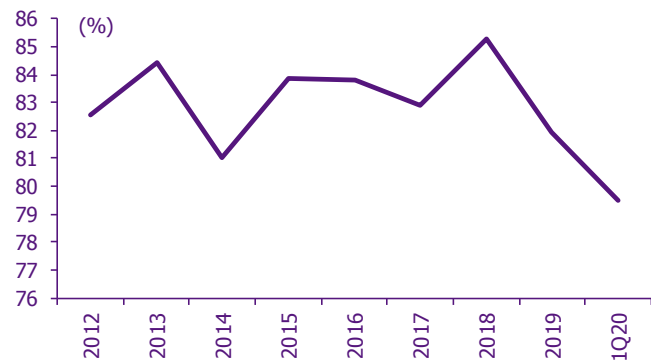
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 4: BBL's deposit mix



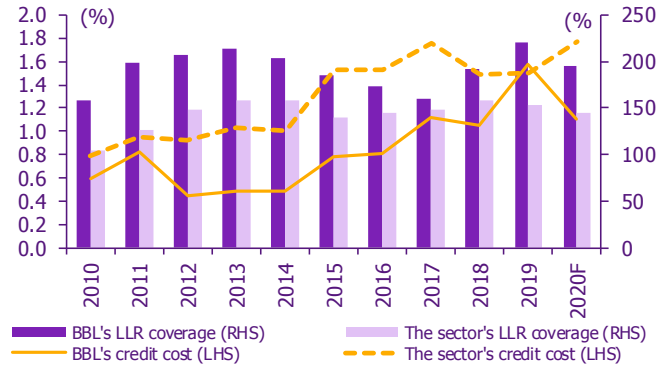
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 5: BBL's loan to deposit & borrowing ratio



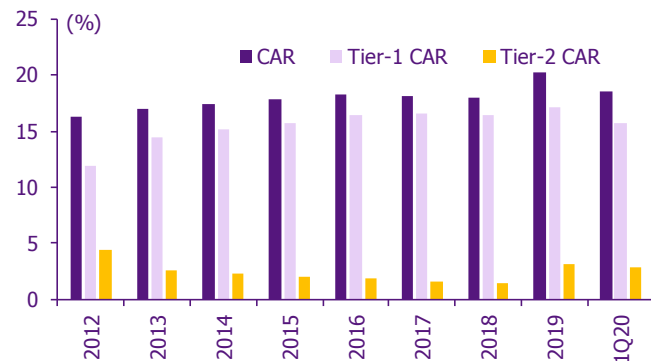
Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 6: BBL's LLR coverage and credit cost



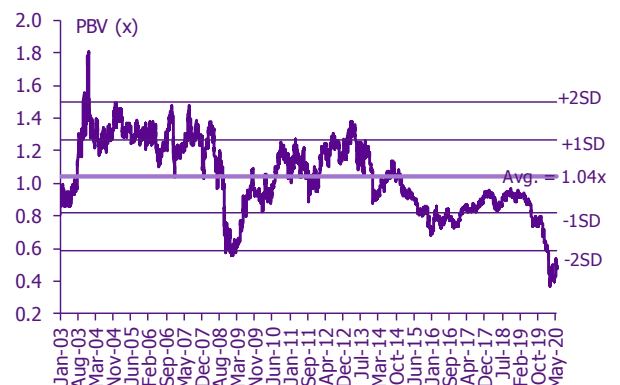
Source: BBL and SCBS Investment Research

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



Source: BBL and SCBS Investment Research

Figure 8: BBL's PBV



Source: BBL and SCBS Investment Research



เชื่อมั่นในผลประกอบการและ valuation น่าสนใจ

การดำเนินงานของ BCH มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยได้แรงหนุนจากการกลับมาให้บริการของผู้ป่วยคนไทยหลังจากรัฐบาลผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ อีกทั้งยังมีปัจจัยสนับสนุนระยะสั้นจากการให้บริการทางการแพทย์ที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 เรามองว่าโรงพยาบาลใหม่ของ BCH ไม่น่าจะเป็นตัวถ่วงผลการดำเนินงาน เนื่องจากมีความต้องการให้บริการสูง ในขณะที่ supply โรงพยาบาลในพื้นที่มีน้อย valuation ของ BCH น่าสนใจ เพราะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 13% เราแนะนำ "ซื้อ" BCH ราคาเป้าหมาย 19 บาท/หุ้น

ผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการ ปริมาณผู้ป่วยของ BCH ลดลง 5% YoY สำหรับบริการ OPD และ 10% YoY สำหรับบริการ IPD ใน 1Q63 โดยส่วนใหญ่ลดลงในเดือนมี.ค. เนื่องจากรัฐบาลประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์ และขอความร่วมมือให้ประชาชนอยู่บ้าน ส่งผลทำให้ผู้ป่วยไม่สะดวกที่จะเดินทางมาโรงพยาบาล การดำเนินงานอ่อนแอต่อเนื่องในเดือนเม.ย. เพราะปริมาณผู้ป่วยลดลง แต่ตอนนี้เริ่มฟื้นตัวแล้ว โดยปริมาณผู้ป่วยหดตัว YoY น้อยลง เนื่องจากผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการในช่วงกลางเดือนพ.ค. หลังจากรัฐบาลคลายล็อกดาวน์ BCH มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากการให้บริการทางการแพทย์ที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 โดยนับถึงปัจจุบันบริษัทได้ให้บริการ RT-PCR เพื่อตรวจคัดกรองเชื้อไวรัสโควิด-19 แก่ผู้ใช้บริการไปแล้ว ~100,000 ราย เมื่อใช้สมมติฐานอัตราค่าบริการที่ ~3,000 บาท/ราย และอัตรากำไรสุทธิที่ 10% BCH จะมีรายได้เพิ่มเติม 300 ลบ. และกำไรสุทธิ 30 ลบ. (10% ของกำไรเฉลี่ยต่อไตรมาส) ซึ่งน่าจะช่วยลดผลกระทบจากบริการผู้ป่วยต่างชาติ (11% ของรายได้ของ BCH) ที่อ่อนแอ โดยหลักๆ เกิดขึ้นที่ World Medical Hospital (WMC) ซึ่งได้รับผลกระทบจากการห้ามเที่ยวบินพาณิชย์ทุกเที่ยวบินเดินทางเข้าออกประเทศไทยตั้งแต่วันที่ 4 เม.ย. ถึง 30 มิ.ย. เพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19

โรงพยาบาลใหม่ไม่เป็นตัวถ่วงผลการดำเนินงาน ในเดือนพ.ค. BCH ได้เปิด *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล อรัญประเทศ* (51 เตียง จากทั้งหมด 90 เตียง) โรงพยาบาลแห่งนี้ตั้งเป้าไปที่ผู้ป่วยชาวต่างชาติ เนื่องจากตั้งอยู่ในจังหวัดสระแก้ว ใกล้กับชายแดนไทย-กัมพูชา และเป็นโรงพยาบาลเอกชนแห่งแรกในจังหวัดดังกล่าว BCH มีโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่งรอเปิดดำเนินการ: 1) *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปราจันบุรี* (115 เตียง) จะเปิดใน 4Q63 และ 2) *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล เวียงจันทน์* ใน สปป. ลาว (254 เตียง เฟส 1 มี 110 เตียง) จะเปิดใน 1Q64 (BCH ถือหุ้น 76% พันธมิตรท้องถิ่นถือหุ้น 24%) สำหรับ *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ ปราจันบุรี* เนื่องจากโรงพยาบาลแห่งนี้จะให้บริการผู้ป่วยในระบบประกันสังคม (SC) ตั้งแต่เดือนม.ค. 2564 ดังนั้นค่าบริการเหมาะสมจากรายรับ SC จะช่วยสนับสนุนการดำเนินงานในระยะแรก เรามองว่าตลาดมีแนวโน้มที่จะกังวลเกี่ยวกับ *โรงพยาบาลเกษมราษฎร์ อินเตอร์เนชั่นแนล เวียงจันทน์* มากกว่า เนื่องจากเป็นโครงการร่วมลงทุนในต่างประเทศแห่งแรกของ BCH ทั้งนี้ แม้ว่าจะมีภาระต้นทุนเริ่มแรกเกิดขึ้นเมื่อเปิดโรงพยาบาลใหม่ แต่เราเชื่อว่าผลกระทบจะถูกปรับให้ลดน้อยลงด้วยการทยอยเปิดให้บริการ อีกทั้งโรงพยาบาลใน สปป. ลาว ก็มีน้อย โดยคิดเป็นสัดส่วนได้ที่ 1.5 เตียงต่อประชากร 1,000 คน เทียบกับ 2.5 เตียงสำหรับประเทศไทย

Valuation น่าสนใจ เราคิดว่ากำไรปกติของ BCH จะเติบโต 2% ในปี 2563 โดย 2Q63 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ จากนั้นกำไรจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 (เติบโต YoY และ HoH) และเติบโต 15% ในปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากการกลับมาให้บริการของผู้ป่วยคนไทย และบริการ SC ที่เติบโตเพิ่มขึ้นหลังจากปรับเพิ่มอัตราค่าบริการทางการแพทย์เมื่อวันที่ 1 ม.ค. 2563 นอกจากนี้เรายังชอบ BCH เพราะ valuation ไม่แพง: BCH ซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2563 ระดับ 15 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 12%

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	8,073	8,880	9,560	10,828	11,986
EBITDA	(Btmn)	2,232	2,387	2,678	2,924	3,222
Core profit	(Btmn)	1,109	1,240	1,260	1,448	1,654
Reported profit	(Btmn)	1,089	1,135	1,260	1,448	1,654
Core EPS	(Bt)	0.44	0.50	0.51	0.58	0.66
DPS	(Bt)	0.23	0.23	0.25	0.29	0.33
P/E, core	(x)	32.6	29.2	28.7	25.0	21.9
EPS growth, core	(%)	21.0	11.8	1.6	14.9	14.2
P/BV, core	(x)	6.3	5.8	5.3	4.8	4.3
ROE	(%)	18.0	18.5	17.2	18.1	18.8
Dividend yield	(%)	1.6	1.6	1.7	2.0	2.3
FCF yield	(%)	5.1	0.5	3.2	2.4	4.5
EV/EBIT	(x)	24.3	23.8	20.8	18.2	16.1
EBIT growth, core	(%)	8.6	3.4	13.0	13.8	11.1
EV/CE	(x)	3.6	3.2	3.2	3.0	3.0
ROCE	(%)	11.2	10.4	11.6	12.4	13.8
EV/EBITDA	(x)	18.0	17.1	15.0	13.7	12.2
EBITDA growth	(%)	8.2	6.9	12.2	9.2	10.2

Source: SCBS Investment Research

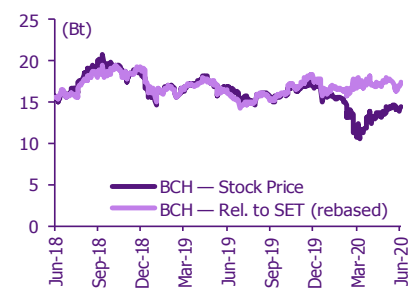
ซื้อ

Stock data

Last close (Jun 19) (Bt)	14.50
12-m target price (Bt)	19.00
Upside (Downside) to TP (%)	31.03
Mkt cap (Btbn)	36.16
Mkt cap (US\$mn)	1,166

Risk rating	L
Mkt cap (%) SET	0.25
Sector % SET	4.69
Shares issued (mn)	2,494
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	17.7 / 10
Avg. daily 6m (US\$mn)	5.09
Foreign limit / actual (%)	49 / 12
Free float (%)	44.0
Dividend policy (%)	≤ 40

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0	16.9	(13.7)
Relative to SET	(3.5)	(3.8)	8.2

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	19.00
12-month dividend	(Bt)	0.25
Capital gain	(%)	31.03
Dividend yield	(%)	1.74
Total return	(%)	32.78

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวี นิชยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

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)	5,766	6,511	7,255	8,073	8,880	9,560	10,828	11,986
Cost of goods sold	(Btmn)	3,989	4,472	4,877	5,394	6,052	6,423	7,304	8,125
Gross profit	(Btmn)	1,777	2,039	2,378	2,679	2,828	3,137	3,524	3,861
SG&A	(Btmn)	855	835	960	1,132	1,232	1,304	1,465	1,574
Other income	(Btmn)	86	98	107	109	116	102	144	159
Interest expense	(Btmn)	163	162	136	126	131	125	125	82
Pre-tax profit	(Btmn)	844	1,140	1,389	1,531	1,582	1,810	2,077	2,364
Corporate tax	(Btmn)	174	208	271	285	286	362	415	473
Equity a/c profits	(Btmn)	3	1	1	3	2	2	2	2
Minority interests	(Btmn)	(145)	(180)	(202)	(159)	(163)	(191)	(217)	(240)
Core profit	(Btmn)	527	753	917	1,109	1,240	1,260	1,448	1,654
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	-	-	(20)	(105)	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	527	753	917	1,089	1,135	1,260	1,448	1,654
EBITDA	(Btmn)	1,468	1,817	2,063	2,232	2,387	2,678	2,924	3,222
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.21	0.30	0.37	0.44	0.50	0.51	0.58	0.66
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.21	0.30	0.37	0.44	0.46	0.51	0.58	0.66
DPS (Bt)	(Bt)	0.07	0.17	0.20	0.23	0.23	0.25	0.29	0.33

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	2,137	1,937	3,364	2,549	2,967	2,555	2,959	3,499
Total fixed assets	(Btmn)	7,859	8,039	8,718	9,497	10,584	10,961	11,383	11,268
Total assets	(Btmn)	10,598	10,569	12,674	12,627	14,116	14,081	14,908	15,332
Total loans	(Btmn)	4,462	4,078	5,494	4,690	5,468	4,692	4,692	4,192
Total current liabilities	(Btmn)	3,042	2,621	2,276	1,740	2,186	1,912	3,492	4,066
Total long-term liabilities	(Btmn)	2,510	2,498	4,344	4,346	4,759	4,348	2,848	1,848
Total liabilities	(Btmn)	5,676	5,233	6,762	6,230	7,137	6,451	6,531	6,106
Paid-up capital	(Btmn)	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	(Btmn)	4,922	5,337	5,912	6,398	6,978	7,630	8,376	9,226
BVPS (Bt)	(Bt)	1.75	1.91	2.08	2.29	2.51	2.76	3.05	3.38

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	527	753	917	1,109	1,240	1,260	1,448	1,654
Depreciation and amortization	(Btmn)	461	514	538	576	675	742	722	776
Operating cash flow	(Btmn)	1,347	1,701	1,814	1,618	1,902	2,197	1,964	2,240
Investing cash flow	(Btmn)	(880)	(729)	(2,483)	241	(1,729)	(1,031)	(1,107)	(623)
Financing cash flow	(Btmn)	(257)	(1,134)	642	(1,699)	(27)	(1,384)	(701)	(1,304)
Net cash flow	(Btmn)	209	(163)	(27)	160	147	(219)	156	314

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	30.8	31.3	32.8	33.2	31.8	32.8	32.5	32.2
Operating margin	(%)	16.0	18.5	19.5	19.2	18.0	19.2	19.0	19.1
EBITDA margin	(%)	25.5	27.9	28.4	27.7	26.9	28.0	27.0	26.9
EBIT margin	(%)	17.2	19.7	20.7	20.2	19.0	20.0	20.1	20.1
Net profit margin	(%)	9.1	11.6	12.6	13.5	12.8	13.2	13.4	13.8
ROE	(%)	11.0	14.7	16.3	18.0	18.5	17.2	18.1	18.8
ROA	(%)	5.1	7.1	7.9	8.8	9.3	8.9	10.0	10.9
Net D/E	(x)	0.8	0.7	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5	0.3
Interest coverage	(x)	9.0	11.2	15.2	17.7	18.3	21.4	23.4	39.3
Debt service coverage	(x)	0.7	1.0	1.6	4.8	2.8	5.7	1.5	1.3
Payout Ratio	(x)	33.1	56.3	54.4	52.6	50.5	50.0	50.0	50.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	64.9	63.6	62.2	63.8	65.2	64.7	66.8	68.1
Social security service (SC)	(%)	34.0	35.4	37.0	36.2	34.8	35.3	33.2	31.9
Universal coverage (UC)	(%)	1.1	1.0	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total revenue	(Btmn)	1,918	2,228	2,105	2,078	2,137	2,469	2,196	2,178
Cost of goods sold	(Btmn)	1,277	1,432	1,435	1,444	1,483	1,590	1,535	1,515
Gross profit	(Btmn)	641	796	670	635	654	879	661	663
SG&A	(Btmn)	288	300	289	288	306	317	320	293
Other income	(Btmn)	27	26	34	28	30	31	27	19
Interest expense	(Btmn)	30	31	32	32	34	35	29	30
Pre-tax profit	(Btmn)	350	491	383	342	343	559	338	359
Corporate tax	(Btmn)	62	88	82	59	65	101	62	63
Equity a/c profits	(Btmn)	1	1	0	1	1	1	0	1
Minority interests	(Btmn)	(38)	(47)	(34)	(35)	(36)	(56)	(36)	(37)
Core profit	(Btmn)	270	357	268	248	264	402	326	259
Extra-ordinary items	(Btmn)	(20)	0	0	0	(20)	0	(85)	0
Net Profit	(Btmn)	250	357	268	248	244	402	241	259
EBITDA	(Btmn)	521	665	568	535	539	763	540	565
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.11	0.14	0.11	0.10	0.11	0.16	0.13	0.10
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.10	0.14	0.11	0.10	0.10	0.16	0.10	0.10

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total current assets	(Btmn)	2,225	2,322	2,549	2,827	2,810	2,987	2,967	3,094
Total fixed assets	(Btmn)	9,062	8,282	9,497	9,606	9,795	10,113	10,584	11,133
Total assets	(Btmn)	11,875	12,167	12,627	13,006	13,186	13,687	14,116	14,874
Total loans	(Btmn)	4,505	4,000	4,690	4,873	5,179	5,370	5,468	5,814
Total current liabilities	(Btmn)	1,302	1,560	1,740	1,873	1,704	2,054	2,186	4,047
Total long-term liabilities	(Btmn)	4,345	3,695	4,346	4,346	4,772	4,757	4,759	3,230
Total liabilities	(Btmn)	5,805	6,065	6,230	6,335	6,625	6,975	7,137	7,578
Paid-up capital	(Btmn)	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494	2,494
Total equity	(Btmn)	6,070	6,102	6,398	6,671	6,561	6,712	6,978	7,297
BVPS (Bt)	(Bt)	2.15	2.18	2.29	2.38	2.35	2.41	2.51	2.62

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Core Profit	(Btmn)	270	357	268	248	264	402	326	259
Depreciation and amortization	(Btmn)	141	143	153	161	161	169	173	177
Operating cash flow	(Btmn)	340	393	595	127	396	646	733	358
Investing cash flow	(Btmn)	136	(224)	(377)	(293)	(302)	(411)	(723)	(678)
Financing cash flow	(Btmn)	(442)	(249)	11	144	(96)	(137)	62	288
Net cash flow	(Btmn)	34	(81)	229	(22)	(1)	99	71	(32)

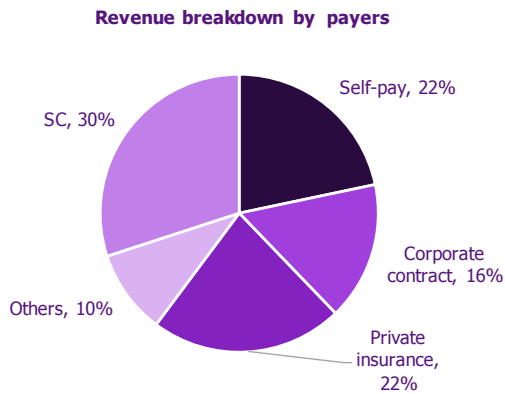
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Gross margin	(%)	33.4	35.7	31.8	30.5	30.6	35.6	30.1	30.4
Operating margin	(%)	18.4	22.2	18.1	16.7	16.3	22.8	15.5	17.0
EBITDA margin	(%)	27.2	29.9	27.0	25.8	25.2	30.9	24.6	26.0
EBIT margin	(%)	19.5	23.1	19.4	17.8	17.4	23.7	16.5	17.7
Net profit margin	(%)	13.1	16.0	12.7	11.9	11.4	16.3	11.0	11.9
ROE	(%)	16.8	19.2	18.0	15.5	16.2	19.0	18.5	14.8
ROA	(%)	8.4	9.6	8.8	8.0	8.2	9.4	9.3	7.4
Net D/E	(x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	17.3	21.6	17.9	16.6	15.7	22.0	18.4	18.8
Debt service coverage	(x)	7.4	6.2	4.8	3.3	4.0	4.1	2.6	0.8

Main Assumptions

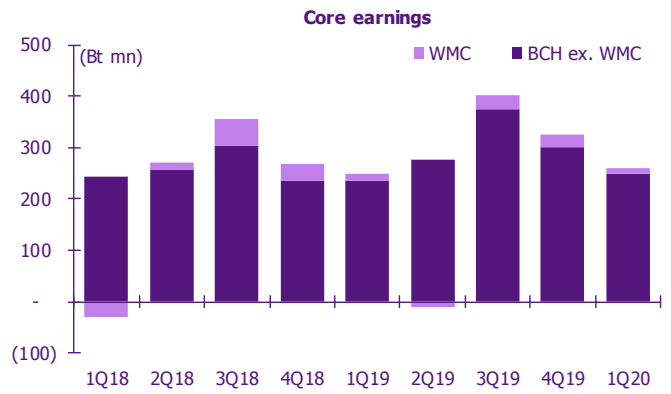
FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Revenue breakdown									
Cash service	(%)	64.0	65.5	62.7	64.8	62.2	65.5	68.2	63.6
Social security service (SC)	(%)	36.0	34.5	37.3	35.2	37.8	34.4	31.9	36.4
Universal coverage (UC)	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	(0.1)	0.0

Figure 1: BCH's revenue breakdown



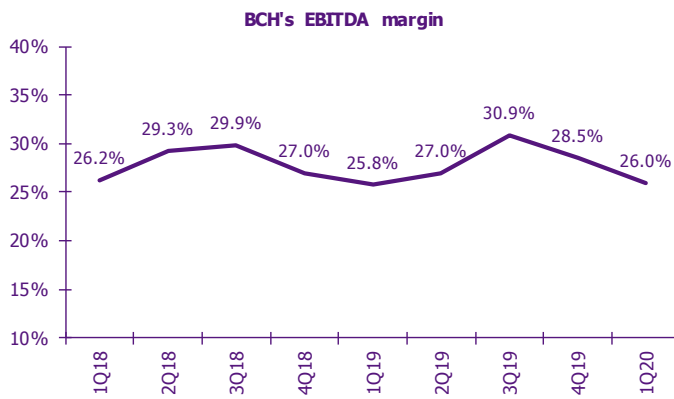
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: BCH's quarterly earnings



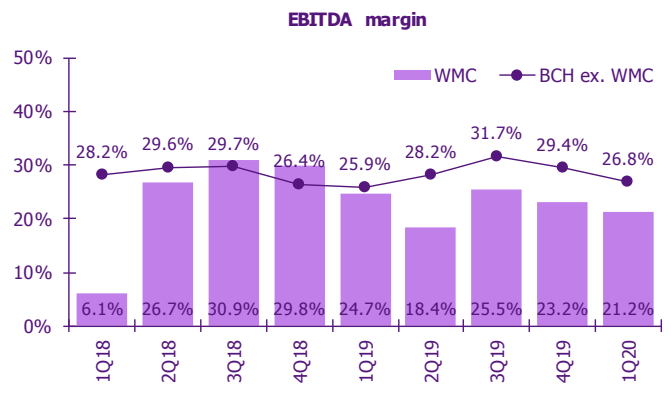
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: BCH's blended EBITDA margin



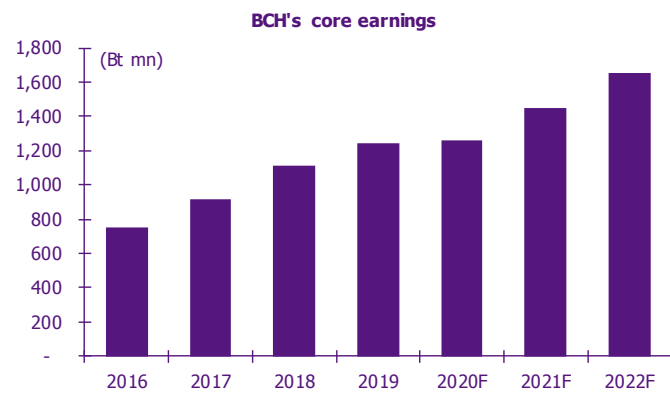
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BCH's EBITDA margin breakdown



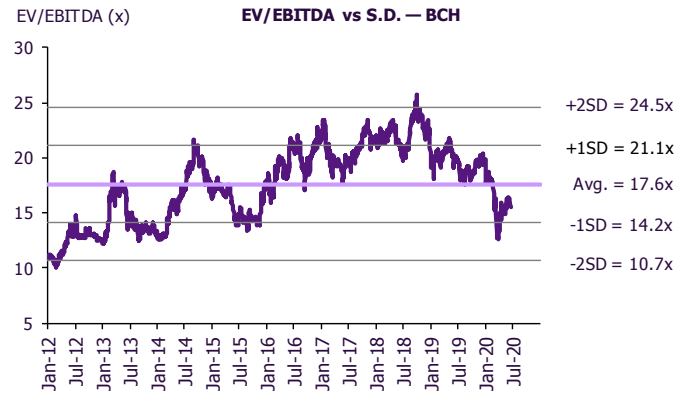
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BCH's earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

Figure 6: BCH's EV/EBITDA band



Source: SET and SCBS Investment Research



ได้อานิสงส์จากมาตรการของรัฐบาล

เราเห็นโอกาสเก็งกำไรระยะสั้นใน ERW เนื่องจากราคาหุ้นน่าจะได้รับการสนับสนุนจาก sentiment เชิงบวกต่อมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศไทยของรัฐบาลไทยในระหว่างเดือนก.ค.-ต.ค. 2563 เนื่องจาก ERW มีสัดส่วนรายได้จากแขกคนไทยสูงกว่าผู้ประกอบการโรงแรมรายอื่น และมีโรงแรมกระจายอยู่ทั่วประเทศไทย ปัจจุบัน ERW เปิดโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN ครบทุกแห่งแล้ว และคาดว่าจะทำกำไรได้ ณ ระดับ EBITDA แนวโน้ม upside ของกำไร คือ การควบคุมสถานการณ์ระบาดของโควิด-19 ได้ อย่างชัดเจน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้การเดินทางระหว่างประเทศฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศไทย เมื่อวันที่ 16 มิ.ย. ครม.ได้มีมติเห็นชอบหลักการมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศไทย 3 แพคเกจ เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. ถึง 31 ต.ค. 2563 งบประมาณรวม 2.24 หมื่นล.บ. โดยจะสนับสนุนส่วนลดค่าที่พัก ค่าโดยสาร เครื่องบินภายในประเทศ และค่าโดยสารรถทัวร์ เพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศ (Figure 1) ทั้งนี้เมื่อพิจารณาเบื้องต้น เราคาดว่า ERW จะได้รับประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากมีสัดส่วนรายได้จากแขกคนไทยมากที่สุด (หลักๆ ที่โรงแรมชั้นประหยัด HOP INN) ที่ 18% ของรายได้รวม ตามมาด้วย CENTEL (6%), AWC (2%) และ MINT (1%)

เปิดโรงแรม HOP INN ในประเทศไทยครบทุกแห่งแล้ว ในประเทศไทย ERW เปิดโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN เป็นกลุ่มแรกนับตั้งแต่กลางเดือนพ.ค. หลังจากรัฐบาลคลายมาตรการล็อกดาวน์ พร้อมกับยกระดับมาตรการป้องกันและระบบสุขอนามัย โรงแรม HOP INN ทั้งหมด 44 แห่งใน 32 จังหวัด เปิดให้บริการแล้วเมื่อวันที่ 1 มิ.ย. และนับถึงปัจจุบัน กลุ่มโรงแรม HOP INN มีอัตราการเข้าพักเฉลี่ย 40% (เทียบกับ 73% ในปี 2562) และเราคาดว่าจะสามารถทำกำไรได้ ณ ระดับ EBITDA (อิงกับจุดคุ้มทุนที่อัตราการเข้าพัก 25-30%) เมื่อวันที่ 12 มิ.ย. ERW ได้เปิดโรงแรม 2 แห่งในสถานที่ท่องเที่ยวที่สามารถขับรถไปเที่ยวได้ง่าย คือ หัวหิน และพัทยา ได้แก่ *ไอบิส หัวหิน* และ *เมอร์เคียว พัทยา โอเชียน รีสอร์ท* สำหรับกรุงเทพฯ (62% ของรายได้) เนื่องจากแขกส่วนใหญ่เป็นชาวต่างชาติ เราจึงคาดว่ารายได้ค่าห้องพักจะฟื้นตัวช้า แต่รายได้จากการขายอาหารและเครื่องดื่ม และอีเว้นท์ เช่น การจัดงานสัมมนาในประเทศ และงานจัดเลี้ยง น่าจะปรับตัวดีขึ้นหลังจากคลายล็อกดาวน์

ประมาณการกำไร เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะลดลง 67% สู่ 13 ล้านคนในปี 2563 โดย 2Q63 จะเป็นไตรมาสที่แย่ที่สุด จากนั้นจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 โดยล่าสุดรัฐบาลไทยกำลังพิจารณาผ่อนปรนมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศ เช่น "travel bubble" แต่ยังไม่ได้มีการสรุปรายละเอียด เนื่องจากแขกชาวต่างชาติเป็นตลาดหลักของ ERW ดังนั้นจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อ RevPar ของ ERW หดตัวลง 64% YoY และมีขาดทุนปกติ 513 ล.บ. ในปี 2563 หลังจากนั้นจะกลับมาทำกำไร 40 ล.บ. ในปี 2564 แนวโน้ม upside ของกำไร คือ การควบคุมสถานการณ์ระบาดของโควิด-19 ได้ อย่างชัดเจน ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้การเดินทางระหว่างประเทศฟื้นตัวได้เร็วกว่าที่คาดไว้

แนะนำ "Neutral" โอกาสเก็งกำไรระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศไทย เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ ERW ด้วยราคาเป้าหมาย 4.0 บาท/หุ้น โดยอิงกับ EV/EBITDA ที่ 13 เท่า ซึ่งเป็นค่าเฉลี่ยในอดีต อย่างไรก็ตาม เราเห็นโอกาสเก็งกำไรระยะสั้นใน ERW จาก sentiment เชิงบวกต่อมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศไทย เมื่อใช้สมมติฐาน EV/EBITDA สูงขึ้นที่ 16 เท่า (+1SD ซึ่งเป็น valuation ด้านสูงในปี 2560) เพื่อสะท้อนสถานการณ์เมื่อนักลงทุนมองบวกต่อภาพรวมอุตสาหกรรมท่องเที่ยว ราคาหุ้น ERW จะมีโอกาสที่จะปรับขึ้นในระยะสั้นได้ที่ 4.7 บาท/หุ้น หรือปรับขึ้นได้อีก 19% จากราคาตลาดล่าสุด

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	6,256	6,379	2,748	4,747	5,737
EBITDA	(Btmn)	1,916	1,931	651	1,394	1,619
Core profit	(Btmn)	555	489	(513)	40	305
Reported profit	(Btmn)	536	446	(513)	40	305
Core EPS	(Bt)	0.22	0.20	(0.21)	0.02	0.12
DPS	(Bt)	0.09	0.07	0.00	0.00	0.04
P/E, core	(x)	17.7	20.1	N.A.	243.3	32.1
EPS growth, core	(%)	9.8	(12.0)	N.A.	N.A.	657.2
P/BV, core	(x)	1.7	1.7	1.8	1.7	1.7
ROE	(%)	10.0	8.4	(8.9)	0.7	5.3
Dividend yield	(%)	2.3	1.8	0.0	0.0	1.1
FCF yield	(%)	0.8	0.0	(9.6)	1.9	5.5
EV/EBIT	(x)	16.1	17.2	(100.1)	38.0	22.8
EBIT growth, core	(%)	3.2	(3.4)	N.A.	N.A.	63.2
EV/CE	(x)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
ROCE	(%)	6.3	5.7	(1.2)	2.7	4.3
EV/EBITDA	(x)	9.6	9.8	30.4	14.1	11.8
EBITDA growth	(%)	3.9	0.8	(66.3)	114.1	16.2

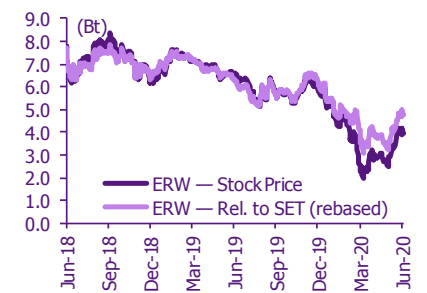
Source: SCBS Investment Research

NEUTRAL

Stock data

Last close (Jun 19) (Bt)	3.96
12-m target price (Bt)	4.00
Upside (Downside) to TP (%)	1.01
Mkt cap (Btbn)	9.97
Mkt cap (US\$mn)	322
Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	0.07
Sector % SET	0.61
Shares issued (mn)	2,518
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	6.7 / 1.9
Avg. daily 6m (US\$mn)	3.23
Foreign limit / actual (%)	49 / 13
Free float (%)	60.6
Dividend policy (%)	35

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	35.6	58.4	(40.0)
Relative to SET	30.8	30.3	(24.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	4.00
12-month dividend	(Bt)	0.00
Capital gain	(%)	1.01
Dividend yield	(%)	0.00
Total return	(%)	1.01

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีบุษ 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)	5,255	5,571	5,996	6,256	6,379	2,748	4,747	5,737
Cost of goods sold	(Btmn)	3,230	3,273	3,374	3,589	3,729	2,354	3,012	3,437
Gross profit	(Btmn)	2,025	2,298	2,622	2,668	2,650	395	1,734	2,300
SG&A	(Btmn)	1,374	1,482	1,571	1,576	1,608	620	1,266	1,517
Other income	(Btmn)	46	40	55	49	60	27	47	57
Interest expense	(Btmn)	387	362	344	360	402	315	357	356
Pre-tax profit	(Btmn)	310	494	762	780	700	(513)	158	485
Corporate tax	(Btmn)	99	122	172	164	155	-	72	135
Equity a/c profits	(Btmn)	19	15	(24)	(4)	0	0	0	3
Minority interests	(Btmn)	(35)	(41)	(59)	(57)	(57)	-	(46)	(48)
Core profit	(Btmn)	195	346	506	555	489	(513)	40	305
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	21	-	(19)	(43)	-	-	-
Net Profit	(Btmn)	195	367	506	536	446	(513)	40	305
EBITDA	(Btmn)	1,414	1,586	1,844	1,916	1,931	651	1,394	1,619
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.08	0.14	0.20	0.22	0.20	(0.21)	0.02	0.12
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.08	0.15	0.20	0.22	0.18	(0.21)	0.02	0.12
DPS (Bt)	(Bt)	0.04	0.06	0.09	0.09	0.07	0.00	0.00	0.04

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	1,409	1,278	1,573	1,560	1,456	843	1,156	1,032
Total fixed assets	(Btmn)	11,632	11,707	12,568	13,505	14,442	14,469	14,466	14,364
Total assets	(Btmn)	14,820	14,911	16,048	16,949	17,834	17,151	17,500	17,294
Total loans	(Btmn)	8,602	8,424	9,067	9,603	10,162	10,485	10,555	9,943
Total current liabilities	(Btmn)	3,558	3,606	3,218	3,540	3,360	2,451	2,888	3,053
Total long-term liabilities	(Btmn)	5,985	5,867	7,056	7,329	8,125	8,695	8,583	8,013
Total liabilities	(Btmn)	9,903	9,839	10,645	11,240	11,893	11,554	11,878	11,473
Paid-up capital	(Btmn)	2,498	2,498	2,501	2,508	2,518	2,518	2,518	2,518
Total equity	(Btmn)	4,917	5,073	5,403	5,708	5,941	5,597	5,623	5,821
BVPS (Bt)	(Bt)	1.99	2.05	2.18	2.31	2.40	2.26	2.27	2.35

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	195	346	506	555	489	(513)	40	305
Depreciation and amortization	(Btmn)	717	730	738	776	830	848	878	778
Operating cash flow	(Btmn)	1,305	1,416	1,680	1,744	1,780	(238)	1,023	1,059
Investing cash flow	(Btmn)	(707)	(884)	(1,500)	(1,661)	(1,778)	(703)	(840)	(520)
Financing cash flow	(Btmn)	(263)	(743)	122	(93)	(73)	491	56	(719)
Net cash flow	(Btmn)	335	(212)	302	(10)	(71)	(449)	239	(180)

Key Financial Ratios

FY December 31		2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	38.5	41.2	43.7	42.6	41.5	14.4	36.5	40.1
Operating margin	(%)	12.4	14.6	17.5	17.4	16.3	(8.2)	9.9	13.7
EBITDA margin	(%)	26.9	28.5	30.8	30.6	30.3	23.7	29.4	28.2
EBIT margin	(%)	13.3	15.4	18.4	18.2	17.3	(7.2)	10.9	14.7
Net profit margin	(%)	3.7	6.6	8.4	8.6	7.0	(18.6)	0.8	5.3
ROE	(%)	4.1	6.9	9.7	10.0	8.4	(8.9)	0.7	5.3
ROA	(%)	1.3	2.3	3.3	3.4	2.8	(2.9)	0.2	1.8
Net D/E	(x)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.8	1.7	1.6
Interest coverage	(x)	3.7	4.4	5.4	5.3	4.8	2.1	3.9	4.5
Debt service coverage	(x)	0.5	0.5	0.8	0.7	0.8	0.3	0.6	0.7
Payout Ratio	(%)	50.6	40.5	44.1	41.5	38.9	40.0	40.0	40.0

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Owned hotels (excl. HOP INN)									
Occupancy rate	(%)	77.0	83.0	84.0	81.0	78.0	30.0	55.0	69.1
ARR	(Bt/room/night)	2,515	2,470	2,554	2,672	2,570	2,390	2,390	2,390
% YoY growth	(%)	(0.4)	(1.8)	3.4	4.6	(3.8)	(7.0)	0.0	0.0
RevPar	(Bt/room/night)	1,938	2,044	2,150	2,158	2,009	717	1,315	1,651
% YoY growth	(%)	13.9	5.5	5.2	0.4	(6.9)	(64.3)	83.3	25.6
No. of rooms	rooms	4,501	4,501	4,514	4,832	5,343	5,343	5,343	5,343

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total revenue	(Btmn)	1,349	1,429	1,701	1,758	1,396	1,498	1,727	1,211
Cost of goods sold	(Btmn)	848	883	955	946	916	930	937	853
Gross profit	(Btmn)	501	547	746	812	480	567	790	358
SG&A	(Btmn)	376	381	411	423	374	396	414	343
Other income	(Btmn)	13	12	14	17	18	12	13	12
Interest expense	(Btmn)	87	91	99	96	100	102	104	139
Pre-tax profit	(Btmn)	51	88	251	310	24	81	285	(112)
Corporate tax	(Btmn)	17	22	54	61	10	28	55	(1)
Equity a/c profits	(Btmn)	3	5	2	3	2	3	(8)	3
Minority interests	(Btmn)	(7)	(10)	(20)	(17)	(5)	(14)	(21)	5
Core profit	(Btmn)	30	60	180	235	11	43	201	(103)
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	(19)	0	0	(18)	0	(25)	0
Net Profit	(Btmn)	30	41	180	235	(7)	43	176	(103)
EBITDA	(Btmn)	325	372	561	612	330	388	600	291
Core EPS (Bt)	(Btmn)	0.01	0.02	0.07	0.09	0.00	0.02	0.08	(0.04)
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.01	0.02	0.07	0.09	(0.00)	0.02	0.07	(0.04)

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total current assets	(Btmn)	1,252	1,524	1,560	1,886	1,413	1,435	1,456	1,876
Total fixed assets	(Btmn)	12,917	13,284	13,505	13,637	13,845	14,188	14,442	14,552
Total assets	(Btmn)	16,049	16,674	16,949	17,451	17,248	17,569	17,834	21,615
Total loans	(Btmn)	9,174	9,683	9,603	9,873	10,039	10,312	10,162	11,139
Total current liabilities	(Btmn)	2,485	3,266	3,540	3,571	3,407	2,917	3,360	2,777
Total long-term liabilities	(Btmn)	7,740	7,560	7,329	7,548	7,762	8,519	8,125	9,390
Total liabilities	(Btmn)	10,603	11,207	11,240	11,492	11,561	11,831	11,893	15,896
Paid-up capital	(Btmn)	2,506	2,507	2,508	2,512	2,513	2,515	2,518	2,518
Total equity	(Btmn)	5,445	5,467	5,708	5,959	5,686	5,738	5,941	5,720
BVPS (Bt)	(Bt)	2.20	2.21	2.30	2.40	2.29	2.31	2.40	2.31

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Core Profit	(Btmn)	30	60	180	235	11	43	201	(103)
Depreciation and amortization	(Btmn)	188	194	211	206	207	206	211	263
Operating cash flow	(Btmn)	305	337	572	518	195	437	630	(24)
Investing cash flow	(Btmn)	(381)	(488)	(417)	(365)	(410)	(579)	(424)	(247)
Financing cash flow	(Btmn)	(297)	431	(193)	198	(201)	180	(250)	764
Net cash flow	(Btmn)	(373)	279	(39)	352	(416)	38	(45)	493

Key Financial Ratios

FY December 31		2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Gross margin	(%)	37.1	38.2	43.9	46.2	34.4	37.9	45.8	29.6
Operating margin	(%)	9.2	11.6	19.7	22.1	7.6	11.4	21.8	1.3
EBITDA margin	(%)	24.1	26.0	33.0	34.8	23.7	25.9	34.8	24.0
EBIT margin	(%)	10.2	12.5	20.5	23.1	8.8	12.2	22.5	2.2
Net profit margin	(%)	2.2	2.9	10.6	13.3	(0.5)	2.8	10.2	(8.5)
ROE	(%)	11.9	9.4	8.6	16.1	8.8	6.9	8.4	(7.0)
ROA	(%)	4.0	3.1	2.9	5.6	2.9	2.2	2.8	(2.1)
Net D/E	(x)	1.5	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6	1.5	1.7
Interest coverage	(x)	3.7	4.1	5.7	6.4	3.3	3.8	5.8	2.1
Debt service coverage	(x)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.5	0.7	1.0	0.5

Main Assumptions

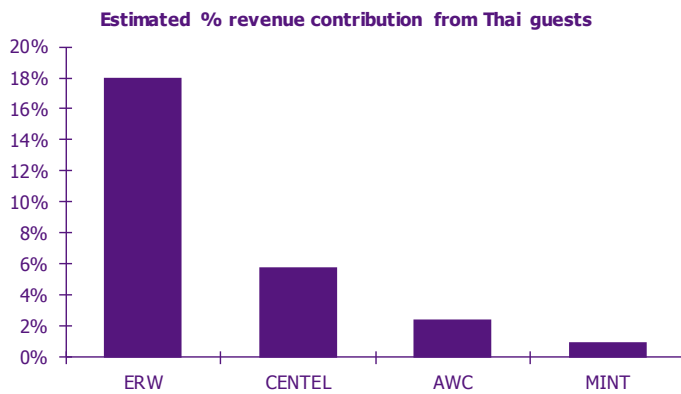
FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Owned hotels (excl. HOP INN)									
Occupancy rate	(%)	78.0	76.0	80.0	86.0	75.0	74.0	78.0	57.0
ARR	(Bt/room/night)	2,364	2,548	2,737	2,818	2,293	2,470	2,656	2,414
% YoY growth	(%)	1.7	5.2	3.0	(5.7)	(3.0)	(3.1)	(3.0)	(14.3)
RevPar	(Bt/room/night)	1,837	1,942	2,182	2,434	1,720	1,824	2,064	1,369
% YoY growth	(%)	(4.5)	(3.9)	(0.5)	(9.0)	(6.4)	(6.1)	(5.4)	(43.8)
No. of rooms	rooms	4,514	4,514	4,832	4,832	4,832	4,832	5,343	5,343

Figure 1: รายละเอียดของแพ็คเกจกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ

แพ็คเกจ	รายละเอียด	ประโยชน์สูงสุดที่ประชาชนจะได้รับ (บาท/คน)	คาดการณ์งบประมาณที่ใช้ (ล้านบาท)
1. เราไปเที่ยวกัน	เพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวสำหรับบุคคลทั่วไป โดยรัฐบาลสนับสนุนค่าโรงแรมที่พักในลักษณะร่วมจ่าย (Co-pay) จำนวน 5 ล้านคืน ในอัตรา 40% ของค่าห้องพักแต่ไม่เกิน 3,000 บาทต่อคืน สูงสุดไม่เกิน 5 คืน ต่อสิทธิ์ (รวมสูงสุด 15,000 บาท/คน) นอกจากนี้ ประชาชนจะได้รับสิทธิพิเศษเมื่อจองห้องพักอีกจำนวน 600 บาทต่อห้องต่อคืน (รวมสูงสุด 3,000 บาท/คน) เพื่อสนับสนุนค่าอาหารและค่าใช้จ่ายสถานที่ท่องเที่ยวที่เข้าร่วมโครงการ โดยจะต้องมีที่ตั้งอยู่ในจังหวัดอื่นที่ไม่ใช่จังหวัดในทะเบียนบ้านของประชาชนผู้จองที่พัก	18,000	18,000
2. เที่ยวบินสุข	เพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวสำหรับบุคคลทั่วไป โดยรัฐบาลสนับสนุนการเดินทางของประชาชนจำนวนไม่น้อยกว่า 2 ล้านคน โดยการจำหน่ายบัตรโดยสารของผู้ประกอบการขนส่งด้านการท่องเที่ยว 3 กลุ่ม ได้แก่ สายการบินในประเทศไทย รถขนส่งไม่ประจำทางข้ามจังหวัด และรถเช่าในอัตรา 40% แต่ไม่เกิน 1,000 บาท/คน	1,000	2,000
3. ก่าสังใจ	รัฐบาลสนับสนุนค่าเดินทางของอาสาสมัครสาธารณสุข (อสม.) และเจ้าหน้าที่โรงพยาบาลส่งเสริมสุขภาพตำบล (รพ.สต.) รวม 1,200,000 คน ให้เดินทางโดยการให้บริการกับบริษัทนำเที่ยว ซึ่งรัฐจะสนับสนุนงบประมาณเดินทางไม่เกินคนละ 2,000 บาท/คน	2,000	2,400
รวมงบประมาณ			22,400

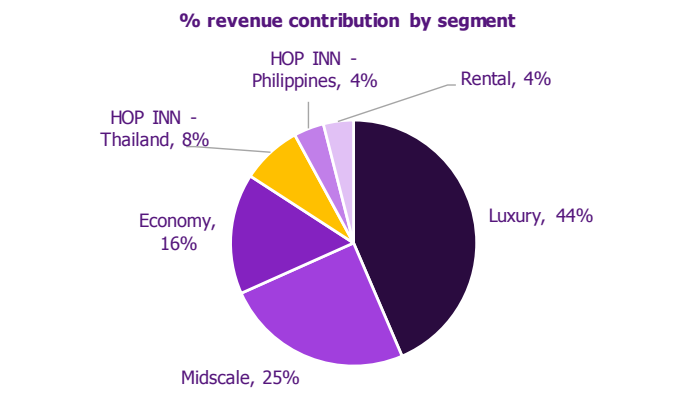
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: ERW has higher revenue contribution from Thai guests



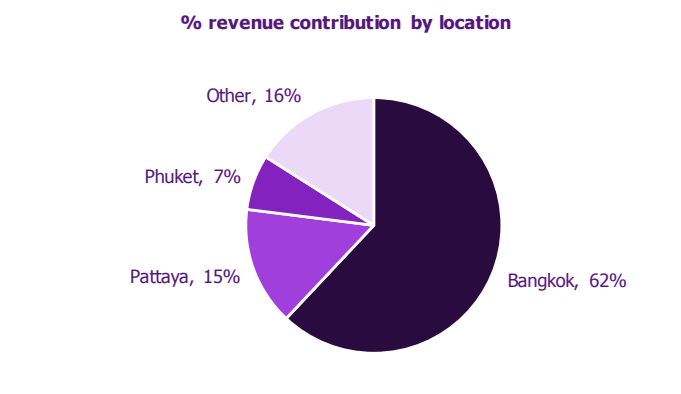
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: ERW's revenue breakdown by segment



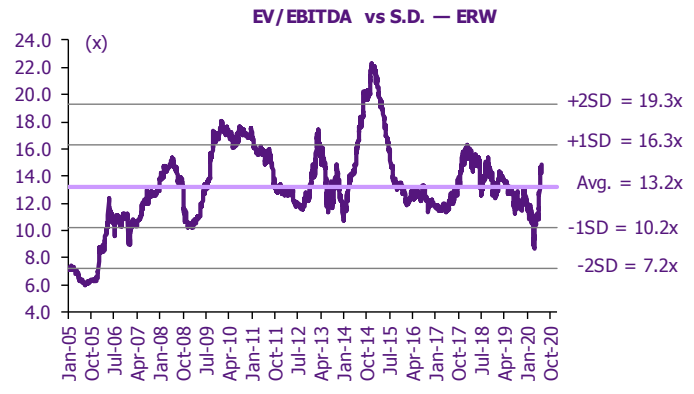
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: ERW's revenue breakdown by location



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: ERW EV/EBITDA band



Source: Company data and SCBS Investment Research



ภาพรวมเชิงแกร่งท่ามกลางสถานการณ์โควิด-19

ราคาหุ้น IVL พุ่งตัวขึ้นมาแล้ว >70% จากจุดต่ำสุดในเดือนมี.ค. และกลับคืนสู่ระดับก่อนหน้าน้ำมันร่วงแรงแล้ว โดยเกิดจากความคาดหวังเชิงบวกต่อแนวโน้มกำไร 2Q63 แม้ว่าสถานการณ์โควิด-19 จะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกตลอดไตรมาส เราคาดว่าอุปสงค์ PET จะแข็งแกร่งมากที่สุดในช่วงที่กำลังเกิดการระบาดและภายหลังการระบาดของโควิด-19 โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับสุขภาพอนามัย ซึ่งส่งผลดีต่อ IVL เนื่องจาก core EBITDA >50% ของบริษัทมาจากธุรกิจ integrated PET นอกจากนี้กำไรของ IVL ยังจะได้รับการสนับสนุนจากสินทรัพย์ใหม่ในธุรกิจ integrated EO/EG ที่เป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรตัวใหม่ด้วย เราประเมินมูลค่าของ IVL ได้ที่ 30 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ที่ยึดหลักความระมัดระวังที่ 1.8 เท่าในปี 2563

ส่วนต่างราคา integrated PET/PTA ปรับขึ้น QoQ ส่วนต่างราคา integrated PET/PTA พุ่งตัวกลับขึ้นมา 10-26% QoQ สู่ระดับสูงสุดในรอบ 8 เดือน ในตลาดเอเชีย โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนต่างราคา PTA-PX และส่วนต่างราคา PET-PTA ที่สูงขึ้น ซึ่งช่วยยืนยันถึงอุปสงค์ PET ที่แข็งแกร่ง เนื่องจากความต้องการบรรจุภัณฑ์อาหารปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นผลมาจากผู้บริโภคมีการปรับเปลี่ยนพฤติกรรมระมัดระวังสุขภาพมากขึ้น ทั้งนี้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการสามอันดับแรกในธุรกิจ integrated PET ในตลาดตะวันตก และเป็นผู้ผลิต PET รีไซเคิลชั้นนำ ซึ่งจะเป็นปัจจัยหลักที่ช่วยขับเคลื่อนการเติบโตของธุรกิจนี้ในระยะยาว

ผลิตภัณฑ์ของ IVL ถือว่าเป็นสิ่งจำเป็น สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ช่วยยืนยันว่าผลิตภัณฑ์ 80-85% ของ IVL ถือว่าเป็นสิ่งจำเป็น ผลิตภัณฑ์หลักๆ คือ เม็ดพลาสติก PET ที่ใช้ในการผลิตบรรจุภัณฑ์อาหาร และเส้นใยที่ใช้ผลิตหน้ากากอนามัย โรงงานของ IVL ดำเนินงานด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิต 85-90% และพนักงานก็ปฏิบัติตามที่ตามปกติในช่วงล็อกดาวน์ นอกจากนี้ธุรกิจของ IVL ยังน่าจะได้รับการคุ้มครองจากกระแสท้องถิ่นนิยม (localization) เนื่องจากบริษัทมีนโยบายที่จะเข้าไปเป็น "ผู้ผลิตในท้องถิ่น" ในทุกๆ ที่ที่บริษัทมีกิจการอยู่

ไม่มีปัญหาด้านสภาพคล่องหรือการชำระหนี้ IVL จะต้องชำระหนี้ในปี 2563 ~US\$620 ล้าน (รวมค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย US\$220 ล้าน) ต่ำกว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่มีจำนวน >US\$1 พันล.ต่อปี อย่างมาก IVL จะต้องชำระหนี้ในปี 2564 >US\$900 ล้าน แต่สามารถปรับลดลงได้ด้วยการรีไฟแนนซ์หนี้ US\$300-400 ล้านเพื่อลดค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย และขยายอายุพอร์ตหนี้สินของบริษัท เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะปรับตัวลดลงในระยะ 3 ปีข้างหน้า

2Q63 เผชิญความท้าทาย แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ใน 2Q63 ดูดีกว่าที่คิดไว้ แต่ราคาตลาดที่ลดลงสำหรับวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์อาจจะส่งผลทำให้มีขาดทุนจากสินค้าคงคลัง (รายการที่ไม่ใช่เงินสด) มากขึ้น IVL รับรู้ขาดทุนจากสินค้าคงคลังจำนวน US\$110 ล้าน ใน 1Q63 ซึ่งราคา PET ลดลง US\$110/ตัน และราคา PX ลดลง US\$360/ตัน ขาดทุนจากสินค้าคงคลังน่าจะลดลงใน 2Q63 เนื่องจากราคาลดลงเพียง US\$30/ตัน บวกกับจะได้รับการชดเชยจากกำไรจากธุรกิจ integrated EO/EG ที่เข้ามาใหม่ เพราะดำเนินงานตลอดไตรมาส

ราคาเป้าหมาย 30 บาท ให้ upside จำกัด; ดงคำแนะนำ Neutral ราคาเป้าหมายของเรากับกับ PBV ตามหลักความระมัดระวังที่ 1.3 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 1.8 เท่า แม้ valuation ปัจจุบันที่ PBV (ปี 2563) ระดับ 1.2 เท่า หรือ -1.8SD ดูไม่แพง เมื่อพิจารณาจากการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจหลักและสินทรัพย์ที่เข้ามา แต่อุปสงค์เผชิญกับความเสี่ยงจาก: 1) ภาวะเศรษฐกิจซบเซาส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ของ IVL ปรับตัวลดลง 2) การปรับปรุงประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้ต่ำกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	347,171	352,692	292,954	336,307	358,841
EBITDA	(Btmn)	45,652	28,534	33,408	40,919	44,285
Core profit	(Btmn)	24,053	5,239	7,705	14,036	16,979
Reported profit	(Btmn)	26,465	5,252	7,705	14,036	16,979
Core EPS	(Bt)	4.36	0.93	1.37	2.50	3.02
DPS	(Bt)	1.40	1.23	1.00	1.30	1.50
P/E, core	(x)	6.6	30.8	21.0	11.5	9.5
EPS growth, core	(%)	8.0	(78.6)	47.1	82.2	21.0
P/BV, core	(x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
ROE	(%)	18.4	3.8	5.9	10.4	11.8
Dividend yield	(%)	4.9	4.3	3.5	4.5	5.2
FCF yield	(x)	(15.1)	9.7	15.2	28.5	19.2
EV/EBIT	(x)	9.3	25.9	18.5	10.6	8.3
EBIT growth, core	(%)	37.7	(63.4)	29.4	49.6	14.5
EV/CE	(x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
ROCE	(%)	9.3	2.6	4.2	7.6	9.3
EV/EBITDA	(x)	6.4	10.4	8.2	5.7	4.8
EBITDA growth	(%)	30.4	(37.5)	17.1	22.5	8.2

Source: SCBS Investment Research

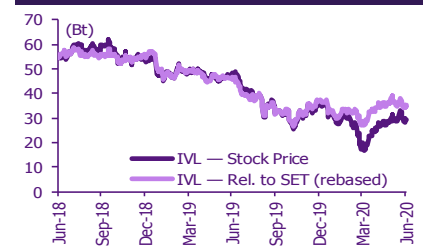
NEUTRAL

Stock data

Last close (Jun 19) (Bt)	29.00
12-m target price (Bt)	30.00
Upside (Downside) to TP (%)	3.45
Mkt cap (Btbn)	162.82
Mkt cap (US\$mm)	5,252

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.10
Sector % SET	3.03
Shares issued (mn)	5,615
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	49.3 / 15.9
Avg. daily 6m (US\$mm)	28.63
Foreign limit / actual (%)	100 / 70
Free float (%)	35.2
Dividend policy (%)	≥ 30

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.9)	47.2	(40.2)
Relative to SET	(8.3)	21.1	(25.1)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	30.00
12-month dividend	(Bt)	1.00
Capital gain	(%)	3.45
Dividend yield	(%)	3.45
Total return	(%)	6.90

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	234,698	254,620	286,332	347,171	352,692	292,954	336,307	358,841
Cost of goods sold	(Btmn)	208,177	218,198	240,889	289,232	309,345	256,956	289,437	307,460
Gross profit	(Btmn)	26,521	36,422	45,444	57,939	43,348	35,998	46,870	51,381
SG&A	(Btmn)	19,293	21,823	23,925	28,760	34,221	23,535	27,221	29,023
Other income	(Btmn)	1,761	1,584	1,263	2,200	2,367	2,407	2,599	3,121
Interest expense	(Btmn)	3,652	4,222	3,864	4,227	5,615	5,666	5,424	5,214
Pre-tax profit	(Btmn)	5,337	11,961	18,917	27,151	5,879	9,204	16,824	20,265
Corporate tax	(Btmn)	1,881	2,062	(1,400)	3,812	1,534	1,427	2,652	3,121
Equity a/c profits	(Btmn)	(242)	(173)	28	586	5	5	5	5
Minority interests	(Btmn)	(279)	(162)	(195)	128	888	(78)	(142)	(171)
Core profit	(Btmn)	2,935	9,563	20,150	24,053	5,239	7,705	14,036	16,979
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,674	6,634	733	2,413	14	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	6,609	16,197	20,883	26,465	5,252	7,705	14,036	16,979
EBITDA	(Btmn)	18,315	27,248	35,020	45,652	28,534	33,408	40,919	44,285
Core EPS	(Btmn)	0.61	1.99	4.04	4.36	0.93	1.37	2.50	3.02
Net EPS	(Bt)	1.37	3.36	4.19	4.80	0.94	1.37	2.50	3.02
DPS	(Bt)	0.48	0.66	1.00	1.40	1.23	1.00	1.30	1.50

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	70,548	84,495	92,953	124,284	118,757	104,011	125,735	148,098
Total fixed assets	(Btmn)	151,092	173,885	189,405	254,911	261,811	243,975	228,497	212,886
Total assets	(Btmn)	221,641	258,380	282,358	379,195	380,568	347,986	354,233	360,984
Total loans	(Btmn)	83,590	102,074	95,506	136,266	146,262	135,772	130,267	125,480
Total current liabilities	(Btmn)	57,383	65,862	65,622	113,700	112,991	84,702	87,991	89,592
Total long-term liabilities	(Btmn)	81,305	100,704	97,750	113,639	129,410	123,580	118,817	114,679
Total liabilities	(Btmn)	138,688	166,566	163,372	227,339	242,401	208,282	206,809	204,271
Paid-up capital	(Btmn)	4,814	4,814	5,245	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	79,825	89,055	117,062	144,838	129,712	131,170	138,749	147,867
BVPS	(Bt)	16.58	18.50	22.32	25.80	23.10	23.36	24.71	26.34

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	2,935	9,563	20,150	24,053	5,239	7,705	14,036	16,979
Depreciation and amortization	(Btmn)	9,326	11,065	12,239	14,273	17,040	18,538	18,672	18,805
Operating cash flow	(Btmn)	24,800	24,953	28,907	32,362	40,963	25,167	49,045	34,098
Investing cash flow	(Btmn)	(21,300)	(36,382)	(28,786)	(56,227)	(25,298)	(608)	(3,100)	(3,100)
Financing cash flow	(Btmn)	(5,607)	12,223	2,730	22,567	(10,796)	(12,551)	(11,820)	(12,476)
Net cash flow	(Btmn)	(2,107)	793	2,851	(1,299)	4,868	12,008	34,125	18,523

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	11.3	14.3	15.9	16.7	12.3	12.3	13.9	14.3
Operating margin	(%)	3.1	5.7	7.5	8.4	2.6	4.3	5.8	6.2
EBITDA margin	(%)	7.8	10.7	12.2	13.1	8.1	11.4	12.2	12.3
EBIT margin	(%)	3.8	6.4	8.0	9.0	3.3	5.1	6.6	7.1
Net profit margin	(%)	2.8	6.4	7.3	7.6	1.5	2.6	4.2	4.7
ROE	(%)	3.9	11.3	19.6	18.4	3.8	5.9	10.4	11.8
ROA	(%)	1.4	4.0	7.5	7.3	1.4	2.1	4.0	4.7
Net D/E	(x)	1.0	1.1	0.8	0.9	1.0	0.9	0.5	0.3
Interest coverage	(x)	5.0	6.5	9.1	10.8	5.1	5.9	7.5	8.5
Debt service coverage	(x)	1.1	1.3	1.5	2.4	0.6	0.7	1.0	1.1
Payout Ratio	(%)	35.0	19.6	23.9	29.2	131.0	72.9	52.0	49.6

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total capacity (period-end)	(ktpa)	8,776	10,470	10,692	13,056	15,105	15,451	15,488	15,488
Total sales volume	(kt)	7,024	8,729	9,103	10,420	12,340	14,400	15,500	16,100
Core EBITDA/t	(US\$/t)	91	89	110	138	93	85	85	88
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	80	88	112	140	76	75	85	88
Average selling price	(US\$/t)	975	827	927	1,031	921	656	700	719
FX	(Bt/US\$)	34.35	35.29	33.93	32.32	31.05	31.00	31.00	31.00

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total revenue	(Btmn)	83,591	96,001	91,436	95,810	94,895	84,478	77,509	92,024
Cost of goods sold	(Btmn)	68,010	77,055	80,751	83,550	82,282	74,221	69,292	81,665
Gross profit	(Btmn)	15,581	18,946	10,685	12,260	12,613	10,258	8,217	10,359
SG&A	(Btmn)	7,132	7,487	7,879	8,497	9,153	8,344	8,227	10,149
Other income	(Btmn)	395	365	463	555	514	356	942	886
Interest expense	(Btmn)	887	1,122	1,327	1,384	1,544	1,357	1,331	2,187
Pre-tax profit	(Btmn)	7,957	10,703	1,941	2,934	2,430	913	(399)	(1,092)
Corporate tax	(Btmn)	1,145	1,018	768	103	74	27	1,330	(7)
Equity a/c profits	(Btmn)	206	479	(57)	(0)	(5)	(5)	16	15
Minority interests	(Btmn)	(26)	64	117	(25)	95	202	617	25
Core profit	(Btmn)	6,993	10,227	1,233	2,806	2,446	1,083	(1,096)	(1,045)
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,250	(173)	1,122	902	(179)	(290)	(419)	1,616
Net Profit	(Btmn)	8,243	10,054	2,355	3,708	2,267	793	(1,516)	571
EBITDA	(Btmn)	12,064	15,657	7,438	8,305	8,335	6,571	5,323	5,978
Core EPS	(Btmn)	1.26	1.82	0.22	0.50	0.44	0.19	(0.20)	(0.19)
Net EPS	(Bt)	1.49	1.79	0.42	0.66	0.40	0.14	(0.27)	0.10

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total current assets	(Btmn)	123,981	127,413	124,284	130,584	130,836	122,693	118,757	140,939
Total fixed assets	(Btmn)	209,820	229,300	254,911	264,881	264,466	262,060	261,811	350,377
Total assets	(Btmn)	333,801	356,713	379,195	395,465	395,302	384,753	380,568	491,316
Total loans	(Btmn)	113,269	117,404	136,266	145,911	146,383	142,536	146,262	225,192
Total current liabilities	(Btmn)	86,331	101,943	113,700	116,935	121,593	110,358	112,991	139,759
Total long-term liabilities	(Btmn)	104,689	104,738	113,639	125,723	125,703	129,882	129,410	207,750
Total liabilities	(Btmn)	191,020	206,681	227,339	242,658	247,296	240,240	242,401	347,509
Paid-up capital	(Btmn)	5,548	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	139,640	144,178	144,838	144,412	138,045	135,127	129,712	134,095
BVPS	(Bt)	25.17	25.68	25.80	25.72	24.59	24.07	23.10	23.88

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Core Profit	(Btmn)	6,993	10,227	1,233	2,806	2,446	1,083	(1,096)	(1,045)
Depreciation and amortization	(Btmn)	3,219	3,832	4,170	3,987	4,361	4,301	4,391	4,882
Operating cash flow	(Btmn)	7,215	(8,398)	8,398	8,401	11,803	18,101	2,658	10,662
Investing cash flow	(Btmn)	(16,275)	21,263	(21,263)	(10,363)	(4,342)	(3,884)	(6,710)	(64,872)
Financing cash flow	(Btmn)	18,678	(7,327)	7,327	3,410	(5,991)	(6,507)	(1,708)	64,671
Net cash flow	(Btmn)	9,617	5,538	(5,538)	1,448	1,470	7,711	(5,760)	10,461

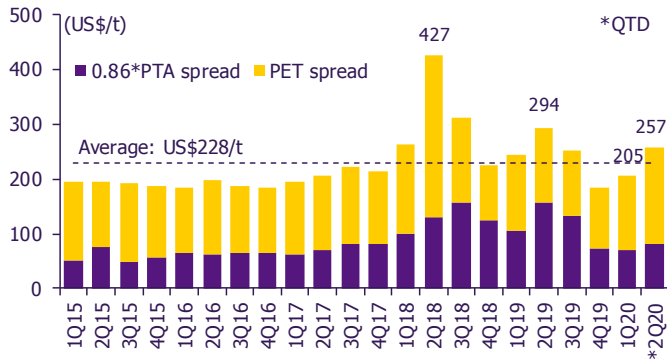
Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Gross margin	(%)	18.6	19.7	11.7	12.8	13.3	12.1	10.6	11.3
Operating margin	(%)	10.1	11.9	3.1	3.9	3.6	2.3	(0.0)	0.2
EBITDA margin	(%)	14.4	16.3	8.1	8.7	8.8	7.8	6.9	6.5
EBIT margin	(%)	10.6	12.3	3.6	4.5	4.2	2.7	1.2	1.2
Net profit margin	(%)	9.9	10.5	2.6	3.9	2.4	0.9	(2.0)	0.6
ROE	(%)	21.0	28.8	3.4	7.8	6.9	3.2	(3.3)	(3.2)
ROA	(%)	9.0	11.8	1.3	2.9	2.5	1.1	(1.1)	(1.0)
Net D/E	(x)	0.6	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5
Interest coverage	(x)	13.6	14.0	5.6	6.0	5.4	4.8	4.0	2.7
Debt service coverage	(x)	1.6	1.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4

Main Assumptions

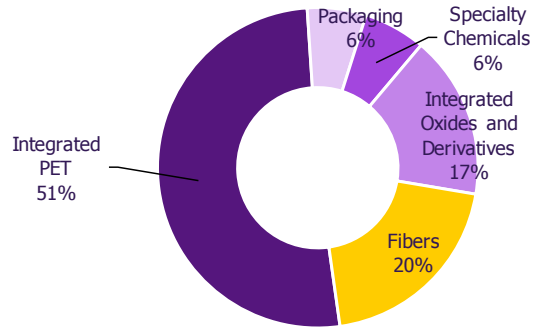
FY December 31	Unit	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
Total capacity (period-end)	(ktpa)	11,084	12,587	13,029	13,920	14,520	15,520	14,160	13,280
Total sales volume	(kt)	2,546	2,730	2,818	2,970	3,150	3,345	2,880	3,310
Core EBITDA/t	(US\$/t)	153	150	113	102	115	84	70	92
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	156	175	85	89	87	63	64	59
Average selling price	(US\$/t)	1,028	1,070	989	1,020	930	845	892	889
FX	(Bt/US\$)	31.95	32.98	32.82	31.62	31.59	30.71	30.28	31.28

Figure 1: Integrated PET spread – Asia



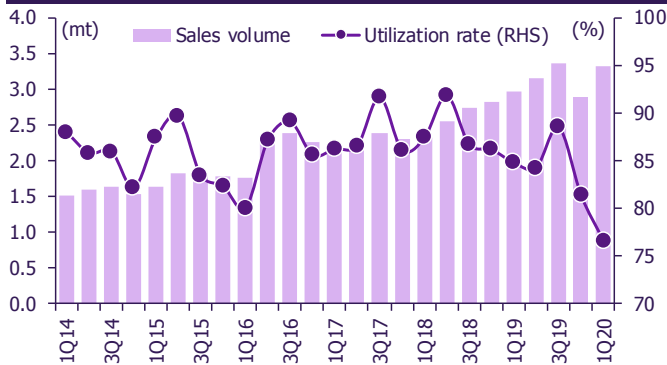
Source: IVL, Industry data, SCBS Investment Research

Figure 2: Core EBITDA breakdown (1Q20)



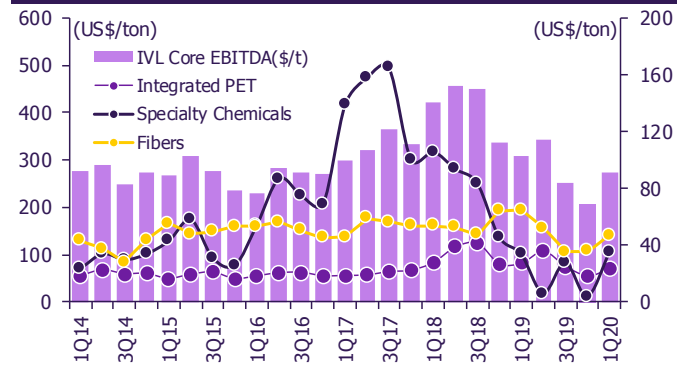
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 3: Sales volume



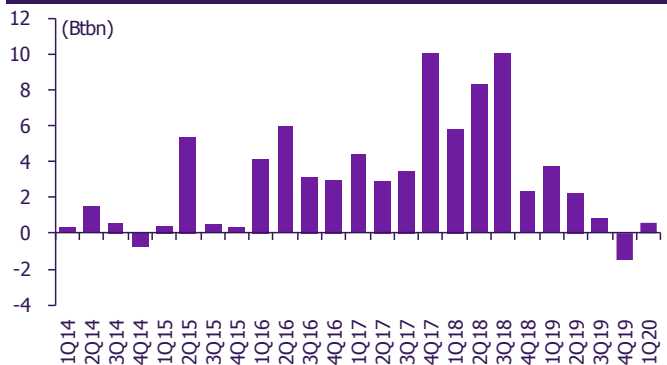
Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 4: Core EBITDA/t



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly net profit



Source: IVL, SCBS Investment Research

Figure 6: PBV band



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research



โควิด-19 ทำให้ความต้องการซื้อรถยนต์ชะลอตัวลง

เดือนเม.ย. เป็นเดือนที่เงียบเหงา เพราะผู้ผลิตรถยนต์ปิดโรงงานชั่วคราวเพื่อปฏิบัติตามมาตรการล็อกดาวน์ แม้ว่าการผลิตรถยนต์มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวในระยะสั้น เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์กลับมาเปิดสายการผลิตแล้วในเดือนพ.ค. หลังจากรัฐบาลคลายล็อกดาวน์ อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว จากการที่รถยนต์เป็นสินค้าฟุ่มเฟือย เราจึงคาดว่าความต้องการซื้อจะได้รับผลกระทบจากความเชื่อมั่นผู้บริโภคที่อ่อนแอและภาวะเศรษฐกิจซบเซา ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อแนวโน้มการผลิตรถยนต์ เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มยานยนต์

การผลิตรถยนต์จะฟื้นตัวในระยะสั้นหลังจากคลายล็อกดาวน์... ยอดผลิตรถยนต์ในประเทศไทยลดลงถึง 84% YoY ในเดือนเม.ย. เนื่องจากผู้ผลิตรถยนต์ปิดโรงงานชั่วคราวเพื่อรับมือสถานการณ์ขาดแคลนชิ้นส่วน ภาวะอุปสงค์ชะงักงันทั้งในประเทศและต่างประเทศสืบเนื่องมาจากการล็อกดาวน์ และเพื่อป้องกันไม่ให้นักงงานติดเชื้อไวรัสโควิด-19 ทั้งนี้ในระยะสั้นสถานการณ์ขาดแคลนอุปทานเริ่มคลี่คลายลงหลังจากคลายล็อกดาวน์ และการผลิตรถยนต์มีแนวโน้มฟื้นตัวหลังจากผู้ผลิตรถยนต์กลับมาเปิดสายการผลิตในเดือนพ.ค. อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวจากการที่รถยนต์เป็นสินค้าฟุ่มเฟือย เราจึงคาดว่ากลุ่มยานยนต์จะได้รับผลกระทบความต้องการซื้อระดับต่ำเพราะความเชื่อมั่นผู้บริโภคอ่อนแอและภาวะเศรษฐกิจซบเซา

...แต่ภาวะเศรษฐกิจซบเซาจะส่งผลทำให้ความต้องการซื้อรถยนต์ลดลงในระยะยาว ยอดขายรถยนต์ในประเทศไทยปรับตัวลดลง 65% YoY ในเดือนเม.ย. ซึ่งเป็นช่วงล็อกดาวน์ อย่างไรก็ตาม เราเห็นตลาดรถยนต์ภายในประเทศเข้าสู่แนวโน้มขาลงไปก่อนหน้านี้แล้ว โดยยอดขายปรับตัวลดลง YoY ตั้งแต่เดือนมี.ย. 2562 ก่อนเกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เพราะความต้องการซื้อรถยนต์ลดลงสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจที่มีสาเหตุมาจากสงครามการค้า และในขณะเดียวกัน สถาบันการเงินก็ใช้มาตรฐานการปล่อยสินเชื่อรถยนต์ที่เข้มงวดมากขึ้นเพราะกังวลเกี่ยวกับคุณภาพเครดิตที่แยกลง การส่งออกรถยนต์ก็ได้รับผลกระทบเช่นกัน เพราะความต้องการซื้อรถยนต์ในต่างประเทศที่ชะลอตัวลงกดดันให้ยอดส่งออกรถยนต์ของประเทศไทยปรับตัวลดลงมาตั้งแต่เดือนก.ค. 2562 และลดลง 70% YoY ในเดือนเม.ย.

คาดการณ์ว่าราคาจะปรับตัวได้อย่างรวดเร็วในลักษณะ V-shape เรามีมุมมองเชิงลบต่อกลุ่มยานยนต์ ซึ่งกำลังเผชิญกับภาวะอุตสาหกรรมที่เป็นลบอย่างมากและกำไรที่อ่อนแอ ในปี 2563 เราคาดว่ายอดขายผลิตรถยนต์ในประเทศไทยจะลดลง 13% YoY สู 1.76 ล้านคันในปี 2563 ซึ่งจะส่งผลทำให้กำไรของกลุ่มยานยนต์ปรับตัวลดลง 59% ในปี 2563 เพราะยอดผลิตรถยนต์ระดับต่ำจะส่งผลกระทบต่อยอดขายและอัตรากำไร กำไร 1Q63 ของกลุ่มยานยนต์ลดลง 9% YoY และเราคาดว่ากำไร 2Q63 จะอ่อนแออย่างมาก หลังจากผู้ผลิตรถยนต์ปิดโรงงานชั่วคราวในเดือนเม.ย. แม้เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2564 จากฐานต่ำในปี 2563 โดยใช้สมมติฐานว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อยู่ภายใต้การควบคุม แต่เราไม่คิดว่ากำไรจะฟื้นตัวได้อย่างรวดเร็วในลักษณะ V-shape เนื่องจากความต้องการซื้อรถยนต์จะฟื้นตัวช้า เพราะถูกกดดันจากความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจ เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ SAT และ STANLY (เพราะฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง ถือครองเงินสดสุทธิ) และคงคำแนะนำ "ขาย" AH และ PCSGH (เพราะกังวลเกี่ยวกับขาดทุนจากธุรกิจต่างประเทศ)

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/E (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AH	Sell	8.5	5.0	(36.7)	11.8	7.2	0.4	0.3
PCSGH	Sell	4.5	4.0	(8.4)	118.3	19.8	1.4	1.4
SAT	Neutral	10.5	10.0	5.0	8.0	6.6	0.6	0.6
STANLY	Neutral	170.0	140.0	(14.1)	10.8	8.9	0.7	0.7
Average					65.0	13.5	0.9	0.9

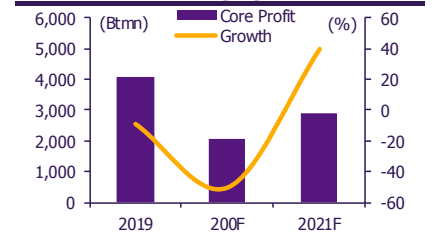
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AH	(1.7)	24.1	(56.2)	(5.2)	2.0	(45.1)
PCSGH	2.7	(5.4)	(34.7)	(0.9)	(22.2)	(18.1)
SAT	(6.2)	22.1	(42.9)	(9.6)	0.4	(28.5)
STANLY	20.6	27.8	(28.6)	16.3	5.1	(10.5)

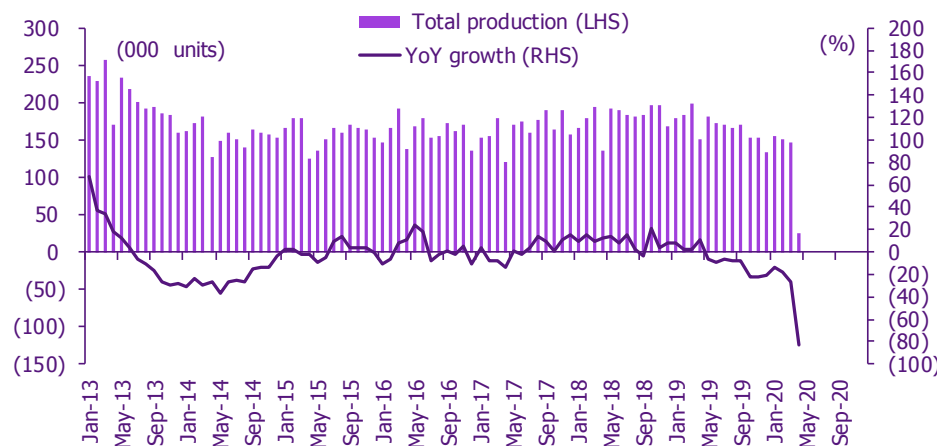
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

ยอดผลิตรถยนต์ของประเทศไทยปรับตัวลดลง



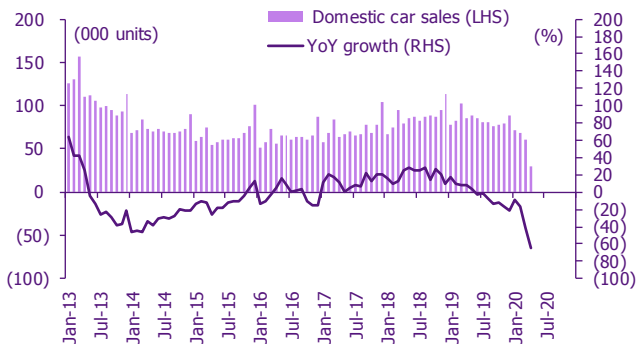
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีรุช ปิยะเกรียงไกร

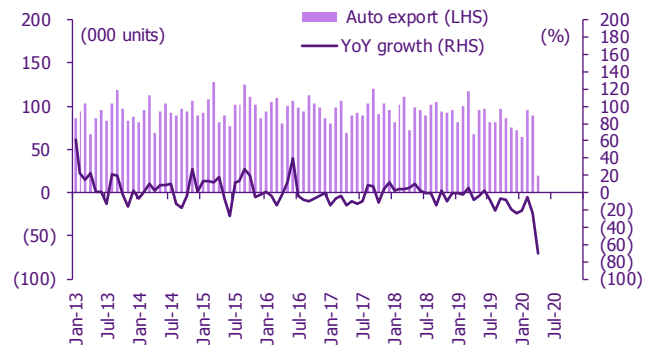
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1002
 raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Domestic car sales



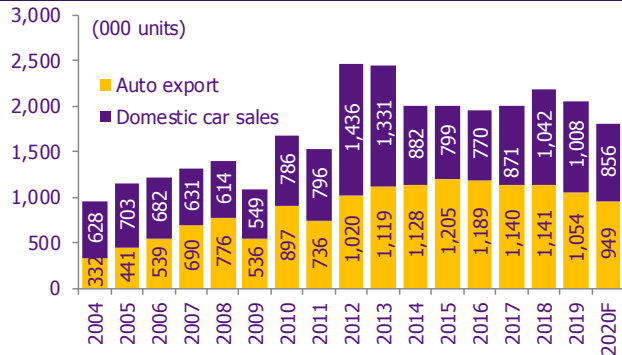
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 2: Thai auto exports



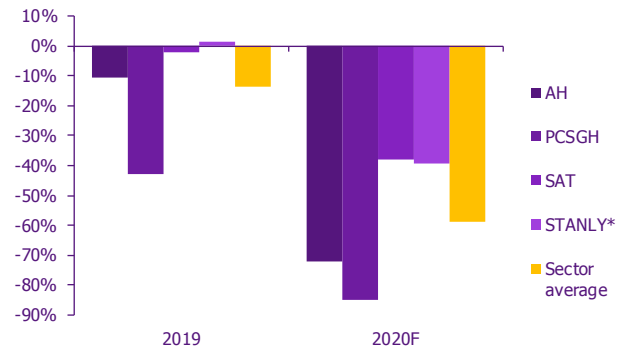
Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai auto production forecast



Source: Federation of Thai Industries and SCBS Investment Research

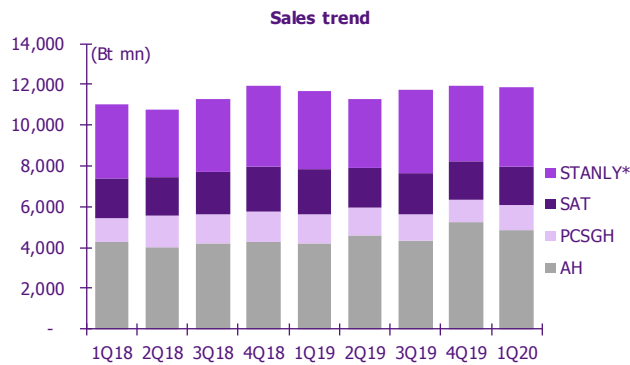
Figure 4: Earnings forecast



Source: SCBS Investment Research

*STANLY is FY2021F

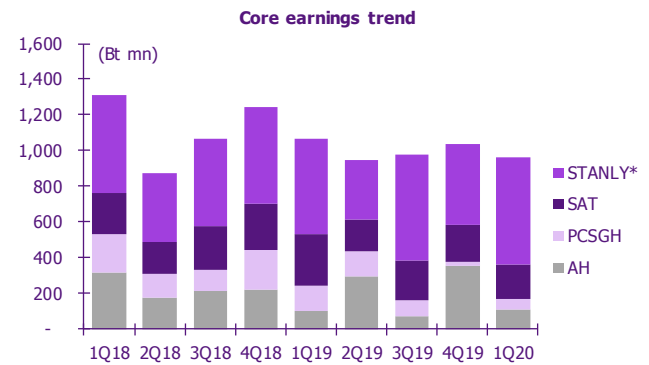
Figure 5: Quarterly sales trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

*STANLY is 4QFY18-4QFY20

Figure 6: Quarterly earnings trend



Source: Company data and SCBS Investment Research

*STANLY is 4QFY18-4QFY20

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
AH	Sell	8.50	5.0	(36.7)	3.3	11.8	7.2	(11)	(72)	64	0.4	0.4	0.3	11	3	5	4.2	2.7	4.4	5.9	6.4	6.4
PCSGH	Sell	4.54	4.0	(8.4)	17.7	118.3	19.8	(42)	(85)	498	1.4	1.4	1.4	8	1	7	6.6	0.6	3.5	5.9	9.0	5.9
SAT	Neutral	10.50	10.0	5.0	5.0	8.0	6.6	(2)	(38)	21	0.6	0.6	0.6	13	8	9	12.9	8.1	9.8	1.5	1.5	1.1
STANLY	Neutral	170.00	140.0	(14.1)	6.6	10.8	8.9	1	(39)	22	0.8	0.7	0.7	12	7	8	4.9	2.9	3.6	2.7	3.4	2.6
Average					8.1	37.2	10.6	(13)	(59)	151	0.8	0.8	0.8	11	5	7	7.1	3.6	5.3	4.0	5.1	4.0

Source: SCBS Investment Research



ดีขึ้น แต่ท้องฟ้ายังไม่สดใส

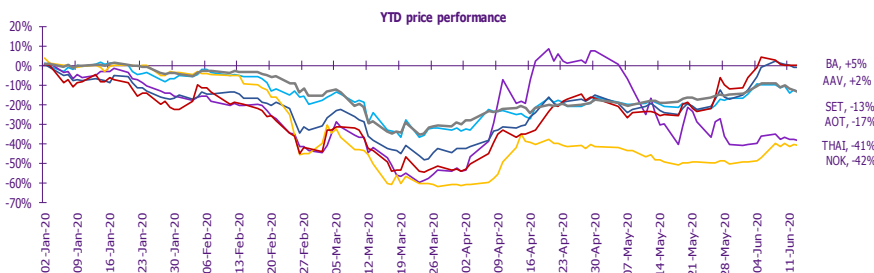
สถานการณ์โควิด-19 ที่ดีขึ้นทำให้ทั่วโลกรวมถึงประเทศไทยทยอยคลายล็อกเปิดประเทศ การดำเนินงานของสายการบินต่างๆ เริ่มปรับตัวดีขึ้น แต่จะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยด้านสุขภาพและภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวแรง ด้วยเหตุนี้ ทำให้เราจึงต้องระมัดระวังอย่างมากเกี่ยวกับความสามารถในการทำกำไร เราขอ AOT เพราะฐานะการเงินแข็งแกร่งซึ่งจะช่วยให้บริษัทอยู่รอดต่อไปได้ในช่วงเวลาแห่งความยากลำบากและพร้อมที่จะฟื้นตัว เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อธุรกิจสายการบิน

กลับมาให้บริการเที่ยวบินภายในประเทศแล้ว รอเปิดบินระหว่างประเทศ สายการบินของไทยกลับมาให้บริการเที่ยวบินภายในประเทศบางส่วนแล้วตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2563 หลังจากประเทศไทยผ่อนคลายนโยบายการล็อกดาวน์ ความถี่ของเที่ยวบินดูเหมือนจะเพิ่มขึ้นหลังจากรัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ (ก.ค.-ต.ค. 2563) ด้วยการสนับสนุนส่วนลดค่าโดยสาร 40% แต่ไม่เกิน 1,000 บาทต่อคน สำหรับการเดินทางในประเทศเพื่อช่วยเหลือสายการบิน ทั้งนี้จากการประเมินของเรา จำนวนเที่ยวบินภายในประเทศยังมีไม่มากนัก คิดเป็นสัดส่วน 15-30% ของ capacity (จำนวนที่นั่ง) ทั้งหมดสำหรับไทยแอร์เอเชีย โดย capacity ส่วนใหญ่นั้นจะใช้ในเส้นทางบินระหว่างประเทศซึ่งถูกสั่งระงับทั้งหมดตั้งแต่วันที่ 4 เม.ย. ถึง 30 มิ.ย. การตรวจสอบของเราพบว่าทั่วโลกเริ่มทยอยกลับมาเปิดการเดินทางระหว่างประเทศแล้ว ยกตัวอย่างเช่น อิตาลีกลับมาเปิดพรมแดนและยกเลิกมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างภูมิภาคเมื่อวันที่ 3 มิ.ย. จีนได้ลงนามในข้อตกลงกับเยอรมนี ฝรั่งเศส เกาหลีใต้ สหราชอาณาจักร ญี่ปุ่น และสิงคโปร์ ซึ่งจะช่วยให้ผู้เดินทางระหว่างจีนกับประเทศเหล่านี้สามารถเดินทางไปมาระหว่างกันได้โดยไม่ต้องถูกกักตัวเพื่อสังเกตอาการ แต่จะต้องมีใบรับรองผลการตรวจโควิด-19 ซึ่งออกให้ไม่เกิน 48 ชม. ก่อนการเดินทาง รัฐบาลไทยกำลังพิจารณาผ่อนคลายนโยบายการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศในรูปแบบ "travel bubble" ผ่านการทำข้อตกลงระหว่างกันที่จะอนุญาตให้ผู้เดินทางจากประเทศ (เริ่มที่ประเทศในภูมิภาคเอเชีย) ที่สามารถควบคุมการระบาดของโควิด-19 ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจที่ดีกับประเทศไทย สามารถเดินทางไปมาระหว่างกันได้

คาดการณ์ราคาไรของธุรกิจสายการบินถูกกดดันอย่างต่อเนื่อง เมื่อสายการบินกลับมาเปิดให้บริการ เราคาดว่าอัตราค่าโดยสารโดยเฉลี่ยมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้น เนื่องจากสายการบินจะไม่สามารถขายตัวโดยสารได้ทุกที่นั่งเพราะต้องเว้นระยะห่างของที่นั่งภายในเครื่องบิน อย่างไรก็ตามในระยะยาว เราไม่คิดว่าสายการบินจะสามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นทั้งหมดไปยังผู้โดยสารได้ เนื่องจากความต้องการเดินทางมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปสืบเนื่องมาจากความกังวลเกี่ยวกับโควิด-19 รวมถึงภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวแรงส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่ออัตราค่าไรของสายการบิน สิ่งที่เราสังเกตเห็นในตอนนี้และคาดว่าจะมีให้เห็นมากขึ้นคือ การกระจายธุรกิจ เช่น กลยุทธ์ของไทยแอร์เอเชียในการขยายขอบเขตการให้บริการสู่โลจิสติกส์ และ e-commerce เรามองว่าปัจจัยแห่งความสำเร็จที่สำคัญสำหรับสายการบิน คือความสามารถในการทำกำไรที่ยั่งยืนผ่านการจัดการ capacity ให้เกิดประโยชน์สูงสุด (เช่นเพิ่มจำนวนที่นั่งที่ขายได้เมื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 ได้) เพื่อชดเชยแรงกดดันของอัตราค่าโดยสารเฉลี่ย

ชอบ AOT ยังคงมุมมองระมัดระวังต่อธุรกิจสายการบิน แม้การดำเนินงานและกำไรไม่มีความแน่นอนสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แต่ AOT มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งอย่างมาก โดยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนอยู่ในระดับต่ำที่ 0.1 เท่า และมีเงินสดในมือจำนวนมากถึง 6.2 หมื่นลบ. ซึ่งจะช่วยให้บริษัทสามารถอยู่รอดต่อไปได้ในช่วงเวลาแห่งความยากลำบากเช่นนี้ และพร้อมที่จะฟื้นตัว สำหรับ AAV (ถือหุ้น 55% ในไทยแอร์เอเชีย) เรายังต้องระวังหลังจากราคาหุ้นปรับตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 (+2% YTD เทียบกับ SET ที่ลดลง 13%) ส่วนทางกับการฟื้นตัวซ้ำและผลการดำเนินงานมีความผันผวนสูง ในขณะที่การเข้าสู่กระบวนการฟื้นฟูกิจการเป็นพัฒนาการเชิงบวกสำหรับ THAI แต่หลายปัจจัยยังไม่มีความแน่นอน เช่น รายละเอียดของแผนฟื้นฟูกิจการ และระยะเวลาที่จะใช้ฟื้นฟูธุรกิจ ท่ามกลางสภาวะอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและสายการบินที่ไม่เอื้ออำนวย

ระวังการ rally ของราคาหุ้น AAV ส่วนทางกับผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวซ้ำ



Source: SET and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
AAV	Neutral	2.3	1.8	(21.1)	n.m.	189.0
AOT	Neutral	61.5	67.0	9.3	129.3	77.7
THAI	Sell	4.0	3.8	(5.5)	n.m.	n.m.
Average					129.3	133.3

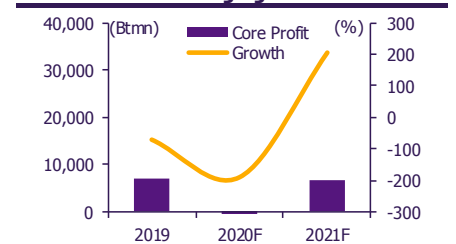
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AAV	25.3	90.0	(45.2)	20.8	56.2	(31.3)
AOT	3.4	14.4	(17.2)	(0.3)	(5.9)	3.8
THAI	(25.6)	30.5	(62.4)	(28.2)	7.3	(52.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวี นุช ปิยะเกรียงไกร

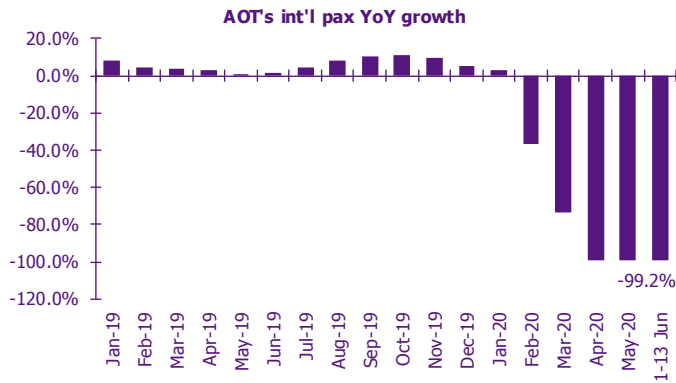
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

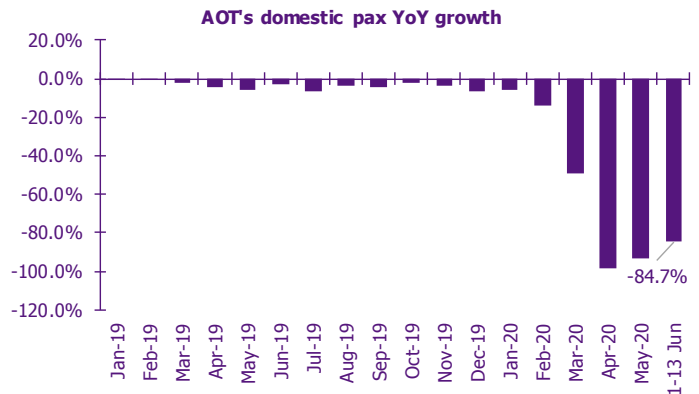
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: AOT's international passenger traffic



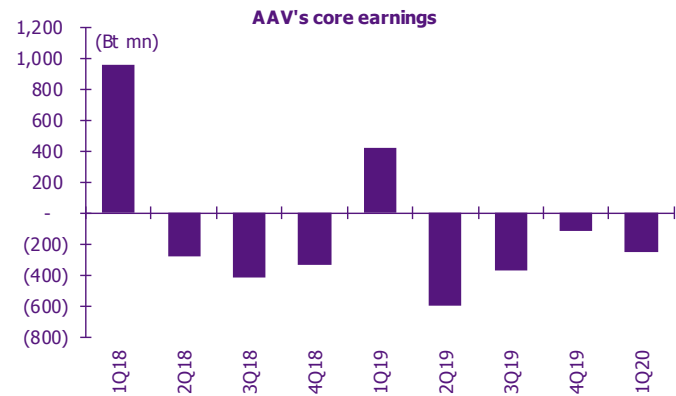
Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 2: AOT's domestic passenger traffic



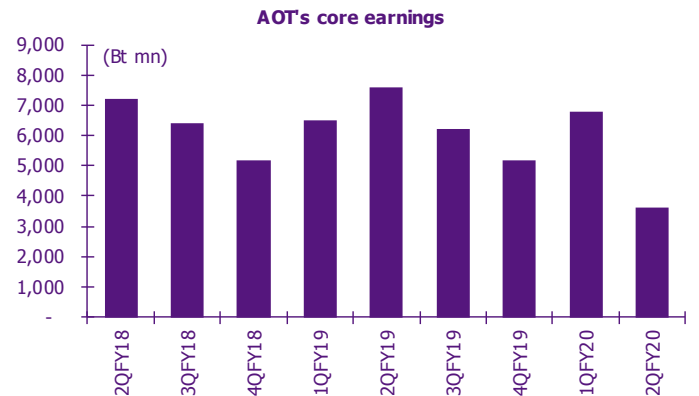
Source: AOT and SCBS Investment Research

Figure 3: AAV's earnings trend



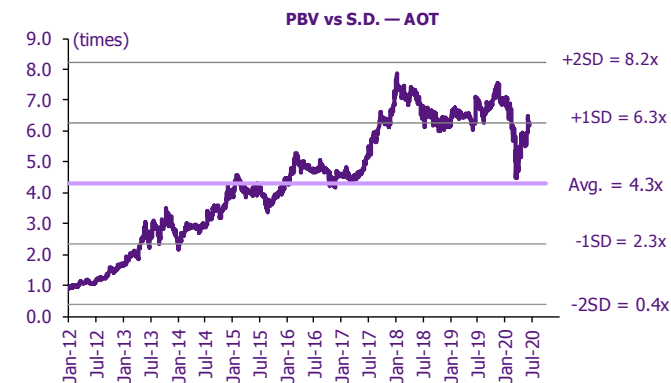
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: AOT's earnings trend



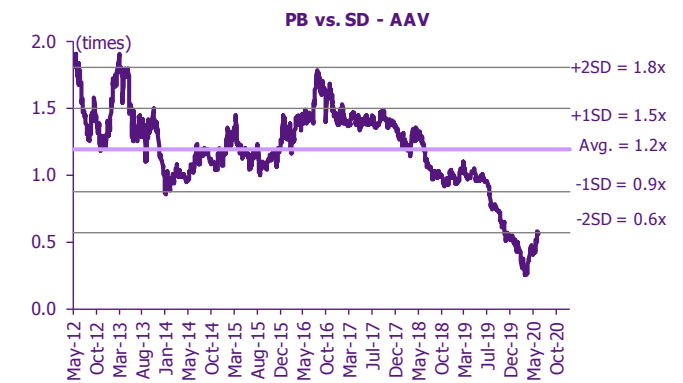
Source: SCBS Investment Research

Figure 5: AOT's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: AAV's PB band



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AAV	Neutral	2.28	1.8	(21.1)	n.m.	n.m.	189.0	(884)	(43)	n.m.	0.6	0.6	0.6	(3)	(5)	0	0.0	0.0	0.0	38.9	11.7	8.5
AOT	Neutral	61.50	67.0	9.3	34.5	129.3	77.7	2	(73)	66	5.7	6.0	5.7	17	5	8	1.7	0.4	0.6	21.2	53.8	37.6
THAI	Sell	4.02	3.8	(5.5)	n.m.	n.m.	n.m.	(71)	30	63	0.7	4.3	(3.5)	(110)	(180)	1,953	0.0	0.0	0.0	28.3	15.2	7.9
Average					34.5	129.3	133.3	(318)	(29)	65	2.3	3.6	0.9	(32)	(60)	654	0.6	0.1	0.2	29.4	26.9	18.0

Source: SCBS Investment Research



ผู้รอด; ความเสี่ยงขาลงสะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว

เราคาดว่าธนาคารต่างๆ จะตั้งสำรองเพิ่มในปี 2563 เพื่อรองรับ NPL ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้สิ้นสุดลง ขยายสินเชื่อได้ปานกลางที่ 6% (ภาครัฐก็เปลี่ยนแปลงมาขอสินเชื่อแทนการออกหุ้นกู้) และ NIM จะหดตัวลง (ผลกระทบใน 2Q63) งบดุลที่แข็งแกร่งช่วยให้ธนาคารต่างๆ ผ่านการทดสอบภาวะวิกฤต (stress test) ของ ธ.พ. valuation ระดับต่ำของกลุ่มธนาคารสะท้อนความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ไปค่อนข้างมากแล้ว เรายังคงเลือก BBL เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร

ตั้งสำรองเพิ่ม ณ วันที่ 29 พ.ค. สินเชื่อภายใต้การปรับปรุงโครงสร้างหนี้ในลักษณะเชิงป้องกันมีจำนวนรวมทั้งสิ้น 6.68 ล้านล. (ลูกหนี้ 15.11 ล้านราย) คิดเป็นสัดส่วน ~34% ของสินเชื่อทั้งหมดของระบบธนาคารพาณิชย์ที่ 19.5 ล้านล. ธ.พ. ได้ผ่อนปรนเกณฑ์การจัดชั้นสินเชื่อและการกันเงินสำรองจนถึงเดือนธ.ค. 2564 สำหรับสินเชื่อที่อยู่ภายใต้มาตรการปรับโครงสร้างหนี้ในลักษณะเชิงป้องกัน ส่งผลทำให้สัดส่วน NPL ต่อสินเชื่อรวมลดลงจาก 3.25% ในเดือนก.พ. สู่ 3.05% ในเดือนมี.ค. และสัดส่วนสินเชื่อชั้น under-performing loan ลดลงจาก 8.97% ในเดือนก.พ. สู่ 7.7% ในเดือนมี.ค. อย่างไรก็ตาม ธ.พ. ขอให้ธนาคารพาณิชย์กันสำรองตามกระบวนการ management overlay เพื่อรองรับความเสี่ยงที่คุณภาพสินทรัพย์จะปรับตัวแย่ลง ดังนั้นเราคาดว่าธนาคารต่างๆ จะตั้งสำรองเพิ่มขึ้นในปีนี้ เพื่อรองรับ NPL ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นเมื่อมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้สิ้นสุดลง การพักชำระหนี้สำหรับลูกหนี้สินเชื่อ SME ขนาดเล็กและลูกหนี้สินเชื่อ SME เป็นเวลา 3 เดือน จะสิ้นสุดลงในวันที่ 30 มิ.ย. และการพักชำระหนี้สำหรับลูกหนี้สินเชื่อ SME เป็นเวลา 6 เดือน จะสิ้นสุดลงในวันที่ 22 ต.ค. เราคาดว่า credit cost ของกลุ่มธนาคารจะเพิ่มขึ้นจาก 1.5% ในปี 2562 สู่ 1.77% ในปี 2563 จากนั้นจะลดลงสู่ 1.62% ในปี 2564

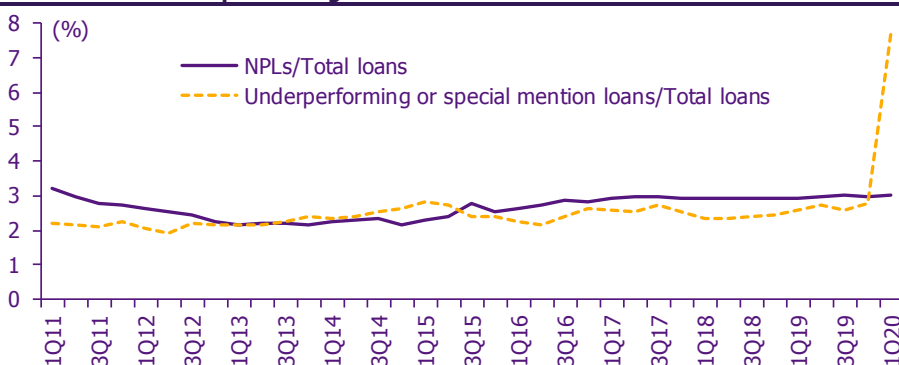
สินเชื่อเติบโตแข็งแกร่งมากกว่าคาด แม้ GDP ใน 1Q63 หดตัวลง 1.8% YoY แต่สินเชื่อของระบบธนาคารพาณิชย์เติบโต 4.1% YoY ใน 1Q63 เทียบกับ 2% ในปี 2562 โดยเกิดจากสินเชื่อธุรกิจ (+5.3% YoY) และสินเชื่อรายย่อย (+5.6% YoY) การเติบโตอย่างแข็งแกร่งของสินเชื่อธุรกิจส่วนหนึ่งเกิดจากธุรกิจขนาดใหญ่บางส่วนเปลี่ยนมารวมทุนด้วยการขอสินเชื่อแทนการออกหุ้นกู้ สินเชื่อของกลุ่มธนาคารเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 1.6% MoM ในเดือนเม.ย. มากกว่า 1.2% MoM ในเดือนมี.ค. โดยได้แรงหนุนจากสินเชื่อธุรกิจและสินเชื่อภาครัฐ สำหรับช่วง 4 เดือนแรกของปี 2563 อัตราการขยายตัวของสินเชื่อ YoY ของกลุ่มธนาคารอยู่ที่ 5.3% และอัตราการขยายตัวของสินเชื่อ YTD อยู่ที่ 3.4% มาตรการสนับสนุนสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) แก่ธุรกิจ SME นาน 2 ปี ตั้งแต่วันที่ 27 เม.ย. จะช่วยหนุนให้สินเชื่อขยายตัวเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ ณ วันที่ 8 มิ.ย. มีการอนุมัติปล่อยสินเชื่อ soft loan ไปแล้ว 7.37 หมื่นล. คิดเป็นการเติบโตของสินเชื่อ 0.45% เราปรับประมาณการอัตราการขยายตัวของสินเชื่อปี 2563 ของกลุ่มธนาคารเพิ่มขึ้นจาก 3% สู่ 6%

แนวโน้ม 2Q63: คาด NIM หดตัวลงมาก เราคาดการณ์ในเบื้องต้นว่ากำไร 2Q63 ของกลุ่มธนาคารจะลดลง 35% YoY และ 22% QoQ เพราะได้รับผลกระทบจากสองปัจจัย ปัจจัยแรก NIM จะหดตัวลงมาก โดยมีสาเหตุมาจากการลดอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ลง 40 bps ในเดือนเม.ย. (แลกกับการลดอัตรานำส่งเงินสมทบกองทุนฟื้นฟูฯ ลง 23 bps ในปี 2563-2564 มีผลตั้งแต่ 1Q63) บวกกับการลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps ปัจจัยที่สอง เราคาดว่าธนาคารจะตั้งสำรองเพิ่ม

ผ่านการทดสอบภาวะวิกฤต ด้วยอัตราส่วนเงินกองทุนต่อสินทรัพย์เสี่ยง (CAR) ที่ 18.7% LLR coverage ที่ 143% อัตราส่วนสินทรัพย์สภาพคล่องเพื่อรองรับกระแสเงินสดที่อาจไหลออกในภาวะวิกฤตที่ 186% และอัตราส่วนสินเชื่อต่อเงินฝากที่ 92.5% ณ 1Q63 งบดุลของธนาคารพาณิชย์จึงแข็งแกร่งมากพร้อมรับการทดสอบภาวะวิกฤต (stress test) ของ ธ.พ. ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 สงครามการค้า ภัยแล้ง และราคาทรัพย์สินที่ลดลง ธนาคารบางแห่ง (เช่น TMB และ KBANK) ประเมินผลกระทบจากภาวะเศรษฐกิจขาลงได้ที่ประมาณ 2% ของ CAR

Valuation ถูกเลือก BBL เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เรายังคงเลือก BBL เป็น top pick ของกลุ่มธนาคาร เนื่องจาก BBL เป็นธนาคารที่มีงบดุลแข็งแกร่งที่สุด หนี้ธนาคารส่วนใหญ่ซื้อขายที่ valuation ถูก ที่ PBV 0.4-0.5 เท่า สะท้อนความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ที่มีสาเหตุมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ไปค่อนข้างมากแล้ว

สัดส่วน NPL และ under-performing loan ต่อสินเชื่อรวม



Source: Banks and SCBS Investment Research

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)		
		20F	21F	20F	21F	20F	21F	
BAY	Buy	24.7	26.0	6.6	7.4	7.2	0.6	0.6
BBL	Buy	115.5	146.0	29.0	7.6	6.6	0.5	0.5
KBANK	Neutral	95.8	97.0	3.0	9.1	7.1	0.5	0.5
KKP	Neutral	44.0	42.0	(1.2)	8.9	8.3	0.8	0.8
KTB	Buy	10.8	14.0	32.2	7.9	6.3	0.4	0.4
LHFG	Sell	1.1	0.8	(21.8)	9.1	8.4	0.6	0.5
TCAP	Neutral	38.0	42.0	22.2	6.0	8.3	0.7	0.7
TISCO	Neutral	73.5	84.0	17.4	9.7	9.0	1.5	1.3
TMB	Buy	1.1	1.2	10.8	8.6	7.3	0.5	0.5
Average					8.4	7.7	0.7	0.6

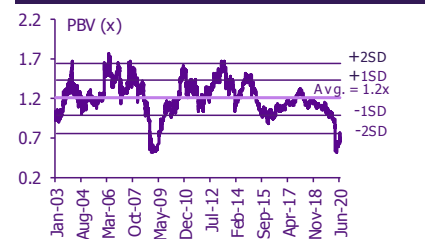
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BAY	14.9	30.7	(36.3)	10.8	7.5	(20.1)
BBL	20.3	18.5	(43.1)	16.0	(2.6)	(28.7)
KBANK	8.8	3.0	(50.5)	4.9	(15.3)	(38.0)
KKP	7.3	18.1	(36.0)	3.5	(2.9)	(19.8)
KTB	10.2	0.0	(44.3)	6.3	(17.8)	(30.2)
LHFG	3.9	12.8	12.8	0.2	(7.3)	41.3
TCAP	7.0	16.0	(32.7)	3.2	(4.6)	(15.7)
TISCO	6.1	8.1	(19.9)	2.4	(11.1)	0.4
TMB	5.8	39.2	(44.7)	2.0	14.5	(30.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Banking sector's PBV



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

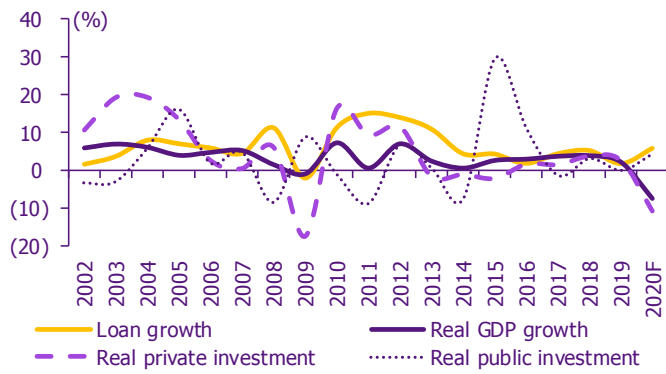
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

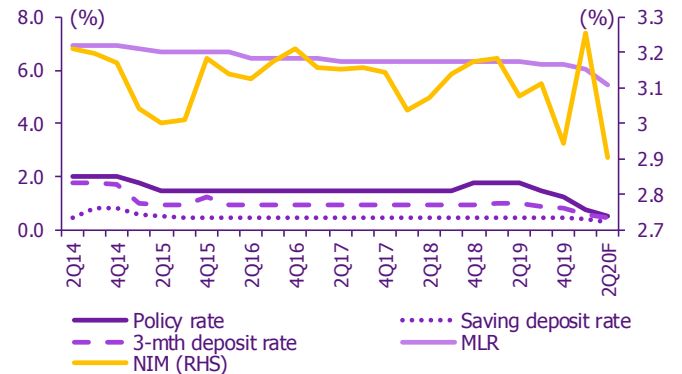
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Loans vs. GDP & investment growth



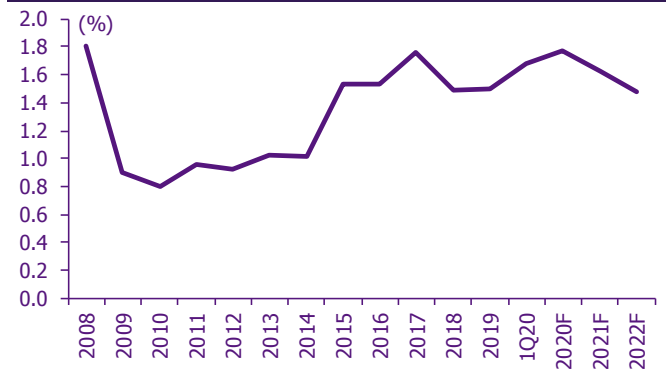
Source: NESDB, SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 2: NIM and interest rates



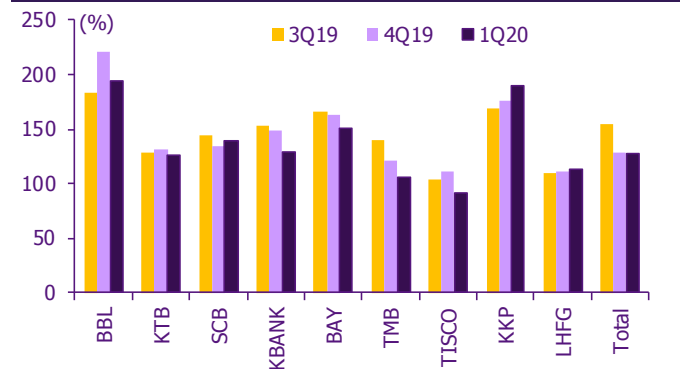
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: Credit cost



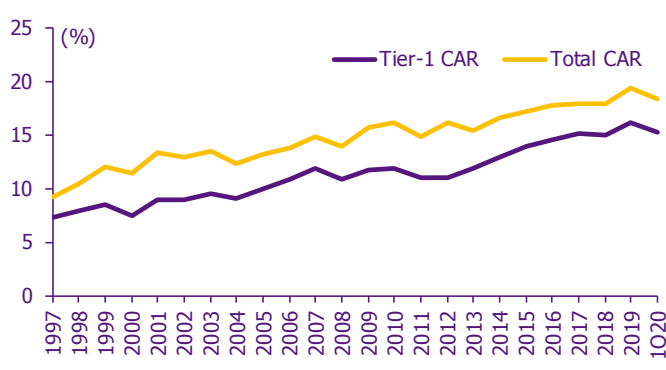
Source: SCBS Investment Research

Figure 4: LLR coverage



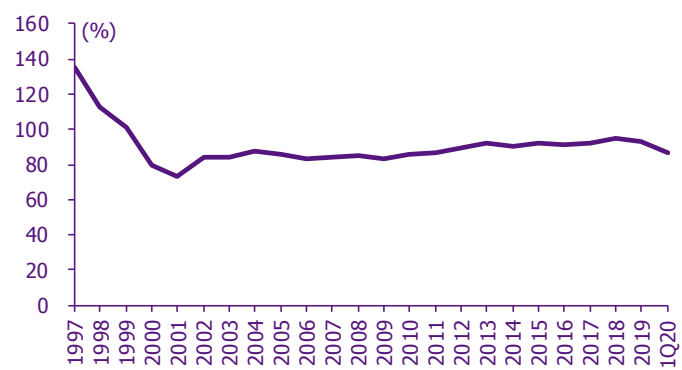
Source: BoT and SCBS Investment Research

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	24.70	26.0	6.6	5.5	7.4	7.2	32	(25)	2	0.7	0.6	0.6	12.8	8.8	8.4	3.4	1.4	1.4
BBL	Buy	115.50	146.0	29.0	6.2	7.6	6.6	1	(19)	15	0.5	0.5	0.5	9	7	7	6.1	2.6	3.0
KBANK	Neutral	95.75	97.0	3.0	5.9	9.1	7.1	1	(35)	28	0.6	0.5	0.5	10	6	7	5.2	1.6	2.1
KKP	Neutral	44.00	42.0	(1.2)	6.2	8.9	8.3	(1)	(30)	7	0.8	0.8	0.8	14	9	10	9.7	3.4	3.6
KTB	Buy	10.80	14.0	32.2	5.2	7.9	6.3	3	(34)	25	0.4	0.4	0.4	9	6	7	7.0	2.5	3.2
LHFG	Sell	1.06	0.80	(21.8)	7.0	9.1	8.4	3	(23)	9	0.5	0.6	0.5	8	6	7	7.5	2.7	3.0
TCAP	Neutral	38.00	42.0	22.2	4.1	6.0	8.3	38	(32)	(28)	0.7	0.7	0.7	16	11	8	18.4	11.6	8.4
TISCO	Neutral	73.50	84.0	17.4	8.1	9.7	9.0	4	(17)	8	1.5	1.5	1.3	19	15	16	10.5	3.1	3.3
TMB	Buy	1.10	1.20	10.8	14.7	8.6	7.3	(72)	71	18	0.5	0.5	0.5	4.9	6.1	6.8	3.6	1.7	2.1
Average					6.9	8.4	7.7	6	(27)	11	0.7	0.7	0.6	11	8	8	8.0	3.3	3.3

Source: SCBS Investment Research

คาค SSS ทำสถิติต่ำสุดใน 2Q63; ค่อยๆ ฟื้นตัวใน 2H63

เราคาคว่าค่าไร 2Q63 ของกลุ่มพาดิษยจะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ เพราะได้รับผลกระทบจาก ยอดขายสาขาเดิม (SSS) ที่ทำสถิติต่ำสุด โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการภาครัฐเพื่อควบคุม การระบาดของไวรัสโควิด-19 ทั้งนี้หลังจากรัฐบาลทยอยปลดล็อกมาตรการเหล่านี้ เราคาค ว่าค่าไรและ SSS ของกลุ่มพาดิษยจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 แต่เรายังไม่คิดว่าจะฟื้นตัว กลับสู่ระดับปกติ เพราะกำลังซื้ออ่อนแอ top picks คือ CPALL GLOBAL และ HMPRO

คาค SSS ทำสถิติต่ำสุดใน 2Q63 SSS ของกลุ่มพาดิษยน่าจะหดตัวลงมากกว่า 20% YoY ใน เดือนเม.ย.-พ.ค. (เทียบกับ -3% YoY ใน 1Q63) ทำสถิติต่ำสุด เพราะได้รับผลกระทบจาก มาตรการภาครัฐเพื่อควบคุมการระบาดของไวรัสโควิด-19 เราคาคว่า SSS จะติดลบมากที่สุด ใน เดือนเม.ย. เพราะได้รับผลกระทบหนักที่สุดจากการยกเลิกวันหยุดยาวเทศกาลสงกรานต์ ค่าสั่งห้าม จำหน่ายเครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การปิดร้านจำหน่ายสินค้าอุปโภคและพื้นที่ขายสินค้าอุปโภคใน ร้านค้าบางจังหวัด ค่าสั่งห้ามเดินทางข้ามจังหวัด และการประกาศเคอร์ฟิวช่วงกลางคืน เราคาคว่า SSS จะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นในเดือนพ.ค. และมี.ย. จากการทยอยผ่อนคลายปลดล็อกมาตรการของ รัฐบาล

แนวโน้ม 2H63 เราเชื่อว่า SSS ของกลุ่มพาดิษยทำจุดต่ำสุดแล้วใน 2Q63 และคาคว่าจะปรับตัวดี ขึ้นใน 2H63 หลังจากรัฐบาลปลดล็อกดาว์นและกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ แต่ SSS ยังไม่ น่าจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับปกติ เพราะกำลังซื้อต่ำ ทั้งนี้ใน 2H63 เราคาคว่า SSS ของผู้ประกอบการ ร้านค้าปลีกสินค้าอาหารจะเติบโตดีกว่าผู้ประกอบการร้านค้าปลีกสินค้าอุปโภค ซึ่งเป็นผลจากการ จำหน่ายสินค้าจำเป็น ยอดขายจากช่องทางออนไลน์ ซึ่งผู้ประกอบการร้านค้าปลีกทุกรายรายงาน ยอดขายเติบโต 30%-300% YoY ใน 1Q63 มีแนวโน้มที่จะเติบโตเร็วกว่าช่วงก่อนเกิดสถานการณ์ การแพร่ระบาดของโควิด-19 สำหรับรายได้ค่าเช่า ผู้ประกอบการร้านค้าปลีกที่มีพื้นที่ให้เช่า (BJC และ HMPRO) มีแนวโน้มที่จะให้ส่วนลดค่าเช่าอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากรายได้ของผู้เช่า เช่น ร้านอาหาร ยังไม่น่าจะกลับคืนสู่ระดับปกติ โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการเว้นระยะห่างทางสังคม

มาตรการภาครัฐ ในเดือนมี.ค.-เม.ย. ครม.มีมติเห็นชอบมาตรการพยุงเศรษฐกิจ 3 ระยะเพื่อลด ผลกระทบจากโควิด-19 สำหรับภาคประชาชนและภาคธุรกิจ (Figure 4) ทั้งนี้ในจำนวนมาตรการ ทั้งหมด SCB EIC คาคว่ามาตรการปล่อยกู้ดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) จะช่วยกระตุ้นเศรษฐกิจได้จำกัด เพราะจะช่วยเพิ่มสภาพคล่องมากกว่าที่จะกระตุ้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจ สำหรับมาตรการระยะที่ 1 และ 2 นั้น SCB EIC คาคว่าจะช่วยบรรเทาผลกระทบบางส่วนเท่านั้น เนื่องจากเม็ดเงินของมาตรการ ที่ไม่ได้สูงมาก สำหรับมาตรการในระยะที่ 3 มีเม็ดเงินรวมมากถึง 1.9 ล้านลบ. (12% ของ GDP) โดยคาคว่าจะมีการอัดฉีดเงินเข้าสู่ระบบเศรษฐกิจประมาณ 6 แสนลบ. (3.8% ของ GDP) ในปี 2563 โดยส่วนใหญ่เกิดจากเงินช่วยเหลือเยียวยาประชาชนและเกษตรกรที่ได้รับผลกระทบ และ ส่วนหนึ่งเกิดจากแผนงานฟื้นฟูเศรษฐกิจในปีนี้ ทั้งนี้เพื่อสะท้อนมาตรการพยุงเศรษฐกิจ เมื่อวันที่ 5 มิ.ย. SCB EIC จึงได้ปรับประมาณการรายจ่ายเพื่อการอุปโภคและบริโภคของภาคเอกชน (PCE) ใน ปี 2563 เพิ่มขึ้นสู่ระดับที่ลดลง 1.8% YoY (จากประมาณการเดิมที่ -2.3% YoY) หดตัวลงเป็นครั้ง แรกนับตั้งแต่วิกฤตปี 2552 เพราะได้รับผลกระทบจากมาตรการควบคุมการระบาด และรายได้ภาค ครุภัณฑ์ที่ลดลง โดยเฉพาะผู้ที่ทำงานในสาขาท่องเที่ยวและสาขาส่งออก จากการแพร่ระบาดของ ไวรัสโควิด-19

ในเดือนมิ.ย. ครม.มีมติเห็นชอบแพคเกจกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ มูลค่า 2.2 หมื่นลบ. มีผล ตั้งแต่เดือนก.ค. ถึง ต.ค. โดยรัฐบาลจะสนับสนุนค่าใช้จ่ายท่องเที่ยวในประเทศ เช่น ค่าที่พัก ค่าอาหาร และค่าโดยสาร รวมถึงค่าเดินทางของผู้ปฏิบัติการแนวหน้าจากองค์กรสาธารณสุข

Top picks เราชอบ CPALL เนื่องจาก: 1) SSS ใน 2H63 ของทั้งธุรกิจร้านสะดวกซื้อและธุรกิจ cash & carry มีแนวโน้มเติบโตดีกว่าผู้ประกอบการค้าปลีกรายอื่นๆ ท่ามกลางกำลังซื้อที่อ่อนแอ; 2) ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศในเดือนก.ค.-ต.ค. นอกจากนี้เราก้ชอบ GLOBAL และ HMPRO เพราะค่าไรจะฟื้นตัวในปี 2564 จากฐานต่ำของปีที่มีสาเหตุมาจากการปิด สาขาชั่วคราว

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 21F
BJC	Neutral	39.5	43.0	10.6	28.0	24.2	1.3
CPALL	Buy	69.0	85.0	24.7	34.5	29.8	5.3
GLOBAL	Buy	16.7	18.0	8.7	42.1	33.3	4.3
HMPRO	Buy	16.0	16.5	4.9	44.8	34.9	10.1
MAKRO	Neutral	36.5	38.0	6.7	29.0	27.7	7.9
Average					35.7	30.0	5.8

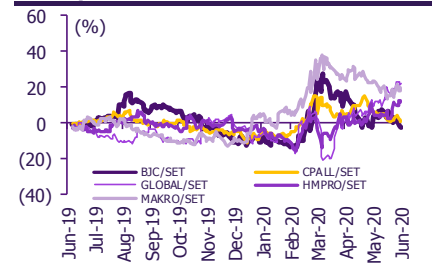
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BJC	(2.5)	(3.7)	(23.3)	(5.9)	(20.8)	(3.9)
CPALL	(1.4)	16.5	(18.8)	(4.9)	(4.2)	1.7
GLOBAL	15.2	45.2	(2.3)	11.1	19.4	22.5
HMPRO	8.1	40.4	(10.6)	4.3	15.4	12.0
MAKRO	0.7	17.7	1.4	(2.9)	(3.2)	27.1

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

มาตรการภาครัฐเพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 ใน 2Q63 ส่งผลกระทบต่อร้านค้าปลีกทุกราย

มาตรการภาครัฐ	ระยะเวลาบังคับใช้ใน 2Q63	บริษัทที่เกี่ยวข้อง
วันหยุดยาวสงกรานต์	ยกเลิกในเดือนเม.ย.	CPALL, MAKRO, BJC
การจำหน่ายเครื่องดื่ม แอลกอฮอล์	ห้ามจำหน่ายเดือนเม.ย. ยกเลิกคำสั่งห้ามต้นพ.ค.	CPALL, MAKRO, BJC
ร้านขายสินค้าอุปโภคและ ขายสินค้าอุปโภคในร้านค้า	ปิดบางวันในบางจังหวัดตั้งแต่วันที่ 22 มิ.ค.; อนุญาตให้กลับมา เปิดอีกครั้งในช่วงกลางเดือนพ.ค.	MAKRO, BJC, HMPRO, GLOBAL
การเดินทางข้ามจังหวัด	ห้ามเดือนเม.ย.; อนุญาตให้เดินทางได้บางจังหวัดกลางพ.ค. ก่อนยกเลิกคำสั่งห้ามทั้งหมดตอนต้นมิ.ย.	CPALL
เคอร์ฟิวกลางคืน	มีผล 6 ชม. ตั้งแต่เดือนเม.ย.; ลดระยะเวลาเคอร์ฟิวลง 1 ชม. ในช่วงกลางพ.ค. และอีก 1 ชม. ตอนต้นมิ.ย.; ยกเลิกเคอร์ฟิว กลางเดือนมิ.ย.	CPALL, BJC

Source: SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

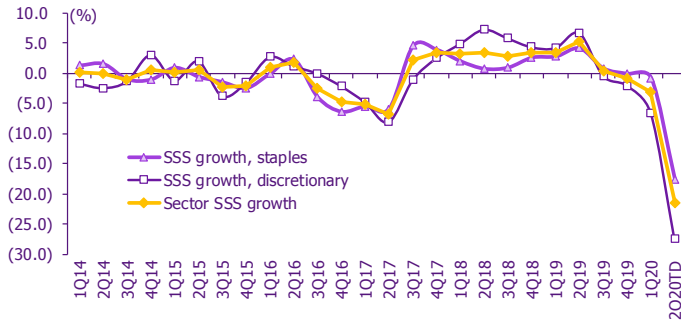
ศิริมา ดิษสรา, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: สมมติฐาน SSS growth ของกลุ่มพาณิชย์

SSS growth (%)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	ppts YoY	ppts QoQ	2019	2020F	2021F
BJC/BIGC	1.0	(0.3)	(4.9)	(6.3)	(5.3)	(8.1)	(1.4)	(2.7)	(8.2)	2.5
CPALL	3.1	3.7	2.0	0.0	(4.0)	(4.5)	(2.0)	1.7	(9.3)	7.0
MAKRO	4.4	9.2	5.5	6.2	7.0	4.5	0.7	6.3	0.5	2.5
HMPRO	2.5	5.6	(1.7)	(3.0)	(6.1)	(1.8)	(1.3)	0.8	(12.0)	10.0
GLOBAL	6.0	7.9	1.0	(1.0)	(7.0)	(11.0)	(2.0)	3.5	(11.0)	9.0
Average	3.4	5.2	0.4	(0.8)	(3.1)	(4.2)	(1.2)	1.9	(8.0)	6.2
Avg - Staples	2.8	4.2	0.9	(0.0)	(0.8)	(2.7)	(0.9)	1.8	(5.7)	4.0
Avg - Discretionary	4.3	6.8	(0.4)	(2.0)	(6.6)	(6.4)	(1.7)	2.2	(11.5)	9.5

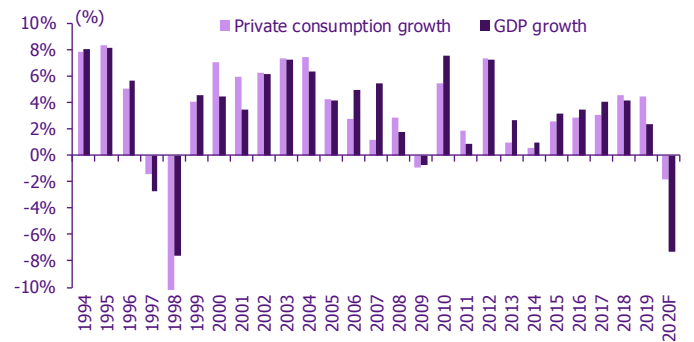
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: SSS มีแนวโน้มลดลงมากกว่า 20% YoY ทำสถิติต่ำสุด โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการควบคุมการระบาดของโควิด-19 ใน 2Q63TD



Source: SCBS Investment Research

Figure 3: SCB EIC คาดว่า GDP และ PCE จะลดลง 7.3% YoY และ 1.8% YoY ในปี 2563



Source: SCB EIC (as of June 5), NESDB and SCBS Investment Research

Figure 4: มาตรการภาครัฐเพื่อพยุงเศรษฐกิจ 3 ระยะที่ได้รับอนุมัติในเดือนมี.ค.-เม.ย.

มาตรการพยุงเศรษฐกิจ	งบประมาณ (ล้านบาท)
มาตรการระยะที่ 1 (มี.ค. 2563)	
ช่วยเหลือประชาชน	
- คืนเงินประกันค่าไฟฟ้า	
- ลดเงินนำส่งประกันสังคมนาน 3 เดือน	
- เพิ่มการหักลดหย่อนภาษี ในการซื้อกองทุน SSF	
ช่วยเหลือธุรกิจ	
- ลดอัตราหักภาษี ณ ที่จ่าย จาก 3% เหลือ 1.5% นาน 6 เดือน	
- สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan)	150,000
- มาตรการสินเชื่อเพิ่มส่งเสริมการจ้างงานของประกันสังคม	30,000
- SMEs สามารถหักรายจ่ายได้ 3 เท่าสำหรับเงินค่าจ้าง และสามารถหักรายจ่ายได้ 1.5 เท่าสำหรับค่าใช้จ่ายดอกเบี้ย	
มาตรการระยะที่ 2 (มี.ค. 2563)	
ช่วยเหลือประชาชน	
- สินเชื่อฉุกเฉินอัตราดอกเบี้ยต่ำ	60,000
- เลื่อนชำระภาษีเงินได้และเพิ่มวงเงินลดหย่อนประกันสุขภาพ	
ช่วยเหลือธุรกิจ	
- สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำสำหรับ SMEs	10,000
- เลื่อนการยื่นแบบแสดงรายการชำระภาษีนิติบุคคล ยกเว้นอากรและภาษีนำเข้า	
มาตรการระยะที่ 3 (เม.ย. 2563)	1,900,000
มาตรการที่รับผิดชอบโดยกระทรวงการคลัง	1,000,000
ช่วยเหลือประชาชน	
- ระบายด้านสาธารณสุขเพื่อควบคุมโควิด-19	45,000
- ช่วยเหลือเยียวยาให้กับประชาชน เกษตรกร และผู้ประกอบการที่ได้รับผลกระทบ	555,000
- ฟื้นฟูเศรษฐกิจและสังคม (แผนพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานในชุมชน และสร้างงาน)	400,000
มาตรการที่รับผิดชอบโดยธนาคารแห่งประเทศไทย	900,000
ช่วยเหลือธุรกิจ	
- สินเชื่อดอกเบี้ยต่ำสำหรับ SMEs	500,000
- จัดตั้งกองทุนเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้ภาคเอกชน (BSF) เพื่อสร้างเสถียรภาพให้กับภาคการเงิน	400,000
- พักชำระหนี้ 6 เดือน สำหรับ SMEs	

Source: SCB EIC and SCBS Investment Research

Figure 5: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BJC	Neutral	39.50	43.0	10.6	22.0	28.0	24.2	12	(21)	15	1.3	1.3	1.3	6	5	5	2.3	1.8	2.1	14.6	14.4	13.4
CPALL	Buy	69.00	85.0	24.7	28.3	34.5	29.8	8	(18)	16	5.7	5.3	4.8	22	17	18	1.8	1.5	1.8	16.3	19.9	17.5
GLOBAL	Buy	16.70	18.0	8.7	34.9	42.1	33.3	5	(17)	27	4.6	4.3	4.0	14	11	12	1.2	1.0	1.2	23.3	24.2	20.3
HMPRO	Buy	16.00	16.5	4.9	34.1	44.8	34.9	9	(24)	28	10.0	10.1	9.1	30	22	27	2.4	1.8	2.3	20.2	23.6	19.9
MAKRO	Neutral	36.50	38.0	6.7	28.0	29.0	27.7	5	(4)	5	8.4	7.9	7.3	31	28	27	2.6	2.6	2.6	16.3	16.5	15.9
Average					29.4	35.7	30.0	8	(17)	18	6.0	5.8	5.3	21	17	18	2.1	1.7	2.0	18.1	19.7	17.4

Source: SCBS Investment Research

ต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำถูกหักล้างด้วยอุปสงค์ที่อ่อนแอ

เราคาดว่าผู้ประกอบการทุกรายจะได้ประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำในปี 2563 เนื่องจากในปี 2563 ถึงปัจจุบัน ราคาถ่านหิน (spot price) ทำจุดต่ำสุดในรอบ 5 ปี และราคาน้ำมันทำจุดต่ำสุดในรอบ 16 ปี อย่างไรก็ตาม เมื่อดูจากข้อมูลที่อ่อนแอในช่วง 4M63 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศจะยังคงอยู่ในระดับต่ำในปี 2563 เพราะได้รับผลกระทบจากการลงทุนภาคเอกชนที่ลดลงมากกว่าการลงทุนภาครัฐที่ปรับตัวดีขึ้น top pick ของเรา คือ SCC และ SCCC

ต้นทุนเชื้อเพลิงและโลจิสติกส์ต่ำ เราคาดว่ากลุ่มวัสดุก่อสร้างจะได้รับประโยชน์จากต้นทุนเชื้อเพลิงและโลจิสติกส์ต่ำในปี 2563 ทั้งนี้ตั้งแต่ปี 2563 เป็นต้นมา ราคาถ่านหิน (spot price) ปรับลดลงมาแล้ว 21% YoY สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี และราคาน้ำมัน (spot price) ปรับลดลงมาแล้ว 36% YoY สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 16 ปี ต้นทุนถ่านหินคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 30% ของต้นทุนการผลิตทั้งหมดของผู้ผลิตปูนซีเมนต์ และต้นทุนก๊าซคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 20% ของต้นทุนการผลิตทั้งหมดของผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิก ผู้ผลิตปูนซีเมนต์มักจะถือครองราคาถ่านหินล่วงหน้า 6-12 เดือน และราคาถ่านหินมักจะปรับตัวตามหลังราคาน้ำมันอยู่ประมาณ 6 เดือน ในขณะเดียวกันราคาน้ำมันระดับต่ำจะส่งผลทำให้ต้นทุนโลจิสติกส์ของผู้ประกอบการทุกรายปรับลดลงทั้งนี้ในช่วง 4M63 ดัชนีราคาปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกแทบไม่เปลี่ยนแปลง YoY

ตัวเลขอุปสงค์ลดลงในเดือนเม.ย. ในเดือนเม.ย. ปริมาณการจำหน่ายปูนซีเมนต์ในประเทศเพิ่มขึ้น 19% YoY เพราะสถานที่ก่อสร้างไม่ได้รับผลกระทบในช่วงที่มีการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์บางส่วนสืบเนื่องมาจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อีกทั้งยังได้รับผลบวกจากการยกเลิกวันหยุดสงกรานต์ และการเบิกจ่ายงบประมาณรัฐบาลมากขึ้น ทั้งนี้หลังจากงบประมาณประจำปี 2563 (ต.ค. 2562 - ก.ย. 2563) ผ่านความเห็นชอบ ยอดการเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาลก็ปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนเม.ย.-พ.ค. โดยอิงกับยอดการเบิกจ่าย 3.39 แสนลบ. (59% ของงบประมาณปี 2563) จนถึงสิ้นเดือนพ.ค. (8 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2563) เทียบกับ 1.45 แสนลบ. (23% ของงบประมาณ) จนถึงสิ้นเดือนมี.ค. (6 เดือนแรกของปีงบประมาณ 2563) อย่างไรก็ตาม ปริมาณการจำหน่ายกระเบื้องเซรามิกในประเทศลดลง 8% YoY เพราะอุปสงค์อ่อนแอ ปริมาณการส่งออกปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกลดลง 18% YoY และ 35% YoY โดยมีสาเหตุมาจากปัญหาด้านโลจิสติกส์สืบเนื่องมาจากการระบาดทั่วของโควิด-19 ในประเทศปลายทาง ปริมาณการจำหน่ายปูนซีเมนต์ทั้งหมด (รวมปริมาณการจำหน่ายในประเทศและส่งออก) เติบโต 7% YoY แต่ปริมาณการจำหน่ายกระเบื้องเซรามิกทั้งหมดหดตัวลง 10% YoY

คาดอุปสงค์อ่อนแอในปี 2563 ใน 4M63 ปริมาณการจำหน่ายปูนซีเมนต์ในประเทศอยู่ในระดับทรงตัว YoY ในขณะที่ปริมาณการจำหน่ายกระเบื้องเซรามิกในประเทศหดตัวลง 12% YoY ปริมาณการส่งออกปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกลดลง 6% YoY และ 11% YoY ปริมาณการจำหน่ายปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกทั้งหมด (รวมปริมาณการจำหน่ายในประเทศและส่งออก) ลดลง 2% YoY และ 12% YoY

ในปี 2563 เราคาดว่าอุปสงค์ปูนซีเมนต์และกระเบื้องเซรามิกในประเทศจะลดลง 4% YoY และ 8% YoY เพราะได้รับผลกระทบจากการลงทุนโดยรวมที่ปรับตัวลดลง 7% YoY สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 11 ปี โดยการลงทุนภาคเอกชนจะลดลง 11% YoY โดยมีสาเหตุมาจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและความไม่แน่นอนจากสถานการณ์โควิด-19 ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้ด้วยการลงทุนภาครัฐที่เติบโต 5% YoY จากการเร่งเบิกจ่ายงบประมาณ อ้างอิงประมาณการของ SCB EIC (ณ วันที่ 5 มิ.ย.)

Top pick เราชอบ SCC เนื่องจากบริษัทจะได้รับประโยชน์จากภาวะต้นทุนเชื้อเพลิงต่ำ ซึ่งจะส่งผลดีต่อธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ใช้แทนพทาเป็นวัตถุดิบและธุรกิจปูนซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างของบริษัท นอกจากนี้เรายังชอบ SCCC เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลและ valuation น่าสนใจ (ข้อขายที่ระดับ -1.5SD 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	2.0	2.0	6.5	13.7	14.3	4.9	5.1
SCC	Buy	358.0	430.0	24.1	12.6	11.8	1.2	1.2
SCCC	Buy	136.0	180.0	38.2	14.2	12.6	1.2	1.2
Average					13.5	12.9	2.5	2.5

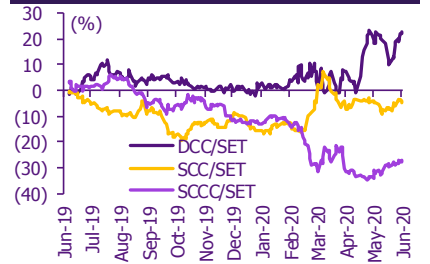
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
DCC	7.6	47.8	(1.0)	3.8	21.5	24.1
SCC	3.2	13.3	(23.8)	(0.5)	(6.8)	(4.5)
SCCC	8.4	27.7	(41.4)	4.5	5.0	(26.5)

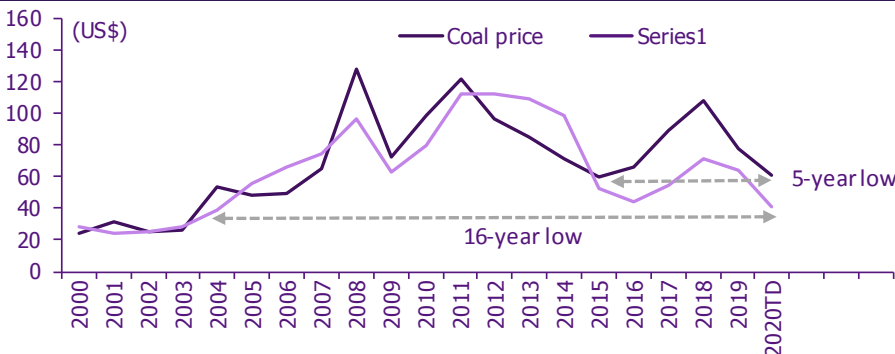
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ในปี 2563 ราคาถ่านหิน (spot price) ต่ำสุดในรอบ 5 ปี และราคาน้ำมันต่ำสุดในรอบ 16 ปี

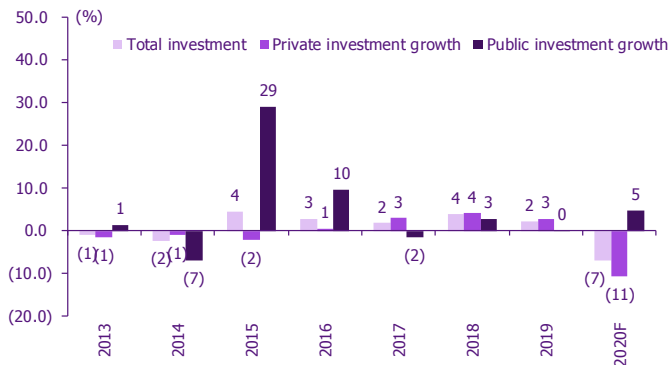


Source: NEX, Bloomberg and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

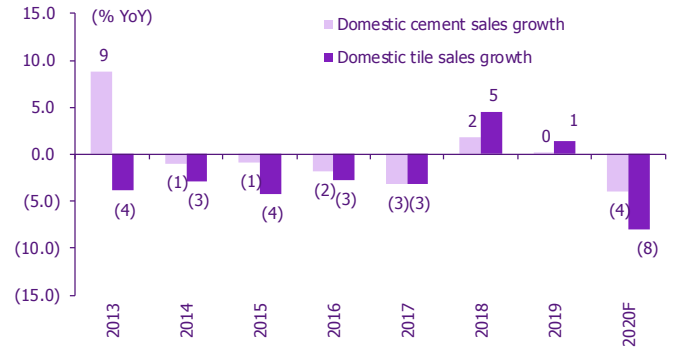
ศิริมา ดิสสร่า, CFA
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1004
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Based on SCB EIC, total investment is set to drop in 2020F, hit by weak private investment



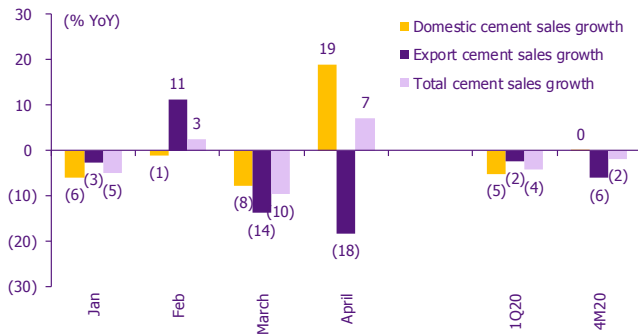
Source: SCB EIC (as of June 5) and SCBS Investment Research

Figure 2: Local cement and ceramic tile demand to decline in 2020F



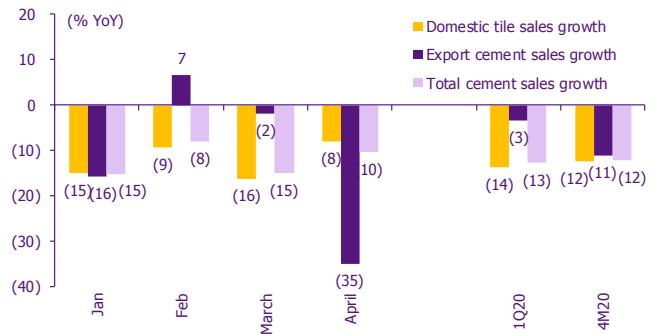
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 3: In 4M20, total cement sales volume slid 2% YoY from stable local sales but lower export sales



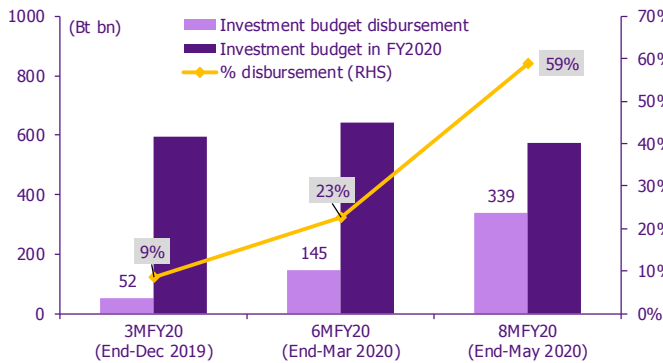
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 4: In 4M20, total ceramic tiles sales volume fell 12% YoY from lower local and export sales



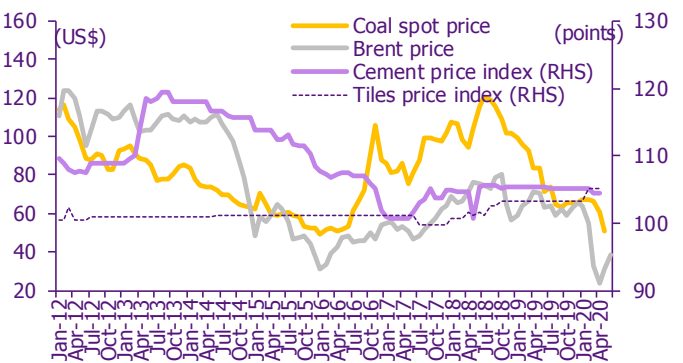
Source: OIE and SCBS Investment Research

Figure 5: Government investment budget disbursement accelerated in April-May



Source: The Comptroller General's Department and SCBS Investment Research

Figure 6: Fuel costs dropped amid stable cement and ceramic tile product prices in 2020TD



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	1.98	2.0	6.5	13.6	13.7	14.3	(3)	(0)	(4)	3.9	4.9	5.1	26	34	37	5.3	5.5	5.3	8.8	9.4	9.7
SCC	Buy	358.00	430.0	24.1	11.8	12.6	11.8	(19)	(6)	7	1.3	1.2	1.2	11	10	10	3.9	4.0	4.2	9.9	9.7	9.3
SCCC	Buy	136.00	180.0	38.2	12.6	14.2	12.6	4	(11)	12	1.2	1.2	1.2	10	9	10	5.9	5.9	5.9	7.8	7.8	7.3
Average					12.7	13.5	12.9	(6)	(6)	5	2.2	2.5	2.5	16	18	19	5.0	5.1	5.1	8.8	9.0	8.7

Source: SCBS Investment Research



ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรง แต่ความไม่แน่นอนมากเกินไป

ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วช่วยสร้าง sentiment เชิงบวกต่อกลุ่มพลังงาน โดย SETENERG ปรับตัวขึ้นมาแล้วเกือบ 50% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา กลับสู่ระดับก่อนราคาน้ำมันร่วงแรง และขึ้นมาเร็วกว่าราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวกลับขึ้นมาเพียง 2 ใน 3 ของระดับที่ลดลงในช่วงที่เกิดสงครามราคาน้ำมันเดือนมี.ค. เรายังไม่แน่ใจว่าราคาน้ำมันจะฟื้นตัวได้อย่างยั่งยืน เนื่องจากสินค้าคงคลังยังสูง และการฟื้นตัวของอุปสงค์ยังไม่มีความแน่นอน ท่ามกลางสัญญาณการระบาดระลอกที่สองของโควิด-19 นอกจากนี้เรายังคาดว่าโอเปกจะพยายามควบคุมการปรับขึ้นของราคาน้ำมันเพื่อลดแรงจูงใจในการผลิตน้ำมันจาก shale oil ของสหรัฐฯ เพราะต้องการรักษาส่วนแบ่งตลาดเอาไว้ แม้เราเชื่อว่าราคาหุ้นสะท้อนผลการดำเนินงานที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 2Q63 ไปเรียบร้อยแล้ว แต่เรายังคงเลือก PTT TOP และ BCP เป็น top picks ของกลุ่มพลังงาน

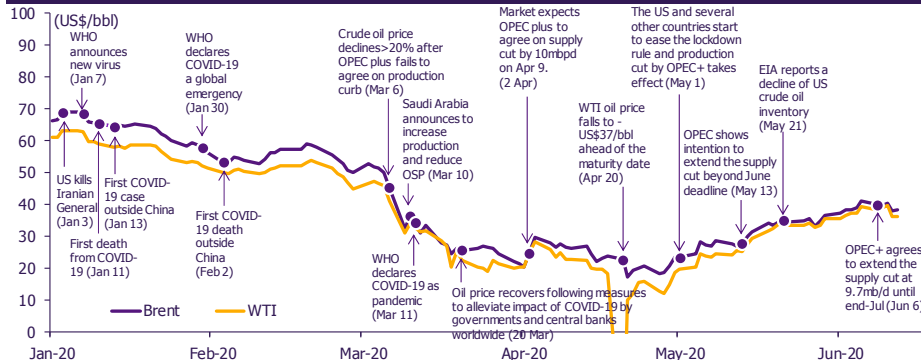
คาดการณ์การดำเนินงานฟื้นตัวใน 2Q63 กลุ่มพลังงานได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ร่วงแรงใน 1Q63 ซึ่งจุดรั้งให้ผลการดำเนินงานปรับตัวแยกลงสู่ขาดทุน 2.1 หมื่นลบ. จากกำไร 6.84 หมื่นลบ. ใน 1Q62 โดยเกิดจากขาดทุนสต็อก >5.1 หมื่นลบ. และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอของบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมัน เราคาดว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวขึ้นแรงใน 2Q63 น่าจะช่วยหนุนให้ผลการดำเนินงานฟื้นตัวกลับมามีกำไร

การฟื้นตัวของราคาน้ำมันเกิดขึ้นเร็วและแรงกว่าคาด ราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวกลับขึ้นมาแล้ว 59% จากระดับที่ลดลงในช่วงที่ราคาน้ำมันร่วงแรงเมื่อไม่นานนี้ หลังจากโอเปกและประเทศพันธมิตรเห็นชอบให้ลดการผลิตน้ำมันดิบลงวันละ 10 ล้านบาร์เรลในเดือนพ.ค.-ก.ค. ราคาน้ำมันอ้างอิงเฉลี่ย QTD ปรับตัวลดลง 41% QoQ และ 56% YoY สู่ US\$29.5-29.8/bbl แม้ราคาน้ำมันทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 แต่การฟื้นตัวเกิดขึ้นเร็วกว่าคาด ดังนั้นด้วยราคาเฉลี่ย YTD ที่ US\$40/bbl เราจึงเชื่อว่าสมมติฐานราคาน้ำมันสำหรับปี 2563 ของเรา (เบรนท์ที่ US\$33/bbl และดูไบที่ US\$31/bbl) มี upside เราคาดว่าราคาน้ำมันจะฟื้นตัวจำกัดเพราะขาดดุลการใช้จ่ายต้องการรักษาส่วนแบ่งตลาดของตนเอาไว้ เนื่องจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะจูงใจให้สหรัฐฯ ผลิตน้ำมันมากขึ้น หลังจากลดการผลิตลงอย่างรวดเร็วในช่วงที่ราคาน้ำมันอ่อนแอ

ค่าการกลั่นที่อ่อนแอถูกชดเชยด้วย crude premium ที่ลดลง market GRM เฉลี่ยปรับตัวลดลงสู่ระดับติดลบ โดยเกิดจาก crack spread ที่แคบลงของผลิตภัณฑ์ที่สำคัญทุกประเภท ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันส่วนใหญ่เปลี่ยนมาผลิตน้ำมันดีเซล (แทนน้ำมันอากาศยาน) มากขึ้นเพื่อลดผลกระทบจากความต้องการเดินทางทางอากาศที่ลดลงในช่วงที่เกิดการระบาดของโควิด-19 ส่งผลทำให้ crack spread ของน้ำมันดีเซลลดลงจาก US\$11/bbl ใน 1Q63 สู่ <US\$5/bbl ใน 2Q63 สร้างแรงกดดันเพิ่มเติมต่อ GRM ที่ได้รับผลกระทบอยู่แล้วจาก crack spread ระดับต่ำของน้ำมันอากาศยานและน้ำมันเบนซิน crack spread ของน้ำมันเตาที่มีกำมะถันต่ำก็ลดลง 59% QoQ สู่ <US\$8/bbl การคลายล็อกดาวน์ช่วยสนับสนุนให้ market GRM ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะหลังนี้ แต่ยังมีแนวโน้มที่จะมองบวก เนื่องจากสินค้าคงคลังยังสูงและโรงกลั่นน้ำมันหลายแห่งกลับมาดำเนินงานแล้วหลังจากหยุดขอมบ่ารุงในเดือนเม.ย. อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทยจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันดิบชนิดเบาที่ลดลงหลังจากขาดดุลการใช้จ่ายลดราคาลงเพื่อให้ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่ม แต่จะถูกหักกลบเล็กน้อยโดยอัตราค่าระวางที่สูงขึ้น

เลือกซื้อหุ้นรายตัว: PTT TOP และ BCP ในขณะที่ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรงสะท้อนความคาดหวังสูงว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวดีขึ้นไปเรียบร้อยแล้ว แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTT TOP และ BCP ท่ามกลางความไม่แน่นอนของราคาน้ำมัน เราชอบ PTT มากกว่า PTTEP เพราะมีธุรกิจที่หลากหลาย เราคาดว่า TOP จะยังสามารถทำกำไรได้ในปี 2563 ท่ามกลางส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอ เพราะบริษัทมีต้นทุนเงินสดที่แข่งขันได้ อีกทั้งผลการดำเนินงานยังจะได้รับการสนับสนุนจากกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากธุรกิจโรงไฟฟ้าด้วย นอกจากนี้เรายังชอบ BCP เพราะ valuation ไม่แพง: ราคาหุ้นปัจจุบันคิดเป็น PBV ของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเพียง 0.2 เท่า ซึ่งต่ำเกินไปเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นโรงกลั่นที่ 0.6-0.8 เท่า กำไรของ BCP ยังได้รับการสนับสนุนจากกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอจากธุรกิจโรงไฟฟ้าและธุรกิจการตลาดด้วย

ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันอ้างอิง (ม.ค. 2563-ปัจจุบัน)



Source: Bloomberg Finance LP and 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
BCP	Buy	21.9	30.0	39.3	n.m.	6.2	0.6	0.6
ESSO	Sell	7.4	4.4	(40.5)	n.m.	8.3	1.3	1.2
IRPC	Neutral	2.8	2.8	0.7	n.m.	15.8	0.7	0.7
PTT	Buy	38.3	44.0	19.7	12.6	11.3	1.2	1.1
PTTEP	Neutral	95.5	90.0	(3.1)	32.6	19.5	1.0	1.0
SPRC	Sell	7.1	5.0	(29.1)	n.m.	13.6	1.1	1.1
TOP	Buy	46.3	48.0	5.9	20.0	7.7	0.7	0.7
Average					21.8	11.8	1.0	0.9

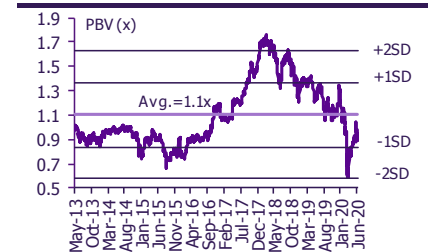
Source: SCBS Investment Research

Price performance

Absolute (%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	3.3	38.6	(29.4)	(0.4)	14.0	(11.5)
ESSO	21.3	91.7	(30.2)	17.0	57.6	(12.5)
IRPC	(5.4)	26.4	(46.0)	(8.8)	3.9	(32.4)
PTT	4.1	29.7	(21.5)	0.4	6.6	(1.7)
PTTEP	7.9	51.0	(29.3)	4.1	24.2	(11.4)
SPRC	(0.7)	41.0	(28.1)	(4.2)	15.9	(9.9)
TOP	(0.5)	52.9	(28.0)	(4.1)	25.7	(9.8)

Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band - SETENERG

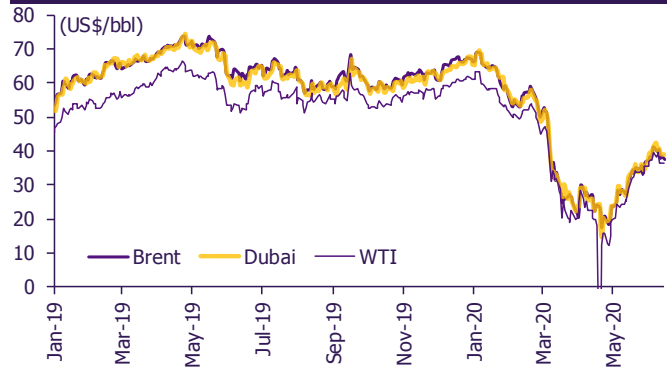


Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

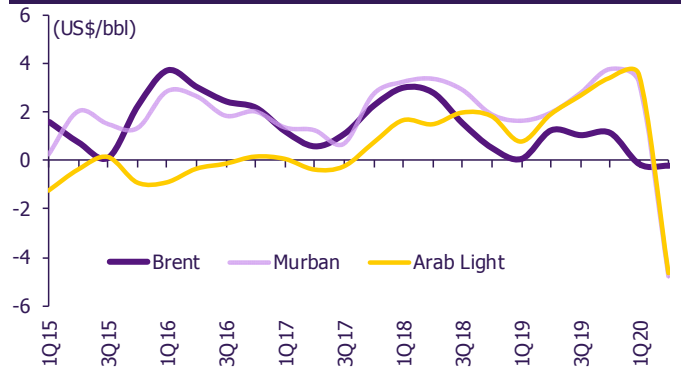
ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพ์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: Benchmark oil prices



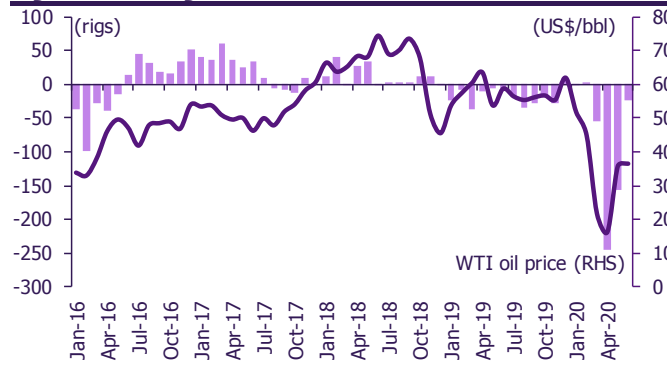
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Oil price differential vs. Dubai



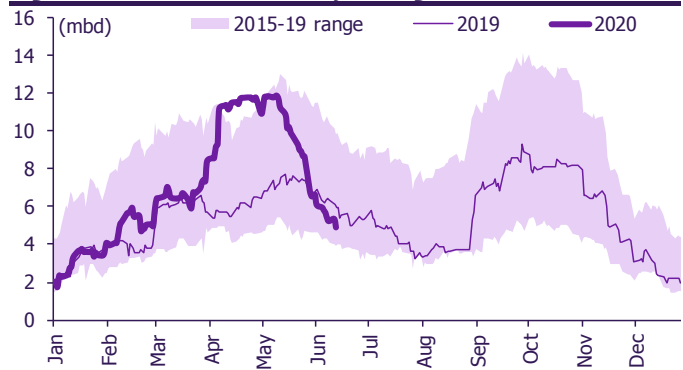
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: US rig count



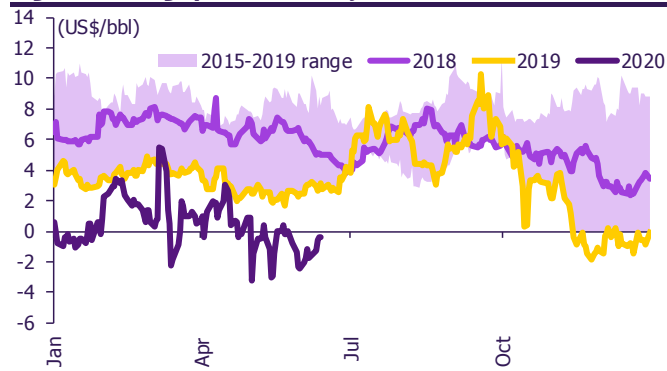
Source: Baker Hughes, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Global oil refinery outage



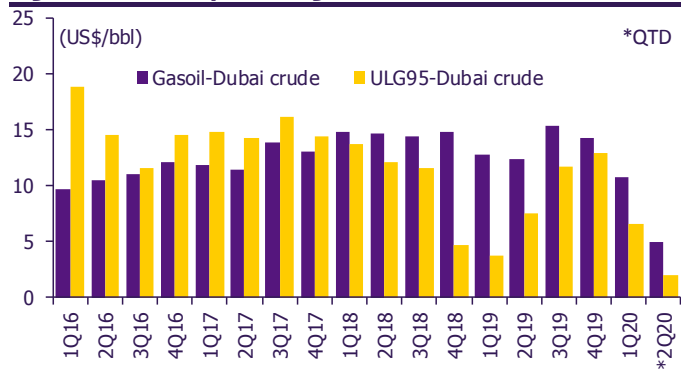
Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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	21.90	30.0	39.3	30.4	n.m.	6.2	(64)	n.m.	n.m.	0.6	0.6	0.6	2	(6)	10	3.7	2.3	8.2	8.7	16.0	5.0
ESSO	Sell	7.40	4.4	(40.5)	n.m.	n.m.	8.3	n.m.	(2)	n.m.	1.2	1.3	1.2	(13)	(15)	15	0.0	0.0	5.4	(28.7)	(20.4)	7.1
IRPC	Neutral	2.78	2.8	0.7	n.m.	n.m.	15.8	n.m.	(42)	n.m.	0.7	0.7	0.7	(5)	(8)	5	3.6	0.0	2.9	23.4	46.8	7.3
PTT	Buy	38.25	44.0	19.7	14.1	12.6	11.3	(31)	12	11	1.2	1.2	1.1	6	7	7	5.2	4.7	5.0	4.8	4.1	3.5
PTTEP	Neutral	95.50	90.0	(3.1)	7.8	32.6	19.5	35	(76)	67	1.1	1.0	1.0	13	3	5	6.3	2.6	2.6	2.8	4.0	3.9
SPRC	Sell	7.05	5.0	(29.1)	n.m.	n.m.	13.6	n.m.	(31)	n.m.	0.9	1.1	1.1	(11)	(18)	8	2.6	0.0	3.7	(16.2)	(8.3)	5.6
TOP	Buy	46.25	48.0	5.9	22.8	20.0	7.7	(60)	14	161	0.8	0.7	0.7	3	4	9	3.2	2.2	5.4	10.1	13.0	7.9
Average					18.8	21.8	11.8	(1)	35	(25)	0.9	1.0	0.9	(1)	(5)	8	3.5	1.7	4.7	0.7	7.9	5.8

Source: SCBS Investment Research



ชอบผู้ให้สินเชื่อที่มีหลักประกันมากกว่าไม่มีหลักประกัน

เราชอบ SAWAD และ MTC ที่เน้นปล่อยสินเชื่อแบบมีหลักประกัน มากกว่า KTC และ AEONTS ที่เน้นปล่อยสินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันซึ่งมีความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์สูงที่สุด เราชอบ SAWAD มากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีเงินให้สินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันในสัดส่วนต่ำที่สุด เราคาดว่า MTC จะยังคงรายงานกำไรเติบโตได้ดีในปี 2563 ในขณะที่คิดว่ากำไรของ AEONTS จะทำจุดต่ำสุดใน 1QFY63 เราชอบ KTC น้อยที่สุด เนื่องจากมองว่า valuation ไม่สมเหตุสมผล

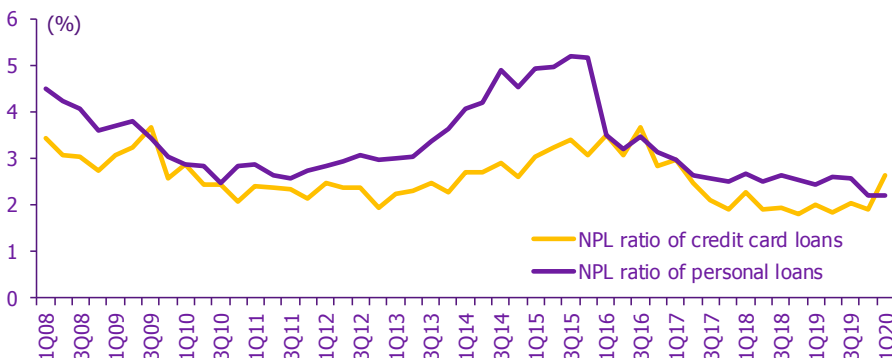
SAWAD: ชอบมากที่สุด เราชอบ SAWAD มากที่สุดในกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคภายใต้การวิเคราะห์ของเรา เนื่องจาก SAWAD มีเงินให้สินเชื่อแบบไม่มีหลักประกันในสัดส่วนต่ำที่สุด และเราคิดว่าบริษัทจะสามารถรายงานกำไรได้อย่างต่อเนื่องในปี 2563 SAWAD ตั้งสำรองตั้งสำรองตามกระบวนการ management overlay จำนวน 678 ลบ. (ที่ credit cost 7%) ผ่านส่วนของผู้ถือหุ้นใน 1Q63 ส่งผลทำให้ LLR coverage ปรับเพิ่มขึ้นจาก 57% ณ 4Q62 สู่ 73% ณ 1Q63 ณ กลางเดือนพ.ค. SAWAD มีลูกค้าภายใต้มาตรการช่วยเหลือประมาณ 20,000 ราย เรายังคงประมาณการ credit cost ของ SAWAD ไว้ที่ 3% ในปี 2563 และปี 2564 เทียบกับ 1.48% ในปี 2562 เงินให้สินเชื่อไม่ถึง 5% ของ SAWAD เป็นเงินให้สินเชื่อแบบไม่มีหลักประกัน นโยบาย LTV ตามหลักอนุรักษนิยม (20-50%) ของ SAWAD น่าจะส่งผลทำให้บริษัทมีความเสียหายที่อาจเกิดขึ้นเมื่อลูกหนี้ผิดนัดชำระหนี้ (LGD) ต่ำ SAWAD ยังคงเป่าขยายสินเชื่อไม่ต่ำกว่า 20% ในปี 2563

MTC: คาดกำไรเติบโตในปี 2563 เราคาดว่า MTC จะรายงานกำไรเติบโตได้ดีที่ 16% ในปี 2563 แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มบริษัทที่ประกอบธุรกิจสินเชื่ออุปโภคบริโภคภายใต้การวิเคราะห์ของเรา MTC คาดว่า credit cost ในปี 2563 จะอยู่ที่ 80-100 bps (เทียบกับประมาณการของ SCBS ที่ 150 bps) LLR coverage ที่ 201% ณ 1Q63 มีการตั้งสำรองตามกระบวนการ management overlay จำนวน 271 ลบ. รวมอยู่ด้วย ณ กลางเดือนพ.ค. MTC มีลูกค้าภายใต้มาตรการช่วยเหลือประมาณ 140,000 ราย หรือคิดเป็นสัดส่วน 5% ของจำนวนลูกค้าทั้งหมด 3 ล้านราย ลูกค้าประมาณ 50-60% ของบริษัทเป็นเกษตรกรที่ไม่ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์โควิด-19 มากนัก แต่มีคุณสมบัติได้รับเงินเยียวยาจากรัฐบาล จำนวน 5,000 บาท/เดือน เป็นเวลา 3 เดือน MTC คาดว่าจะขยายสินเชื่อได้อย่างแข็งแกร่งต่อเนื่องที่ 20-25% ในปี 2563 สอดคล้องกับประมาณการของเราที่ 23%

AEONTS: คาดกำไรทำจุดต่ำสุดใน 1QFY63 เราคิดว่ากำไร 1QFY63 (มี.ค.-มิ.ย.) จะลดลง 56% YoY และ 59% QoQ สู่ 438 ลบ. และกำไรปี FY2563 จะลดลง 11% การนำมาตรฐานบัญชี TFRS9 มาใช้ทำให้เราคิดว่า AEONTS จะตั้งสำรอง 7 พันลบ. (สะท้อนผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19) ในส่วนของผู้ถือหุ้นใน 1QFY63 ทั้งนี้หลังจากตั้งสำรองผ่านกระบวนการ management overlay เพื่อรองรับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ใน 1QFY63 กำไรน่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น สินเชื่อประมาณ 10% อยู่ภายใต้มาตรการช่วยเหลือ ใกล้เคียงกับประมาณการ credit cost ของเราที่ 9% ในปี FY2563

KTC: ความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทั้งหมด เนื่องจาก KTC ยังไม่ได้ตั้งสำรองเพิ่มตามกระบวนการ management overlay ใน 1Q63 ดังนั้นเราคิดว่าบริษัทจะตั้งสำรองเพิ่ม QoQ ใน 2Q63 และ 3Q63 โดย credit cost ปี 2563 จะอยู่ที่ 8.5% (เทียบกับ 6.2% ใน 1Q63 และ 7.8% ในปี 2562) เพื่อรองรับความเสี่ยงจากเศรษฐกิจขาลง เราคิดว่ากำไร 2Q63 จะลดลง 24% YoY และ 39% QoQ สู่ 1 พันลบ. และกำไรปี 2563 จะลดลง 10% KTC พบว่าการใช้จ่ายผ่านบัตรเครดิตลดลง 40% YoY ในเดือนเม.ย. เทียบกับ +2% YoY ใน 1Q63 ในขณะเดียวกัน บริษัทก็พบว่าการเบิกเงินสดล่วงหน้าลดลง 10% ดังนั้นเราคาดว่ารายได้ค่าธรรมเนียมจะลดลงใน 2Q63 และปี 2563 เราเชื่อว่า valuation ของ KTC (PBV 3.7 เท่า เทียบกับ ROE 23% และ PE 17 เท่า) ยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงด้านคุณภาพสินทรัพย์ทั้งหมด

อัตราส่วน NPL จากสินเชื่อบัตรเครดิตและสินเชื่อส่วนบุคคล



Source: BoT and SCBS Investment Research

Valuation summary

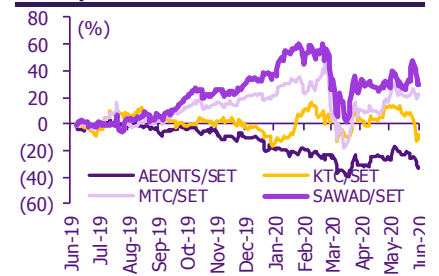
	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
AEONTS	Neutral	123.5	120.0	1.2	9.6	8.6	2.0
KTC	Sell	31.8	24.0	(22.1)	17.7	16.7	3.7
MTC	Neutral	55.0	53.0	(3.0)	24.5	20.0	5.8
SAWAD	Neutral	57.3	57.0	2.3	22.2	19.6	3.8
Average					18.5	16.2	3.8

Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AEONTS	(4.6)	6.0	(44.4)	(8.0)	(12.8)	(30.3)
KTC	(15.9)	3.3	(27.4)	(18.9)	(15.1)	(9.1)
MTC	1.9	34.1	(3.5)	(1.8)	10.3	20.9
SAWAD	1.3	18.0	2.7	(2.3)	(2.9)	28.7

Price performance relative to SET



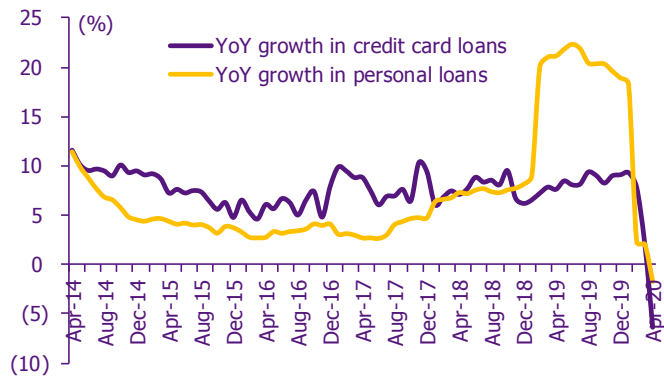
Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

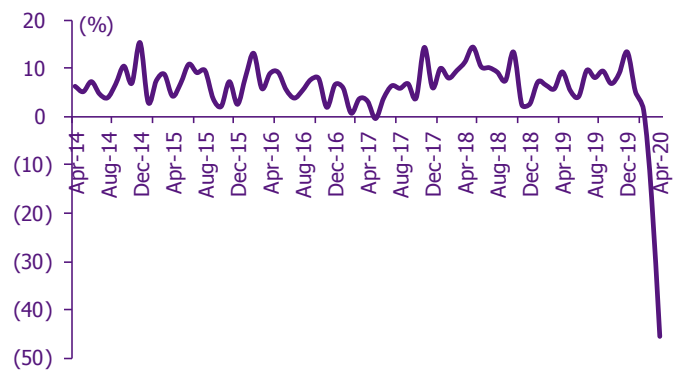
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
 ด้านหลักทรัพย์
 0-2949-1003
 kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Growth in credit card and personal loans



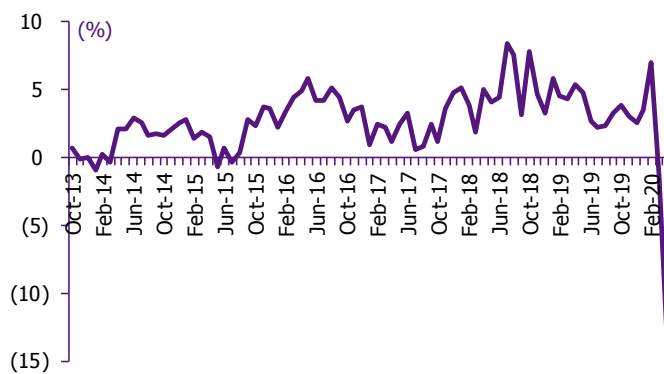
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 2: YoY growth in credit card spending



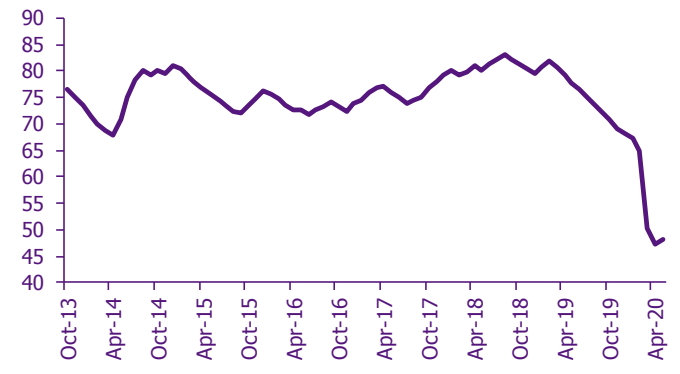
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 3: YoY change in Private Consumption Index



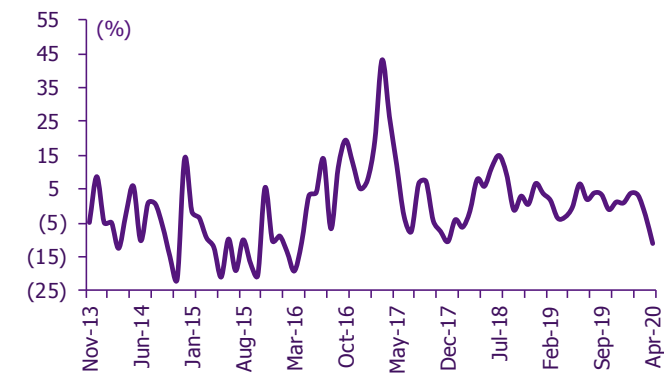
Source: BoT and SCBS Investment Research

Figure 4: Consumer Confidence Index



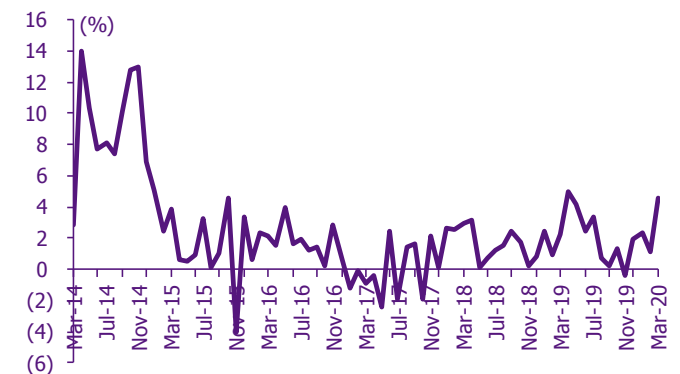
Source: UTCC, BOT and SCBS Investment Research

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	123.50	120.0	1.2	7.8	9.6	8.6	13	(19)	11	1.5	2.0	1.7	21	18	21	4.0	4.0	4.0
KTC	Sell	31.75	24.0	(22.1)	14.8	17.7	16.7	7	(16)	6	4.2	3.7	3.3	31	22	21	2.8	2.3	2.4
MTC	Neutral	55.00	53.0	(3.0)	27.5	24.5	20.0	14	12	22	7.3	5.8	4.6	30	26	26	0.5	0.6	0.7
SAWAD	Neutral	57.25	57.0	2.3	20.4	22.2	19.6	17	(8)	13	4.2	3.8	3.5	25	18	19	3.1	2.7	3.1
Average					17.6	18.5	16.2	13	(8)	13	4.3	3.8	3.3	26	21	22	2.6	2.4	2.6

Source: SCBS Investment Research



ราคาเนื้อสัตว์ในประเทศพื้นตัว MoM ในเดือนพ.ค.

ในเดือนพ.ค. ราคาเนื้อสัตว์ในประเทศพลิกกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้น MoM หลังจากรัฐบาลผ่อนคลามาตรการล็อกดาวน์ แต่ยังคงลดลง YoY ราคาหมูในเวียดนามปรับขึ้น YoY และ MoM โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานที่ลดลงจากการระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) ราคาปลาหมึกแห้ง (spot price) ลดลง MoM แต่ยังคงอยู่ในระดับสูง YTD CPF เป็น top pick ของเรา เพราะกำไรมีความแน่นอนสูง โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในเวียดนามที่แข็งแกร่ง มากเกินพอชดเชยราคาเนื้อสัตว์ในประเทศไทยที่ปรับตัวลดลง

ราคาเนื้อสัตว์ในประเทศไทยปรับตัวขึ้น MoM ราคาหมูในประเทศพื้นตัว MoM สู่ 70 บาท/กก. (+3% MoM แต่ -5% YoY) ในเดือนพ.ค. และอยู่ที่ 69 บาท/กก. (-5% QoQ และ -7% YoY) ใน 2Q63TD สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ประมาณ 56 บาท/กก. ราคาไก่ในประเทศพื้นตัว MoM สู่ 31.5 บาท/กก. (+5% MoM แต่ -10% YoY) ในเดือนพ.ค. และ 31 บาท/กก. (-12% QoQ และ -14% YoY) ใน 2Q63TD ใกล้เคียงกับจุดคุ้มทุนที่ 31-32 บาท/กก. โดยอาจจะมีส่วนมาจากอุปสงค์ที่ปรับตัวขึ้นหลังจากรัฐบาลผ่อนคลามาตรการล็อกดาวน์

การส่งออกไก่ไทย การส่งออกไก่ไทยเผชิญอุปสงค์ที่ลดลงในยุโรปในช่วงล็อกดาวน์ และในญี่ปุ่นจากการเลื่อนจัดการแข่งขันโอลิมปิก อย่างไรก็ตาม ประเทศไทยมีแนวโน้มที่จะเผชิญการแข่งขันในตลาดโลกน้อยลง ราคาไก่ภายในประเทศในบางพื้นที่ในสหรัฐฯ และบราซิล (ประเทศผู้ส่งออกไก่สองรายใหญ่ที่สุดของโลก) ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากในระยะหลังนี้ หลังจากปิดโรงงานเพราะสถานการณ์โควิด-19 รุนแรง ถ้าสถานการณ์โควิด-19 ยืดเยื้อ ประเทศเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะส่งออกไก่ลดลง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ประเทศไทยส่งออกไก่ได้มากขึ้น

ต้นทุนอาหารสัตว์ ใน 2Q63TD ราคาข้าวโพดในประเทศอยู่ที่ 8.8 บาท/กก. (-2% YoY) และราคาถั่วเหลืองนำเข้าอยู่ที่ 14 บาท/กก. (-4% YoY) ถ้าปัญหาเกี่ยวกับการผลิตถั่วเหลืองเนื่องมาจากสถานการณ์โควิด-19 ในสหรัฐฯ และบราซิล (ประเทศผู้ผลิตและผู้ส่งออกอาหารสัตว์รายใหญ่ของโลก) ยืดเยื้อ ราคาอาหารสัตว์ทั่วโลกจะยังอยู่ในระดับต่ำ ซึ่งจะส่งผลบวกทำให้ราคาถั่วเหลืองนำเข้ามายังประเทศไทยปรับตัวลดลง และราคาอาหารสัตว์นำเข้ามายังประเทศอื่นๆ ก็จะลดลงเช่นเดียวกัน

ราคาหมูในเวียดนามแข็งแกร่ง ราคาหมูในเวียดนามปรับขึ้น MoM สู่ VND70,000-75,000/กก. (+4% MoM และ +120% YoY) ในเดือนพ.ค. และอยู่ที่ VND71,000/กก. (-7% QoQ แต่ +100% YoY) ใน 2Q63TD ยังคงสะท้อนถึงอุปทานที่ลดลงหลังจากการเกิดการแพร่ระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF) และสูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ VND36,000/กก. อย่างไรก็ตาม ราคาหมูในเวียดนามจะอยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องในปีนี เนื่องจากจะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่อุปทานหมูจะฟื้นตัวกลับคืนมา โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนการลงทุนที่สูงขึ้นเพื่อป้องกันโรค ASF

ราคาปลาหมึกแห้งลดลง MoM ราคาปลาหมึกแห้ง (spot price) ลดลง MoM สู่ US\$1,200/ตัน (-14% MoM แต่ทรงตัว YoY) ในเดือนพ.ค. โดยอาจจะมีส่วนจากการจับปลาได้มากขึ้นและการชะลอตัวของอุปสงค์ในธุรกิจบริการอาหาร อ้างอิงข้อมูลจาก Undercurrent News ราคาปลาหมึกแห้ง (spot price) โดยเฉลี่ยอยู่ที่ US\$1,300/ตัน (-10% QoQ แต่ +7% YoY) ใน 2Q63TD และ US\$1,385/ตัน (+15% จากปี 2562) ในช่วง 5 เดือนแรกของปี 2563

CPF เป็น top pick ของเรา เราชอบ CPF เพราะกำไร 2Q63 มีความแน่นอนสูง โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในเวียดนามที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากเพราะอุปทานลดลงจากการระบาดของโรค ASF และฐานต่ำของปีก่อน ซึ่งจะมากเกินพอชดเชยผลกระทบจากราคาเนื้อสัตว์ในประเทศไทยที่ปรับตัวลดลง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
CPF	Buy	32.25	36.0	13.8	14.0	13.2	1.1	1.1
GFPT	Neutral	13.20	13.5	3.8	13.9	12.7	1.1	1.1
TU	Neutral	12.60	16.0	31.4	12.1	11.1	1.1	1.0
Average					13.3	12.3	1.1	1.1

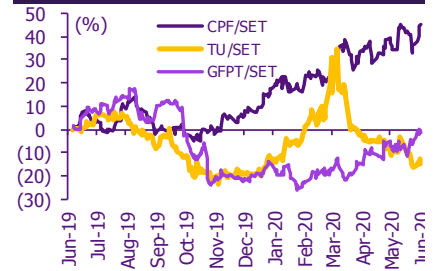
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
CPF	11.2	38.4	13.2	7.3	13.8	41.8
GFPT	10.9	45.9	(22.4)	7.0	19.9	(2.7)
TU	0.0	(8.7)	(31.5)	(3.5)	(24.9)	(14.2)

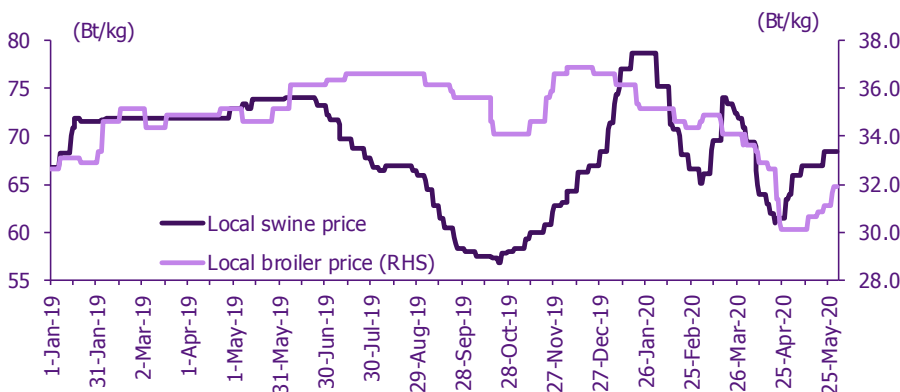
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

ราคาหมูและไก่รายวันในประเทศไทยพื้นตัว MoM ในเดือนพ.ค.



Source: OAE, DIT and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ศิริมา ดิสสร่า, CFA

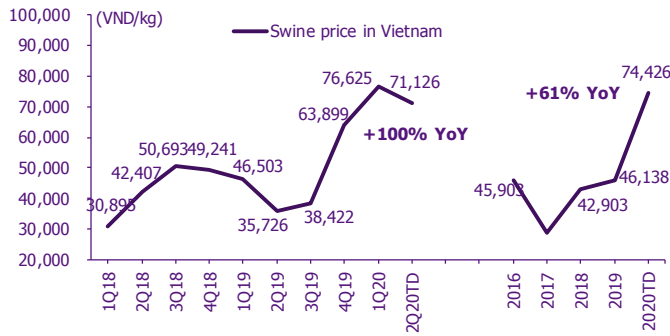
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1004

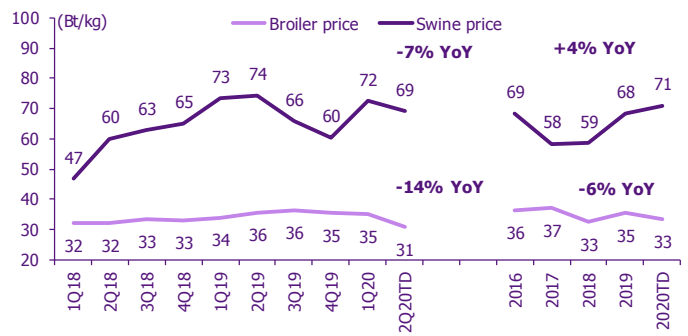
sirima.dissara@scb.co.th

Figure 1: Swine price in Vietnam jumped 100% YoY in 2Q20TD



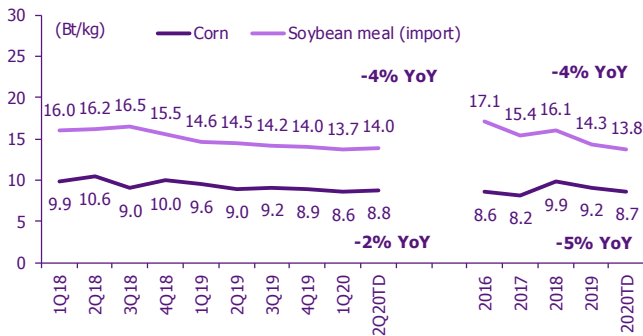
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 2: In 2020TD, local broiler and swine price dropped YoY



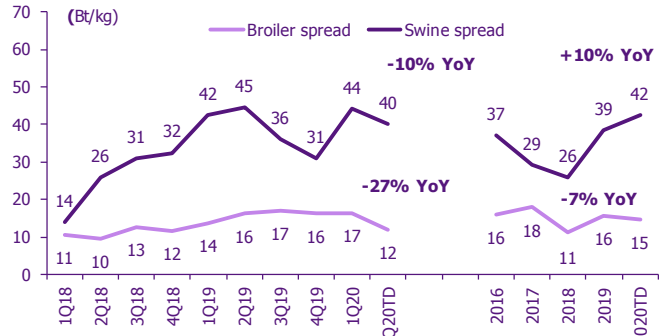
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 3: In 2Q20TD, blended feed costs (corn & soybean meal costs) dropped YoY



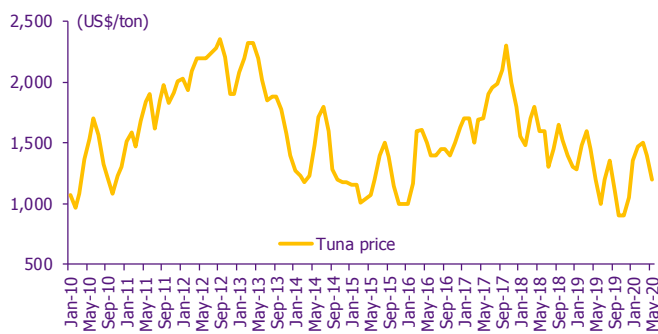
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 4: In 2Q20TD, broiler and swine spreads (price minus feed costs) dropped YoY



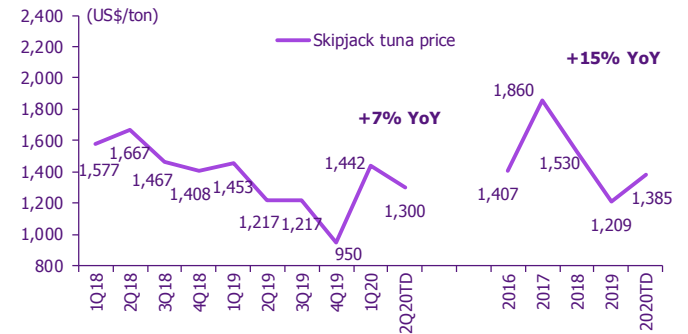
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 5: Monthly spot skipjack tuna price dropped MoM to US\$1,200/ton in May



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

Figure 6: Spot skipjack tuna price rose 7% YoY in 2Q20TD



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	32.25	36.0	13.8	18.6	14.0	13.2	111	33	6	1.2	1.1	1.1	7	9	9	2.2	2.2	2.2	11.2	9.8	9.8
GFPT	Neutral	13.20	13.5	3.8	13.2	13.9	12.7	10	(5)	9	1.2	1.1	1.1	10	8	9	1.5	1.5	1.5	7.1	7.6	7.1
TU	Neutral	12.60	16.0	31.4	11.5	12.1	11.1	30	(5)	9	1.2	1.1	1.0	11	10	10	3.7	4.4	4.7	10.0	9.8	9.6
Average					14.4	13.3	12.3	50	8	8	1.2	1.1	1.1	9	9	9	2.5	2.7	2.8	9.4	9.1	8.8

Source: SCBS Investment Research



ฟื้นตัวพร้อมกับความแน่นอนของกำไรในระยะยาว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มการแพทย์ไทย การคลายมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนพ.ค. ทำให้ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่สะสมอยู่ (pent-up demand) กลับมาเนื่องจากผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการโรงพยาบาล ในขณะที่ผู้ป่วยชาวต่างชาติยังคงรอการผ่อนปรนคำสั่งห้ามเดินทาง เราคาดว่าวิกฤตโควิด-19 จะทำให้ประชาชนหันมาใส่ใจดูแลสุขภาพมากขึ้น ในขณะที่โรงพยาบาลจะให้บริการผ่านทางดิจิทัลแพลตฟอร์มเพื่อรองรับวิถีชีวิตแบบใหม่ (new normal) เราชอบ BDMS (ผู้ให้บริการทางการแพทย์ชั้นนำ) และ BCH (valuation play)

ผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการ หลังจากเดือนเม.ย. ที่เจียบเหงาเพราะได้รับผลกระทบตลอดเดือนจากการเว้นระยะห่างทางสังคมเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ผ่านพ้นไป ประเทศไทยก็เริ่มคลายมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนพ.ค. ด้วยการอนุญาตให้กิจกรรมและกิจกรรมบางส่วนกลับมาดำเนินการ การตรวจสอบของเราพบว่าผู้ป่วยคนไทยเริ่มกลับมาใช้บริการโรงพยาบาลในช่วงกลางเดือนพ.ค. แต่บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติยังคงซบเซา เพราะได้รับผลกระทบจากคำสั่งห้ามเที่ยวบินพาณิชย์ทุกเที่ยวบินเดินทางเข้าออกประเทศไทยจนถึงวันที่ 30 มิ.ย. 2563 เรามองว่า BH น่าจะได้รับผลกระทบมากที่สุด เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติสูงที่สุดที่ 65% ของรายได้รวม เทียบกับ BDMS ที่ 29%, BCH ที่ 11% และ CHG ที่ 3% อย่างไรก็ตาม บริการทางการแพทย์ยังคงเป็นสิ่งจำเป็น และเราคาดว่าความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่สะสมอยู่ (pent-up demand) จะกลับมาหลังจากผ่อนปรนคำสั่งห้ามเดินทาง รัฐบาลไทยกำลังพิจารณาผ่อนปรนคำสั่งห้ามเดินทาง เช่น travel bubble ซึ่งจะอนุญาตให้นักท่องเที่ยวจากประเทศที่กำหนดซึ่งควบคุมการระบาดของโควิด-19 ได้อย่างมีประสิทธิภาพเดินทางเข้ามาในประเทศไทย กลุ่มธุรกิจและกลุ่มที่เข้ามาให้บริการตรวจรักษาทางการแพทย์จะเป็นกลุ่มแรกที่ได้รับบริการผ่อนปรนเนื่องจากสามารถติดตามตัวได้

ประชาชนใส่ใจดูแลสุขภาพมากขึ้น เราคาดว่าวิกฤตโควิด-19 จะทำให้ประชาชนหันมาใส่ใจดูแลสุขภาพและต้องการทำประกันสุขภาพภาคเอกชนมากขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมค่าใช้จ่ายในการรักษาพยาบาล ซึ่งจะเป็นปัจจัยสนับสนุนการดำเนินงานของโรงพยาบาล ข้อมูลจากสำนักงานคณะกรรมการกำกับและส่งเสริมการประกอบธุรกิจประกันภัยระบุว่าผู้ซื้อกรมธรรม์ประกันภัยโควิด-19 จำนวนกว่า 8.2 ล้านฉบับในเดือนพ.ค.-เม.ย. โรงพยาบาลไทยจะได้รับอานิสงส์จากแนวโน้มการเติบโตของธุรกิจประกันสุขภาพภาคเอกชนด้วยเช่นกัน ทั้งนี้ใน 1Q63 สัดส่วนรายได้จากกลุ่มลูกค้าประกันสุขภาพภาคเอกชนของ BDMS เพิ่มขึ้นสู่ 33% (จาก 28% ในปี 2561), BCH เพิ่มขึ้นสู่ 20% (จาก 18% ในปี 2561) และ BH เพิ่มขึ้นสู่ 18% (จาก 15% ในปี 2561)

เน้นการให้บริการผ่านดิจิทัลแพลตฟอร์ม โรงพยาบาลต่างๆ หันมาเน้นให้บริการผู้ป่วยผ่านทางดิจิทัลแพลตฟอร์ม เช่น บริการ teleconsultation ผ่านแอปพลิเคชันโทรศัพท์มือถือ และการให้บริการถึงบ้าน เช่น บริการฉีดวัคซีนไขหวัดใหญ่ที่บ้าน และจัดส่งยาถึงบ้าน แม้สัดส่วนรายได้น้อย แต่บริการเหล่านี้จะช่วยเสริมสร้างความแข็งแกร่งให้กับฐานผู้ป่วย และทำให้โรงพยาบาลมีความพร้อมให้บริการรองรับวิถีชีวิตแบบใหม่ (new normal) จากการเว้นระยะห่างทางสังคม ทั้งนี้ นอกเหนือจากบริการตรวจรักษาโรคที่กำลังเติบโตแล้ว เราเชื่อว่าบริการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันจะเป็นที่ต้องการมากขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากพฤติกรรมกรมการดูแลสุขภาพมากขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของบริการดูแลสุขภาพเชิงป้องกันที่ BDMS (BDMS Wellness Clinic, ~1% ของรายได้) และ BH (VitalLife, ~2% ของรายได้)

Top picks คือ BDMS และ BCH แม้ผลการดำเนินงาน 2Q63 มีแนวโน้มอ่อนแอ เพราะบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติซบเซา แต่เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BDMS (ราคาเป้าหมาย 26 บาท/หุ้น) เนื่องจาก BDMS มีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์เพิ่มขึ้นผ่านทางดิจิทัลแพลตฟอร์ม และการให้บริการทางการแพทย์ที่ครอบคลุมตั้งแต่การป้องกัน การรักษา และการฟื้นฟู BCH (ราคาเป้าหมาย 19 บาท/หุ้น) มีแนวโน้มได้รับประโยชน์ในระยะสั้นจากการให้บริการทางการแพทย์ที่เกี่ยวข้องกับโควิด-19 และ valuation ไม่แพง โดยซื้อขายที่ EV/EBITDA ปี 2563 ระดับ 15 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคอยู่ 12%

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	14.5	19.0	33.0	28.7	25.0	5.3	4.8
BDMS	Buy	22.2	26.0	18.7	41.8	35.1	4.0	3.8
BH	Neutral	117.5	130.0	13.1	29.3	24.8	4.2	3.9
CHG	Buy	2.4	2.8	17.6	31.6	28.1	6.8	6.3
RJH	Buy	21.9	28.0	31.6	20.7	18.7	4.4	4.1
Average					30.4	26.3	4.9	4.6

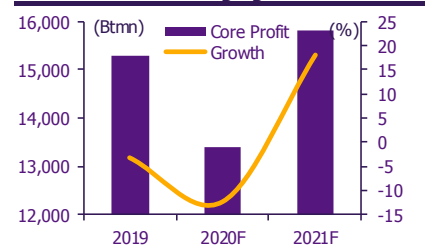
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCH	0.0	16.9	(13.7)	(3.5)	(3.8)	8.2
BDMS	6.2	11.0	(13.8)	2.5	(8.7)	8.0
BH	5.9	(9.6)	(31.1)	2.1	(25.7)	(13.6)
CHG	(3.2)	8.9	10.9	(6.6)	(10.4)	39.0
RJH	0.0	9.5	(7.2)	(3.5)	(10.0)	16.3

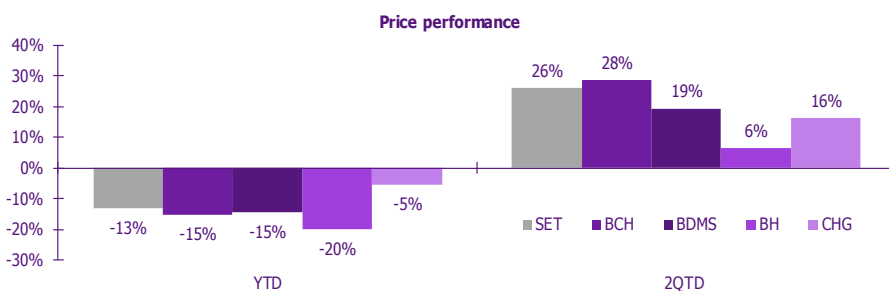
Source: SET, SCBS Investment Research

Sector core earnings growth



Source: SET, SCBS Investment Research

Performance ราคาหุ้นกลุ่มการแพทย์



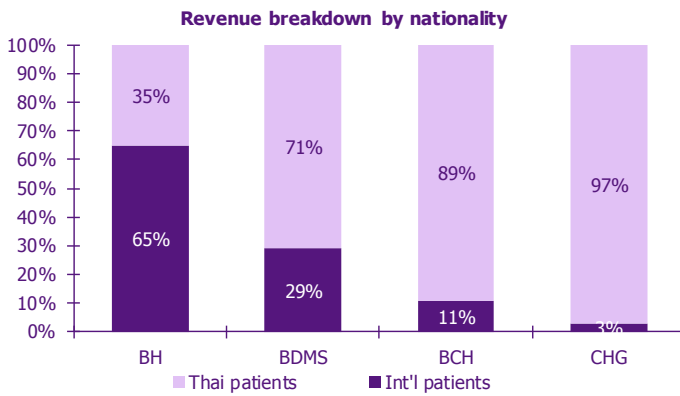
Source: SET and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีณช ปิยะเกรียงไกร

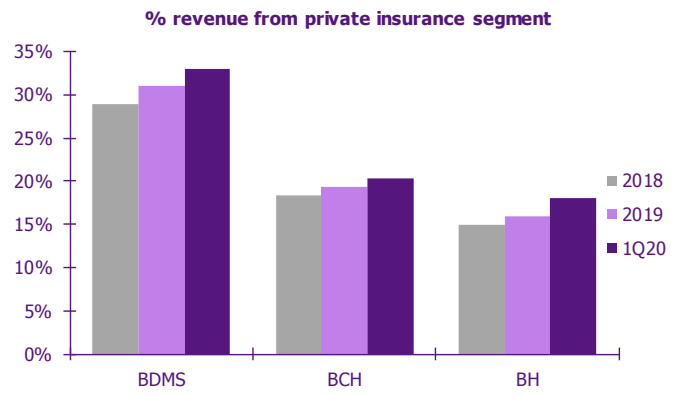
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1002
raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

Figure 1: Revenue breakdown by nationality



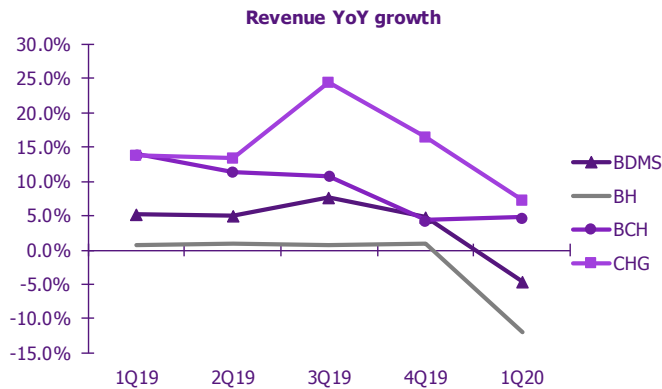
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Growing private insurance segment



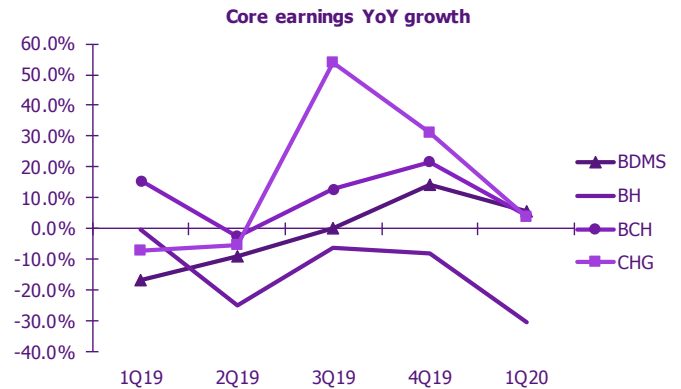
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue growth was slow in 1Q20



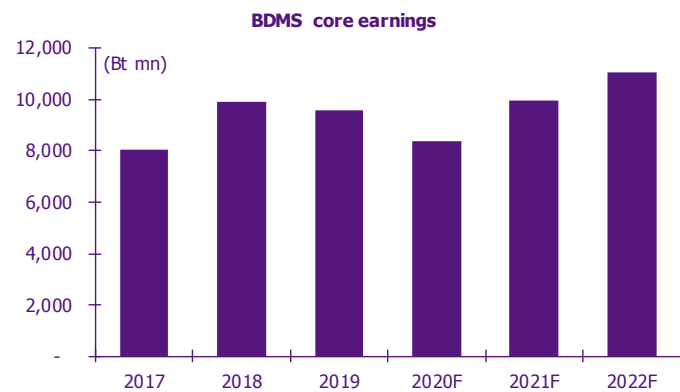
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: BH's earnings mostly plummeted in 1Q20 due to high revenue contribution from int'l patients



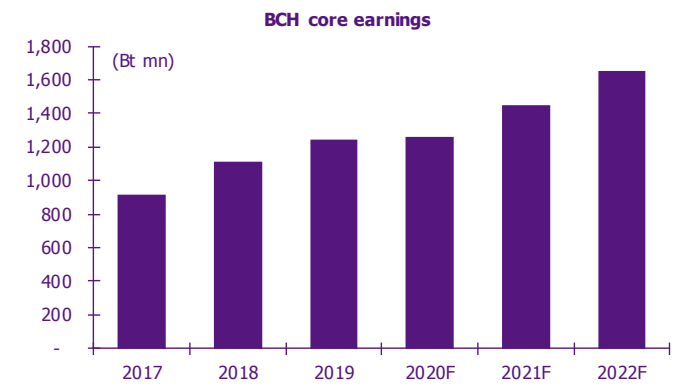
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BDMS earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 6: BCH earnings forecast



Source: SET and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BCH	Buy	14.50	19.0	33.0	29.2	28.7	25.0	11.8	1.6	14.9	5.8	5.3	4.8	19	17	18	1.6	1.7	2.0	17.1	15.0	13.7
BDMS	Buy	22.20	26.0	18.7	36.5	41.8	35.1	(4.4)	(12.6)	19.1	4.2	4.0	3.8	12	9	11	1.4	1.3	1.6	20.7	22.6	19.5
BH	Neutral	117.50	130.0	13.1	22.8	29.3	24.8	(9.7)	(21.9)	18.1	4.3	4.2	3.9	19	14	16	2.7	2.1	2.4	13.7	16.0	13.7
CHG	Buy	2.44	2.8	17.6	35.5	31.6	28.1	17.2	12.4	12.6	7.2	6.8	6.3	20	21	22	2.0	2.5	2.9	22.8	19.2	16.9
RJH	Buy	21.90	28.0	31.6	20.7	20.7	18.7	24.5	0.3	10.2	4.7	4.4	4.1	23	22	23	5.0	3.4	3.7	13.0	12.7	11.2
Average					29.0	30.4	26.3	7.9	(4.0)	15.0	5.4	5.0	4.7	17	15	17	1.9	1.9	2.2	18.6	18.2	16.0

Source: SCBS Investment Research



ชอบ THREL เพราะผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง

บริษัทประกันมีแนวโน้มที่จะรายงานผลการดำเนินงานที่ฟื้นตัวได้บ้างใน 2Q63 โดยได้รับการสนับสนุนจาก combined ratio และ ROI ที่ดีขึ้น เราคาดว่าเบี้ยประกันรับจะเติบโตต่ำ และ ROI จะลดลงในปี นี้ เราคาดว่าผลการดำเนินงานปี 2563 ของ THRE จะฟื้นตัวได้ดี, THREL จะดีขึ้นเล็กน้อย และ BLA จะลดลงอย่างมาก เราชอบ THREL มากที่สุด เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจที่สุดในจำนวนหุ้นประกัน 3 ตัว

BLA: ราคาต่ำกว่ามูลค่าอย่างมาก แต่ยังคงอยู่ในช่วงเวลายากลำบาก เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว QoQ ใน 2Q63 เพราะไม่มีการตั้งสำรองค่าเผื่อความผันผวน (PAD) เหมือนในไตรมาสก่อนหน้า เราคาดว่ากำไรปี 2563 จะลดลง 25% โดยมีสาเหตุมาจาก combined ratio ที่สูงขึ้น เราคาดว่า combined ratio จะเพิ่มขึ้นจาก 127% ในปี 2562 สู่ 135% ในปี 2563 โดยเกิดจากการกันเงินสำรองกรรมธรรม์ประกันชีวิตเพิ่มขึ้นจากการตั้งสำรองค่าเผื่อความผันผวน (PAD) เพิ่มขึ้นจาก 4% เป็น 5% ใน 1Q63 ซึ่งถือเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์บริหารความเสี่ยงเพื่อลดผลกระทบจากความผันผวนของอัตราดอกเบี้ย เราคาดว่าเบี้ยประกันรับรายใหม่จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นที่ 4% หลังจากหดตัวลง 2 ปี โดยได้รับการสนับสนุนจาก: 1) การจับมือกับ TISCO และกองทุนบำเหน็จบำนาญข้าราชการ ในฐานะพันธมิตรรายใหม่ในธุรกิจ bancassurance และ 2) การฟื้นตัวของเบี้ยประกันภัยรับรายใหม่ผ่านทาง BBL เราคาดว่าเบี้ยประกันภัยรับทั้งหมดจะลดลง 7% ในปี 2563 เพราะเบี้ยประกันครบกำหนดสัญญาจะเพิ่มขึ้นจาก 1.3-1.4 หมื่นลบ. ในปี 2562 สู่ 1.4-1.5 หมื่นลบ. ในปี 2563 (หลักๆ ใน 2H63) และผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงเป็นเวลานาน ทั้งนี้แม้อัตราผลตอบแทนจากการลงทุนจะลดลง แต่เราคาดว่ากำไรรับรู้กำไรจากเงินลงทุนจำนวนมากใน 1Q63 จะช่วยสนับสนุน ROI ในปีนี้

THREL: กำไรมีเสถียรภาพและให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลสูง เราคาดว่ากำไรจะเติบโตเล็กน้อยในปี 2563 เพราะเบี้ยประกันภัยต่อรับจะอยู่ในระดับทรงตัวในปี 2563 เทียบกับ -3% ในปี 2562 หลังจาก THREL ชะลอการขยายผลิตภัณฑ์ประกันสุขภาพ และยกเลิกสัญญาผลิตภัณฑ์ประกันชีวิตกลุ่มที่มีอัตรากำไรจากการรับประกันติดลบในปี 2562 เราคาดว่า combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2563 เพราะเหตุผล 2 ประการ: 1) ประโยชน์ lag time จากการยกเลิกสัญญาที่มีผลขาดทุนสำหรับประกันสุขภาพรายบุคคล และ 2) การสิ้นสุดการตั้งสำรองพิเศษสำหรับการปรับลดระยะเวลาของสัญญา (recapture) ผลิตภัณฑ์ระยะยาว (ประมาณ 30 ลบ. ในปี 2563 เทียบกับ 50 ลบ. ในปี 2562) เราคาดว่า combined ratio จะลดลงจาก 94% ในปี 2562 สู่ 92% ในปี 2563 สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้การเรียกร้องสินไหมประกันสุขภาพปรับลดลง เพราะประชาชนหันมาใส่ใจด้านสุขภาพมากยิ่งขึ้น เราคาดว่า THREL จะยังคงจ่ายเงินปันผลที่ 0.26 บาท/หุ้น (0.13 บาท/หุ้น สำหรับ 1H63) คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลสูงถึง 10%

THRE: ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว แต่ความสามารถในการทำกำไรยังอ่อนแอ เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว QoQ ใน 2Q63 โดยได้รับการสนับสนุนจากการกลับมาทำกำไรจากเงินลงทุนหลังจากมีขาดทุนจากเงินลงทุนจำนวนมากถึง 95 ลบ. (หลักๆ เกิดจาก REIT และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์) ใน 1Q63 เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 39% ในปี 2563 โดยได้รับการสนับสนุนจาก combined ratio ที่ปรับตัวดีขึ้นจาก 106% ในปี 2562 สู่ 100% ในปี 2563 จากการหมดลงของประกันคุ้มครองสินเชื่อสำหรับครุ ซึ่งมี loss ratio สูงผิดปกติ ค่าคอมมิชชั่นที่เกี่ยวข้องกับโครงการครุจะลดลงจาก 168 ลบ. ในปี 2562 สู่ 47 ลบ. ในปี 2563 ถ้าตัดโครงการครุออกไป combined ratio สำหรับปี 2562 จะอยู่ที่ 98.7% แทนที่จะอยู่ที่ 106% เราคาดว่าเบี้ยประกันภัยต่อรับสุทธิจะเติบโต 10% ในปี 2563 เทียบกับ 9% ในปี 2562

THREL เป็น top pick ของกลุ่มประกัน เราชอบ THREL เนื่องจากผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจที่สุดในจำนวนหุ้นกลุ่มประกัน 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	16.3	23.0	44.1	8.4	6.0	0.6	0.6
THRE	Neutral	0.7	0.5	(26.0)	19.3	10.4	0.8	0.8
THREL	Buy	2.7	3.5	41.1	7.9	6.4	1.1	1.0
Average					11.9	7.6	0.9	0.8

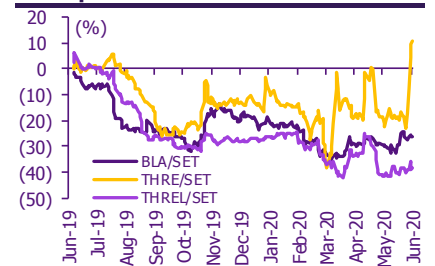
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BLA	7.9	34.7	(42.3)	4.1	10.8	(27.7)
THRE	45.8	118.8	(12.5)	40.7	79.9	9.6
THREL	9.0	19.8	(51.6)	5.1	(1.5)	(39.4)

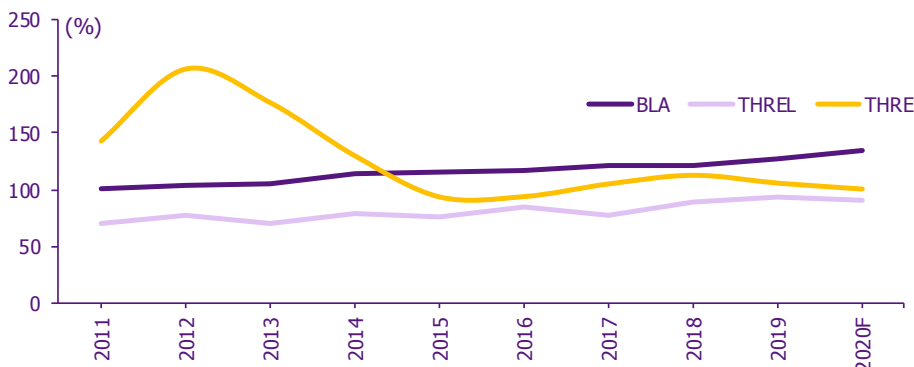
Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

Combined ratio



Source: Companies and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

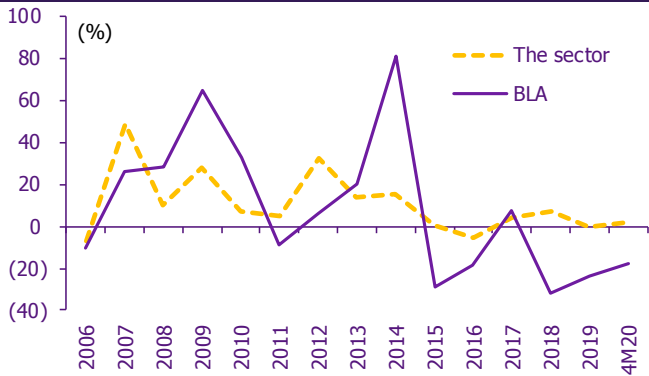
นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

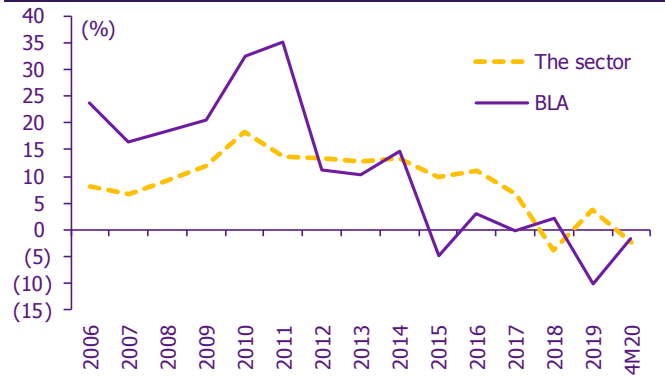
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: New business premium growth



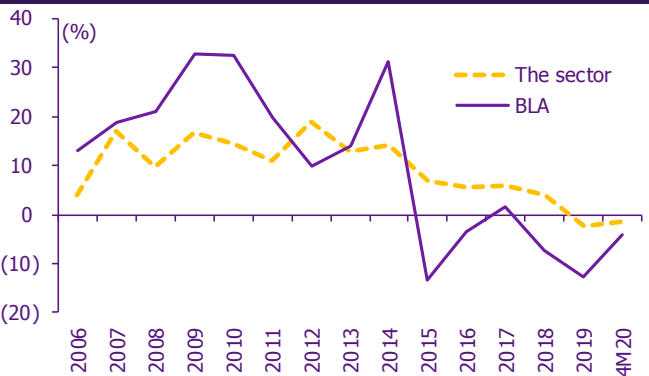
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 2: Renewal premium growth



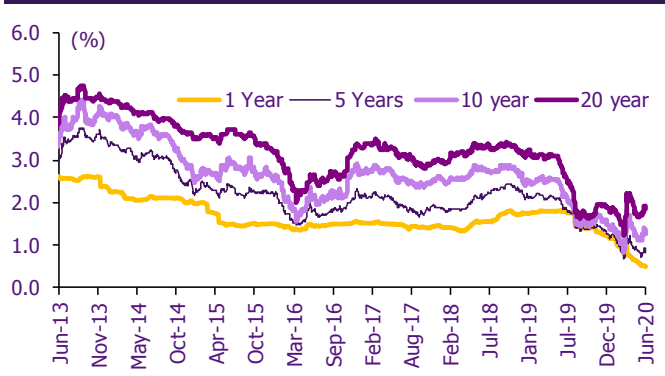
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 3: Total premium growth



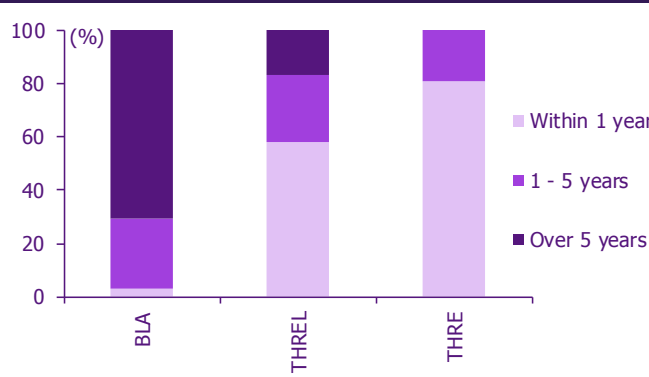
Source: The Thai Life Assurance Association and SCBS Investment Research

Figure 4: Government bond yield



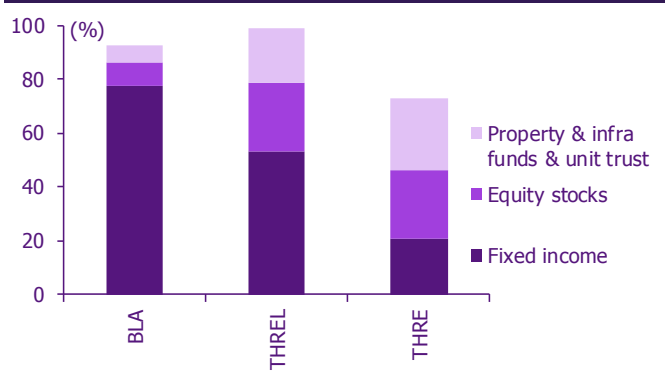
Source: Thai BMA and SCBS Investment Research

Figure 5: Investment in debt securities by maturity



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 6: Investment portfolio



Source: BLA, THRE, THREL and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BLA	Buy	16.30	23.0	44.1	6.3	8.4	6.0	(12)	(25)	40	0.6	0.6	0.6	11	8	10	3.9	3.0	4.2
THRE	Neutral	0.70	0.5	(26.0)	26.9	19.3	10.4	n.m.	39	86	0.9	0.8	0.8	3	4	8	0.0	2.6	4.8
THREL	Buy	2.66	3.5	41.1	8.2	7.9	6.4	(23)	4	23	1.1	1.1	1.0	13	14	17	9.8	9.5	11.7
Average					13.8	11.9	7.6	(18)	6	50	0.9	0.9	0.8	9	9	12	4.6	5.0	6.9

Source: SCBS Investment Research



แนวโน้มระยะสั้นที่ดีขึ้นสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว

SETPETRO ปรับตัวขึ้นแรง 68% ใน 3 เดือน (ทำจุดสูงสุดที่ +87%) สะท้อนความคาดหวังเชิงบวกต่อแนวโน้มที่ดีขึ้นใน 2Q63 และอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากประเทศต่างๆ หายกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม ความไม่สมดุลของตลาดจะต้องใช้เวลาในการแก้ไข เนื่องจากอุปสงค์จะค่อยๆ ฟื้นตัว และกำลังการผลิตเพิ่มเติมมีแนวโน้มที่จะเป็นอุปสรรคต่อการปรับราคาผลิตภัณฑ์เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ความไม่แน่นอนและสถานการณ์ระบาดระลอกสองของโควิด-19 และการปะทุขึ้นอีกครั้งของสงครามการค้าจะส่งผลกระทบต่อความต้องการลงทุนของนักลงทุน

คาดการณ์ดำเนินงานฟื้นตัวใน 2Q63 ราคาและส่วนต่างราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ปรับตัวลงส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทที่ประกอบธุรกิจปิโตรเคมีของไทยใน 1Q63 โดยมีผลขาดทุน 6.8 พันลบ. เทียบกับกำไรจำนวนมากถึง 1.1 หมื่นลบ. ใน 1Q62 แต่มีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวใน 2Q63 เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กว้างขึ้น โดยเฉพาะโพลีเอทิลีนและผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง รวมถึง integrated PET นอกจากนี้เรายังคาดว่าจะมีกำไรจากสินค้าคงคลังบ้าง เพราะราคาน้ำมันสูงขึ้น

แนวโน้มระยะสั้นดีขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเฉลี่ย QTD ปรับขึ้น 9-26% QoQ เพราะต้นทุนแนฟทาต่ำ ตลาดคาดหวังว่าอุปสงค์จะกลับมาปรับตัวเพิ่มขึ้นภายหลังการคลายล็อกดาวน์ในสหรัฐฯ จีน และอินเดีย หลังจากรีเริ่มการค้าชะลอตัวหลายเดือน ผู้ผลิตที่ใช้นาฟทาเป็นวัตถุดิบจะมีผลการดำเนินงานที่ดีที่สุดใน 2Q63 เพราะราคาแนฟทาลดลง ส่วนต่างราคา PE/PP-แนฟทา เพิ่มขึ้น 9-23% QoQ แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีค่อนข้างมาก ส่วนต่างราคาที่สูงขึ้นนี้ได้รับการสนับสนุนจากต้นทุนแนฟทาที่สามารถแข่งขันได้มากขึ้น ในขณะที่ราคาผลิตภัณฑ์ยังต่ำ โดยลดลง 10-13% QoQ เพราะราคาน้ำมันลดลงและอุปสงค์ชะลอตัวสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 การฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันจะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระยะสั้น เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ยังอ่อนแอ

กลุ่มอะโรเมติกส์ได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคา PX ระดับต่ำ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ลดลงอย่างต่อเนื่องเพราะมีอุปทานจำนวนมาก ส่วนต่างราคา PX กับต้นทุนแนฟทาลดลง 22% QoQ ใน 2Q63 สู่ระดับต่ำสุดในทศวรรษที่ US\$212/ตัน เทียบกับต้นทุนเงินสดที่ US\$200-250/ตัน อุปทานจากกำลังการผลิตใหม่ของบริษัทจีนเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง ตลาดคาดหวังว่าอัตราการใช้กำลังการผลิต PX ในตลาดภูมิภาคจะถูกลดลงเพื่อรับมือกับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอ แต่เหตุการณ์นี้ยังไม่เกิดขึ้น เราคาดว่าส่วนต่างราคาจะปรับตัวดีขึ้นใน 3Q63 เมื่อการคลายล็อกดาวน์หนุนให้อุปสงค์น้ำมันเบนซินปรับตัวขึ้น ซึ่งเรามองว่าจะทำให้วัตถุดิบสำหรับ PX ลดลงได้บ้าง

ผู้ผลิต integrated PET/PTA ได้ประโยชน์จากอุปสงค์ที่สูงขึ้น ส่วนต่างราคา integrated PET ในตลาดเอเชียปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก 26% QoQ สู่ระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$228/ตัน แม้จะลดลง 13% YoY มาตรการอยู่บ้านทั่วโลกเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 กระตุ้นให้ความต้องการบรรจุภัณฑ์อาหาร (หลักๆ เป็น PET บริสุทธิ์) พุ่งสูงขึ้น เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยในการนำบรรจุภัณฑ์ใช้แล้วมารีไซเคิลส่งผลทำให้ราคาเรซินรีไซเคิลสูงขึ้น เราคาดว่าความต้องการบรรจุภัณฑ์ PET สำหรับอาหารและเครื่องดื่มจะเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกลุ่ม

ขอบผู้ประกอบการ integrated PET/PTA แม้อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะปรับตัวดีขึ้นใน 3Q63 จากการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจ แต่กลุ่มปิโตรเคมียังเต็มไปด้วยความไม่แน่นอนได้แก่ การระบาดระลอกที่สองของโควิด-19 ราคาน้ำมันที่ผันผวน และการปะทุขึ้นอีกครั้งของสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับจีน เราขอผู้ผลิต integrated PET อย่าง IVL แม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เราคาดว่าผู้ผลิต PET จะได้รับประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบ (PX และ MEG) ระดับต่ำ และความต้องการบรรจุภัณฑ์อาหารเพิ่มมากขึ้น โดยคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 30% ของการใช้เม็ดพลาสติก PET ทั้งหมด

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	9.2	9.0	2.2	9.0	8.3	0.9	0.8
IVL	Neutral	29.0	30.0	6.9	21.1	11.6	1.2	1.2
PTTGC	Neutral	46.8	44.0	(5.2)	79.7	15.7	0.7	0.7
Average					36.6	11.9	1.0	0.9

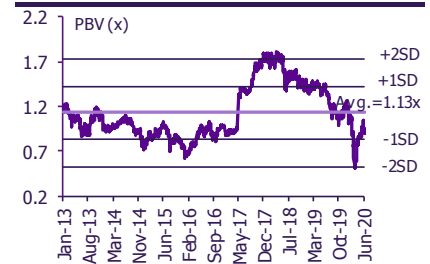
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	0.5	82.2	(22.7)	(3.0)	49.8	(3.1)
IVL	(4.9)	47.2	(40.2)	(8.3)	21.1	(25.1)
PTTGC	1.6	68.5	(27.8)	(2.0)	38.5	(9.5)

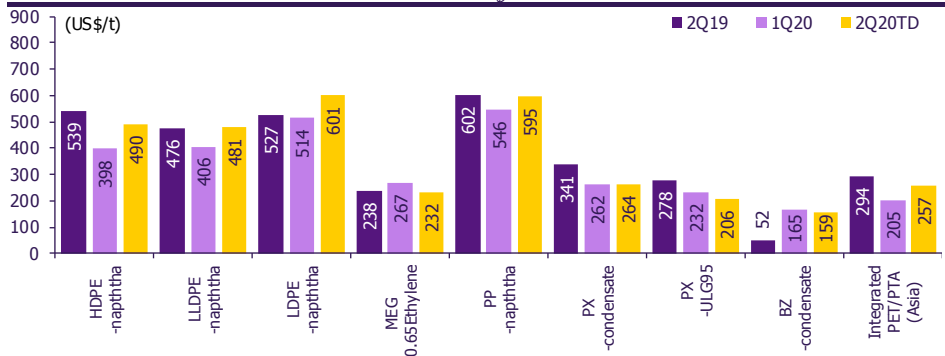
Source: SET, SCBS Investment Research

PBV band – SETPETRO



Source: SET, SCBS Investment Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สำคัญ

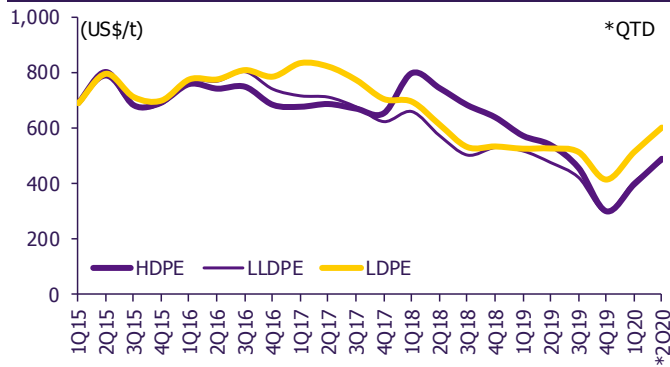


Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

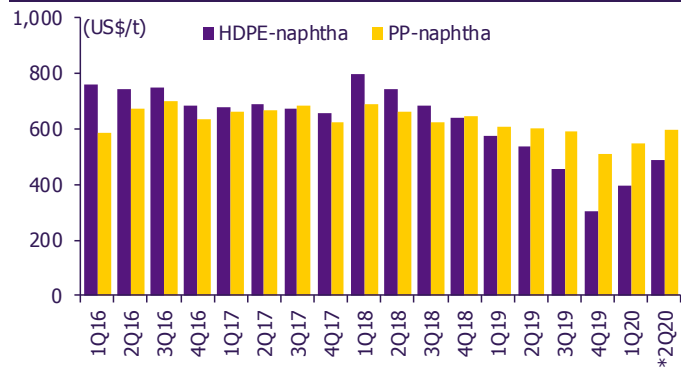
ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนที่ปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Figure 1: PE-naphtha spread



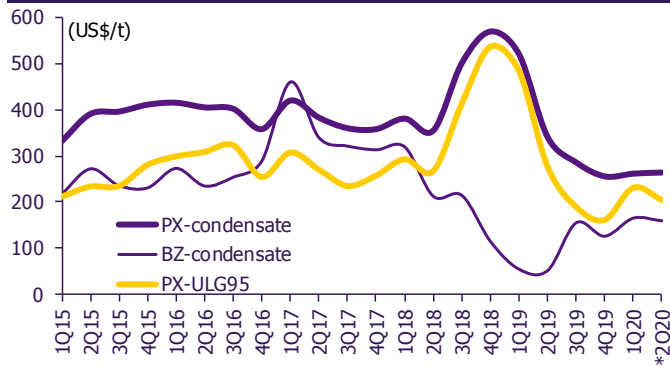
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 2: Product spread – HDPE vs. PP



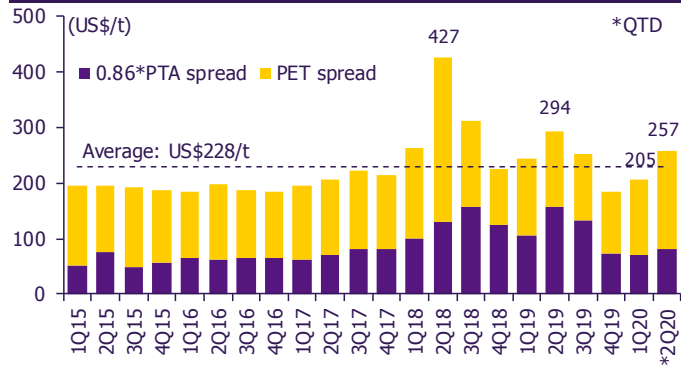
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 3: Aromatics product spread



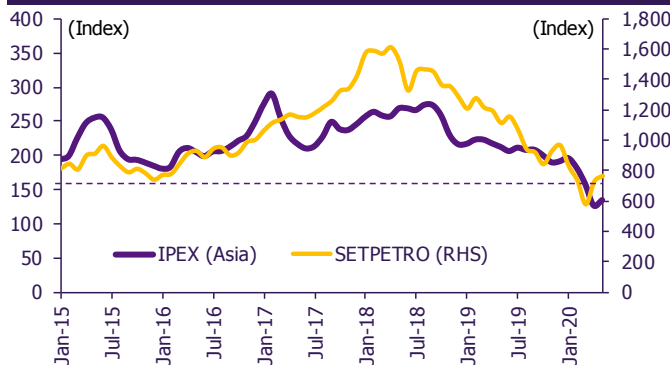
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 4: Integrated PET/PTA spread (Asia)



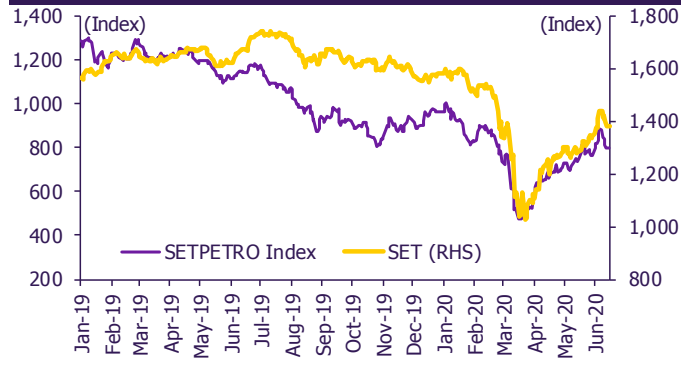
Source: Industry data, Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

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	9.20	9.0	2.2	n.m.	9.0	8.3	n.m.	n.m.	9	0.9	0.9	0.8	(1)	10	10	3.8	4.3	4.8	13.5	5.3	4.9
IVL	Neutral	29.00	30.0	6.9	31.1	21.1	11.6	(79)	47	82	1.3	1.2	1.2	4	6	10	4.2	3.4	4.5	10.5	8.3	5.8
PTTGC	Neutral	46.75	44.0	(5.2)	25.8	79.7	15.7	(80)	(68)	408	0.7	0.7	0.7	3	1	5	4.3	0.6	3.2	10.7	11.5	7.6
Average					28.5	36.6	11.9	(79)	(10)	166	1.0	1.0	0.9	2	6	8	4.1	2.8	4.2	11.5	8.4	6.1

Source: SCBS Investment Research



ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี

เราคาดว่า **MBKET** และ **ASP** จะรายงานกำไรที่ดีใน **2Q63** โดยได้รับการสนับสนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันจำนวนมากและการฟื้นตัวของตลาดหุ้น ทั้ง **MBKET** และ **ASP** ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดีที่ **>4%** สำหรับ **1H63** และ **>7%** สำหรับปี **2563** เราแนะนำ **"Neutral"** สำหรับ **ASP** และ **MBKET**

ปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี **2563** เพิ่มขึ้น มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวัน (ไม่รวมบัญชีบล.) ใน **2Q63** ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 17 มิ.ย.) อยู่ที่ 6.62 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 41% YoY และ 12% QoQ เราปรับสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2563 เพิ่มขึ้นจาก 5.0 หมื่นลบ. สู่ 5.5 หมื่นลบ. เรายังคงสมมติฐานมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันในปี 2564 ไว้ที่ 4.5 หมื่นลบ.

ปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น ส่วนแบ่งการตลาดของ **MBKET** อยู่ที่ 6.5% ใน **2Q63** ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 17 มิ.ย.) ลดลงเล็กน้อยจาก 6.72% ใน **1Q63** แต่สูงกว่า 6.1% ในปี 2562 ส่วนแบ่งการตลาดของ **ASP** อยู่ที่ 2.89% ใน **2Q63** ถึงปัจจุบัน (ณ วันที่ 17 มิ.ย.) เพิ่มขึ้นอย่างมากจาก 1.98% ใน **1Q63** และ 1.71% ในปี 2562 เราปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2563 ของ **MBKET** เพิ่มขึ้นจาก 6% สู่ 6.5% และปรับสมมติฐานส่วนแบ่งการตลาดในปี 2563 ของ **ASP** เพิ่มขึ้นจาก 1.6% สู่ 2.2%

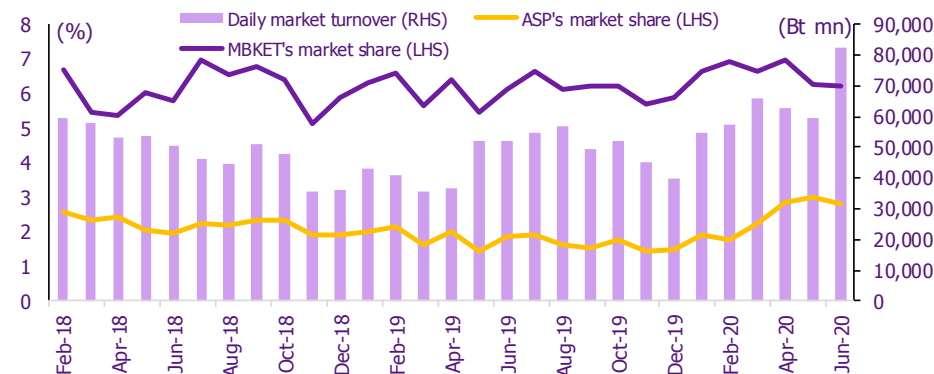
พริวิผลประกอบการ 2Q63 ของ MBKET เราคาดว่า **MBKET** จะรายงานกำไรสุทธิ **2Q63** จำนวน 140 ลบ. เพิ่มขึ้น 1912% YoY และ 4% QoQ รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ใน **2Q63** น่าจะเพิ่มขึ้น 51% YoY และ 3% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น 41% YoY และ 12% QoQ รวมถึงส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้น 58 bps YoY แต่ลดลง 21 bps QoQ สู่ 6.51% เราคาดว่ากำไรจากเงินลงทุนจะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ โดยเกิดจากตลาดหุ้นที่ฟื้นตัวขึ้น

พริวิผลประกอบการ 2Q63 ของ ASP เราคาดว่า **ASP** จะรายงานกำไรสุทธิ **2Q63** จำนวน 195 ลบ. เพิ่มขึ้น 74% YoY และ 725% QoQ รายได้ค่านายหน้าซื้อขายหลักทรัพย์ใน **2Q63** น่าจะเพิ่มขึ้น 102% YoY และ 45% QoQ โดยได้รับการสนับสนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยต่อวันเพิ่มขึ้น 41% YoY และ 12% QoQ รวมถึงส่วนแบ่งการตลาดที่เพิ่มขึ้น (+115 bps YoY, +91 bps QoQ) เราคาดว่า **ASP** จะพลิกฟื้นจากที่มีขาดทุนจากเงินลงทุน 77 ลบ. ใน **1Q63** มาทำกำไรจากเงินลงทุน 50 ลบ. ใน **2Q63**

ให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลดี เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 80% เราคาดว่า **MBKET** จะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด **1H63** ที่ 0.4 บาท/หุ้น (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.6%) และเงินปันผลปี 2563 ที่ 0.6 บาท/หุ้น (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.3%) เมื่อใช้สมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผล 70% เราคาดว่า **ASP** จะจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับงวด **1H63** ที่ 0.7 บาท/หุ้น (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 4.1%) และเงินปันผลปี 2563 ที่ 0.13 บาท/หุ้น (ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.6%)

แนะนำ **"Neutral"** ทั้ง **MBKET** และ **ASP** เราปรับคำแนะนำสำหรับ **ASP** ขึ้นจาก "ขาย" สู่ "Neutral" และคงคำแนะนำ "Neutral" สำหรับ **MBKET** เนื่องจากคาดการณ์ถึงผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีโดยได้รับการสนับสนุนจากมูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์เฉลี่ยที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก เราปรับราคาเป้าหมายของ **ASP** เพิ่มขึ้นจาก 1.5 บาท สู่ 2 บาท ปรับราคาเป้าหมายของ **MBKET** เพิ่มขึ้นจาก 6.6 บาท สู่ 9.4 บาท

มูลค่าการซื้อขายหลักทรัพย์สูงกว่าคาด



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
ASP	Neutral	1.7	2.0	24.4	8.6	9.2	0.8	0.7
MBKET	Neutral	8.5	9.4	18.0	10.8	29.4	1.1	1.2
Average					9.7	19.3	1.0	1.0

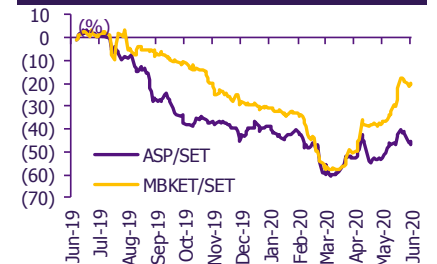
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ASP	12.4	30.3	(38.1)	8.4	7.1	(22.5)
MBKET	25.9	98.6	(5.6)	21.5	63.3	18.4

Source: SET, SCBS Investment Research

Price performance relative to SET



Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

กิตติมา สัตย์พันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

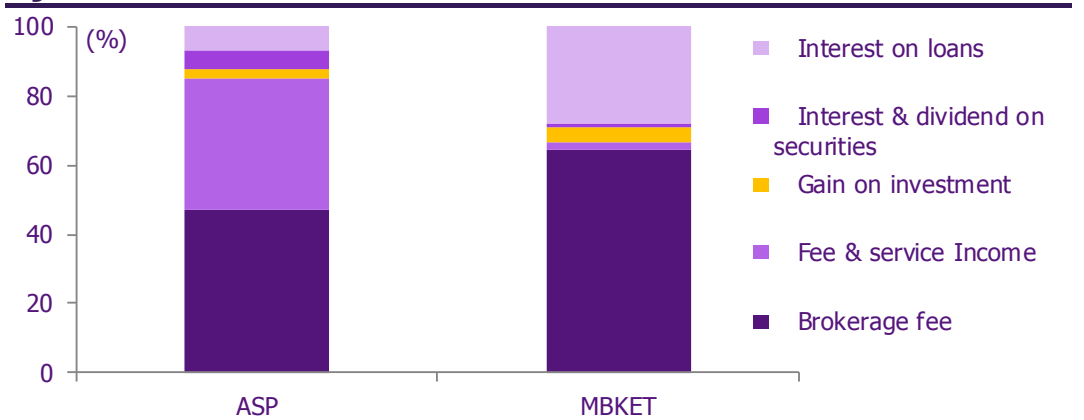
kittima.sattayapan@scb.co.th

Figure 1: Target price sensitivity to turnover

	ASP	MBKET
Target price at different daily mkt. turnover in 2020		
Bt50bn	1.8	6.9
Bt55bn — base case	2.0	9.4
Bt60bn	2.2	12.0
EPS (Bt) at different daily mkt. turnover in 2020		
Bt50bn	0.18	0.57
Bt55bn — base case	0.20	0.78
Bt60bn	0.22	1.00
DPS (Bt) at different daily mkt. turnover in 2020		
Bt50bn	0.13	0.46
Bt55bn — base case	0.14	0.63
Bt60bn	0.15	0.80
Dividend payout	70%	80%
Target PE (x)	10.0	12.0

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 (%)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
ASP	Neutral	1.72	2.0	24.4	10.1	8.6	9.2	(17)	17	(6)	0.8	0.8	0.7	8	9	8	7.6	8.2	7.6
MBKET	Neutral	8.50	9.4	18.0	19.0	10.8	29.4	(35)	76	(63)	1.1	1.1	1.2	6	11	4	10.1	7.4	2.7
Average					14.6	9.7	19.3	(26)	47	(35)	1.0	1.0	1.0	7	10	6	8.8	7.8	5.2

Source: SCBS Investment Research

การแข่งขันที่ลดลงช่วยสนับสนุน sentiment ระยะสั้น

เรามีมุมมองระยะสั้นเป็นบวกต่อกลุ่มสื่อสาร เนื่องจากการแข่งขันในบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ระบบเติมเงินดูเหมือนจะลดน้อยลง ประเด็นที่น่าสนใจอีกอย่างหนึ่งสำหรับกลุ่มสื่อสาร คือ กำไรมีความความผันผวนต่ำ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนให้กลุ่มสื่อสารปรับตัว **outperform SET** ใน **3Q63** ซึ่งเป็นช่วงเวลาที่เราคาดว่าตลาดจะผันผวน **ADVANC** เป็น **top pick** ของเราในกลุ่มสื่อสาร

การแข่งขันที่ลดลงจะช่วยหนุน sentiment ระยะสั้น ผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายได้หยุดเสนอแพ็คเกจใช้งานไม่จำกัดด้วยความเร็วคงที่สำหรับระบบเติมเงินตั้งแต่กลางเดือนพ.ค. แพ็คเกจที่เสนอขายในตอนนี้ คือ แพ็คเกจความเร็วคงที่และจำกัดปริมาณการใช้งานต่อเดือน ซึ่งเป็นสัญญาณบวกต่อกลุ่มสื่อสาร เนื่องจากการเสนอแพ็คเกจในรูปแบบนี้มีแนวโน้มที่จะช่วยหนุนให้ ARPU ในระบบเติมเงินของผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ทุกรายปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้รายได้จากการให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เติบโตดีขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุน sentiment ต่อกลุ่มสื่อสารด้วยเช่นกัน อย่างไรก็ตาม เราจะต้องจับตาดูพัฒนาการดังกล่าวอย่างใกล้ชิด เนื่องจากที่ผ่านๆ มาการแข่งขันในระบบเติมเงินสามารถเปลี่ยนแปลงได้ทุกเดือน

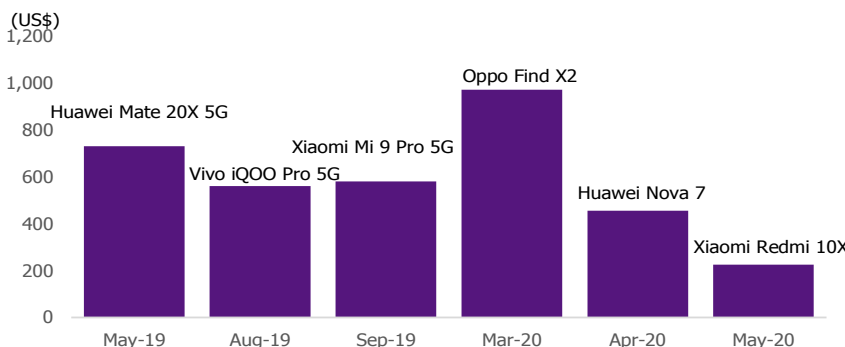
2Q63 จะเป็นจุดต่ำสุด แต่จะฟื้นตัวซ้ำ เราคาดว่า 2Q63 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้สำหรับกลุ่มสื่อสารเช่นเดียวกับกลุ่มอื่นๆ เนื่องจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อตลอดทั้งไตรมาส อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัว QoQ จะปรากฏให้เห็นอย่างชัดเจนใน 4Q63 การฟื้นตัว QoQ ใน 3Q63 น่าจะมีจำกัด เพราะไม่มีรายได้เพิ่มเติมจาก กสทช. ที่รับรู้ใน 2Q63 เกิดขึ้นอีก เนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 ส่งผลกระทบต่อเพียงเล็กน้อยต่อรายได้ของกลุ่มสื่อสาร และเราไม่คิดว่ายอดขาย SIM ทองเที่ยว และรายได้จากการให้บริการโรมมิ่งจะฟื้นตัวอย่างเต็มที่ใน 3Q63 ดังนั้นเราเชื่อว่าการฟื้นตัวของกำไรสำหรับกลุ่มสื่อสารจะดูน่าตื่นเต้นน้อยกว่ากลุ่มอื่นๆ ซึ่งได้รับผลกระทบหนักกว่า

ราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ 5G ที่ถูกลงจะหนุนให้อัตราการยอมรับ 5G เพิ่มขึ้น การสำรวจพบว่าราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ 5G ปรับตัวลดลงสู่ประมาณ 7,000 บาท/เครื่อง ยกตัวอย่างเช่นราคาโทรศัพท์มือถือ Xiaomi Redmi 10X 5G (วางจำหน่ายเดือนมิ.ย. 2563) ถูกกว่าโทรศัพท์มือถือ 5G รุ่นที่วางจำหน่ายเมื่อ 6 เดือนก่อนอยู่ 40% ซึ่งเกิดขึ้นเร็วกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ เนื่องจากก่อนหน้านี้เราไม่คิดว่าราคาลดลงสู่ระดับต่ำกว่า 10,000 บาท/เครื่อง จนกว่าจะถึง 4Q63 เราเชื่อว่าสาเหตุที่ทำให้ราคาลดลงเร็วเกิดจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 เนื่องจากกำลังซื้อลดลง ผู้ผลิตโทรศัพท์มือถือแบรนด์ต่างๆ จึงหันมาเร่งเปิดตัวโทรศัพท์มือถือรุ่นที่มีราคาถูกเพื่อดึงดูดผู้บริโภค แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยหนุนให้อัตราการยอมรับ 5G ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราเชื่อว่า DTAC จะเป็นผู้เสียประโยชน์หลักจากอัตราการยอมรับ 5G ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว เนื่องจาก DTAC เป็นผู้ให้บริการโทรศัพท์เคลื่อนที่เพียงรายเดียวที่ไม่มีบริการ 5G บนคลื่น 2600MHz เราใช้สมมติฐานอัตราการยอมรับ 5G ที่ 2.5% ในปี 2564 และคาดว่า DTAC จะสูญเสียผู้ใช้บริการในระบบรายเดือนไปจำนวน 5 แสนเลขหมาย ทั้งนี้อัตราการยอมรับ 5G ในเกาหลีใต้อยู่ที่ 10% ในปัจจุบัน (เริ่มให้บริการ 5G เชิงพาณิชย์ในเดือนเม.ย. 2562) และ 4% ในจีน (เริ่มให้บริการ 5G เชิงพาณิชย์ในเดือนพ.ย. 2562)

คงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มกำไรปี 2564 เรายังคงเชื่อว่ากำไรของกลุ่มสื่อสารจะลดลง 12% YoY ในปี 2564 สู่ 2.8 หมื่นลบ. เพราะถูกจุดรั้งโดยต้นทุนเกี่ยวกับ 5G ที่สูงขึ้น ซึ่งไม่สามารถชดเชยได้ด้วยรายได้ส่วนเพิ่ม

ADVANC เป็น top pick ของเรา เราคาดว่า ADVANC จะได้รับประโยชน์ในระยะสั้นมากที่สุดจากการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการแข่งขันที่ลดน้อยลงในระบบเติมเงิน เนื่องจากบริษัทมีสัดส่วนรายได้จากระบบเติมเงินสูงที่สุด เราแนะนำ "Neutral" สำหรับ TRUE เพราะแนวโน้มผลการดำเนินงานอ่อนแอ และ "ขาย" DTAC เพราะไม่มีบริการ 5G บนคลื่น 2600MHz

ราคาเครื่องโทรศัพท์มือถือ 5G เริ่มปรับลดลง



Source: SCBS Investment Research, www.gsmarena.com

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 21F
ADVANC	Buy	190.0	210.0	14.0	19.6	21.6	7.3	6.7
DTAC	Sell	41.5	37.0	(5.5)	18.7	25.3	4.1	4.3
TRUE	Neutral	3.7	3.1	(15.8)	n.m.	n.m.	1.0	1.0
Average					19.1	23.5	4.2	4.0

Source: SCBS Investment Research

Price performance

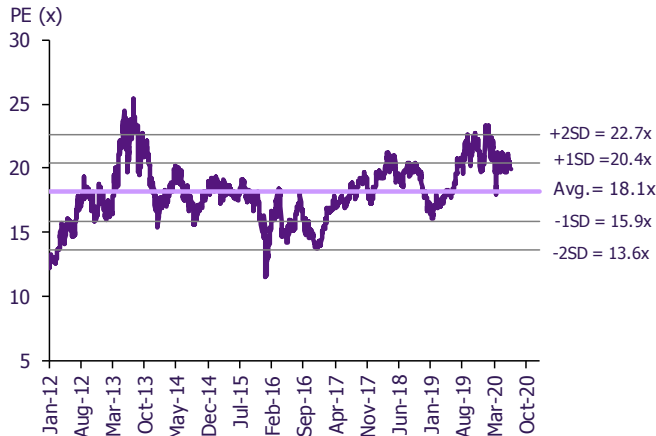
(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
ADVANC	(0.8)	(3.8)	(6.9)	(4.3)	(20.9)	16.7
DTAC	(4.0)	18.6	(18.6)	(7.4)	(2.5)	2.0
TRUE	8.2	14.3	(34.9)	4.4	(6.0)	(18.4)

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

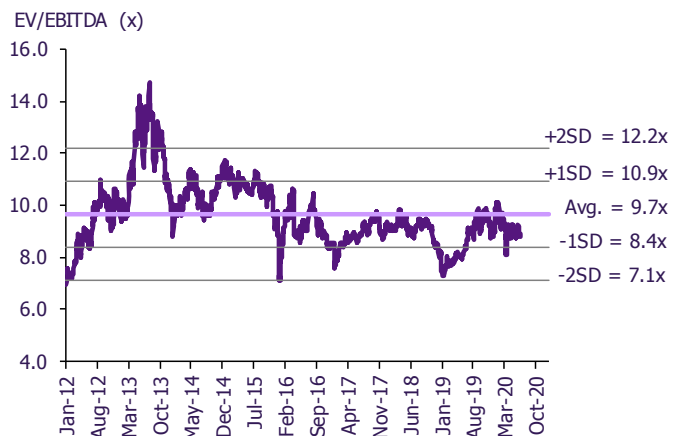
กิตติสร พุดทิภัทร, CFA, FRM
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1007
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

Figure 1: ADVANC: PE Band



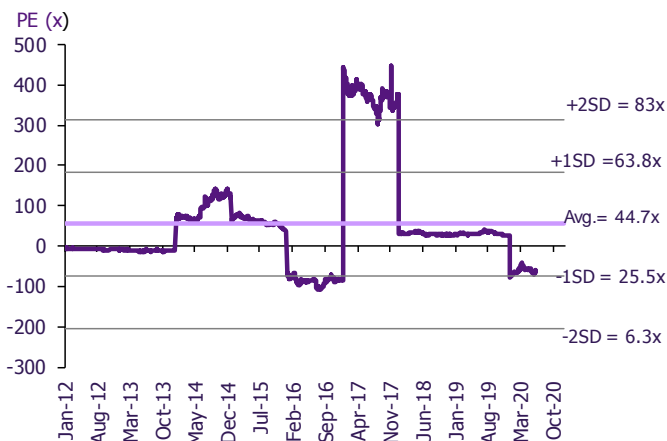
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 2: ADVANC: EV/EBITDA Band



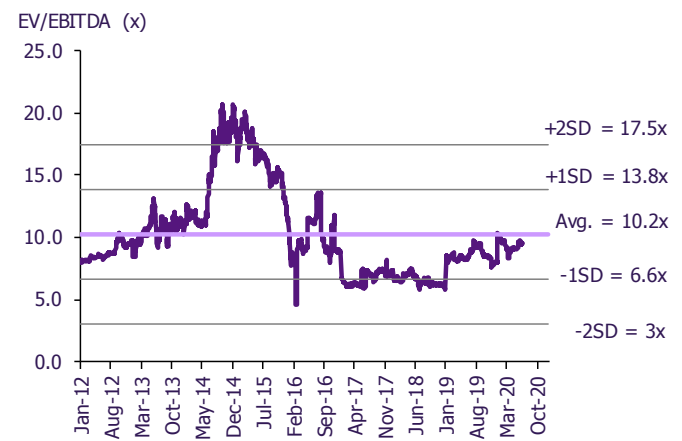
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

Figure 3: TRUE: PE Band



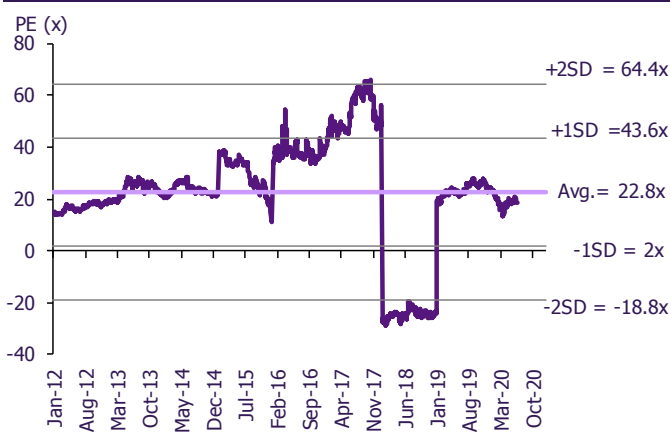
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

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	190.00	210.0	14.0	18.3	19.6	21.6	4	(7)	(9)	8.1	7.3	6.7	49	39	32	3.9	3.5	3.2	8.1	8.8	8.7
DTAC	Sell	41.50	37.0	(5.5)	17.8	18.7	25.3	n.m.	(4)	(26)	3.9	4.1	4.3	23	22	17	6.9	5.4	4.0	4.9	4.9	4.9
TRUE	Neutral	3.68	3.1	(15.8)	21.8	n.m.	n.m.	(20)	n.m.	(14)	1.0	1.0	1.0	4	(2)	(2)	2.4	0.0	0.0	7.2	9.5	9.0
Average					19.3	19.1	23.5	(8)	(6)	(16)	4.4	4.2	4.0	25	20	16	4.4	3.0	2.4	6.7	7.7	7.5

Source: SCBS Investment Research

มาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวในประเทศ

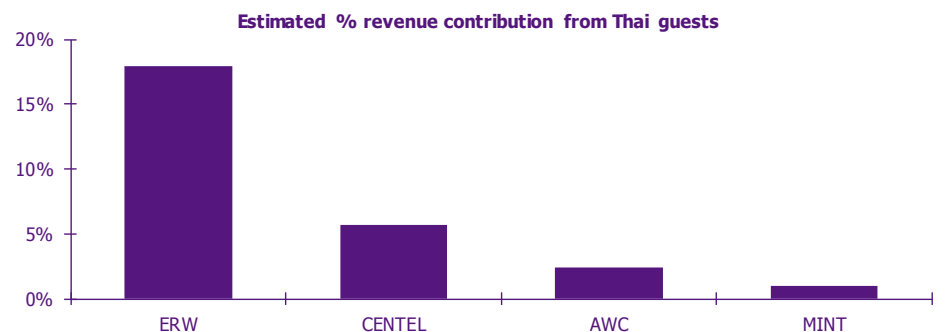
กรมเห็นชอบหลักการมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศไทย 3 แพคเกจเพื่อสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ ในขณะที่การผ่อนคลายข้อจำกัดในการเดินทางระหว่างประเทศอยู่ในระหว่างการพิจารณา เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยในปี 2563 จะลดลง 67% YoY โดย 2Q63 จะแย่ที่สุด และดีขึ้นใน 2H63 โดย upside คือ การเดินทางระหว่างประเทศฟื้นตัวเร็วกว่าคาด จากสัญญาณที่ชัดเจนว่าสามารถควบคุมสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ MINT เป็น top pick ของเรา: ผลการดำเนินงานจะทำจุดต่ำสุดใน 2Q63 และการดำเนินงานของ NHH มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการคลายล็อกดาวน์ในยุโรป

มาตรการกระตุ้นท่องเที่ยวในประเทศ เมื่อวันที่ 16 มิ.ย. กรม.มมตเห็นชอบหลักการมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศไทย เริ่มตั้งแต่วันที่ 1 ก.ค. ถึง 31 ต.ค. งบประมาณรวม 2.24 หมื่นลบ. โดยแบ่งเป็น 3 แพคเกจ (Figure 1) ได้แก่: 1) **เราไปเที่ยวกัน** (ประโยชน์สูงสุดที่ประชาชนจะได้รับอยู่ที่ 18,000 บาทต่อคน) โดยรัฐบาลจะสนับสนุนค่าที่พัก-โรงแรมในอัตรา 40% ของราคาห้องพักต่อคืน แต่ไม่เกิน 3,000 บาทต่อคืน สูงสุดไม่เกิน 5 คืนต่อสัปดาห์ นอกจากนี้ประชาชนจะได้รับสิทธิพิเศษเมื่อจองห้องพักอีกจำนวน 600 บาทต่อห้องพักต่อคืน เพื่อสนับสนุนค่าอาหารและค่าใช้จ่ายสถานที่ท่องเที่ยวที่เข้าร่วมโครงการ 2) **เที่ยวบ้านสุข** รัฐบาลจะสนับสนุนค่าบัตรโดยสารเครื่องบินและรถโดยสารในอัตรา 40% แต่ไม่เกิน 1,000 บาทต่อคน และ 3) **กำลังใจ** รัฐบาลจะสนับสนุนค่าเดินทางของอาสาสมัครสาธารณสุข (อสม.) และเจ้าหน้าที่โรงพยาบาลส่งเสริมสุขภาพตำบล (รพ.สต.) ให้เดินทางโดยการให้บริการกับบริษัทนำเที่ยว ซึ่งรัฐจะสนับสนุนงบประมาณเดินทางไม่เกินคนละ 2,000 บาทต่อคน รายละเอียดอย่างเป็นทางการทั้งทางฝั่งของผู้บริโภคและผู้ประกอบการ เช่น คุณสมบัติ วิธีลงทะเบียน และวิธีการใช้แพคเกจ จะประกาศในภายหลัง ทั้งนี้เมื่อพิจารณาเบื้องต้น เราคาดว่า ERW จะได้รับประโยชน์มากที่สุด เนื่องจากมีส่วนรายได้จากแขกคนไทยมากที่สุด (หลักๆ คือโรงแรมชั้นประหยัด HOP INN) ที่ 18% ของรายได้ ตามมาด้วย CENTEL (6%), AWC (2%) และ MINT (1%)

ผ่อนคลายข้อจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศ แต่ดำเนินการด้วยความระมัดระวัง ประเทศต่างๆ เริ่มผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ และทยอยคลายข้อจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศ คำสั่งห้ามเที่ยวบินพาณิชย์เดินทางเข้าออกประเทศไทยจะสิ้นสุดลงในวันที่ 30 มิ.ย. และรัฐบาลไทยกำลังพิจารณาผ่อนปรนมาตรการจำกัดการเดินทางระหว่างประเทศในรูปแบบ "travel bubble" ผ่านการทำข้อตกลงระหว่างกันที่จะอนุญาตให้ผู้เดินทางจากประเทศ (เริ่มที่ประเทศในภูมิภาคเอเชีย) ที่สามารถควบคุมการระบาดของโควิด-19 ได้อย่างมีประสิทธิภาพและมีความสัมพันธ์ทางเศรษฐกิจที่ดีกับประเทศไทย สามารถเดินทางไปมาระหว่างกันได้ กลุ่มนักท่องเที่ยวและกลุ่มที่เข้ามาใช้บริการตรวจรักษาทางการแพทย์จะเป็นกลุ่มแรกที่ได้รับการผ่อนปรนเนื่องจากสามารถติดตามตัวได้ แต่ยังไม่ได้กำหนดระยะเวลา เรายังคงประมาณการของเราไว้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้ามาในประเทศไทยจะลดลง 67% YoY สู่ 13 ล้านคน ในปี 2563 โดย 2Q63 จะแย่ที่สุด และดีขึ้นใน 2H63 โดย upside สำหรับประมาณการของเรา คือ การเดินทางระหว่างประเทศฟื้นตัวเร็วกว่าคาดจากสัญญาณที่ชัดเจนว่าสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้

คงคำแนะนำ "ซื้อ" MINT ราคาหุ้น ERW มี upside จำกัด แต่ปัจจัยบวกจากการเดินทางภายในประเทศจะสนับสนุนราคาหุ้น MINT เป็น top pick ของเรา (ราคาเป้าหมาย 28 บาท/หุ้น ก่อน XR) ผลการดำเนินงาน 2Q63 น่าจะทำจุดต่ำสุด เนื่องจากการดำเนินงานของ NH HOTEL Group (NHH, 66% ของรายได้รวมของ MINT) มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการคลายล็อกดาวน์ในยุโรป และความต้องการในประเทศคิดเป็นสัดส่วน 50-70% ของรายได้ของ NHH แผนการเสริมสร้างความแข็งแกร่งของฐานเงินทุน (ขายหุ้นเพิ่มทุนให้กับผู้ถือหุ้นเดิมตามสัดส่วน (RO) และออกหุ้นกู้ที่มีลักษณะคล้ายทุน) จะช่วยให้ความตึงตัวทางการเงินในระยะสั้นผ่อนคลายลง และจะช่วยสนับสนุนการดำเนินงานต่อไปได้ การมีส่วนรายได้จากแขกคนไทยมากที่สุดทำให้เรามองว่าราคาหุ้น ERW จะได้รับการสนับสนุนจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศไทย

สัดส่วนรายได้จากแขกคนไทยที่ประเมินได้



Source: Company data and 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
AWC	Neutral	4.6	5.6	23.0	257.8	124.4	1.7	1.7
CENTEL	Neutral	24.8	21.0	(15.1)	188.8	34.6	2.3	2.3
ERW	Neutral	4.0	4.0	1.0	n.m.	243.3	1.8	1.7
MINT	Buy	22.1	28.0	26.7	n.m.	41.0	1.3	1.2
Average					223.3	110.8	1.8	1.7

Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
AWC	0.0	28.8	n.a.	(3.5)	5.9	n.a.
CENTEL	17.0	60.0	(31.1)	12.8	31.6	(13.7)
ERW	35.6	58.4	(40.0)	30.8	30.3	(24.8)
MINT	27.7	33.1	(44.1)	23.2	9.5	(29.9)

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ระวีช ปิยะเกรียงไกร

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

Figure 1: รายละเอียดของแพ็คเกจกระตุ้นการท่องเที่ยวในประเทศ

แพ็คเกจ	รายละเอียด	ประโยชน์สูงสุดที่ประชาชนจะได้รับ (บาท/คน)	คาดการณ์งบประมาณที่ใช้ (ล้านบาท)
1. เราไปเที่ยวกัน	เพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวสำหรับบุคคลทั่วไป โดยรัฐบาลสนับสนุนค่าโรงแรมที่พักในลักษณะร่วมจ่าย (Co-pay) จำนวน 5 ล้านคืน ในอัตรา 40% ของค่าห้องพักแต่ไม่เกิน 3,000 บาทต่อคืน สูงสุดไม่เกิน 5 คืน ต่อสิทธิ์ (รวมสูงสุด 15,000 บาท/คน) นอกจากนี้ ประชาชนจะได้รับสิทธิ์พิเศษเมื่อจองห้องพักอีกจำนวน 600 บาทต่อห้องต่อคืน (รวมสูงสุด 3,000 บาท/คน) เพื่อสนับสนุนค่าอาหารและค่าใช้จ่ายสถานที่ท่องเที่ยวที่เข้าร่วมโครงการ โดยจะต้องมีที่ตั้งอยู่ในจังหวัดอื่นที่ไม่ใช่จังหวัดในทะเบียนบ้านของประชาชนผู้จองที่พัก	18,000	18,000
2. เที่ยววันสุข	เพื่อสนับสนุนการท่องเที่ยวสำหรับบุคคลทั่วไป โดยรัฐบาลสนับสนุนการเดินทางของประชาชนจำนวนไม่น้อยกว่า 2 ล้านคน โดยการจำหน่ายบัตรโดยสารของผู้ประกอบการขนส่งด้านการท่องเที่ยว 3 กลุ่ม ได้แก่ สายการบินในประเทศไทย รถขนส่งไม่ประจำทางข้ามจังหวัด และรถเช่าในอัตรา 40% แต่ไม่เกิน 1,000 บาท/คน	1,000	2,000
3. กำลังใจ	รัฐบาลสนับสนุนค่าเดินทางของอาสาสมัครสาธารณสุข (อสม.) และเจ้าหน้าที่โรงพยาบาลส่งเสริมสุขภาพตำบล (รพ.สต.) รวม 1,200,000 คน ให้เดินทางโดยการให้บริการกับบริษัทนำเที่ยว ซึ่งรัฐจะสนับสนุนงบประมาณเดินทางไม่เกินคนละ 2,000 บาท/คน	2,000	2,400
รวมงบประมาณ			22,400

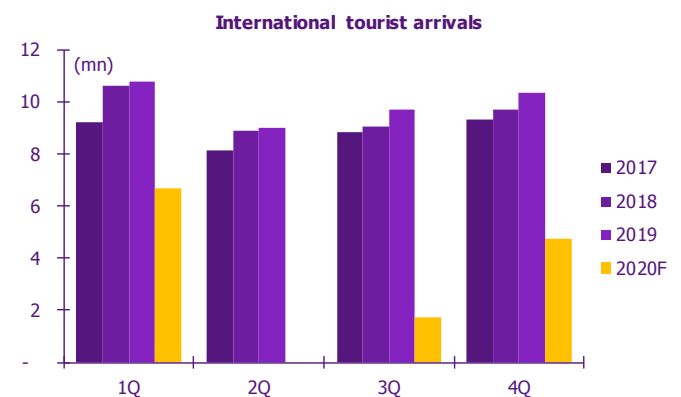
Source: SCBS Investment Research

Figure 2: Thai tourism to drop 67% in 2020



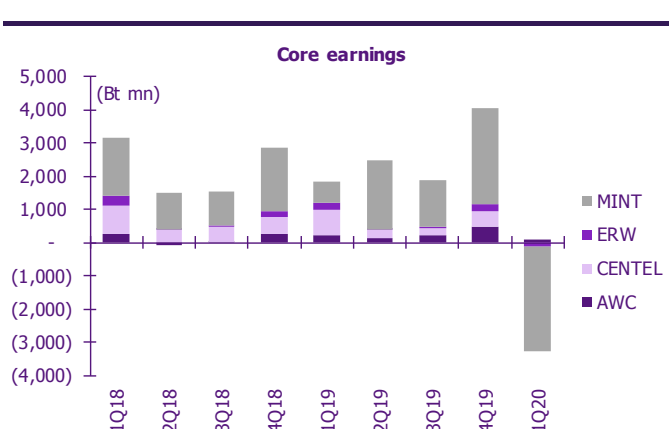
Source: Ministry of Tourism and Sports and SCBS Investment Research

Figure 3: Thai tourism forecast by quarter



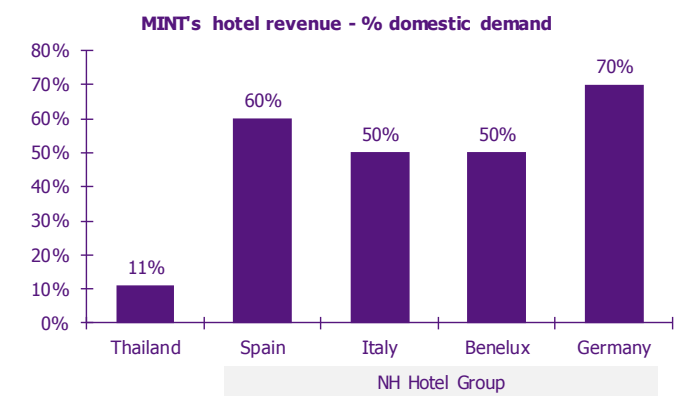
Source: Ministry of Tourism and Sports and SCBS Investment Research

Figure 4: Quarterly earnings of hoteliers



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: NHH's revenue is mainly from domestic market



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AWC	Neutral	4.56	5.6	23.0	138.4	257.8	124.4	68.8	(46.3)	107.2	1.6	1.7	1.7	1.8	0.6	1.3	0.3	0.2	0.3	34.6	41.8	32.9
CENTEL	Neutral	24.80	21.0	(15.1)	20.1	188.8	34.6	(23.7)	(89.3)	445.3	2.4	2.3	2.3	12.1	1.2	6.6	2.2	0.2	1.2	8.9	16.8	11.6
ERW	Neutral	3.96	4.0	1.0	20.1	n.m.	243.3	(12.0)	n.m.	n.m.	1.7	1.8	1.7	8.4	(8.9)	0.7	1.8	0.0	0.0	9.8	30.4	14.1
MINT	Buy	22.10	28.0	26.7	14.5	n.m.	41.0	23.3	n.m.	n.m.	1.2	1.3	1.2	8.4	(6.9)	3.0	0.0	0.0	1.0	9.5	30.0	12.2
Average					48.3	223.3	110.8	14.1	(67.8)	276.3	1.7	1.8	1.7	7.7	(3.5)	2.9	1.1	0.1	0.6	15.7	29.7	17.7

Source: SCBS Investment Research

มี upside หลายอย่างรออยู่ใน 2H63

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BTS และ BEM แม้ราคาหุ้นติดตัวกลับขึ้นมาจากจุดต่ำสุดแล้ว 47% (BTS) และ 61% (BEM) เราเชื่อว่ายังมี upside ที่น่าสนใจที่ทั้งเราและนักวิเคราะห์ในตลาดยังไม่ได้นำมาใส่ไว้ในประมาณการ และคาดว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นใน 2H63 ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นต่อ เราแนะนำ "ซื้อ" BTS (ราคาเป้าหมาย 14.3 บาท) และ BEM (ราคาเป้าหมาย 10.4 บาท)

ราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นแรงในระยะหลังนี้สะท้อนถึงการดำเนินงานที่ดีขึ้น ราคาหุ้น BTS และ BEM ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 47% และ 61% จากจุดต่ำสุดของปีนี้ ตามลำดับ การฟื้นตัวแรงสำหรับ BTS ได้รับการสนับสนุนจากรูปแบบการดำเนินงานธุรกิจที่หลากหลาย โดย EBITDA 50% ของบริษัท มาจากรายได้งานก่อสร้าง (โครงการรถไฟฟ้าสายสีชมพูและสายสีเหลือง) และงานระบบและจัดการรถไฟฟ้า (E&M), 30% มาจากรายได้จากการให้บริการเดินรถและซ่อมบำรุง (O&M), 10% มาจาก BTS&GIF และที่เหลือส่วนใหญ่มาจาก VGI ดังนั้น EBITDA 80% ของบริษัทจึงไม่ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 แต่อย่างใด นอกจากนี้ราคาหุ้น VGI ก็ติดตัวกลับขึ้นมาแรงในระยะหลังนี้ จาก 5.0 บาท/หุ้น สู่ 7.8 บาท/หุ้น และ VGI คิดเป็นสัดส่วน ~20% ของ valuation ของ BTS สำหรับ BEM เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ฟื้นตัวแรงเกิดจากความคาดหวังเชิงบวกเกี่ยวกับปริมาณจราจรบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสาร MRT ที่ปรับตัวดีขึ้น

มี upside หลายอย่างที่ยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้น แม้ราคาหุ้น BTS และ BEM ปรับขึ้นแรง แต่เรายังคงเห็น upside หลายอย่างสำหรับสองบริษัทนี้ใน 2H63

1) โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก: โครงการนี้จะสร้าง upside ให้ทั้งกับ BTS และ BEM โดยจะขึ้นอยู่กับผลการประมูล ซึ่งเราคาดว่าจะเปิดประมูลใน 3Q63 การประมูลจะแบ่งเป็นงานก่อสร้างและงาน E&M โครงการนี้เป็นการลงทุนในรูปแบบ PPP net cost ผู้ชนะโครงการนี้จะเป็นผู้ดำเนินการรถไฟฟ้าสายสีส้มทั้งหมด เราคาดว่า การแข่งขันประมูลจะรุนแรง เนื่องจากสายสีส้มเป็นหนึ่งในเส้นทางสายหลักของกรุงเทพฯ เราจะรอดูว่าใครจะเป็นผู้ชนะโครงการนี้ จากการคำนวณอย่างคร่าวๆ ของเรา ถ้า BTS ชนะโครงการนี้ จะหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นได้อีก 1.5 บาท/หุ้น และถ้า BEM ชนะโครงการนี้ จะหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นได้อีก 1.5 บาท/หุ้น

2) โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้: โครงการนี้จะสร้าง upside ให้กับ BEM โดยเฉพาะ ซึ่งเราประเมินได้ว่า จะหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นได้อีก 0.75 บาท/หุ้น และยังไม่ได้นำมาใส่ไว้ในประมาณการของเราและนักวิเคราะห์ในตลาด เราคาดว่า การประมูลงานก่อสร้างจะเกิดขึ้นในปลาย 3Q63 หรือ 4Q63 จากนั้นจึงจะเปิดประมูลสัญญา O&M เราเชื่อว่า BEM จะได้โครงการนี้ เนื่องจากบริษัทเป็นผู้บริหารจัดการโครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงเหนือ เรามองไม่เห็นเหตุผลที่ผู้ประกอบการรายอื่นจะได้โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ไป

3) การต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว สนามบินอู่ตะเภา และมอเตอร์เวย์สองสาย: โครงการเหล่านี้จะสร้าง upside ให้กับ BTS โดยเฉพาะ สำหรับการต่อสัมปทานเดินรถไฟฟ้าสายสีเขียว เรานำมาใส่ไว้ราคาเป้าหมายของเราแล้ว (4.5 บาท/หุ้น) รวมถึงนักวิเคราะห์ในตลาดด้วย เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนประเด็นนี้ทั้งหมด เราคาดว่าจะเห็นความชัดเจนเกี่ยวกับเรื่องนี้มากขึ้นใน 2H63 เนื่องจากการต่อสัมปทานถูกเลื่อนมาตั้งแต่ปลายปีที่ที่ผ่านมา โดยปัจจุบันอยู่ในขั้นตอนสุดท้าย (กรม.พิจารณาอนุมัติ) สำหรับสองโครงการหลัง BTS ชนะประมูลแล้ว และจะเซ็นสัญญาในเดือนมี.ย.-ก.ค. เราประเมินได้ว่าสองโครงการนี้จะช่วยหนุนให้ราคาเป้าหมายของ BTS ปรับขึ้นได้อีก 1 บาท/หุ้น ทั้งนี้ BTS ถือหุ้น 40% ในโครงการมอเตอร์เวย์สองสาย และ 35% ในสนามบินอู่ตะเภา

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 20F	P/BV (x) 21F	P/BV (x) 20F	P/BV (x) 21F
BEM	Buy	9.9	10.4	5.7	63.9	41.4	3.8	3.6
BTS	Buy	11.6	14.3	27.3	45.6	45.9	2.4	2.4
BTS&GIF	Buy	7.3	8.3	21.0	13.6	9.5	0.8	0.8
Average					41.0	32.3	2.3	2.3

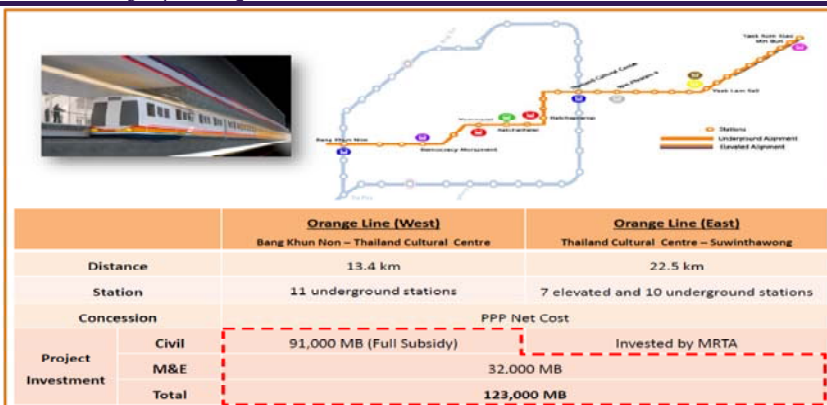
Source: SCBS Investment Research

Price performance

(%)	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BEM	2.6	30.3	(13.2)	(1.0)	7.1	8.8
BTS	(2.5)	22.8	(4.9)	(6.0)	0.9	19.2
BTS&GIF	(2.7)	(5.2)	(34.2)	(6.1)	(22.0)	(17.6)

Source: SET, SCBS Investment Research

โครงการขนาดใหญ่ที่สุดใน 3Q63 – รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก



Source: SCBS Investment Research, BEM

นักวิเคราะห์

กิตติสร พุดสิทธิ์, CFA, FRM

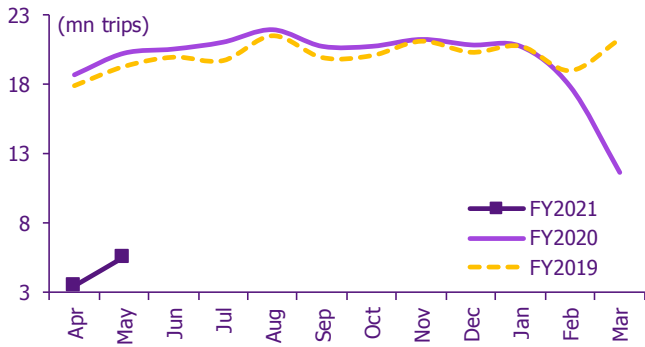
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1007

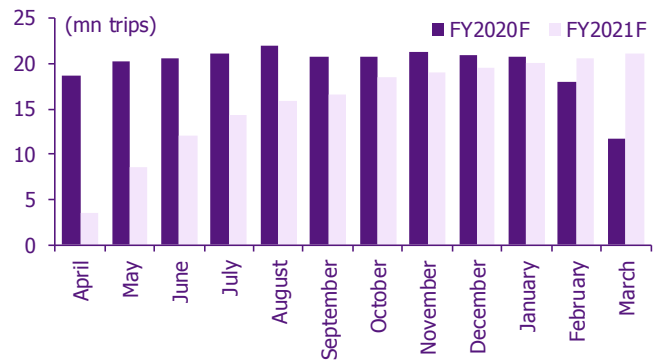
kittisorn.pruitipat@scb.co.th

Figure 1: BTS – Actual ridership number



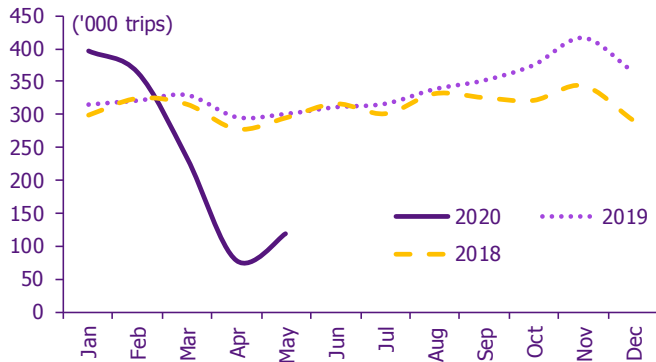
Source: SCBS Investment Research, BTS

Figure 2: BTS – Expected monthly recovery



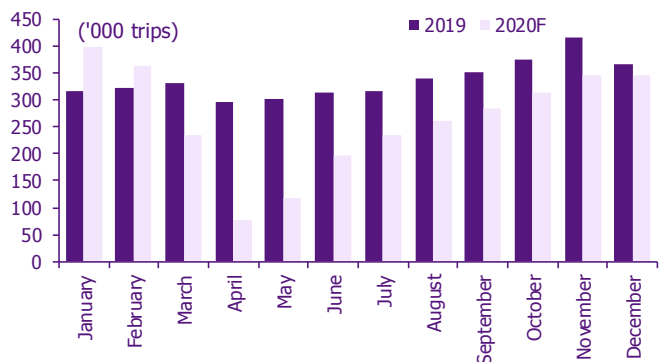
Source: SCBS Investment Research, BTS

Figure 3: MRT – Actual ridership number



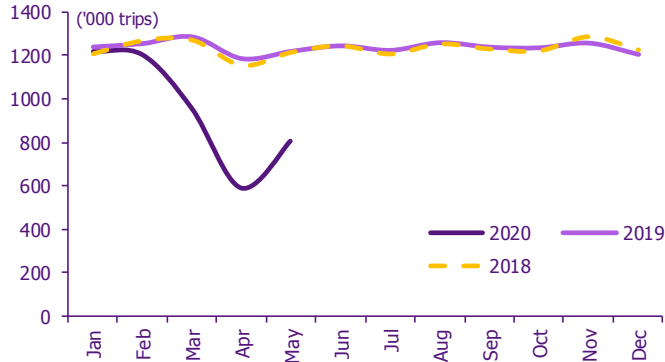
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 4: MRT – Expected monthly recovery



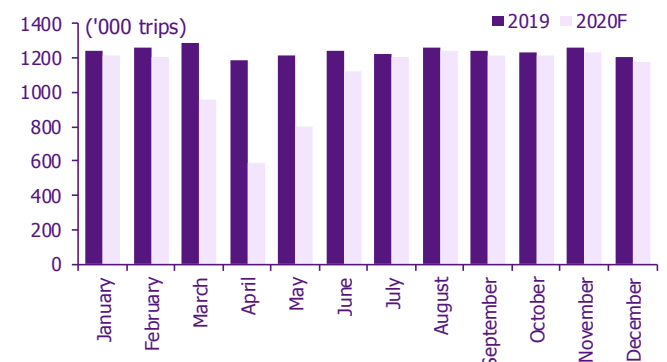
Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 5: Expressway – Actual traffic number



Source: SCBS Investment Research, BEM

Figure 6: Expressway – Expected monthly recovery



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	9.90	10.4	5.7	59.4	63.9	41.4	(13)	(7)	54	3.9	3.8	3.6	7	6	9	1.5	0.6	1.0	23.6	34.0	27.6
BTS	Buy	11.60	14.3	27.3	32.9	45.6	45.9	64	(28)	(1)	2.8	2.4	2.4	8	5	4	4.1	4.0	3.3	32.5	24.3	26.5
BTSGIF	Buy	7.30	8.3	21.0	8.9	13.6	9.5	5	(34)	42	0.8	0.8	0.8	8	6	9	11.1	7.3	10.4	8.9	13.6	9.5
Average					33.7	41.0	32.3	19	(23)	32	2.5	2.3	2.3	8	6	7	5.6	4.0	4.9	21.7	23.9	21.2

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 – สาขาสิรินธร

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

กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร

269 มุขถนนเจริญกรุง-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 – สาขาถนนราชบุรียี่นดี (หาดใหญ่)

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