

# Market Strategy

## 4Q 2020

COVID-19  
VACCINE



## Research Group

กรรมการผู้จัดการ สายงานวิจัย

สุกิจ อุดมศิริกุล

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

เลขานุการ

กัญยรัตน์ กาวยิย

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

## วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน

การแพทย์ ท่องเที่ยวขนส่ง ยานยนต์

รวีบุษ 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 ธนวัฒน์

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

อสังหาริมทรัพย์ นิคมอุตสาหกรรม

เต๋นพร ตันติวิวัฒน์

termporn.tantivivat@scb.co.th, 0-2949-1020

เทคโนโลยีสารสนเทศและสื่อมวลชนขนส่ง กองทุนอสังหาริมทรัพย์ และ REITs

กิตติสร พุทธิภัทร, CFA, FRM

kittisorn.pruittipat @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

ณัฐวรินทร์ ไตรภพสกุล

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

กองทุนรวม ตราสารหนี้

เพ็ญศักดิ์ จักรมงคลชัย

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์ฝ่ายวิจัยการลงทุน

เรวัตน์ เจริญเชื้อ

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

## กลยุทธ์การลงทุน

กลยุทธ์การลงทุน วิเคราะห์ทางเทคนิค

เอกภาวิน สุนทรทิศา

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

วิเคราะห์ตราสารอนุพันธ์

บังนนต์ กองคชินทร์

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

กลยุทธ์การลงทุน

พนชัย ภัทราวิทย์

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

จารัดศักดิ์ วรกิจบำรุง

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

## Research Support

ฐานข้อมูล

สุรีย์พร เจริญจงสุข

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

ฐานข้อมูล

สุภัทรา ไจิเรือง

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

แปลและเรียบเรียง

ปองกณิษฐ์ เพ้าเจริญ

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

จัดพิมพ์

สรานจิตร อ่อนอารีย์

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

## SCBS Market Strategy Reports

2563



2562



2561



2560



ดูข้อมูลลงทุนสิทธิ์และปฏิเสศความรับผิดชอบสำหรับนักวิเคราะห์  
ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

**สารบัญ**

เปราะบาง ขรุขระ และมีความเสี่ยงรออยู่..... 1

**Top Picks**

บมจ. เอพี (ไทยแลนด์) (AP) ..... 24

บมจ. บริหารสินทรัพย์ กรุงเทพพาณิชย์ (BAM) ..... 28

บมจ. กรุงเทพอุตสาหกรรม (BDMS) ..... 32

บมจ. จีเอฟพีที (GFPT) ..... 36

บมจ. ไทยออยล์ (TOP)..... 40

# SCBS strategy

SET index	Close: 22/9/2020	1,267.63	-7.53 / -0.59%	Bt42,536mn
SET50 index	Close: 22/9/2020	808.83	-6.98 / -0.86%	Bt22,659mn

## เพราะบาง ชرخระ และมีความเสี่ยงรออยู่

ความผันผวนของตลาดมีแนวโน้มที่จะปรับตัวสูงขึ้นใน 4Q63 เนื่องจากปัจจัยเชิงบวกถูกรับรู้ไปแล้ว และนักลงทุนหันมาให้ความสำคัญกับความเสถียรด้านลบ กรอบการเคลื่อนไหวของ SET จะผันผวน โดยอาจจะเกิดการปรับฐานก่อนที่จะฟื้นตัวสู่เป้าหมายสิ้นปีที่ 1,300 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,160-1,200 จุด ความคืบหน้าของวัคซีนโควิด-19 จะช่วยกระตุ้นให้ตลาดปรับตัวขึ้นสู่ระดับบวกที่ 1,400 จุด เรามีมุมมองเชิงบวกอย่างระมัดระวังต่อตลาดในปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากการฟื้นตัวจากความคาดหวังว่าวัคซีนโควิด-19 จะพร้อมใช้ท่ามกลางการประเมินมูลค่าหุ้นในระดับสูง เราแนะนำให้เลือกหุ้นลงทุนรายตัวและเน้นหุ้นกลุ่มเชิงรับ (defensive) ใน 4Q63

เศรษฐกิจก้าวเข้าใกล้หลุมดำใน 4Q63 สภาพคล่องจำนวนมากจะส่งผลทำให้ภาวะเศรษฐกิจและราคาสินทรัพย์ปรับตัวสวนทางกัน เราคาดว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ ท่ามกลางโอกาสสูงที่จะเกิดการระบาดรอบสองของโควิด-19 ซึ่งแพร่กระจายได้ง่ายขึ้นในฤดูหนาว นอกจากนี้มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจก็ไม่น่าจะมีผลมากนักเมื่อสถานการณ์กลับคืนสู่ภาวะปกติ ความไม่แน่นอนจากการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ และ Brexit ที่ไร้ข้อตกลง มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ตลาดผันผวน สำหรับประเทศไทย เราคาดว่า GDP จะหดตัวลง 7.8% ในปี 2563 จากประมาณการเดิมที่คาดว่าจะหดตัวลง 5.9% เพราะได้รับผลกระทบจากการฟื้นตัวช้ากว่าคาดของภาคท่องเที่ยว รวมถึงหนี้เสียและอัตราการว่างงานที่สูงขึ้น เงินบาทมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าต่อไปอีกหลายปี แม้ว่าเศรษฐกิจมีแนวโน้มเติบโตลดลง

สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นแล้ว แต่ยังคงมีความท้าทายในระยะต่อไปรออยู่ นอกเหนือจากแรงกดดันจากการฉีดวัคซีน การว่างงาน และภาคการท่องเที่ยวแล้ว ประเทศไทยก็กำลังเผชิญกับแรงกดดันจากเพิ่มเติมจากความล่าช้าของงบประมาณปี 2564 และความกังวลเกี่ยวกับการระบาดรอบสองของโควิด-19 ความท้าทายในระยะต่อไปจะกดดันให้เศรษฐกิจไทยก้าวเข้าสู่หลุมดำใน 4Q63 แต่เศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวลงดูเหมือนจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้นสืบเนื่องมาจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์

วัคซีนเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ วัคซีนโควิด-19 เปรียบเสมือนกับกรรมกรที่ประกำภัยเพื่อรับมือกับภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง หลักฐานที่มีทั้งหมดบ่งชี้ว่าวัคซีนโควิด-19 มีแนวโน้มที่จะพร้อมนำมาใช้กับประชากรกลุ่มเป้าหมายในช่วงต้น 2Q64 ซึ่งจะถือเป็นจุดเริ่มต้นในการควบคุมไวรัสโควิด-19 และการฟื้นตัวที่น่าจะส่งผลบวกต่อหุ้นเชิงวัฏจักร (cyclical) อย่างไรก็ตาม กำลังการผลิตและการจัดสรรวัคซีนที่มีจำกัด และผลข้างเคียงปานกลาง อาจส่งผลทำให้ประสิทธิภาพการป้องกันโรคของวัคซีนปรับตัวลดลง เรากำลังกังวลว่าความคาดหวังต่อวัคซีนอาจจะสูงเกินไป และในความเป็นจริงแล้ววัคซีนจะไม่ช่วยให้การระบาดยุติลงในระยะเวลานั้น

ในวิกฤตย่อมมีโอกาส ในช่วงที่ตลาดผันผวน การเติบโตและความแน่นอนของผลประกอบการเป็นสิ่งที่คุณควรให้ความสนใจมากขึ้นในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ ปัจจัยบวกอยู่ที่การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล เนื่องจากโควิด-19 จะช่วยกระตุ้นให้มีการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้เร็วขึ้น กลุ่มโรงแรมขนส่ง บันเทิง ธนาคาร และการแพทย์ ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ในขณะที่กลุ่มธุรกิจการเกษตร อีเล็กทรอนิกส์ อาหาร และกระดาษ มีแนวโน้มที่จะถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจซบเซา

ระวัง valuation gap valuation กำลังปรับตัวสู่จุดสมดุลเพื่อสะท้อนปัจจัยพื้นฐานระยะยาวและการฟื้นตัวของผลประกอบการ กลุ่ม defensive จะถูก de-rate พร้อมกับกลุ่ม cyclical ที่มีความแน่นอนของผลประกอบการต่ำ หุ้นขนาดเล็กที่มีการเติบโตอย่างแข็งแกร่งมี valuation ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมาก ในขณะที่ขาดปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ SET เทรดที่กรอบ valuation ด้านบน

ตลาดกระทิงหมดแรง มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การทำจุดต่ำสุดไปแล้ว และการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ เป็นประเด็นที่ตลาดรับรู้ไปแล้ว SET ฟื้นตัวขึ้นมาแล้ว 70% ของระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 แม้ว่าเศรษฐกิจฟื้นตัวขึ้นมาไม่ถึง 50% เรามองว่า SET น่าจะอยู่ที่ 1,300 จุด ในกรณีที่ไม่มีวัคซีน ซึ่งเป็นกรณีพื้นฐานของเรา การวางจำหน่ายวัคซีนจะช่วยหนุนให้ valuation ปรับตัวขึ้นแรงในระยะสั้น โดยน่าจะปรับขึ้นถึง 1,400 จุด ในกรณี bear case ตลาดจะปรับตัวลดลงเพราะถูกกดดันโดยปัจจัยลบ 5 ประการ จุดเข้าซื้อที่สำคัญของ SET อยู่ที่ 1,160-1,200 จุด

แนะนำให้เลือกหุ้นรายตัวและเน้นหุ้นกลุ่ม defensive ใน 4Q63 เราให้ความสำคัญกับมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน แนวโน้มผลประกอบการ และ valuation ที่สมเหตุสมผล สำหรับ 4Q63 core portfolio ของเรายังคงเน้นหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง เช่น BAM, BDMS, CBG, EGCO และ GFPT ขณะที่ tactical portfolio ของเราเน้นหุ้นที่ปรับตัวตามวัฏจักรเศรษฐกิจโลกและวัฏจักรเศรษฐกิจในประเทศที่มีคุณภาพดี เช่น AP, PTT และ TOP ส่วน S-curve portfolio เน้นหุ้นขนาดเล็กที่มี story การเติบโตอย่างโดดเด่น และผลประกอบการมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง เช่น AUCTION, IIG, PRIME, SVI, WICE และ ZIGA

## Top picks 4Q63

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)
AP	Outperform	5.75	8.5	55.7
BAM	Outperform	19.90	25.0	30.9
BDMS	Outperform	20.10	26.0	30.5
GFPT	Outperform	12.00	16.0	35.0
TOP	Outperform	35.75	50.0	44.9

	PE (x)		EPS growth (%)	
	20F	21F	20F	21F
AP	5.1	4.8	18	6
BAM	18.6	15.3	(51)	22
BDMS	47.4	36.9	(30)	29
GFPT	13.3	11.6	(10)	15
TOP	7.7	7.9	128	(2)
<b>Average</b>	<b>18.4</b>	<b>15.3</b>	<b>11</b>	<b>14</b>

	PBV (x)		ROE (%)	
	20F	21F	20F	21F
AP	0.6	0.6	13	13
BAM	1.6	1.5	9	10
BDMS	3.6	3.5	8	9
GFPT	1.0	1.0	8	9
TOP	0.6	0.5	7	7
<b>Average</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>9</b>	<b>9</b>

	Div. Yield (%)		EV/EBITDA (x)	
	20F	21F	20F	21F
AP	7.9	8.3	9.2	7.7
BAM	5.3	5.5	-	-
BDMS	1.2	1.5	23.0	19.3
GFPT	1.7	1.7	7.1	6.5
TOP	5.0	5.3	12.1	8.3
<b>Average</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	<b>10.3</b>	<b>8.4</b>

### นักวิเคราะห์

ดร.ปิยศักดิ์ มานะสันต์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์

### สิทธิชัย ดวงรัตนฉายา

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์

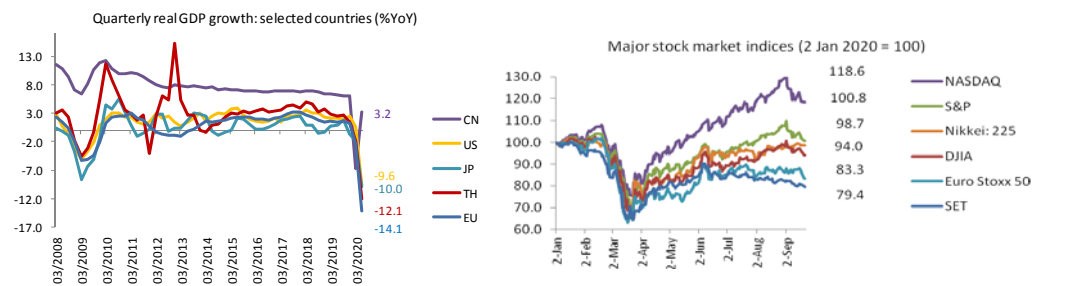
## มุมมองเศรษฐกิจ

### ระวัง "หลุมดำเศรษฐกิจ" ใน 4Q63

เมื่อมองที่ภาพรวมเศรษฐกิจและการลงทุนทั่วโลกใน 3Q63 พบว่าเป็นไปตามที่เราและสำนักวิจัยบางแห่งคาดการณ์ไว้: เศรษฐกิจฟื้นตัวหลังจากทำสถิติเกือบต่ำสุดใน 2Q63 ขณะที่ด้านการลงทุน ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลกเริ่มฟื้นตัว ตลาดหลายแห่ง โดยเฉพาะดัชนีตลาดหุ้นสหรัฐฯ และเอเชียเหนือ ปิดสูงกว่าเมื่อสิ้นปีที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ระดับการปรับตัวเพิ่มขึ้นชะลอตัวลง อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลยังอยู่ในระดับต่ำ แต่ราคาสินทรัพย์ทางเลือก เช่น ทองคำ และเงิน ยังอยู่ที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะที่ดอลลาร์อ่อนค่ามากที่สุดในรอบหลายปี

ภาพเหล่านี้บ่งชี้ว่าตลาดเต็มไปด้วยสภาพคล่องที่ยังไม่รู้ว่าจะนำไปลงทุนที่ใด เนื่องจากนักลงทุนกังวลเกี่ยวกับภาวะเศรษฐกิจและความเสี่ยงในอนาคตที่จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน valuation ของหุ้นในปัจจุบันจึงดูค่อนข้างแพงในมุมมองของนักลงทุน ดังนั้นนักลงทุนจึงหันมาให้ความสนใจกับสินทรัพย์ทางเลือกแทน

**Figure 1: อัตราการขยายตัวของ GDP รายไตรมาส และดัชนีตลาดหุ้นที่สำคัญ**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

### เหลี่ยมหลัง

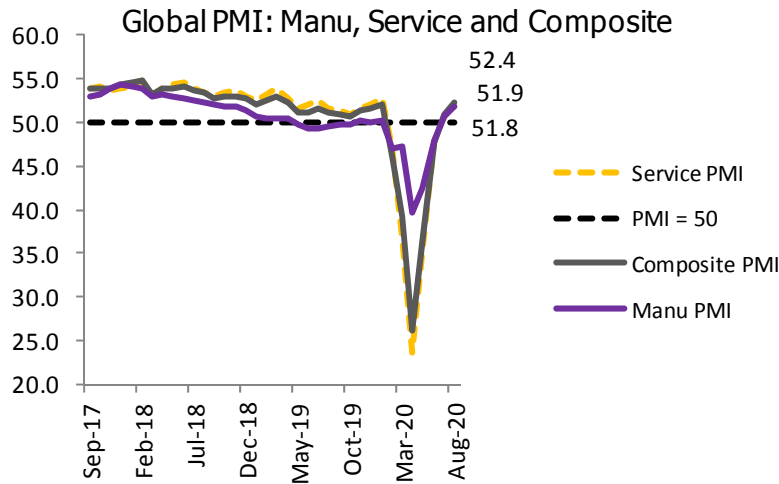
บล. ไทยพาณิชย์ มองว่าภาพรวมเศรษฐกิจและการลงทุนที่เปราะบางมากขึ้นในระหว่างเดือนก.ค.-ส.ค. 2563 เกิดจากเหตุผลหลัก 3 ประการ:

1. เศรษฐกิจโลกฟื้นตัวช้า แม้ตัวชี้วัดเศรษฐกิจโลกทำจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 และเริ่มฟื้นตัวในเดือนก.ค. แต่อัตราการฟื้นตัวในระยะถัดไปจะเริ่มชะลอตัวลง

เศรษฐกิจโลกติดตัวกลับได้แรงจากที่ร่วงลงแรงในฤดูใบไม้ผลิ โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่ถูกอั้นไว้ในช่วงก่อนหน้า (pent-up demand) แต่ข้อมูลล่าสุดจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ ยอดค้าปลีก และดัชนีความเชื่อมั่นในประเทศที่ร่วงลงไปจนถึงตัวเลขส่งออกในประเทศที่กำลังพัฒนา บ่งชี้ว่าการปรับตัวเพิ่มขึ้นในตอนแรกสืบเนื่องมาจากการปลดล็อกดาวนเพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 เริ่มแผ่วลงแล้ว ซึ่งช่วยยืนยันว่าเศรษฐกิจโลกจะใช้เวลาหลายเดือนจึงจะฟื้นตัว

ปัจจัยหลักที่อยู่เบื้องหลังการชะลอตัว คือ จำนวนผู้ป่วยติดเชื้อโควิด-19 ในหลายพื้นที่ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ยังสูง แม้ว่าจะลดลงในระยะหลังนี้ ในยุโรปซึ่งหลายประเทศได้เปิดพรมแดนให้เดินทางได้เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ การระบาดรอบใหม่ของโควิด-19 ก็น่าเป็นห่วง ดังนั้นหลายๆ ประเทศจะต้องหยุดกิจกรรมทางเศรษฐกิจบางส่วนอีกครั้ง แม้ว่าจะไม่ได้เกิดขึ้นในวงกว้างเหมือนกับการระบาดรอบแรก ทั้งนี้ตราบดที่เศรษฐกิจของประเทศหลักๆ ยังไม่จำเป็นต้องล็อกดาวนโดยทั่วไป เศรษฐกิจโลกก็น่าจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ไม่น่าจะสามารถติดตัวขึ้นได้แรงอย่างที่เคยเกิดขึ้นเมื่อกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจใน 2-3 เดือนก่อน

**Figure 2: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อทั่วโลก: ภาคการผลิต ภาคบริการ และโดยรวม**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

2. มาตรการกระตุ้นทางการเงินและการคลังดำเนินมาถึงขีดสุด สัญญาณจากผู้จัดทำนโยบายทั่วโลกเริ่มมีความชัดเจนมากขึ้น ว่าประเทศต่างๆ ต้องการที่จะชะลอการใช้นโยบายแบบผ่อนคลาย โดยวุฒิสภาสหรัฐฯ ยังไม่ได้อนุมัติมาตรการกระตุ้นการคลังรอบใหม่เพื่อสนับสนุนลูกจ้างในสหรัฐฯ ที่ต้องหยุดงานชั่วคราวตามที่วุฒิสภาจากพรรคเดโมแครตเสนอมา ทั้งนี้เป็นเพราะวุฒิสภาที่พรรครีพับลิกันครองเสียงข้างมากมองว่าข้อเสนอดังกล่าวใช้งบประมาณสูงเกินไป โดยโครงการที่หมดอายุไปเมื่อสิ้นเดือนก.ค. จ่ายเงินผลประโยชน์แก่ผู้ว่างงานจำนวน 600 ดอลลาร์สหรัฐต่อสัปดาห์ ด้วยเหตุนี้ ประธานาธิบดีทรัมป์ จึงใช้อำนาจลงนามคำสั่งพิเศษเปิดทางให้ขยายระยะเวลาในการให้ผลประโยชน์แก่ผู้ว่างงานไปจนถึงช่วงสิ้นปีที่อัตรา 400 ดอลลาร์ต่อสัปดาห์ อย่างไรก็ตาม จากกระแสข่าวล่าสุด ประธานาธิบดีทรัมป์แสดงท่าทีประนีประนอมมากขึ้น หลังจากทีทรัมป์กระตุ้นให้สมาชิกสภาผู้แทนราษฎรพรรครีพับลิกันรับร่างข้อเสนอล่าสุดที่ยื่นมาโดยพรรคเดโมแครต อย่างไรก็ตาม วงเงินกระตุ้นเศรษฐกิจจะลดลงอย่างเห็นได้ชัด โดยวงเงินทั้งหมดจะอยู่ที่ประมาณ 1.5 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ ลดลงจาก 2.2 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐในมาตรการก่อนหน้านี้

ในด้านนโยบายการเงิน การปรับเปลี่ยนเป้าหมายอัตราเงินเฟ้อของเฟดจากระดับเป้าหมายที่ 2% เป็นสามารถอยู่สูงกว่าระดับเป้าหมายที่ 2% ได้ในบางช่วงเวลา ถูกมองว่าเป็นการส่งสัญญาณว่าเฟดมีแนวโน้มที่จะคงอัตราดอกเบี้ยให้อยู่ในระดับต่ำต่อไปอีกสักพัก แม้เจ้าหน้าที่เฟดคาดว่าเฟดยังไม่มีแผนที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยจนถึงปี 2566 แต่อัตราดอกเบี้ยนโยบายอยู่ที่ศูนย์แล้ว และเฟดยังไม่พร้อมที่จะปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงสู่แดนลบ ดังนั้นจึงมีช่องสำหรับผ่อนคลายนโยบายการเงินอีกไม่มากนัก

นอกจากนี้เฟดยังคงเฝ้าระวังข้อพิพาทบัตรรัฐบาลและหลักทรัพย์ที่มีสินเชื่อบ้านค้าประกันไว้เท่าเดิม โดยตั้งแต่กลางเดือนมี.ย. เฟดได้เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลวงเงิน 8 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน และตราสารหนี้ที่มีสินเชื่อบ้านค้าประกันวงเงิน 4 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐต่อเดือน เนื่องจากผู้มีส่วนร่วมในตลาดบางรายคาดการณ์ว่าเฟดจะเพิ่มการเข้าซื้อสินทรัพย์ และอาจจะเปลี่ยนจากการเข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลมาซื้อหลักทรัพย์ที่มีอายุนานขึ้น แต่การขาดความเคลื่อนไหวเกี่ยวกับเรื่องนี้ทำให้นักลงทุนรู้สึกผิดหวัง และส่งผลทำให้ตลาดปรับตัวลดลงหลังการประกาศดังกล่าวข้างต้น

**Figure 3: ประมาณการเศรษฐกิจและ Fed funds rate ของธนาคารกลางสหรัฐฯ (ที่ 0.1% จนถึงปี 2023)**

Variable (%)	2020	2021	2022	2023
GDP (Jun projection)	-3.7	4.0	3.0	2.5
	-6.5	5.0	3.5	
U-rate (Jun projection)	7.6	5.5	4.6	4.0
	9.3	6.5	5.5	
Core PCE (Jun projection)	1.2	1.7	1.8	2.0
	1.0	1.5	1.7	
Fed Funds Rate (Jun projection)	0.1	0.1	0.1	0.1
	0.1	0.1	0.1	

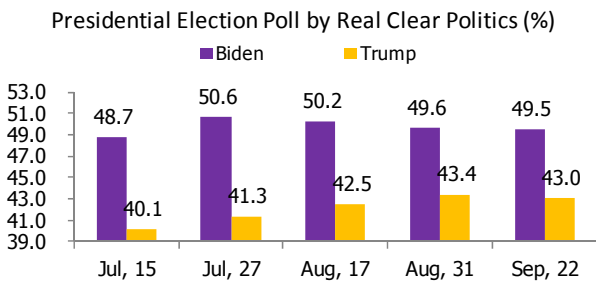
Source: CEIC, SCBS Investment Research

3. มีความไม่แน่นอนมากขึ้นในเหตุการณ์ด้านการเมืองที่กำลังจะมาถึง เช่น การเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ และ Brexit ในสหรัฐฯ ชาวอเมริกันจำนวนมากกังวลว่าการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ในเดือนพ.ย.อาจจะไม่ราบรื่น แต่อาจจะเกิดเหตุขัดแย้งรุนแรงและวิกฤตรัฐธรรมนูญ ทั้งนี้เป็นเพราะคะแนนนิยมของทรัมป์ปรับเพิ่มขึ้นในช่วงหลังนี้ ในขณะที่ทรัมป์ส่งสัญญาณว่าอาจจะไม่ยอมรับผลการเลือกตั้งถ้าเข้าแพ้การเลือกตั้ง

ในกรณีที่ทรัมป์ หรือ โจ ไบเดน (ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีจากพรรคเดโมแครต) ได้รับชัยชนะอย่างถล่มถลาย ชาวอเมริกันประมาณครึ่งหนึ่งจะรู้สึกไม่พึงพอใจ โดยเฉพาะผู้สนับสนุนพรรคเดโมแครตจำนวนมากที่มองว่าทรัมป์เป็นภัยคุกคามต่อประชาธิปไตยของสหรัฐฯ ฉะนั้น ถ้าทรัมป์ชนะการเลือกตั้งอีกครั้ง ประชาชนชาวอเมริกันหลายล้านคนอาจไม่พอใจ อย่างไรก็ตาม ในกลุ่มผู้สนับสนุนพรรครีพับลิกัน ทรัมป์ยังคงได้รับคะแนนความนิยมสูงถึง 87% ถ้าเขาแพ้การเลือกตั้ง ก็อาจจะมีเสียงวิพากษ์วิจารณ์ว่าอีกฝ่ายโง่งมการเลือกตั้ง อย่างไรก็ตาม การถ่ายโอนอำนาจน่าจะเป็นไปอย่างราบรื่น ถ้าได้รับคะแนนเสียงชนะกันอย่างเด็ดขาด แต่ถ้าผลการเลือกตั้งสูสีกันมาก ก็อาจจะมีปัญหาเกิดขึ้น โดยอาจจะมีความล่าช้าในการนับบัตรลงคะแนนในคืนเลือกตั้ง แต่ดูเหมือนว่าทรัมป์จะได้รับชัยชนะในรัฐที่สำคัญบางรัฐ โดยทรัมป์อาจจะอ้างชัยชนะก่อนที่ทราบผลอย่างเป็นทางการอย่างไรก็ตาม เคยทำในการเลือกตั้งกลางเทอมปี 2561 ที่รัฐฟลอริดา เมื่อมีการนับคะแนนเสียงทางไปรษณีย์เข้ามาเพิ่ม ผลอาจจะพลิกไปทางฝ่ายไบเดน ชาวอเมริกันจะมีผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดี 2 คนที่ประกาศชัยชนะ และอาจจะมีประท้วงเกิดขึ้น ปัจจุบัน ตลาดการเงินหลักๆ ในสหรัฐฯ เช่น ตลาดหุ้น และตราสารหนี้ ดูเหมือนจะรับรู้ความเสี่ยงที่การเลือกตั้งประธานาธิบดีที่กำลังจะมีขึ้น จะทราบผลล่าช้าหรือยังไม่สามารถสรุปผลได้

นอกจากนี้ยังมีความซับซ้อนในการเจรจา Brexit ระหว่างรัฐบาลอังกฤษกับสหภาพยุโรป ในช่วงต้นเดือนก.ย. รัฐบาลอังกฤษผ่านร่างกฎหมาย Internal Market Bill ซึ่งมีวัตถุประสงค์เพื่อสร้างความชัดเจนต่อประเด็นที่ยังคงมีความกำกวมในข้อตกลงการแยกตัวออกจาก EU ร่างกฎหมายฉบับนี้ให้อำนาจรัฐบาลอังกฤษในการ: 1) ยกเลิกด้านตรวจสอบสินค้าที่จะเคลื่อนย้ายจากไอร์แลนด์เหนือเข้าสู่สหราชอาณาจักร 2) ตัดสินใจว่าสินค้าที่จะเคลื่อนย้ายจากสหราชอาณาจักรเข้าไอร์แลนด์เหนือมีความเสี่ยงที่จะเคลื่อนย้ายไปยังสาธารณรัฐไอร์แลนด์ (ซึ่งจำเป็นต้องมีการตรวจสอบสินค้าที่ผ่านชายแดนไอร์แลนด์) หรือไม่ และ 3) ตัดสินใจว่าจะแจ้งสหภาพยุโรปเกี่ยวกับการให้ความช่วยเหลือภาคเอกชนของประเทศตน ซึ่งขัดกับมาตรา 10 ของข้อตกลงการถอนตัว หรือไม่ เจอเนซ 3 ข้อนี้ขัดแย้งกับข้อตกลง Brexit ที่ทำไว้กับสหภาพยุโรปก่อนหน้านี้ โดยเฉพาะในด้านของความช่วยเหลือโดยรัฐ ดังนั้นการเจรจา Brexit จะมีความเปราะบางมากขึ้น และมีโอกาสสูงขึ้นที่สหราชอาณาจักรจะออกจากสหภาพยุโรปแบบไร้ข้อตกลง (No-deal Brexit) ได้เพิ่มขึ้น

**Figure 4: โพลเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ และร่างกฎหมาย Internal Market Bill ของสหราชอาณาจักร**



ร่างกฎหมาย Internal Market Bill ของสหราชอาณาจักร	
1.	ให้อำนาจรัฐบาลอังกฤษยกเลิกด้านตรวจสอบสินค้าที่จะเคลื่อนย้ายจากไอร์แลนด์เหนือเข้าสู่สหราชอาณาจักร
2.	ให้อำนาจรัฐบาลอังกฤษตัดสินใจว่าสินค้าที่จะเคลื่อนย้ายจากสหราชอาณาจักรเข้าไอร์แลนด์เหนือมีความเสี่ยงที่จะเคลื่อนย้ายไปยังสาธารณรัฐไอร์แลนด์ (ซึ่งจำเป็นต้องมีการตรวจสอบสินค้าที่ผ่านชายแดนไอร์แลนด์) หรือไม่
3.	ให้อำนาจรัฐบาลอังกฤษตัดสินใจว่าจะแจ้งสหภาพยุโรปเกี่ยวกับการให้ความช่วยเหลือภาคเอกชนของประเทศตน ซึ่งขัดกับมาตรา 10 ของข้อตกลงการถอนตัว หรือไม่

Source: Realclearpolitic.com, The Economist, SCBS Investment Research

**แลหน้า**

ใน 4Q63 เราคาดว่าเศรษฐกิจและการลงทุนทั่วโลกจะดูน่าเป็นห่วงมากขึ้น โดยอิงกับปัจจัยเสี่ยง 3 ประการ:

1. การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกจะเป็นไปอย่างช้าๆ เปราะบาง และไม่แน่นอน ตัวเลขเศรษฐกิจอาจแสดงสัญญาณชะลอตัวสืบเนื่องมาจากความเสี่ยงที่จะเกิดการระบาดรอบสองของโควิด-19 ที่หลายๆ ประเทศทั่วโลกกำลังเผชิญอยู่ ปัจจุบันผู้ติดเชื้อโควิด-19 ทั่วโลกมีจำนวนสูงกว่า 30 ล้านคนแล้ว ในขณะที่จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ประมาณ 300,000 คนต่อวัน

ประเทศที่มีจำนวนผู้ป่วยรายใหม่ต่อวันเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คือ ตลาดเกิดใหม่ในภูมิภาคเอเชีย (โดยเฉพาะอินเดีย อินโดนีเซีย และในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้) ซึ่งมีผู้ป่วยรายใหม่เพิ่มขึ้นรวมทั้งหมดประมาณ 100,000 คนต่อวัน, ลาตินอเมริกา มีผู้ป่วยรายใหม่เพิ่มขึ้น 60,000 คนต่อวัน และยุโรปตะวันตก มีผู้ป่วยรายใหม่เพิ่มขึ้น 30,000 คนต่อวัน

บทวิจัยในฐานข้อมูลทางการแพทย์ของ medRxiv ระบุว่าอุณหภูมิที่เชื้อไวรัสโควิด-19 สามารถแพร่กระจายได้ง่ายอยู่ที่ 6.7-12.4 องศาเซลเซียส โอกาสที่จะเกิดการระบาดรอบใหม่จะเพิ่มสูงขึ้นในสัปดาห์ต่อไป ที่กำลังจะมาถึง เนื่องจากสภาพอากาศในซีกโลกตะวันตกจะเย็นลง การระบาดรอบใหม่ของโควิด-19 จะทำให้ต้องหยุดกิจกรรมทางเศรษฐกิจ โดยเฉพาะกิจกรรมสันทนาการ ซึ่งจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงอีก

2. นโยบายเศรษฐกิจของสหรัฐฯ อาจจะต้องดีขึ้น ถ้าโจ ไบเดน ผู้สมัครชิงตำแหน่งประธานาธิบดีจากพรรคเดโมแครต ได้รับเลือกให้เป็นประธานาธิบดี เนื่องจากไบเดนวางแผนที่จะปรับเพิ่มขนาดดุลการคลังประมาณ 7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ใน 10 ปี เพื่อสนับสนุนการใช้จ่ายของรัฐในส่วนของสวัสดิการสังคมและโครงการสร้างสาธารณูปโภคต่างๆ ทั้งนี้ ไบเดนวางแผนจัดหาเงินทุนสนับสนุนการเพิ่มขนาดดุลการคลังด้วยการเพิ่มรายได้ภาษีสู่ 4 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ โดยตามแผนของไบเดน อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลจะปรับขึ้นจากอัตราสูงสุดที่ 21% สู่ 28% อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลธรรมดาจะปรับขึ้นจากอัตราสูงสุดที่ 37% สู่ 39.6% และไบเดนจะเน้นเก็บภาษีคนรวยซึ่งยังไม่ได้กำหนดอัตราที่แน่นอน ถ้านโยบายภาษีเหล่านี้มีผลบังคับใช้ เศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างเปราะบางอาจจะได้รับผลกระทบ

3. ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ทั่วโลกเพิ่มสูงขึ้น ในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา สถานการณ์ตึงเครียดระหว่างประเทศที่มีเศรษฐกิจขนาดใหญ่สุด 2 ประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างชัดเจน ยกตัวอย่างเช่น วอชิงตันคาดว่าจะเพิกถอนหุ้นเงินออกจากตลาดฯ ถ้าบริษัทดังกล่าวไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานด้านการบัญชีของสหรัฐฯ อีกทั้งยังเพิ่มแรงกดดันต่อ Huawei ซึ่งตอนนี้ก็ครอบคลุมไปถึง TikTok และ WeChat และกระทบบริษัทก่อสร้างจีนที่มีโครงการก่อสร้างอยู่ในพื้นที่พิพาทในทะเลจีนใต้

นอกจากนี้ยังมีการสั่งปิดสถานกงสุลตอบโต้กันไปมา โดยสหรัฐฯ สั่งปิดสถานกงสุลจีนในเมืองฮิวสตัน (สหรัฐฯ อ้างว่ามีสายลับจีนซ่อนตัวอยู่) และจีนสั่งปิดสถานกงสุลสหรัฐฯ ในเมืองเฉิงตู และสหรัฐฯ ยังประกาศคว่ำบาตรเจ้าหน้าที่ฮ่องกง 11 คน เพราะมีส่วนเกี่ยวข้องกับการบังคับใช้กฎหมายความมั่นคงแห่งชาติของปักกิ่ง รอยร้าวครั้งนี้เกิดขึ้นทั้งๆ ที่ความจริงแล้วสหรัฐฯ กับจีนยืนยันท่ามั่นในข้อตกลงการค้าเฟสแรก

เรามองว่านับจากนี้ไป เราสามารถคาดการณ์ได้ถึงท่าทีเชิงก้าวร้าวมากขึ้นจากคณะผู้บริหารของทรัมป์ ทั้งนี้เพื่อสร้างภาพลักษณ์ผู้นำที่แข็งแกร่งที่สามารถท้าทายจีน เพื่อเพิ่มคะแนนนิยมก่อนการเลือกตั้งวันที่ 3 พ.ย. แต่ก็เป็นส่วนหนึ่งของแผนระยะยาวของสหรัฐฯ ที่จะป้องกันไม่ให้จีนกลายเป็นประเทศมหาอำนาจ แนวคิดนี้จะยังอยู่ต่อไปแม้ว่าทรัมป์ไม่ได้รับชัยชนะในการเลือกตั้งประธานาธิบดีเป็นสมัยที่ 2

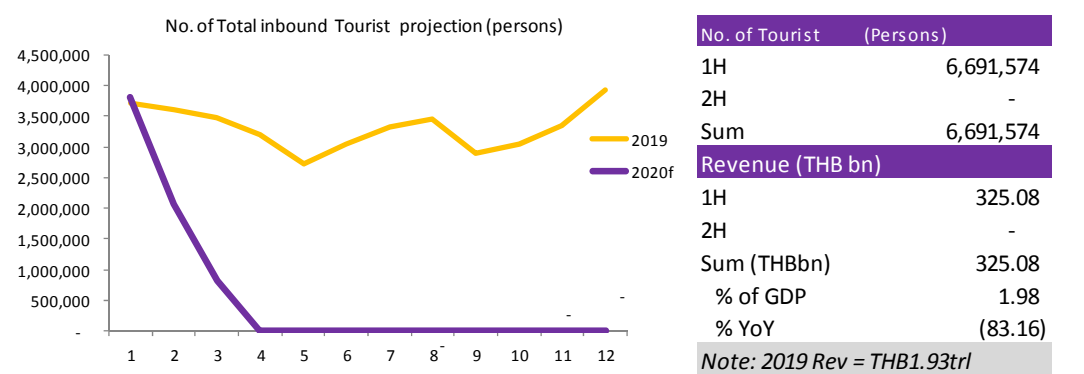
**ประมาณการเศรษฐกิจไทยโดย SCBS**

ในกรณีของเศรษฐกิจไทย ความเสี่ยงมีมากขึ้น GDP 2Q63 หดตัวลง 12.2% จากปีก่อน ลดลงเกือบมากที่สุดเป็นประวัติการณ์ กลุ่มที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด คือ กลุ่มท่องเที่ยวซึ่งหดตัวลงประมาณ 50% และกลุ่มขนส่ง (ลดลง 39%) โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการห้ามการเดินทางเข้าประเทศ เนื่องจากสองกลุ่มนี้มีสัดส่วนค่อนข้างมากใน GDP ดังนั้นการหดตัวของสองกลุ่มนี้จึงส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโดยรวม

จำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 ที่เพิ่มขึ้นในวงกว้างทั่วโลกส่งผลทำให้เราเชื่อว่ารัฐบาลอาจจะไม่สามารถอนุญาตให้นักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาในประเทศไทย ดังนั้นปัจจุบันเราจึงคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะหดตัวลงมากขึ้นจากเดิมที่คาดการณ์ไว้ที่ -5.9% สู่ -7.8% โดยมองว่าความเสี่ยงทางเศรษฐกิจจะเพิ่มขึ้นจากปัจจัย 3 ประการ:

(1) จำนวนผู้ป่วยโควิด-19 กลับมาเพิ่มขึ้นทั่วโลก ดังนั้นรัฐบาลจึงไม่สามารถอนุญาตให้นักท่องเที่ยวเข้ามาในประเทศไทยได้ในปีนี้ ซึ่งจะส่งผลทำให้จำนวนนักท่องเที่ยวในปีนี้อยู่ที่ 6.7 ล้านคน (เท่ากับ 4 เดือนแรกของปีนี้) และสร้างรายได้จากการท่องเที่ยวจำนวน 3.3 พันล้านบาทต่อปี หดตัวลง 83% จากปีก่อน

**Figure 5: ประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวเข้าและรายได้ในปี 2563**



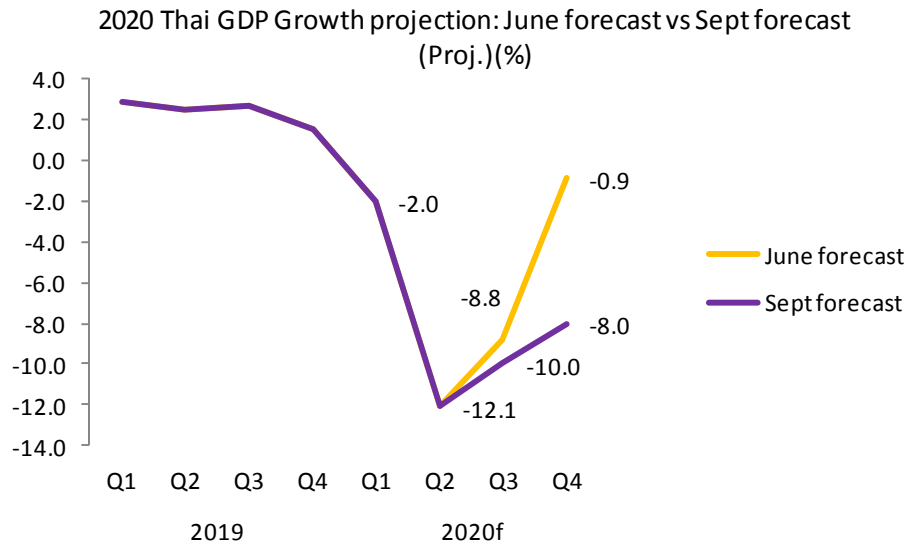
Source: CEIC, SCBS Investment Research



(2) การที่ธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ไม่อนุญาตให้ต่ออายุมาตรการพักชำระหนี้สำหรับ SMEs ที่ปัจจุบันมีมูลค่ารวม 7.2 ล้านล้านบาท หรือ 12.5 ล้านบัญชี ซึ่งจะส่งผลทำให้หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเนื่องจากลูกหนี้ SME บางรายที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ต้องปล่อยให้สินเชื่อกลายเป็นหนี้เสียและปิดธุรกิจ ซึ่งจะส่งผลทำให้สัดส่วนหนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้เพิ่มขึ้น

(3) ปัจจัย 2 ประการข้างต้นจะส่งผลทำให้เกิดการปิดธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ โดยเฉพาะธุรกิจท่องเที่ยวและการเดินทาง และเป็นสาเหตุทำให้อัตราการว่างงานเพิ่มขึ้น ปัจจุบันเราคาดว่าอัตราการว่างงานในปีนี้จะเพิ่มขึ้นสู่ 3.4% หรือประมาณ 1.4 ล้านคน จาก 1.95% หรือ 750,000 คน ใน 2Q63 และจะส่งผลกระทบต่อกำลังซื้อและเศรษฐกิจโดยรวมใน 4Q63 เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะหดตัวลงประมาณ 8% จากประมาณการเดิมที่ประมาณ -0.9%

**Figure 6: ประมาณการอัตราการขยายตัวของ GDP ไทยปี 2563**



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ปัจจัยลบดังกล่าวจะส่งผลทำให้เศรษฐกิจทั่วโลกและเศรษฐกิจไทยตกอยู่ใน "หลุมดำ" ใน 4Q63 ในส่วนของประเทศไทย แม้รัฐบาลและ ธปท. ได้ดำเนินมาตรการในการควบคุมและปรับโครงสร้างหนี้ รวมถึงช่วยภาคเศรษฐกิจที่มีปัญหา เช่น ตลาดแรงงาน ภาคท่องเที่ยว และการอุปโภคบริโภคระดับรากหญ้า แต่เราเชื่อว่าปัจจัยมหภาคจะมีอิทธิพลเชิงลบต่อเศรษฐกิจมากกว่า ซึ่งจะส่งผลทำให้มาตรการหลายอย่างที่ออกมาจะมีประสิทธิผลลดน้อยลง

**Figure 7: ประมาณการ GDP ไทยปี 2563 (% YoY)**

Macro growth projection	Actual		2020 forecast	
	2019	NESDC	BOT	SCBS
GDP Growth	2.4	-7.5	-8.1	-7.8
Gross fixed capital formation:	2.1	-5.8	N/A	-11.5
- Private	2.8	-10.2	-13.0	-16.4
- Public	0.2	8.6	5.8	7.3
Private consumption	4.5	-3.1	-3.6	-3.8
Public consumption	1.4	3.6	3.8	4.1
Export Value in \$ term (%)	-3.2	-10.0	-10.3	-11.5
Import value in \$ term (%)	-5.4	-15.4	-16.2	-21.1
Current account to GDP (%)	7.0	2.5	N/A	2.7
Headline Inflation (%)	0.7	-1.0	-1.7	-1.5
USDTHB	31.0	30.3	N/A	30.5
Policy Rate (%)	1.25	N/A	N/A	0.50

Source: CEIC, SCBS Investment Research

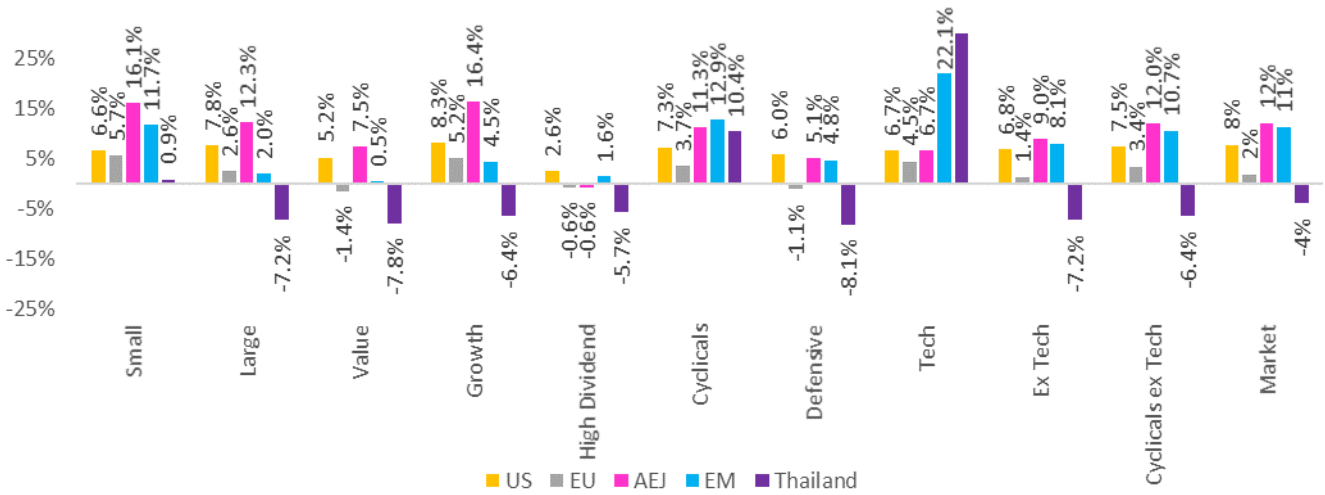
### มุมมองตลาด

#### แนะนำให้เลือกหุ้นรายตัวและเน้นหุ้นกลุ่ม defensive ใน 4Q63

หุ้นขนาดเล็กและหุ้นที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีปรับตัวขึ้นได้ดีใน 3Q63; หุ้นที่เราแนะนำให้ผลตอบแทนสูงกว่า SET อยู่ 6% โดยได้รับการสนับสนุนจาก HANA ADVANC และ BCH

3Q63 ใกล้เคียงสิ้นสุดลงพร้อมกับความผันผวนสูงในเดือนก.ย. 2563 ตลาดเผชิญกับความขัดแย้งระหว่างความไม่แน่นอนค่อนข้างสูงจากสถานการณ์โควิด-19 กับความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ และความกลัวว่าจะพลาดโอกาสหากตลาดสามารถปรับตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง ใน 3Q63 เราพบว่าหุ้นขนาดเล็กและหุ้นเติบโตให้ผลตอบแทนดีกว่าหุ้นขนาดใหญ่และหุ้นคุณค่า หุ้นที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยียังคงปรับตัว outperform ตลาดได้อย่างต่อเนื่อง การกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจและคลายล็อกดาวน์ส่งผลทำให้หุ้น cyclical ปรับตัว outperform หุ้น defensive อยู่เล็กน้อย SET Index ขึ้นตัวขึ้นมาแล้ว 46% จากช่วงที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ในระหว่างเดือนก.พ.-ก.ย. 2563 และลดลง 4% QTD ในขณะที่ยังล้าหลังตลาดหุ้นอื่นๆ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 8% QTD เมื่ออิงกับอัตราการฟื้นตัว เราเชื่อว่าประเทศไทยมีการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในส่วนของราคาสินทรัพย์ ในขณะที่การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจอ่อนแอกว่าประเทศอื่นๆ มีเพียง 4 กลุ่ม ได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ (+105%), บรรจภัณฑ์ (+18%), อาหาร (+2%) และการเงิน (+1%) ที่ให้ผลตอบแทนเป็นบวก ในขณะที่กลุ่มที่เหลือปรับตัวลดลง Top picks ใน 3Q63 ของเราให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 2% หรือคิดเป็นผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาด (alpha) ที่ 6% โดยได้รับการสนับสนุนจาก HANA (+56%), BCH (-2%) และ ADVANC (-3%)

Figure 8: ประเทศไทย underperform ประเทศอื่นๆ ในทุกด้านของสไตล์การลงทุน



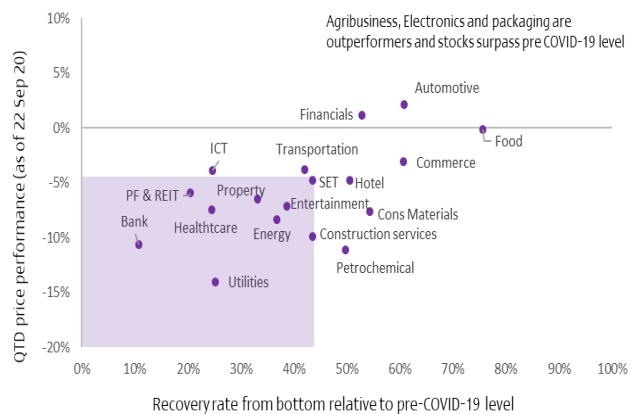
Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 9: SET Index ฟื้นตัวขึ้นมาแล้ว 46% จากช่วงที่เกิดสถานการณ์โควิด-19 ในระหว่างเดือนก.พ.-ก.ย. 2563 และล้าหลังตลาดหุ้นอื่นๆ

	US	EU	Thailand	Asia
IT	156.6%	97.1%	328.9%	134.0%
Healthcare	103.2%	81.6%	24.1%	194.5%
Financials	49.7%	-3.4%	12.5%	48.5%
ICT	104.8%	8.2%	9.1%	184.8%
Cons Disc	159.7%	91.7%	49.0%	152.7%
Industrials	78.4%	68.6%	45.4%	81.7%
Cons Staples	95.4%	64.7%	37.5%	103.0%
Energy	24.7%	16.7%	39.7%	84.0%
Utilities	54.8%	54.1%	23.7%	30.2%
Real Estate	61.9%	34.2%	35.4%	42.2%
Materials	116.9%	63.4%	60.0%	101.1%
REIT	62.2%	0.4%	19.7%	
Market	103.2%	50.1%	46.0%	113.3%

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Figure 10: มีเพียง 4 กลุ่มจากทั้งหมด 20 กลุ่มที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 3Q63 ในขณะที่กลุ่มที่เหลือปรับตัวลดลง

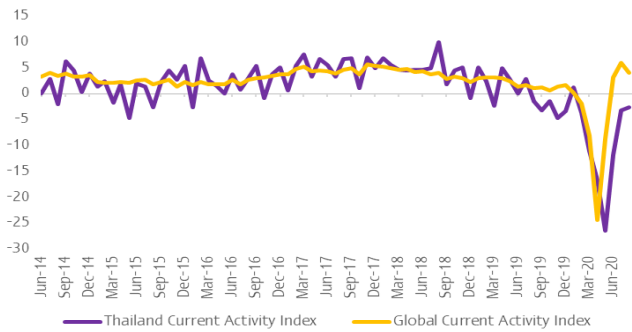


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**สถานการณ์เลวร้ายที่สุดในแง่ของภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงผ่านพ้นไปแล้ว แต่ยังคงมีความท้าทายในระยะต่อไปรออยู่**

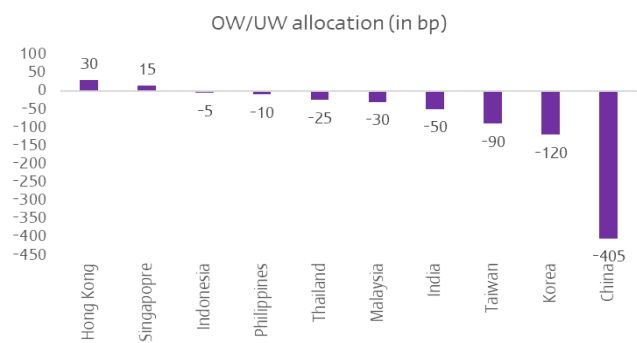
เศรษฐกิจไทยที่ปรับตัวลงแรงดูเหมือนจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้นท่ามกลางสัญญาณการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ เราเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 ตามที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ กิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศไทยค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น สอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่าเศรษฐกิจและผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (U-shape) นอกจากนี้ตลาดการเงินก็กลับคืนสู่ภาวะปกติแล้ว อย่างไรก็ตาม มีความท้าทายในระยะต่อไปรออยู่ ได้แก่ 1) อัตราการว่างงานต่ำเป็นประวัติการณ์ 2) อัตราการผิดนัดชำระหนี้สูงขึ้น 3) ความเคลื่อนไหวที่ค่อนข้างช้าของรัฐบาลเกี่ยวกับการใช้จ่ายและการลงทุน และ 4) การระบาดรอบสองของโควิด-19 ซึ่งอาจจะสร้างความท้าทายต่อแนวโน้มการฟื้นตัวและเม็ดเงินไหลเข้ารอบใหม่

**Figure 11: กิจกรรมทางเศรษฐกิจของประเทศไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น แต่ช้ากว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลก**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 12: ผู้จัดการกองทุนให้น้ำหนักการลงทุนประเทศไทยต่ำกว่าเกณฑ์อยู่ 25bps**

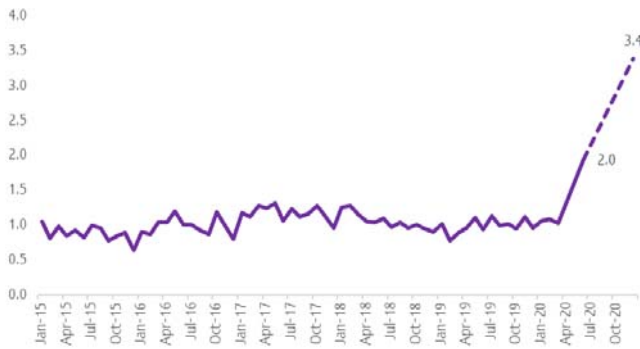


Source: EPFR, SCBS Investment Research

**1) อัตราว่างงานอาจจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีก**

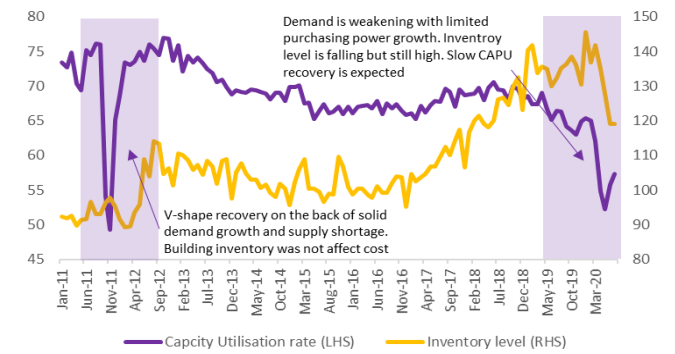
อัตราการว่างงานมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ โดยมีสาเหตุมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดที่ยืดเยื้อของโควิด-19 การฟื้นตัวอย่างช้าๆ ใน 2H63 จะส่งผลทำให้บริษัทต่างๆ ลดต้นทุนการดำเนินงานลง หลักๆ ผ่านทางการเลิกจ้างพนักงาน หลังจากควบคุมต้นทุนผันแปรได้ดีกว่าคาด เช่น ต้นทุนวัตถุดิบ สินค้าคงคลัง โลจิสติกส์ และค่าเช่า เนื่องจากกำลังแรงงาน 47% ทำงานอยู่ในภาคบริการซึ่งยังคงเผชิญกับการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์อย่างระมัดระวัง ดังนั้นเราคาดว่าอัตราการว่างงานจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกจากระดับปัจจุบันที่ 8% แม้กิจกรรมภาคการผลิตกลับคืนสู่ภาวะปกติแล้ว แต่อัตราการใช้กำลังการผลิต (CAPU) ยังอยู่ในระดับต่ำที่ 58% (-9% YoY) ท่ามกลางอุปสงค์ในประเทศที่อ่อนแอ ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดการเลิกจ้างพนักงานในภาคการผลิต (23% ของกำลังแรงงาน) อีกรอบ เมื่อเปรียบเทียบกับสถานการณ์นำท่วมใหญ่ในปี 2554 การฟื้นตัวของอัตราการใช้กำลังการผลิตจากสถานการณ์โควิด-19 น่าจะเกิดขึ้นช้ากว่าปี 2555 ซึ่งใช้เวลา 7 เดือน ในการฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติ เมื่อพิจารณาจากสินค้าคงคลังระดับสูง ดังนั้นอัตราการว่างงานที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและกำลังซื้อ นอกจากนี้ยังจะทำให้เงินจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาลมีการหมุนเวียนน้อยกว่ามาตรการกระตุ้นที่ออกมาก่อนหน้านี้ ยอดขายสาขาเดิมคาดว่าจะเติบโตต่ำใน 2H63 แต่มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่องของรัฐบาลจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายสาขาเดิมเติบโตได้ในระดับหนึ่ง

**Figure 13: อัตราการว่างงานมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น**



Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 14: CAPU ยังต่ำและฟื้นตัวอย่างช้าๆ**

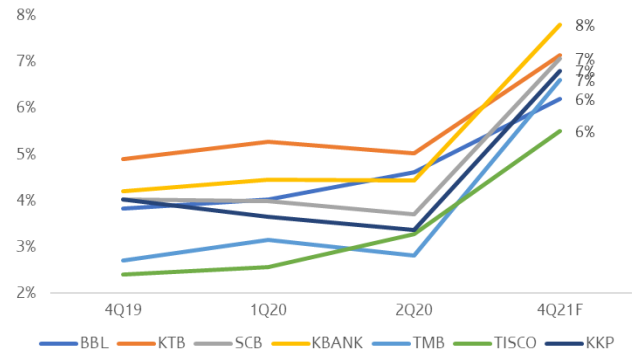


Source: Ministry of Industry, SCBS Investment Research

**2) อัตราการผิดนัดชำระหนี้มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจากมาตรการช่วยเหลือหนี้สิ้นสุดลง**

สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อสถานะการเงินของทุกธุรกิจในประเทศไทย สถานการณ์นี้จะส่งผลทำให้หนี้ที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPL) ปรับตัวเพิ่มขึ้น เพราะภาคธุรกิจกำลังเผชิญกับปัญหาสภาพคล่อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งหลังจากมาตรการช่วยเหลือหนี้สิ้นสุดลงในเดือนก.ย. 2563 การปรับลดอัตราชำระหนี้ขั้นต่ำ การเปลี่ยนแปลงระยะเวลาชำระหนี้ และการเลื่อนกำหนดชำระหนี้จะช่วยลดอัตราผิดนัดชำระหนี้ เราเชื่อว่าธนาคารแห่งประเทศไทยจะไม่ต่ออายุมาตรการช่วยเหลือหนี้ เพราะไม่ต้องการสร้างปัญหาการขาดวินัยทางการเงิน และสร้างแรงจูงใจให้ลูกหนีปกปิดไม่จ่ายชำระและนำมาสู่ปัญหาหนี้เสียในอนาคต นอกจากนี้เรายังมีความกังวลเกี่ยวกับการระบอบสองของโควิด-19 ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความพยายามในการฟื้นฟูภาคธุรกิจ ส่งผลทำให้เราคาดว่า NPL จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกใน 4Q63-1Q64 SCBS คาดว่า NPL โดยเฉลี่ยของระบบธนาคารไทยจะเพิ่มขึ้นจาก 3.9% ใน 2Q63 สู่ 6.7% ใน 4Q64 ดังนั้นเราจึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงกลุ่มธนาคาร แม้ว่าจะได้รับอนุญาตให้จ่ายเงินปันผลในเดือนค.ค. 2563 โดยเฉพาะธนาคารที่ปล่อยสินเชื่อให้กับ SMEs ในสัดส่วนสูง เราขอหุ้นที่ธุรกิจไม่ผันผวนไปตามภาวะเศรษฐกิจ (counter cyclical) เช่น กลุ่ม consumer finance, บริหารสินทรัพย์โดยคุณภาพ และติดตามหนี้ เช่น AUCTION, BAM, JMT, MTC และ SAWAD

**Figure 15: คาด NPLs จะเพิ่มขึ้นหลัง 3Q63**



Source: Bank of Thailand, SCBS Investment Research

**Figure 16: อัตราผลตอบแทนพันธบัตรต่ำเป็นปัจจัยลบต่อกลุ่มธนาคาร**



Source: SCBS Investment Research

**3) มีโอกาสสูงที่ประเทศไทยจะเผชิญกับการระบอบสองของโควิด-19**

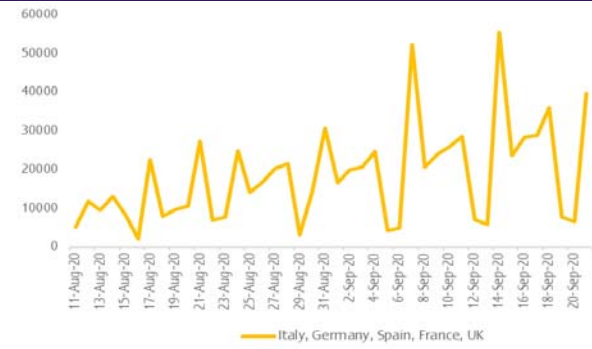
รัฐบาลไทยได้ผ่อนปรนข้อจำกัดส่วนใหญ่สำหรับภาคธุรกิจและกิจกรรมทางเศรษฐกิจตั้งแต่เดือนมี.ย. 2563 แต่ยังคงบังคับใช้ พ.ร.ก.ฉุกเฉินเพื่อควบคุมการเดินทางเข้าออกระหว่างประเทศทั้งหมด ซึ่งหมายความว่าธุรกิจในประเทศทั้งหมดกลับมาดำเนินงานตามปกติแล้ว ในขณะที่กิจกรรมต่างๆ ยังคงมีน้อยกว่าระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 รัฐบาลไทยจะกลับมาเปิดประเทศอย่างระมัดระวัง โดยวางแผนเปิดรับนักท่องเที่ยวต่างชาติ 1,200 คนต่อเดือน ตั้งแต่เดือนค.ค. 2563 ปัจจุบันจำนวนผู้ป่วยโควิด-19 รายใหม่ที่ได้รับการยืนยันทั้งหมดเป็นคนที่กลับมาจากต่างประเทศ และแทบจะไม่มีผู้ติดเชื้อในประเทศ เราเชื่อว่าประเทศไทยมีความเสี่ยงสูงที่จะเผชิญกับการระบอบสองของโควิด-19 จากเหตุผล 3 ประการ: 1) ประชาชนเริ่มลดการลดลง 2) ผู้ป่วยโควิด-19 ที่ข้ามชายแดนมาเพิ่มขึ้นมากผิดปกติ โดยส่วนใหญ่เป็นสัญชาติเมียนมา และ 3) จะมีผู้ป่วยเข้ามาจากนักท่องเที่ยวภายใต้โครงการ Special Tourist Visa เราเชื่อว่ารัฐบาลจะทยอยประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวดในบางพื้นที่ในกรณีที่เกิดการระบาดภายในประเทศรอบใหม่ ซึ่งจะสร้าง sentiment เชิงลบต่อกลุ่มโรงแรม ร้านอาหารขนส่ง ศูนย์การค้า และธนาคาร แม้ว่าอัตราการเสียชีวิตทั่วโลกปรับตัวลดลง แต่เราแนะนำให้ลดการถือครองกลุ่มที่ราคาฟื้นตัวขึ้นมาค่อนข้างแรง เช่น โรงแรม ศูนย์การค้า สายการบินขนส่งทางบกและทางราง และธนาคาร หากไม่มีการระบอบสอง กลุ่มเหล่านี้จะมี upside จำกัด และขาดปัจจัยบวกกระตุ้นราคาหุ้น ดังนั้นผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงจึงดูไม่น่าสนใจที่ระดับปัจจุบัน

**Figure 17: จำนวนผู้ป่วยโควิด-19 รายใหม่ในเอเชียปรับตัวเพิ่มขึ้น**



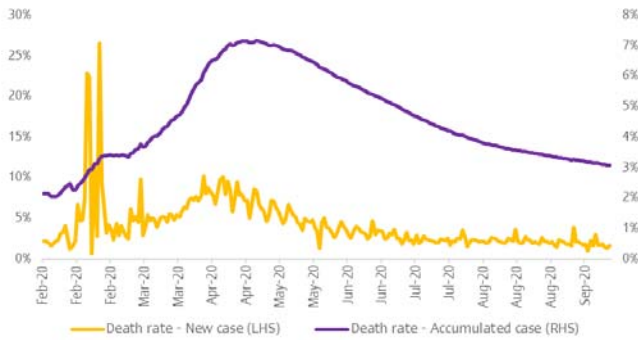
Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

**Figure 18: ยุโรปมีผู้ป่วยโควิด-19 รายใหม่เพิ่มขึ้นอย่างมาก**



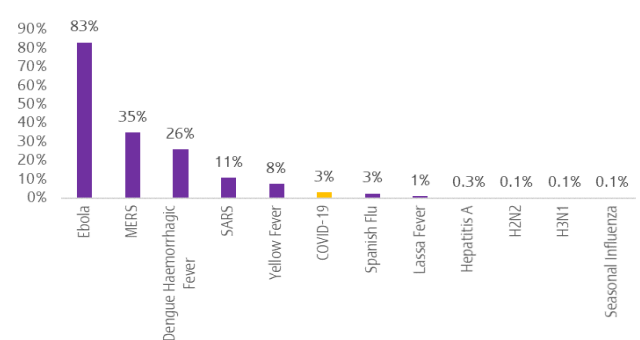
Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

**Figure 19: อัตราการเสียชีวิตจากโควิด-19 ลดลงสู่ 2% %**



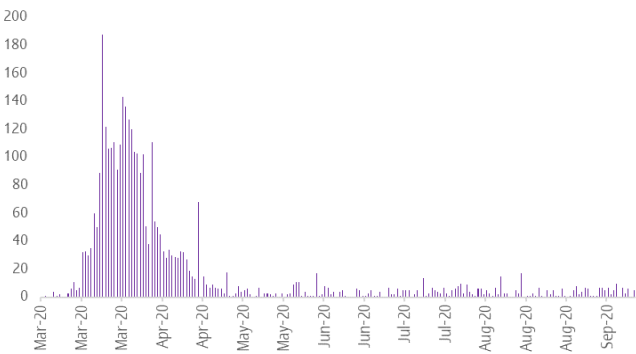
Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

**Figure 20: เปรียบเทียบอัตราการเสียชีวิตจากโควิด-19**



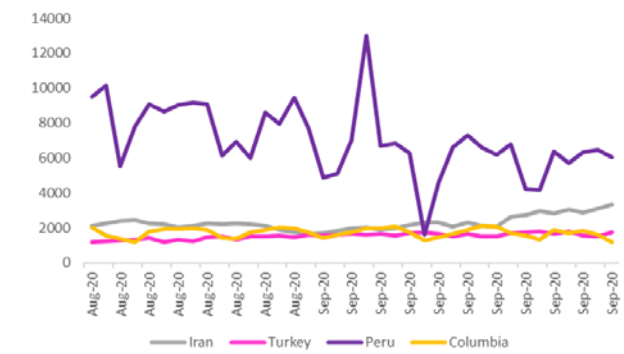
Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

**Figure 21: มีความเป็นไปได้ที่จะเกิดการระบาดรอบสองของโควิด-19 ในประเทศไทย แต่จะสามารถจัดการได้**



Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

**Figure 22: เรารู้สึกเป็นห่วงประเทศบางประเทศในตลาดเกิดใหม่**



Source: WHO, Johns Hopkins University, SCBS Investment Research

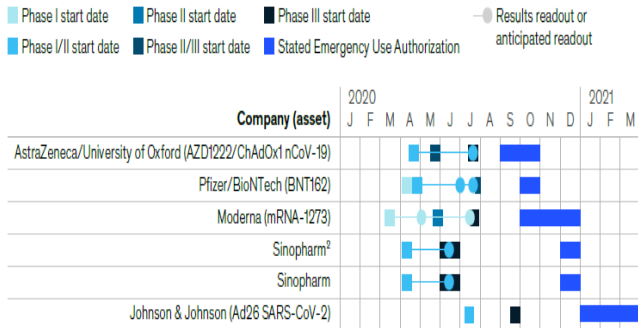
**การพัฒนาวัดขึ้นเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ แต่จะไม่ทำให้การระบาดยุติลง**

ผู้พัฒนาวัดขึ้นเปิดเผยกำหนดเวลาสำหรับการใช้วัคซีนโควิด-19 ในกรณีฉุกเฉินระหว่าง 4Q63-1Q64 เนื่องจาก วัคซีนโควิด-19 ที่มีอยู่ 4 ตัวทั่วโลกได้เข้าสู่ขั้นตอนการทดลองทางคลินิกในเฟส 3 แล้ว ศูนย์ควบคุมและป้องกันโรคของสหรัฐอเมริกาคาดว่าวัคซีนโควิด-19 จะพร้อมใช้ในปลาย 2Q64-3Q64 เมื่อพิจารณาจากหลักฐานที่มีอยู่ทั้งหมดรวมกันบ่งชี้ว่าวัคซีนโควิด-19 มีแนวโน้มที่จะพร้อมใช้กับประชากรกลุ่มเป้าหมายในช่วงต้นปี 2564 ซึ่งจะเป็จุดเริ่มต้นในการควบคุมไวรัสดังกล่าว วัคซีนโควิด-19 ยังเปรียบเสมือนกับกรรมกรมประกันภัยเพื่อรับมือกับภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรงจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19

จากการวิเคราะห์ของเรา บริษัทผลิตวัคซีนประกาศว่ามีกำลังการผลิตสะสมที่สามารถผลิตวัคซีนได้มากถึง 600 ล้านโดสภายในปี 2563 และ 5.4 พันล้านโดสภายในปี 2564 ซึ่งเราคิดว่าไม่เพียงพอที่จะหยุดการระบาดได้ เพราะ: 1) จำนวนวัคซีนครอบคลุมประชากรทั้งหมดเพียง 10-15% 2) กำลังการผลิตในเอเชียมีจำกัด 3) วัคซีนมีผลข้างเคียงปานกลาง ถ้าวัคซีนไม่ปลอดภัย ประชาชนจะสูญเสียความเชื่อมั่นในวัคซีน และจะยังไม่ต้องการรับวัคซีน

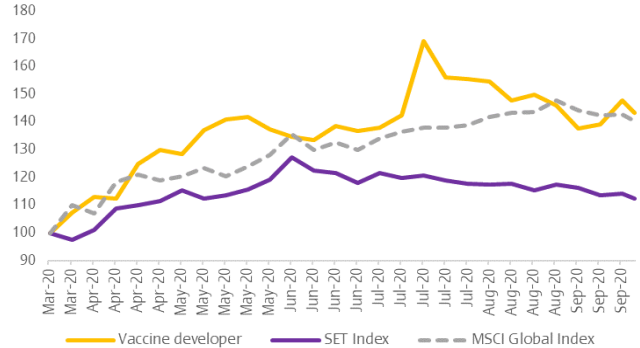
เราเชื่อว่าวัคซีนเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ตลาดจะเล่นกับธีมนี้ก่อนที่วัคซีนจะได้รับอนุมัติให้ใช้อย่างเป็นทางการ เมื่ออิงกับเกณฑ์คัดเลือกหุ้นจากธีมนี้ ซึ่งประกอบด้วย การเคลื่อนไหวของราคา ความได้เปรียบในการแข่งขัน การควมรวม และการฟื้นตัว หุ้นที่เราชื่นชอบในธีมวัคซีน คือ AAV, AOT, MINT และ TOP

**Figure 23: วัคซีนมีแนวโน้มที่จะเปิดตัวในระหว่าง 4Q63 ถึง 1Q64**



Source: Moderna, AstraZeneca, Pfizer, J&J, Sinopharm, SCBS Investment Research

**Figure 24: ตลาดเริ่มรับรู้ความเป็นไปได้สูงที่การพัฒนาวัคซีนโควิด-19 จะประสบความสำเร็จ**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 25: วัคซีนจะช่วยให้ผู้ป่วยฟื้นตัว แต่ไม่สามารถยุติการระบาดและอัตราการติดเชื้อ**

บริษัท	ชื่อวัคซีน	กระบวนการพัฒนา	พร้อมใช้สำหรับกรณีฉุกเฉิน	รายละเอียด	กำลังการผลิตต่อปี	ราคา
Oxford University, AstraZeneca	AZD1222	Phase 3	ก.ย.-ต.ค. 2563	ไม่ก่อให้เกิดผลข้างเคียงที่ร้ายแรง ช่วยกระตุ้นภูมิคุ้มกันไวรัส COVID-19 และที-เซลล์ และเห็นผลมากที่สุด ในผู้ที่ได้รับวัคซีน <u>2 โดส</u>	400 ล้าน (700 ล้าน) โดสในปี 2563 / 1 พันล้าน (2 พันล้าน) โดสในปี 2564	US\$4 / โดส (ไม่แสวงผลกำไร)
Moderna	mRNA-1273	Phase 3	ต.ค.-ธ.ค. 2563	การศึกษาพบว่าอาสาสมัครซึ่งได้รับวัคซีน mRNA-1273 จำนวน 2 โดส สามารถสร้างภูมิคุ้มกันโควิด-19 ได้ในระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยภูมิคุ้มกันในผู้ป่วยที่เพิ่งหายจากโรคนี	500 ล้าน (1 พันล้าน) โดสในปี 2564	US\$32-37 /โดส
BioNTech, Pfizer	BNT162n2	Phase 3	ต.ค. 2563	วัคซีนกระตุ้นให้ร่างกายผลิตภูมิคุ้มกันที่ออกมาจัดการกับไวรัส SARS-CoV-2 โดยเฉพาะหลังจากได้รับวัคซีน <u>โดสที่ 2</u>	100 ล้านโดสในปี 2563/ 1 พันล้าน (1.3 พันล้าน) โดสภายในสิ้นปี 2564	US\$19.5 /โดส
SinovacBiotech (จีน)	CoronaVac	Phase 3	-	CoronaVac สามารถกระตุ้นภูมิคุ้มกันด้านทานชนิดที่เรียกว่า Neutralizing Antibody ได้มากกว่า 90% ในอาสาสมัครที่ได้รับ <u>วัคซีน 2 เข็ม</u> ห่างกัน 2 สัปดาห์	100 ล้านโดสในปี 2563 / 300 ล้านโดสในปี 2564	-
Sinopharm (จีน)	-	Phase 3	ธ.ค. 2563	การทดสอบเฟส 2 สร้างภูมิคุ้มกันได้หลังจากได้รับวัคซีนไปแล้ว 14 วัน (โดสที่ 2)	200-220 ล้านโดสในปี 2564	US\$145 สำหรับ 2 โดส
CanSino Biologics (จีน)	Ad5-nCoV	Phase 2	-	ผู้เข้าร่วมการทดสอบ 85% สามารถสร้างภูมิคุ้มกันไวรัส COVID-19 และที-เซลล์ ได้ภายใน 14 วัน หลังจากได้รับวัคซีน 2 โดส	300 ล้านโดสในปี 2564	-
Novavax	NVX-CoV2373	Phase 1	-	<u>2 สัปดาห์</u> หลังจากได้รับวัคซีน <u>โดสที่ 2</u> , ผู้ได้รับวัคซีนส่วนใหญ่สามารถกระตุ้นภูมิคุ้มกันชนิดที่เรียกว่า Neutralizing Antibody ได้ในระดับสูง	1 พันล้านโดส/ปี	US\$16 / โดส
Inovio Pharmaceuticals	INO-4800	Phase 1	-	ของผู้เข้าร่วมการทดสอบ 94% สามารถสร้างภูมิคุ้มกันได้ในสัปดาห์ที่ 6 หลังจากได้รับวัคซีน INO-4800 จำนวน <u>2 โดส</u>	1 ล้านโดสในปี 2563 / 100 ล้านโดสในปี 2564	-

บริษัท	ชื่อวัคซีน	กระบวนการพัฒนา	พร้อมใช้สำหรับ กรณีฉุกเฉิน	รายละเอียด	กำลังการผลิตต่อปี	ราคา
Johnson & Johnson	Ad26 SARS-CoV-2	Phase 1 / Phase 2/3 ในเดือนก.ย. 2563	ม.ค.-มี.ค. 2564	วัคซีนของ JNJ สามารถกระตุ้นทำให้เกิดปฏิกิริยาตอบสนองทางภูมิคุ้มกันของวัคซีนที่ฉีดเพียงเข็มเดียวที่ดี	1 พันล้านโดส/ปี ในปี 2564	US\$10 / โดส
<b>รวม</b>					<b>600 ล้านโดสในปี 2563/ 5.4 พันล้านโดสในปี 2564</b>	

หมายเหตุ: ผลวิจัยส่วนใหญ่พบว่าระดับภูมิคุ้มกันต้านไวรัส COVID-19 เริ่มลดลงภายใน 2 หรือ 3 เดือนของการติดเชื้อ

Source: หลายที่มารวบรวมโดย SCBS Investment Research

**ธีมการลงทุนหลักๆ 5 ธีม – ในวิกฤตย่อมมีโอกาส**

**ธีมการลงทุน #1 – การเติบโตและความแน่นอนของผลประกอบการเป็นสิ่งที่ควรให้สนใจมากขึ้นในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ**

เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเติบโตในระดับต่ำอย่างต่อเนื่องจนกว่าจะมีวัคซีนโควิด-19 ใช้อย่างแพร่หลาย ทำให้ผ่อนคลายนโยบายการเงินจากธนาคารกลางจะสร้างแรงกดดันต่ออัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล อัตราดอกเบี้ยที่เข้าใกล้ศูนย์จะทำให้ตลาดต้องการเห็นเศรษฐกิจเติบโตอย่างต่อเนื่อง

แม้ว่าจะมีการเปลี่ยนกลุ่มลงทุนไปยังหุ้นคุณค่าในระยะสั้น แต่การเติบโตทางเศรษฐกิจยังคงเป็นสิ่งจำเป็น ไม่ใช่แค่ valuation ถูก เราคาดว่าเศรษฐกิจไทยจะเติบโตอย่างช้าๆ ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า แม้กระทั่งหลังจากโควิด-19 ไม่ได้ก่อให้เกิดปัญหาอีกต่อไป นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในช่วง late cycle ค่าแนะนำสำหรับพอร์ตลงทุนหลักระยะยาว คือ เข้าซื้อหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง

หุ้นคุณภาพที่สามารถสร้างรายได้และยอดขายให้เติบโตได้อย่างสม่ำเสมอและมีความแน่นอนของผลประกอบการสูงมีแนวโน้มที่จะปรับตัว outperform ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ เรามองไปที่หุ้นคุณภาพสูงที่ไม่แพงเกินไป เมื่ออิงกับเกณฑ์คัดเลือกหุ้นจากการเติบโตของยอดขาย, การเติบโตของ EPS, ROE และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน หุ้นที่เราแนะนำสำหรับธีมนี้ คือ WICE, RPH, CBG และ COM7

**Figure 26: เกณฑ์การคัดเลือกหุ้นจากการเติบโตและความแน่นอนของผลประกอบการ**

	Sales Growth 19	EBIT growth 19	EPS CAGR (2018-2022)	EPS Growth (20-21)	Avg ROE	PEG	D/E	D/E
WICE	21%	-28%	19%	50%	16%	0.3	20.3	20.3
RPH	53%	260%	35%	64%	7%	0.4	20.4	20.4
CBG	4%	61%	45%	22%	33%	1.2	39.5	39.5
COM7	20%	43%	21%	26%	37%	1.2	88.3	88.3

Source: SCBS Investment Research

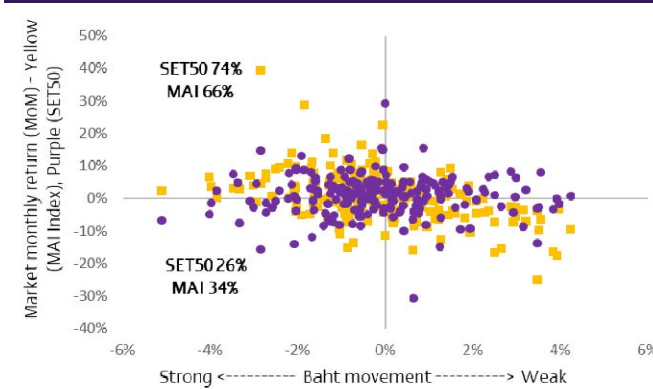
**ธีมการลงทุน #2 – เงินบาทมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าต่อไปอีกหลายปี**

แม้เศรษฐกิจไทยยังต้องต่อสู้ดิ้นรนเพื่อให้ฟื้นตัวจากสถานการณ์โควิด-19 แต่เราเชื่อว่าเงินบาทมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นใน 4Q63-ปี 2564 เพราะผลตอบแทนที่แท้จริงของประเทศไทยสูงกว่าสหรัฐฯ และ EU และมีเกินดุลการค้าจำนวนมาก รวมถึงท่าทีที่เข้มงวดมากขึ้น (hawkish) ของธนาคารแห่งประเทศไทย ในฝั่งของสหรัฐฯ ข้อเสนอของไบเดนในการปรับขึ้นอัตราภาษีเงินได้นิติบุคคลของสหรัฐฯ จะทำให้หุ้นผู้นำดัชนีลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้เกิดการเทขายดอลลาร์ออกมาถาดตลาดหุ้นสหรัฐฯ ปรับตัว underperform มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจชุดใหญ่มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่าลง ทั้งนี้เมื่ออิงกับประมาณการของ EIC คาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้นมาอยู่ในกรอบ 30.5-31.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ เม็ดเงินไหลเข้าตลาดเกิดใหม่, เครื่องมือที่ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถใช้ควบคุมการเคลื่อนไหวของเงินบาทมีจำกัด เนื่องจากประเทศไทยกำลังถูกจับตามว่าเป็นประเทศที่เข้าขายบิตคอยน์ และราคาทองคำที่สูงขึ้นอาจจะส่งผลทำให้เงินบาทแข็งค่าขึ้นอีก ถ้าวัคซีนโควิด-19 ประสบความสำเร็จ เงินบาทมีแนวโน้มที่จะแข็งค่าขึ้นอีก เพราะการส่งออกและจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติจะเริ่มฟื้นตัว

แม้เราพบความสัมพันธ์แบบผกผันระหว่างการเคลื่อนไหวของเงินบาทกับผลตอบแทนของ SET แต่หุ้นไทยส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบจากแนวโน้มการแข็งค่าของเงินบาท ความสัมพันธ์นี้เป็นสาเหตุทำให้เม็ดเงินลงทุนจากต่างประเทศไหลเข้าในช่วงที่เงินบาทแข็งค่า อย่างไรก็ตาม ครั้งนี้แตกต่างออกไป เพราะประเทศไทยมีโครงสร้างเศรษฐกิจแบบเก่าในสัดส่วนสูง

เราชอบหุ้น defensive ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากการเคลื่อนไหวของเงินบาท หุ้นแนะนำของเรา คือ BCH, BTSGIF, DIF และ GPSC

**Figure 27: ความสัมพันธ์ระหว่างการเคลื่อนไหวของค่าเงินบาทกับหุ้น**



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

**Figure 28: ผู้ชนะและผู้แพ้จากการแข็งค่าของเงินบาท**

	Operations	Debt	Net effect
Airlines	Positive	Positive	Positive
ICT	Neutral	Slightly Positive	Slightly Positive
Agribusiness	Positive	Neutral	Slightly Positive
Hotel	Negative	Slightly Positive	Neutral
Utilities	Slightly Negative	Positive	Neutral
Energy & Petrochemical	Slightly Negative	Positive	Neutral
Automotive	Slightly Negative	Neutral	Slightly Negative
Commerce	Slightly Negative	Neutral	Slightly Negative
Electronics	Negative	Neutral	Negative
Food	Negative	Slightly Positive	Negative
Construction Materials	Negative	Slightly Positive	Negative
Property		Limited FX exposure	
Transportation & Infrastructure		Limited FX exposure	
Healthcare		Limited FX exposure	

Source: SCBS Investment Research



**ธีมการลงทุน #3 – โควิด-19 กระตุ้นให้เกิดการเร่งเปลี่ยนไปใช้เทคโนโลยีดิจิทัล**

ในรายงานกลยุทธ์การลงทุนฉบับก่อนหน้า เราเคยกล่าวไว้ว่าโควิด-19 ทำให้วิถีชีวิต การทำงาน และการปฏิสัมพันธ์ เปลี่ยนแปลงไป ก่อนที่จะมีการระบาดของโควิด-19 เทคโนโลยี 5G cloud และ datacenter มีแนวโน้มที่จะถูกนำมาใช้แทนที่เทคโนโลยีเก่าในปี 2564 การนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้ในภาคธุรกิจและสังคมมีการเร่งตัวมากขึ้นสืบเนื่องมาจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 ซึ่งกระตุ้นให้เกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่ในกลุ่มธุรกิจที่สำคัญ ครอบคลุมตั้งแต่การประชุมทางไกล การเรียนออนไลน์ เอนเตอร์เทนเมนต์ออนไลน์ อีคอมเมิร์ซ การทำงานที่บ้าน การส่งอาหาร เทคโนโลยีในการสร้างหรือจำลองโลกเสมือนจริง และบริการสื่อ โควิด-19 ทำให้มีการนำเทคโนโลยีใหม่มาใช้เร็วขึ้น และส่งผลทำให้ replacement cycle กินเวลานานขึ้น นอกจากนี้เทคโนโลยีการแพทย์ การบูรณาการแพลตฟอร์มซอฟต์แวร์โดยธุรกิจที่อยู่นอกกลุ่มเทคโนโลยี ระบบการทำงานอัตโนมัติ และโครงสร้างพื้นฐานการชำระเงินแบบดิจิทัล ก็มีแนวโน้มที่จะมีบทบาทสำคัญมากขึ้นในอนาคต

ท่ามกลางสภาวะปัจจุบันที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ความไม่แน่นอนสูง และต้องปรับตัวสู่ยุคดิจิทัลอย่างรวดเร็ว หุ่นที่เกี่ยวกับเทคโนโลยีมีคุณลักษณะที่น่าสนใจ ซึ่งรวมถึงงบดุลที่แข็งแกร่ง และอัตรากำไรที่ปรับตัวดีขึ้น รวมถึงความแข็งแกร่งของแนวโน้มผลประกอบการ หุ่นที่เราชื่นชอบในธีมนี้ คือ IIG และ SVI

**Figure 29: ซื้อปิ้งออนไลน์, WFH, การเรียนออนไลน์, บ้านเท็ง, E-payment และเครือข่ายโทรคมนาคม มีแนวโน้มเติบโตเร็วขึ้นเพราะโควิด-19**



Source: Manpower Group

**Figure 30: การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลจะช่วยแก้ปัญหาแบบเดิมๆ ได้ด้วยเทคโนโลยีดิจิทัล**



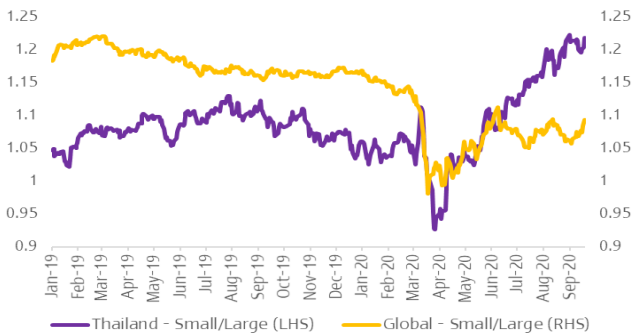
Source: Blake Michelle Morgan

**ธีมการลงทุน #4 – Tactical rotation เกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ**

Sentiment ตลาดการเงินปรับตัวดีขึ้นพร้อมๆ กับสัญญาณที่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เนื่องจากกระแสการลงทุนในหุ้น cyclical สนับสนุนให้เกิดการ rally ในหุ้นกลุ่ม cyclical ในระยะสั้น ตลาดคาดว่าจะเห็น cyclical rotation ท่ามกลางการประเมินมูลค่าหุ้นในระดับสูงในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยี และการพัฒนาวัคซิ่น เพื่อกระจายการลงทุนไปยังหุ้น cyclical และหุ้นคุณค่าที่นักลงทุนยังถือครองค้างซึ่งโดยปกติแล้วจะเทรดที่ valuation ไม่แพง นอกจากนี้โมเมนตัมการเติบโตของเศรษฐกิจทั่วโลกก็น่าจะปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากพัฒนาการเชิงบวกของวัคซิ่น ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาพรวมการลงทุนในหุ้นกลุ่ม cyclical และหุ้นคุณค่าปรับตัวดีขึ้น

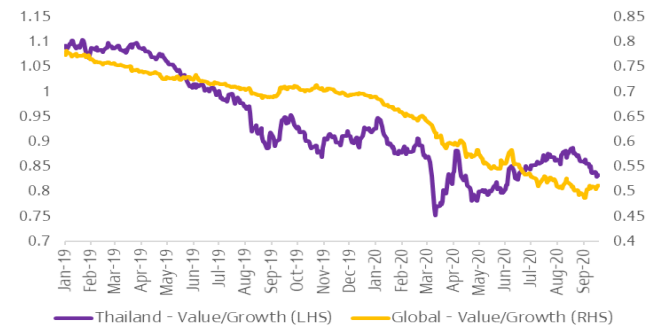
เราเชื่อว่ากลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมีอยู่ในตำแหน่งที่ดีในสภาวะเศรษฐกิจมหภาคทั่วโลกที่เราคาดการณ์ในขณะเดียวกัน เราก็รู้สึกกังวลเกี่ยวกับหุ้น cyclical ที่ผลประกอบการขึ้นกับเศรษฐกิจในประเทศที่ราคาปรับตัวขึ้นมาแรงและอาจจะได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ภายในประเทศที่ไม่แน่นอน ทั้งนี้เมื่ออิงกับเกณฑ์คัดเลือกหุ้นของเราอันประกอบด้วย ความสามารถในการก่อกองหนี้ ความแข็งแกร่งทางการเงิน การเติบโตของกำไร และ valuation หุ่นที่เราแนะนำในธีม cyclical rotation คือ CPN, EA, GUNKUL, IVL, PTT, SAWAD, และ SCCC

**Figure 31: Small vs large - เรขมหุ้นขนาดเล็ก**



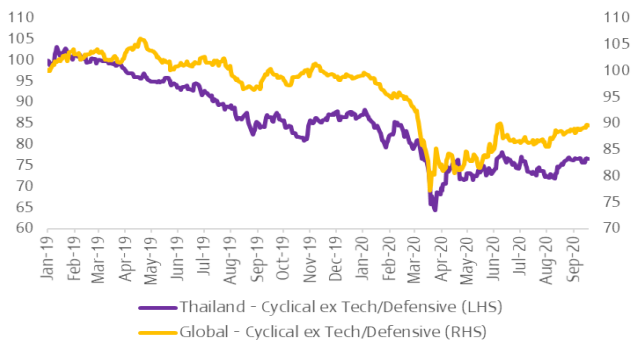
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 32: Value vs growth – เรขมหุ้นเติบโต**



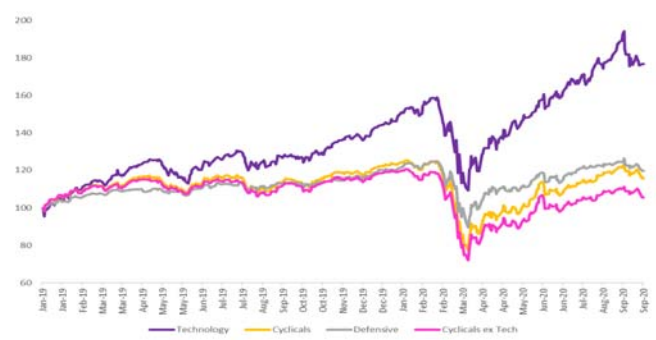
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 33: Cyclical vs defensive – เรขมกลุ่ม defensive**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 34: หุ้นเทคโนโลยีปรับตัว outperform...และจะเกิดขึ้นต่อเนื่อง**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

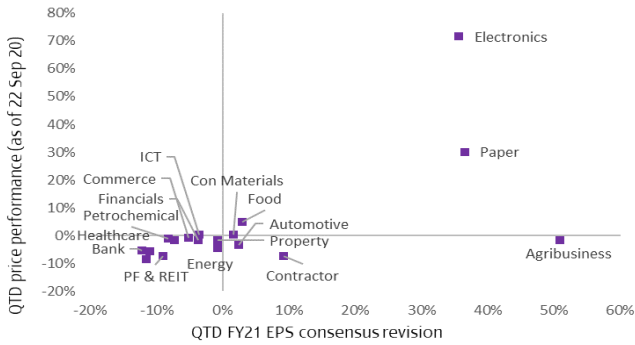
**ธีมการลงทุน #5 – การฟื้นตัวของผลประกอบการและโมเมนตัมกำไรเป็นบวกในเศรษฐกิจซบเซา**

กำไรสุทธิของบริษัทจดทะเบียนใน SET ใน 1H63 ลดลง 58% YoY โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบโควิด-19 อัตราการฟื้นตัวคละคล้ากันไปในแต่ละกลุ่ม พัฒนาการเชิงบวกในกิจกรรมระดับมหภาค การผ่อนคลายนโยบายการเงินอย่างต่อเนื่อง และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เริ่มมีเสถียรภาพกระตุ้นให้ consensus ปรับปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น ประมาณการกำไรของ SET ถูกปรับลดลง 1% ในเดือนที่ผ่านมา บริษัทในกลุ่มธุรกิจการเกษตร อิเล็กทรอนิกส์ อาหาร และกระดาษ เป็นกลุ่มที่จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของผลประกอบการและมีโมเมนตัมกำไรที่ดีขึ้น ทั้งๆ ที่เศรษฐกิจชะลอตัวลง แต่กลุ่มโรงแรม การแพทย์ ขนส่ง บ้านเชิง และธนาคารจะปรับตัว underperform โดยมีสาเหตุมาจากการปรับประมาณการกำไรลดลง เพื่อสะท้อนการฟื้นตัวช้ากว่าคาด ซึ่งหลักๆ เกิดจากมาตรการจำกัดการเดินทาง

ใน 3Q63TD SET ปรับตัวลดลงมาแล้ว 4% ในขณะที่ประมาณการ consensus EPS ปี 2564 ถูกปรับลดลง 7% การปรับประมาณการ EPS รายกลุ่มอุตสาหกรรมและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นเป็นไปในทิศทางเดียวกัน โดยกลุ่มอุตสาหกรรมที่ทั้งธุรกิจและผลประกอบการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งปรับตัว outperform สะท้อนการปรับประมาณการกำไรของ consensus เพิ่มขึ้น กลุ่มสาธารณูปโภค ICT และอาหาร ถูกปรับประมาณการกำไรลดลงเล็กน้อย และราคาลดลงจำกัด ในขณะเดียวกัน กลุ่มที่ถูกขับเคลื่อนโดยเศรษฐกิจมหภาค เช่น พลังงาน วัสดุ ก่อสร้าง และการเงิน สามารถปรับขึ้นได้อย่างน่าประทับใจ สวนทางกับทิศทางที่ปรับประมาณการกำไร ซึ่งบ่งชี้ว่าตลาดมองข้ามปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวไปยังแรงขับเคลื่อนกลุ่มอุตสาหกรรมแทน

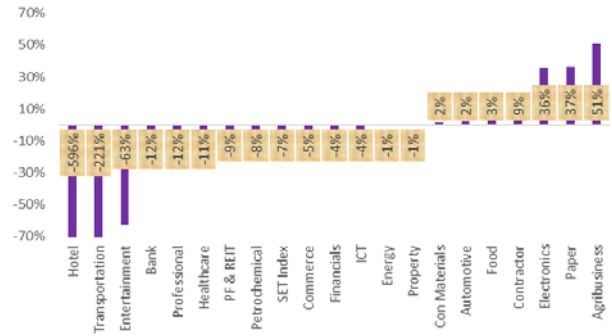
ทั้งนี้เมื่ออิงกับเกณฑ์คัดเลือกหุ้นของเรา เรขมหุ้นที่มีการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นมากกว่า 10% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และ valuation สมเหตุสมผล หุ้นที่เราแนะนำในธีมนี้ คือ ACE, BGRIM, DOHOME, HANA, KCE, SVI และ THRE

**Figure 35: การเปลี่ยนแปลงของราคาในระยะ 3 เดือน vs การปรับประมาณการ consensus EPS ปี 2564 (ก.ค.-ก.ย. 2563)**



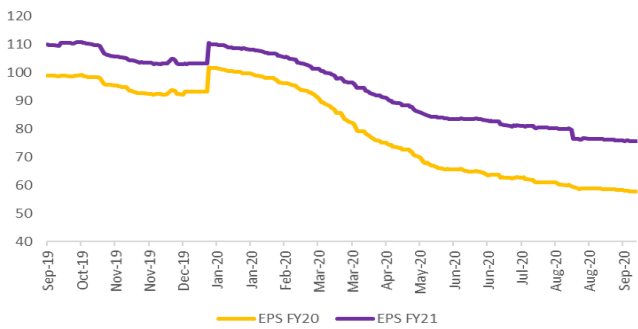
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 36: ทิศทางการไปในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมแตกต่างกันมากขึ้น**



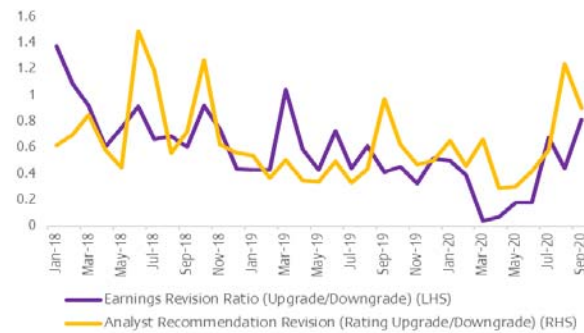
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 37: การปรับประมาณการกำไร SET Index**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 38: คำแนะนำของนักวิเคราะห์และ earnings revisions ratio พลิกกลับมาเป็นบวกมากขึ้น**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

สำหรับ SET เราคาดว่ากำไรสุทธิของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของเราจะเติบโตที่ CAGR เฉลี่ย 1% ต่อปีในระหว่างปี 2562 ถึงปี 2565 การฟื้นตัวของผลประกอบการปี 2564 จะยังไม่เกิดขึ้นกับทุกกลุ่มอุตสาหกรรมอุตสาหกรรมบางกลุ่ม เช่น การแพทย์ ฟาarma และอาหาร จะเติบโตเฉลี่ย 4-5% ต่อปี ในระยะ 3 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม กลุ่มอื่นๆ เช่น พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ ท่องเที่ยวและสินค้าการ และธนาคาร จะรายงานกำไรในปี 2564 น้อยกว่าปี 2562 ประมาณการกรณีพื้นฐานของเรา คือ forward earnings สำหรับ SET อาจจะไม่ฟื้นตัวกลับสู่ระดับปี 2562 จนกว่าจะถึงปี 2565 ซึ่งหมายความว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป (U-shape) สอดคล้องกับประมาณการ GDP ของเรา ซึ่งคาดว่าจะกลับคืนสู่ระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 ในปี 2565 เราเชื่อว่าบริษัทจดทะเบียนจะทำกำไรได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ในปี 2565 เพราะความแน่นอนของผลประกอบการจะมีมากขึ้นหลังจากฟื้นตัวโควิด-19 พร้อมใช้

**Figure 39: ฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป (U-shape) คาดกำไรปี 2564 โต +27% YoY**

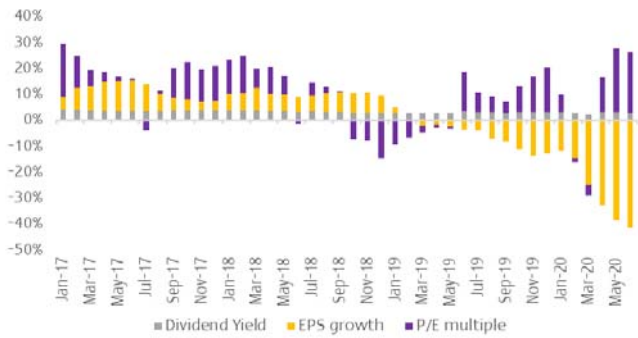
	Mkt. Cap. (Btm)	Net Profit (Btm)				Growth (%)			
		19A	20F	21F	22F	19A	20F	21F	22F
Agribusiness	15,046	1,195	1,166	1,301	1,455	15.2	(2.4)	11.5	11.8
Automotive	27,228	2,787	1,399	2,672	3,317	(38.8)	(49.8)	91.1	24.1
Banking	1,118,113	211,515	136,887	138,937	162,403	4.3	(35.3)	1.5	16.9
Commer	1,208,495	44,136	36,490	43,008	49,394	7.3	(17.3)	17.9	14.8
Construction Materials	478,721	37,537	39,366	42,302	44,706	(24.4)	4.9	7.5	5.7
Energy & Utilities	1,829,916	152,854	96,697	158,549	175,411	(19.4)	(36.7)	64.0	10.6
Finance & Securities	363,281	24,657	22,912	24,325	27,489	16.6	(7.1)	6.2	13.0
Food & Beverage	442,304	32,970	16,348	28,874	33,492	41.5	(50.4)	76.6	16.0
Health Care Services	479,079	21,501	10,739	13,989	16,528	40.3	(50.1)	30.3	18.1
Information & Communication Technology	717,258	42,248	32,769	28,639	29,177	30.6	(22.4)	(12.6)	1.9
Insurance	34,254	4,705	2,715	5,533	6,799	11.7	(42.3)	103.8	22.9
Paper & Printing Materials	8,970	863	984	1,005	1,035	11.1	14.0	2.1	3.1
Petrochemicals & Chemicals	332,585	17,028	11,092	28,673	34,337	(74.0)	(34.9)	158.5	19.8
Property Development	401,536	38,220	25,297	29,080	33,249	(1.0)	(33.8)	15.0	14.3
Tourism & Leisure	40,371	2,190	(1,633)	986	1,607	(19.3)	(174.6)	(160.4)	62.9
Transportation & Logistics	1,143,820	26,107	(1,772)	1,251	30,948	19.7	(106.8)	(170.6)	2,374.8
<b>SCBS Coverage</b>	<b>8,640,978</b>	<b>660,513</b>	<b>431,454</b>	<b>549,124</b>	<b>651,346</b>	<b>(7.5)</b>	<b>(34.7)</b>	<b>27.3</b>	<b>18.6</b>

Source: SCBS Investment Research

**ขาดปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ และความคาดหวังสูง**

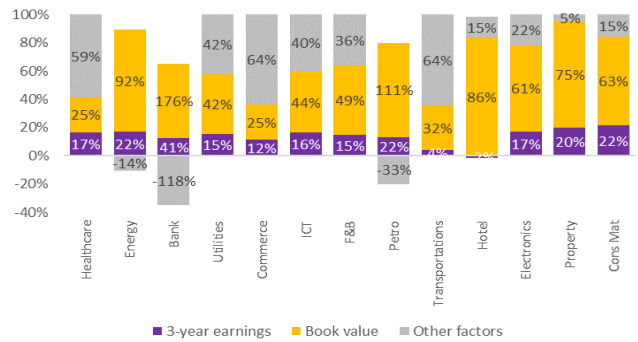
SET พื้นตัวขึ้นมาค่อนข้างมากแล้วจากระดับที่เริ่มได้รับผลกระทบจากโควิด-19 ในระหว่างเดือนก.พ.-ก.ย. สู่ 72% ของระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 ในขณะที่กิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศและกิจกรรมการผลิตค่อยๆ พื้นตัวสู่ประมาณครึ่งหนึ่งของระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 แต่การเดินทางระหว่างประเทศยังไม่ฟื้นตัว ดังนั้นตลาดจึงมองไปที่ปัจจัยพื้นฐานมากขึ้น โดยดูที่พัฒนาการเชิงบวกของวัฏจักรแทนที่จะคาดหวังถึงการฟื้นตัว เมื่ออิงกับการคำนวณของเรา เราจัดทำตารางประมาณการ EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้า พร้อมกับมูลค่าทางบัญชีในปัจจุบัน และความคาดหวังหรือปัจจัยอื่นๆ พบว่า SET มีความคาดหวังอยู่ประมาณ 13% ในขณะที่ประเทศอื่นๆ มีความคาดหวังน้อยกว่าประเทศไทยอยู่เล็กน้อย หากวัฏจักรยังไม่พร้อมใช้ SET มีแนวโน้มที่จะเคลื่อนไหวแบบ sideways ในภาวะที่ไม่มีปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ การฟื้นตัวช้าของภาคท่องเที่ยว อัตราการว่างงานที่สูงขึ้น การใช้จ่ายภาครัฐชะลอตัว โอกาสสูงที่จะเกิดการระบาดรอบสองของโควิด-19 และปัจจัยกดดันจากภาระหนี้สินของบริษัทต่างๆ เป็นความเสี่ยง downside ที่สำคัญใน 4Q63

**Figure 40: การ rally ของ SET ได้รับแรงหนุนจากการปรับเพิ่ม PE; การ rally ในปัจจุบันไม่สามารถอธิบายได้โดยผลประกอบการ**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 41: การประเมินมูลค่าหุ้นอาจจะอิงกับ story ของอุตสาหกรรม**



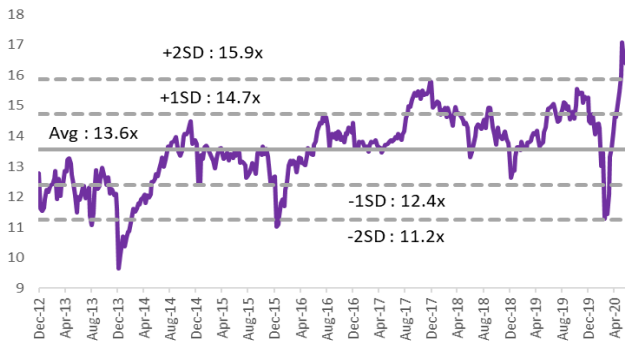
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**ระวัง valuation gap; valuation กำลังปรับตัวสู่จุดสมดุล**

Valuation กำลังปรับตัวสู่จุดสมดุลตามที่เราคาดการณ์ไว้ โดยอิงกับปัจจัยพื้นฐานอุตสาหกรรมระยะยาวและการฟื้นตัวของผลประกอบการในระยะสั้น เมื่ออิงกับการคำนวณอย่างคร่าวๆ บน scorecard ของประเทศไทย ซึ่งอิงกับ relative PE, PBV และ EV/EBITDA เทียบกับค่าอ้างอิง และค่าเฉลี่ยระยะยาว SET ดูเหมือนจะมีมูลค่าที่เหมาะสมแล้วที่ PE ปี 2564 ระดับ 16.8 เท่า, PB 1.4 เท่า และ EV/EBITDA 10.8 เท่า เมื่อเทียบกับ valuation ของตลาดหุ้นในภูมิภาคเอเชีย เมื่ออิงกับ 3-year Z-score เราพบว่ากลุ่มขนส่ง บันเทิง และสาธารณูปโภค มี valuation แพง ในขณะที่ valuation ของกลุ่มธนาคาร วัสดุก่อสร้าง สื่อสาร รับประทานอาหาร และยานยนต์ ถูกเมื่อเทียบกับระดับในอดีต ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนขึ้นชอบหุ้น defensive แม้ว่า valuation สูง และกลัวหุ้น cyclical ทั้งๆ ที่ valuation ถูก เพราะแนวโน้มไม่แน่นอนและความแน่นอนของผลประกอบการต่ำ

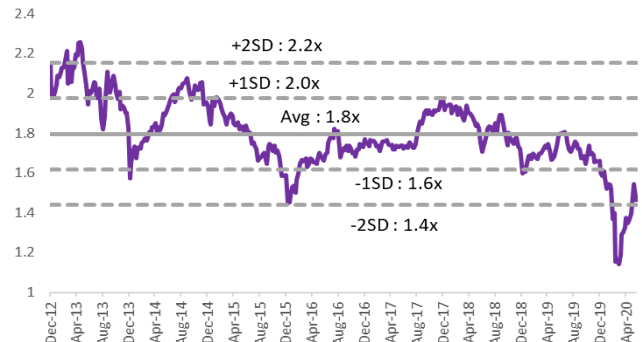
เมื่อดูในแง่ valuation พบว่า SET เทรดที่กรอบ valuation ด้านบน และดูแพงเมื่อพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐานในปี 2563 ซึ่งได้รับผลกระทบจากโควิด-19 earnings yield gap ที่ 4.5% บ่งชี้ว่าไม่มีความแตกต่างในแง่ของความน่าดึงดูดระหว่างตราสารหนี้กับหุ้น อย่างไรก็ตาม SET เทรดที่ PE ปี 2564 ระดับ 16.8 เท่า หรือเท่ากับระดับ +2SD ของค่าเฉลี่ย 7 ปี ซึ่งดูเหมือนจะเป็น valuation ที่แพง เราเชื่อว่าอัตราดอกเบี้ยที่เข้าใกล้ศูนย์ในระยะ 2-3 ปีข้างหน้าจะทำให้ valuation ที่สูงขึ้นของหุ้นดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับตราสารหนี้ อย่างไรก็ตาม ความสนใจของเรามุ่งไปที่มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานและ story เกี่ยวกับการเติบโตรอบใหม่ มากกว่าที่จะคาดการณ์ถึงการปรับเพิ่ม valuation และ equity risk premium ที่สูงขึ้น

**Figure 42: Forward P/E (ปี 2564) อยู่ทับบริเวณกรอบด้านบน**



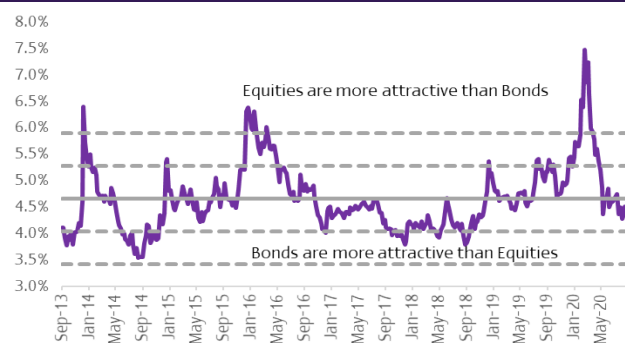
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 43: Forward P/BV อยู่ทับบริเวณกรอบด้านล่าง**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 44: Earnings Yield Gap ยังอยู่ที่ค่าเฉลี่ยระยะยาว**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**Figure 45: อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกระแสเงินสดปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดและเทรตที่ระดับประมาณ +1SD**



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

**เป้า SET index ปี 2564 อยู่ที่ 1,400-1,450 จุด ขณะที่เป้า SET index สิ้นปี 2563 อยู่ที่ 1,300 จุด**

SET เทรตที่อัตราส่วน PB 1.4 เท่า ต่ำกว่า PB ตามปัจจัยพื้นฐานที่ 1.5 เท่า ซึ่งอิงกับ ROE รายกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราการเติบโตระยะยาว อยู่เล็กน้อย การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET index ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานในปี 2564 อยู่ที่ 1,440 จุด หรือมี upside 5% จากระดับปัจจุบัน ดังนั้นเป้า SET ปี 2564 ของเราจึงอยู่ที่ 1,400-1,450 จุด หรือมี upside 10-15% จากระดับปัจจุบัน สอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่ากำไรสุทธิในปี 2564 จะต่ำกว่ากำไรสุทธิจริงในปี 2562 (SET index เฉลี่ย และสิ้นปี อยู่ที่ 1,640 จุด และ 1,560 จุด) กรอบการซื้อขายเป้าหมายใน 4Q63 อยู่ที่ 1,300-1,350 จุด ความคืบหน้าในการทดลองวัดขึ้นจะเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญสำหรับ SET

**Figure 46: Implied SET index target ดึงกับ valuation band และ justified PB**

	Book value (2021)	Target PB		Market Cap	
		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
<b>Implied target</b>		<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1,585</b>	<b>1,437</b>

Source: SCBS Investment Research

เมื่อนำ valuation วิธีต่างๆ มาประกอบการพิจารณาด้วยกัน พบว่า upside ของ valuation จากระดับปัจจุบันมีจำกัด เมื่อใช้วิธี forward P/E อัตราส่วน P/E ปี 2564 เป้าหมายในกรณีพื้นฐานของเราอยู่ที่ 16 เท่า หรือมี downside ประมาณ 4% จาก P/E ปัจจุบันที่ 16.7 เท่า ในขณะที่เดียวกัน วิธีที่เกี่ยวข้องกับอัตราดอกเบี้ยอย่าง Equity Risk Premium และ Earnings Yield Gap บ่งชี้ว่า upside และ downside มีจำกัด อย่างไรก็ตาม อัตราส่วน P/B ที่อิงกับประมาณการ ROE ปี 2564 ของเราบ่งชี้ว่ามี upside 11% เมื่อดูที่ค่าเฉลี่ยที่ได้จาก 4 วิธี พบว่า valuation มี downside 1% ซึ่งคิดเป็น P/E เป้าหมายได้ที่ 16 เท่า เราประเมินแนวโน้มที่จะเกิดกรณี bull case และ bear case โดยได้ค่ามัธยฐานสำหรับ upside ของ valuation ที่ 10% และ downside ของ valuation ที่ 9% จากระดับปัจจุบัน เมื่อเปรียบเทียบกับเป้า SET index ของเราที่ 1,400-1,450 จุด valuation กรณี bull case และ bear case บ่งชี้ว่าเป้า SET index ของเราคอนไปแนวทาง bull case ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากการพัฒนาวัคซีนได้สำเร็จ เราใช้ valuation ในกรณี bear case เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ และ margin of safety 6-9% จากระดับปัจจุบัน

**Figure 47: มีหลายวิธีในการประเมินเป้า SET index**

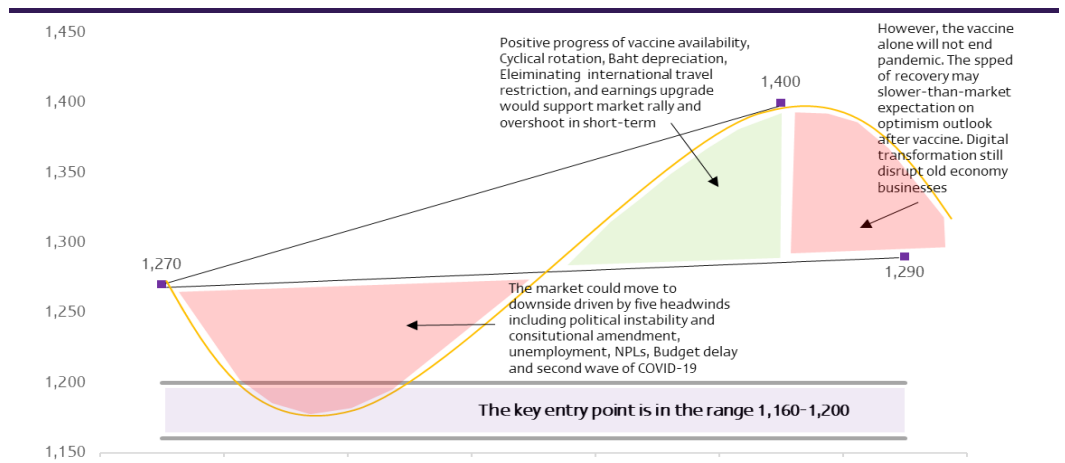
Approach	Current level	Target valuation (Based case)	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bull case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside	Bear case	Implied SET Index	Potential Upside / Downside
P/E	16.7	16.0	1,222	-4%	17.2	1,313	3%	14.8	1,130	-11%
P/B and ROE	1.45	1.53	1,411	11%	1.60	1,472	15%	1.47	1,355	6%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 0.5%	ERP 6.5% / Rf 0.5%	1,273	0%	ERP 6% / Rf 1%	1,388	9%	ERP 7.5% / Rf 0.25%	1,175	-8%
Earnings Yield Gap	455	466	1,263	-1%	404	1,408	10%	528	1,145	-10%
<b>Average</b>			<b>1,292</b>	<b>1%</b>	<b>1,396</b>			<b>9%</b>	<b>1,201</b>	<b>-6%</b>
<b>Median</b>			<b>1,268</b>	<b>-1%</b>	<b>1,398</b>			<b>10%</b>	<b>1,160</b>	<b>-9%</b>

Source: SCBS Investment Research

**ตลาดกระทิงหมดแรง; ภาวะตลาดขาขึ้นจบลงแล้วหรือยัง?**

หลังจากฟื้นตัวขึ้นแรงถึง 40% จากจุดต่ำสุดในเดือนมี.ค. จนทำจุดสูงสุดในเดือนมี.ย. SET ก็เคลื่อนไหวแบบ sideways/down ประมาณ 12% ตั้งแต่ปลายเดือนมี.ย. เราคิดว่าตลาดรับรู้ประเด็นเกี่ยวกับเศรษฐกิจผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว การอัดฉีดสภาพคล่องเชิงรุก และการคลายล็อกดาวน์ไปเรียบร้อยแล้ว นอกจากนี้การฟื้นตัวเพียงเล็กน้อยของเศรษฐกิจไทยและเศรษฐกิจโลกในช่วงไม่กี่เดือนที่ผ่านมาทำให้นักลงทุนมีความกังวลมากขึ้นว่าเศรษฐกิจจะอาจจะฟื้นตัวช้ากว่าคาด อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าภาวะตลาดขาขึ้นยังไม่จบลง เพราะพัฒนาการเชิงบวกเกี่ยวกับวัคซีนจะช่วยสนับสนุนให้ตลาดปรับตัวขึ้นได้แรงอีกครั้งในช่วงที่เหลือของปีนี้ เมื่ออิงกับ valuation วิธีต่างๆ SET index น่าจะอยู่ที่ 1,300 จุด ในกรณีที่ไม่มีวัคซีน ซึ่งเป็นกรณีพื้นฐานของเรา การวางจำหน่ายวัคซีนจะช่วยหนุนให้ valuation ปรับตัวเพิ่มขึ้นในระยะสั้น โดย SET index น่าจะปรับขึ้นถึง 1,400 จุด ในกรณี bear case ตลาดจะปรับตัวลดลง เพราะถูกกดดันปัจจัยลบหลักๆ 5 ประการ จุดเข้าซื้อที่สำคัญของ SET index อยู่ที่ 1,160-1,200 จุด

**Figure 48: SET Index scenario**



Source: SCBS Investment Research

## กลยุทธ์การลงทุนใน Q63 – แนะนำให้เลือกหุ้นรายตัวและเน้นหุ้นกลุ่ม defensive

แม้เราเชื่อว่าตลาดผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว แต่เราคิดว่า SET มี upside เพียงเล็กน้อย เรายังคงมุมมองระยะยาวที่หวัง โดยคาดว่าภาคบริการจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ อัตราการผลิตนัดชำระหนี้ของวิสาหกิจขนาดกลางและขนาดย่อมจะปรับตัวเพิ่มขึ้น และมีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์

Figure 49: สรุปธีมการลงทุนและคำแนะนำของเรา

ธีม	มุมมองของเรา	คำแนะนำของเรา
ความคืบหน้าวัคซีน	วัคซีนโควิด-19 เปรียบเสมือนกับกรรมธรรมะ ประกันภัยเพื่อรับมือกับภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง การนำวัคซีนมาใช้จะถือเป็นจุดเริ่มต้นในการฟื้นตัวและควบคุมไวรัสโควิด-19 เราเชื่อว่าวัคซีนจะไม่ช่วยให้การระบาดยุติลง	เราเชื่อว่ากลุ่มธุรกิจที่มีความหนาแน่นของประชากรที่เข้ามาใช้บริการสูง เช่น ร้านอาหาร โรงแรม การแพทย์ และบันเทิง จะได้รับประโยชน์ หุ้นแนะนำคือ AAV, AOT, MINT และ TOP
สถานะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ	มาตรการกระตุ้นทางการเงินเชิงรุก และหนี้สินของบริษัทต่างๆ ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นสืบเนื่องจากผลกระทบโควิด-19 รวมถึงสิ่งล่อลวงอายุ ช่วยยืนยันมุมมองของเราว่าเกี่ยวกับสถานะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ	Core long-term portfolio แนะนำให้ลงทุนในหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง กลุ่มการแพทย์ กลุ่มสินค้าจำเป็น หุ้นแนะนำคือ WICE, RPH, CBG และ COM7
ดอลลาร์สหรัฐอ่อนค่า	เราคาดว่าเงินบาทจะแข็งค่าขึ้น เพราะผลตอบแทนที่แท้จริงของประเทศไทยสูงกว่า US และ EU ประเทศไทยมีเกินดุลการค้าจำนวนมาก, ธปท.มีท่าที hawkish, ราคาทองคำปรับขึ้น และเงินบาทอยู่ในชายฝั่งเบ็ดเบียนค่าเงิน	เราชอบหุ้นที่ได้รับผลกระทบจากเงินบาทแข็งค่าจำกัด โดยหลักๆ โฟกัสไปที่การดำเนินงานและงบดุล หุ้นแนะนำคือ BCH, BTS GIF, DIF และ GPSC
การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล / การนำเอาเทคโนโลยีมาใช้	แม้เรามองว่า valuation ของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีค่อนข้างแพง แต่เราคิดว่าการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่ง จะช่วยสนับสนุนราคาหุ้น การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลได้รับแรงหนุนจากโควิด-19 และการเปลี่ยนมาใช้เทคโนโลยี 5G	ท่ามกลางสถานะปัจจุบันที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ ความไม่แน่นอนสูง และต้องปรับตัวสู่ยุคดิจิทัลอย่างรวดเร็ว หุ้นที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีมีลักษณะเฉพาะที่น่าสนใจ หุ้นแนะนำ คือ IIG และ SVI
Cyclical rotation	การคาดการณ์ว่าเศรษฐกิจมหภาคจะเติบโตดีขึ้น โดยอาจได้รับแรงหนุนจากความคืบหน้าของวัคซีน จะกระตุ้นให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการ rotation ไปยังหุ้นกลุ่ม cyclical และหุ้นคุณค่า เราคิดว่า cyclical rotation เป็น trading idea ระยะสั้น ในขณะที่ผลตอบแทนเทียบกับความเสี่ยงไม่น่าสนใจในระยะกลาง	ผลประกอบการที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจากเศรษฐกิจมหภาคที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะส่งผลทำให้เกิดการ rotation การทำ cyclical rotation มีความเสี่ยงสูง การบริหารความเสี่ยงเป็นสิ่งจำเป็น เราแนะนำถึงกำไรอย่างปลอดภัยสำหรับธีมนี้ หุ้นแนะนำคือ CPN, EA, GUNKUL, IVL, PTT, SAWAD และ SCCC
หุ้นที่ถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น	พัฒนาการเชิงบวกในกิจกรรมเศรษฐกิจจะดัดแปลงภาค การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายอย่างต่อเนื่อง และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่เริ่มมีเสถียรภาพช่วยหนุนให้ consensus ปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น	เราชอบหุ้นที่มีการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นมากกว่า 10% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา และ valuation สมเหตุสมผล หุ้นแนะนำ คือ ACE, BGRIM, DOHOME, HANA, KCE, SVI และ THRE

Source: SCBS Investment Research

**Figure 50: นักการลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรม– Overweight กลุ่มธุรกิจการเกษตร, อิเล็กทรอนิกส์, การแพทย์, สาธารณูปโภค; Underweight กลุ่มขนส่งทางอากาศ, ยานยนต์, สื่อ, พัฒนาที่อยู่อาศัย และสื่อสาร**

กลุ่ม	เรตติ้ง	ปัจจัยขับเคลื่อน (+)	ปัจจัยเสี่ยง / ความกังวล (-)
ธุรกิจการเกษตร	Overweight	อุปสงค์แข็งแกร่งทั้งในและต่างประเทศ ราคาสินค้าเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้น	กำลังซื้อชะลอตัว, ต้นทุนอาหารสัตว์สูงขึ้น
อิเล็กทรอนิกส์	Overweight	อุปสงค์เติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจาก 5G และการนำเอาเทคโนโลยีมาใช้เพิ่มมากขึ้น	การแข่งขันของเงินบาท, อัตราค่าไถ่จากผลิตภัณฑ์ใหม่ปรับขึ้นได้จำกัด
การแพทย์	Overweight	อุปสงค์ในประเทศยังแข็งแกร่ง ความต้องการใช้บริการทดสอบและตรวจวิเคราะห์เพิ่มสูงขึ้น	บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติฟื้นตัวช้า
สาธารณูปโภค	Overweight	งบดุลแข็งแกร่ง ความแน่นอนของผลประกอบการสูง มีโครงการใหม่รอดำเนินการ	การลงทุนต่างประเทศ, EIRR ลดลง, การปรับปรุงแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	อัตราค่าไถ่เพิ่มขึ้นเพราะต้นทุนการผลิตลดลง อุปสงค์ในประเทศถูกอั้นไว้	ความล่าช้าในการใช้จ่ายงบประมาณภาครัฐ, แนวโน้มการเติบโตที่ไม่ชัดเจนในธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และโครงสร้างพื้นฐาน, บาทแข็งค่า
พาณิชย์	Neutral	ได้รับผลบวกทางอ้อมจากมาตรการกระตุ้นของรัฐบาล	การระบาดรอบสองของโควิด-19, กำลังซื้อชะลอตัว, ข้อจำกัดออนไลน์
รับเหมาก่อสร้าง	Neutral	เฟสสองของการพัฒนารถไฟทางคู่	ความล่าช้าในการใช้จ่ายงบประมาณภาครัฐ, การประมูลโครงการล่าช้า, การแข่งขันจากผู้ประกอบการต่างชาติ
พลังงาน	Neutral	ความคืบหน้าวัฏจักร, ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์, valuation ถูก	การฟื้นตัวสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว, การเติบโตของอุปทานทั่วโลก
อาหารและเครื่องดื่ม	Neutral	อุปสงค์ในประเทศค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น, การเติบโตอย่างแข็งแกร่งจากจีน, การระบาดของโรค ASF ในยุโรป	ราคาวัตถุดิบผันผวน, การแข่งขันของเงินบาท, การแข่งขันรุนแรงในธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม
โรงแรม	Neutral	ความคืบหน้าวัฏจักร, การยกเลิกข้อจำกัดเดินทาง, ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวภายในประเทศแข็งแกร่ง	การท่องเที่ยวระหว่างประเทศฟื้นตัวช้า, การแข่งขันของเงินบาท, อุปทานเติบโตสูง
นิคมอุตสาหกรรม	Neutral	กิจกรรม EEC เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่อง, valuation ถูก	เวียดนามและกัมพูชามีโมเมนตัมที่ดีขึ้นโดยได้รับการสนับสนุนจากการย้ายฐานการผลิต
ประกัน	Neutral	combined ratio ปรับตัวดีขึ้น	เบี้ยประกันเติบโตต่ำ, ภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำ
ขนส่งทางบก	Neutral	Downside จำกัด	ความล่าช้าของโครงการรถไฟฟ้ายานยนต์, การระบาดรอบสองของโควิด-19
ปิโตรเคมี	Neutral	กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวดีขึ้น, valuation ถูก	อุปสงค์ยังขมเข่า, อุปทานเติบโตอย่างต่อเนื่อง
REITs / PF / IF	Neutral	yield spread น่าสนใจ, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานมีความแน่นอนของผลประกอบการสูง	Yield เพิ่มขึ้น, สัดส่วนรายได้จากสำนักงาน โรงแรม และศูนย์การค้าสูง
ขนส่งทางอากาศ	Underweight	การควมรวมในกลุ่ม, การแข่งขันของเงินบาท	สภาพคล่องตึงตัว, การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ, การเพิ่มทุน, ฟื้นตัวช้า
ยานยนต์	Underweight	มาตรการกระตุ้นภาครัฐเกี่ยวกับการอุดหนุนด้านภาษี	อุปสงค์อ่อนแอ, สินค้าคงคลังสูง, เปิดตัวรถรุ่นใหม่ค่อย
ธนาคาร	Underweight	อัตราดอกเบี้ยเงินฝากสูงขึ้น, สินเชื่อค่อยๆ ฟื้นตัว	แรงกดดันต่อ NIM, คุณภาพเครดิตปรับตัวแย่ลง, ตั้งสำรองเพิ่มขึ้น, สภาพคล่องตึงตัว
บันเทิง / สื่อ	Underweight	ฐานต่ำจากปีก่อน, แคมเปญการตลาดใน 4Q63	ความนิยมในการใช้บริการ streaming และโฆษณาออนไลน์, disruption จากสื่อดิจิทัล
ที่อยู่อาศัย	Underweight	ผลกระทบของฐานต่ำ, มาตรการกระตุ้นภาครัฐ	สินค้าคงคลังสูง, ยอดขายชะลอตัว, เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง, หลักเกณฑ์เข้มงวด
สื่อสาร	Underweight	วัฏจักรการแทนที่ด้วยอุปกรณ์ 5G, บริการเกี่ยวกับการเปลี่ยนสู่ดิจิทัล	การแข่งขันสูงขึ้น, กำลังซื้อลดลง, วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ใน 5G

Source: SCBS Investment Research



Figure 51: สรุปมุมมองของเรา

สรุปมุมมองของเรา		
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		เศรษฐกิจก้าวเข้าใกล้หลุมดำใน 4Q63, พื้นตัวซ้ำ ความกังวลเกี่ยวกับการระบอบสองของโควิด-19, มาตรการกระตุ้นมีจำกัด, เลือกตั้งปธน.สหรัฐฯ สำหรับประเทศไทย NPL, การว่างงาน และการแข็งค่าของเงินบาท เป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ
ผลตอบแทนที่คาดหวัง	Base case	Upside จำกัด ขาดปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ ขณะที่ความคาดหวังและ valuation สูง
	Bull case	วัคซีนจะช่วยกระตุ้นให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นในระยะสั้น SET มีแนวโน้มที่จะขึ้นไปถึง 1,400 จุด
	Bear case	จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,160-1,200 จุด และเก็งกำไรอย่างปลอดภัยในรอบการปรับราคา
แนวโน้มกำไร		EPS ปี 2564 ของหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS (70% ของ market cap) จะเพิ่มขึ้น 27.8% YoY
ปัจจัยเสี่ยง	1) การเมืองในประเทศ	กลุ่มที่ปรับตัว outperform ในช่วงที่มีการชุมนุมทางการเมืองครั้งที่ผ่านๆ มา คือ พาณิชย์ อาหาร การแพทย์ ประกัน และธุรกิจการเกษตร
	2) การว่างงาน	อาจจะทำสถิติสูงสุด เป็นลบต่อกลุ่มพาณิชย์และยานยนต์
	3) NPL	การหมดอายุของมาตรการช่วยเหลือหนี้ หักเสี่ยงกลุ่มธนาคาร เรขอบ AUCT, BAM, JMT, MTC และ SAWAD
	4) การระบอบสอง	มีโอกาสสูงที่จะเกิดการระบอบสอง หักเสี่ยงกลุ่มโรงแรม สายการบิน ขนส่งทางบกและทางราง ศูนย์การค้า
ธีมการลงทุน	1) ดอกเบี้ยต่ำ, เด็บโตต่ำ	การเติบโตและความแน่นอนของผลประกอบการเป็นสิ่งที่ดีควรให้สนใจมากขึ้น เรขอบ WICE, RPH, CBG
	2) บาทแข็ง	แนะนำหุ้น defensive ที่ได้รับผลกระทบจากการเคลื่อนไหวของเงินบาทจำกัด เรขอบ BCH, BTSGIF, DIF และ GPSC
	3) การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล	CVOID-19 เร่งให้เปลี่ยนมาใช้เทคโนโลยีดิจิทัล เรขอบ IIG และ SVI
	4) Rotation play	แค่การเทรดระยะสั้น เรขอบ CPN, EA, GUNKUL, IVL, PTT, SAWAD และ SCCC
	5) โมเมนตัมกำไร	การฟื้นตัวของผลประกอบการและโมเมนตัมกำไรเป็นบวกในเศรษฐกิจช่วง เรขอบ ACE, BGRIM, DOHOME, HANA, SVI และ THRE
วัดขึ้น		เปรียบเสมือนกับกรรมกรรมประกันภัยเพื่อรับมือกับภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง จุดเริ่มต้นในการควบคุมไวรัส แต่จะไม่ช่วยให้การระบาดยุติลง หุ้นที่เราชื่นชอบในธีมนี้ คือ AAV, AOT, MINT และ TOP
กลุ่มอุตสาหกรรม	Overweight	อาหารและเครื่องดื่ม, ธุรกิจการเกษตร, การแพทย์, บริหารสินทรัพย์, อิเล็กทรอนิกส์
	Neutral	พาณิชย์, พลังงาน, ปิโตรเคมี, โรงแรม, บริหารรับเหมาก่อสร้าง, ขนส่งทางบก, Consumer Finance
	Underweight	ธนาคาร, บ้านเช่า, สื่อสาร
คำแนะนำ	Core portfolio	เน้นหุ้น defensive, ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวแข็งแกร่ง, valuation สมเหตุสมผล
	Tactical portfolio	ธีมที่เกี่ยวข้องกับวัดขึ้น, งบดุลแข็งแกร่ง, การฟื้นตัวของผลประกอบการ, ได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้นภาครัฐ
	S-curve portfolio	มีศักยภาพเติบโตสูง และมีปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ จากลูกค้าใหม่และโมเดลธุรกิจใหม่

Source: SCBS Investment Research

**Core portfolio – ยังคงเน้นหุ้น defensive ที่มีคุณภาพสูง**

ในสถานการณ์ปัจจุบัน เราแนะนำให้ลงทุนในหุ้น defensive ที่มีมูลค่าตามปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่งและงบดุลแข็งแกร่ง เราคิดว่านักลงทุนอาจจะมีมุมมองเชิงบวกต่อบริษัทที่: 1) อยู่ในอุตสาหกรรมที่แสดงการเติบโตทางโครงสร้าง 2) มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างรวดเร็วหลังวิกฤตโควิด-19 3) ยังมีความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว และ 4) มีศักยภาพที่จะสร้างกำไร แม้ว่าอุปสงค์ที่มีอยู่ในตอนนี้จะเผชิญกับแรงกดดันจากวิกฤตโควิด-19 เราสร้างพอร์ตลงทุนแบบ defensive ซึ่งเป็นพอร์ตลงทุนหลัก (core portfolio) ในทุกสถานการณ์ที่ประกอบด้วย BAM, BDMS, CBG, EGCO และ GPFT

**Tactical portfolio – มองบวกอย่างระมัดระวังต่อหุ้น cyclical ที่ราคาต่ำกว่ามูลค่า**

เราใช้การวิเคราะห์หุ้นรายตัว (bottom-up) เพื่อหาหุ้นที่มีปัจจัยขับเคลื่อนเฉพาะตัวและมีการป้องกันความเสี่ยงจากความไม่แน่นอน เรามีมุมมองระยะยาวต่อการทำ cyclical rotation เพราะปัจจัยพื้นฐานของหุ้น cyclical ยังอ่อนแอ และแนวโน้มไม่แน่นอน แม้ว่า valuation ถูก ดังนั้นเราจึงเลือกเก็งกำไรอย่างปลอดภัยสำหรับธีมนี้ โดยเลือก AP, PTT และ TOP

**S-curve portfolio - เน้นหุ้นขนาดเล็กที่มีโอกาสเติบโตสูง**

เราสร้างพอร์ตลงทุนนี้สำหรับนักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูง เพราะหุ้นส่วนใหญ่เป็นหุ้นขนาดกลางถึงเล็กที่มี story การเติบโตอย่างโดดเด่น และผลประกอบการมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับการสนับสนุนจากความสามารถในการปรับตัวในช่วงที่เกิดการระบาดของโควิด-19 และโมเมนตัมเป็นบวกในเศรษฐกิจช่วง นอกจากนี้เรายังโฟกัสไปที่บริษัทที่มีความเสี่ยงทางการเงินต่ำ หุ้นที่เราแนะนำสำหรับ S-curve portfolio คือ AUCT, IIG, PRIME, SVI, WICE และ ZIGA

Figure 52: คำแนะนำรายหุ้น

ประเด็นการลงทุนใน 4Q63		
<b>Core portfolio</b>	BAM	คาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วใน 2H63 และปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขาย NPA และการแก้ปัญหา NPL ได้มากขึ้น มีโอกาสซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพได้ในราคาที่ถูกลง ผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.3%
	BDMS	ผลการดำเนินงานผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว กำไรสุทธิ 2H63 จะเติบโต +20% HoH บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่ยังมีความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ถูกอั้นไว้ มีแนวโน้ม upside จากจำนวนผู้ป่วยชาวจีนที่จะเพิ่มขึ้นจากความร่วมมือระหว่าง BDMS กับ Ping An Health
	CBG	โอกาสเติบโตสูงในตลาด CLMV และออกผลิตภัณฑ์ vitamin C, อัตรากำไรจะเพิ่มขึ้นจากการลดต้นทุนจากปกป้องออลูมิเนียม, valuation ถูกกว่า OSP แต่เติบโตสูงกว่า
	EGCO	งบดุลแข็งแกร่งและมีความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด, มีแนวโน้มทำ M&A ขนาดใหญ่, กำลังการผลิตในต่างประเทศจะเพิ่มขึ้น
	GFPT	กำไรทำจุดต่ำสุดไปแล้วและคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น HoH ใน 2H63 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาไก่ในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น, กำไรจะแข็งแกร่งมากขึ้นใน 1H64 หลังจากเริ่มเดินเครื่องจักรใหม่ (+30% ของกำลังการผลิต)
<b>Tactical portfolio</b>	AP	ยอดขายบ้านแนวราบโดดเด่น, Backlog จำนวนมากจะช่วยสนับสนุนการเติบโตใน 2H63, สภาพคล่องยังแข็งแกร่ง, valuation น่าสนใจ และให้ผลตอบแทนจากเงินปันผล 8%, มีแนวโน้ม upside ระยะสั้นจากมาตรการกระตุ้นภาครัฐ
	TOP	ต้นทุนเงินสดที่แข่งขันได้จะเป็นเกราะป้องกันผลกระทบจากโควิด-19, ดำเนินมาตรการควบคุมต้นทุนเพิ่ม, กำไรจากการขายหุ้น GPSC จะช่วยชดเชยขาดทุนจากสินค้าคงคลัง, งบดุลแข็งแกร่ง, การยกเลิกข้อจำกัดเดินทางจะเป็นปัจจัยกระตุ้นการฟื้นตัว
<b>S-curve portfolio</b>	IIG	ความต้องการ Customer Relationship Management software สูง, มีโอกาสทำ M&A, รายได้ประจำเพิ่มขึ้น, โอกาสเติบโตจากธุรกิจใหม่คือ Data Analytic และ Data Cleansing
	PRIME	การซื้อโครงการเก่าที่เป็น adder ที่กำลังหมดอายุลงและใช้การทำ Repowering ด้วยการใช้ Bifacial technology, โอกาสลงทุนในกัมพูชา ไต้หวัน เมียนมา และอุซเบกิสถาน, มีโครงการ EPC จำนวนมากใน pipeline
	SVI	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ยังแข็งแกร่ง การเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัลจะช่วยสนับสนุนการใช้ระบบอัตโนมัติในภาคอุตสาหกรรม, งบดุลแข็งแกร่ง, มีการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้น, valuation ต่ำกว่าคู่แข่ง
	WICE	กิจกรรมการขนส่งทางอากาศในสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ เพิ่มขึ้น, การคลายล็อกดาวน์ในจีน, ดำเนินมาตรการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง, การแข่งขันมีจำกัด
	ZIGA	กำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 2H63 โดยได้รับการสนับสนุนจากความต้องการเหล็ก Pre-zinc, เพิ่มช่องทางการจัดจำหน่ายและวางจำหน่ายผลิตภัณฑ์, valuation สมเหตุสมผล

Source: SCBS Investment Research



## คาดการณ์ดำเนินงาน 2H63 แข็งแกร่ง

เรายังคงเรตติ้ง "OUTPERFORM" สำหรับ AP ด้วยเหตุผล 4 ประการ ประการแรก ยอดขายบ้านแนวราบจำนวนมากจะช่วยชดเชยยอดขายคอนโดมิเนียมที่ซบเซา และจะช่วยให้ออดขายเติบโตในปี 2563 ประการที่สอง Backlog ที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนให้กำไร 2H63 เติบโต HoH ประการที่สาม สภาพคล่องยังแข็งแกร่ง และประการสุดท้าย valuation ไม่แพง ที่ PE 4.8-5.0 เท่า และผลตอบแทนจากเงินปันผลปี 2563 สูง

**Backlog ในมือแข็งแกร่ง** ยอดขายสะสมระดับสูงช่วยสนับสนุนให้ Backlog ในมือปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจุบัน AP มี Backlog มูลค่า 4.6 หมื่นลบ. ซึ่ง 20% มาจากบ้านแนวราบ และ 80% มาจากคอนโดมิเนียม (10% จาก AP และ 90% จากโครงการร่วมทุน) ซึ่งเราเชื่อว่าจะช่วยสนับสนุนรายได้และกำไรในระยะ 4 ปีข้างหน้า เราคาดว่า AP จะรับรู้ Backlog ประมาณ 7 พันลบ. เป็นรายได้ใน 2H63 ซึ่งจะช่วยคุ้มครองรายได้ 73% จากรายได้ปี 2563 ที่คาดการณ์ไว้ที่ 2.35 หมื่นลบ. (+17.6% YoY) และอีก 7 พันลบ. จากการก่อสร้างโครงการร่วมทุน 2 โครงการเสร็จ: *Aspire Asoke-Ratchada* และ *Life Asoke-Rama 9* ดังนั้นเราคาดว่าบริษัทจะมีกำไร 3.5 พันลบ. ในปี 2563 (+15.9% YoY) หรือคิดเป็น EPS ที่ 1.13 บาท/หุ้น

จะทยอยขายได้ตามเป้าที่วางไว้ในปี 2563 ด้วยอัตราเติบโต 2% AP รายงานยอดขายในช่วง 8M63 ที่ประมาณ 2.1 หมื่นลบ. คิดเป็น 64% ของเป้าหมายปี 2563 ที่บริษัทวางไว้ที่ 3.35 หมื่นลบ. ยอดขายในช่วง 8M63 ได้รับการสนับสนุนจากยอดขายบ้านแนวราบที่มีจำนวนประมาณ 1.8 หมื่นลบ. (84%) เติบโตสูงถึง 15% YoY เราเชื่อว่าการดำเนินวิถีชีวิตแบบใหม่ด้วยการเว้นระยะห่างทางสังคมจะทำให้ผู้คนต้องการหลีกเลี่ยงที่จะอาศัยอยู่ในคอนโดมิเนียมแล้วหันไปซื้อบ้านแนวราบซึ่งมีพื้นที่มากกว่าเพื่ออยู่อาศัยแทน เราเชื่อว่า AP จะทำยอดขายได้ตามเป้าที่วางไว้ในปี 2563 ด้วยอัตราการเติบโต 2% YoY โดยคาดว่ายอดขายบ้านแนวราบจะสูงกว่าเป้าที่ 2.25 หมื่นลบ. (8M63 คิดเป็น 80% ของเป้าทั้งปี) แต่ยอดขายคอนโดมิเนียมจะต่ำกว่าเป้า (8M63 คิดเป็น 28% ของเป้าทั้งปี) ซึ่งหมายความว่า AP จะต้องทำยอดขายให้ได้ประมาณ 3.1 พันลบ./เดือนในช่วงที่เหลือของปีนี้ เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถทำยอดขายได้ตามเป้า เนื่องจากบริษัทวางแผนเปิดตัวโครงการบ้านแนวราบมูลค่า 1.2 หมื่นลบ. ก่อนสิ้นปีนี้

**สถานะการเงินแข็งแกร่ง** สถานะการเงินในปี 2563 ของ AP ยังแข็งแกร่งท่ามกลางความเสี่ยงด้านเครดิตของตลาด โดยได้รับการสนับสนุนจากกระแสเงินสดและ Backlog ที่แข็งแกร่ง อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ยยังอยู่ในระดับสูงที่ 13.5 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะยังอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 1 เท่า ณ สิ้นปี 2563

**คงเรตติ้ง "OUTPERFORM"** เรามองว่า AP เหนือกว่าคู่แข่ง เพราะกำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2563 โดยกำไรสัดส่วน 52% จะเกิดขึ้นใน 2H63 บริษัทมีโมเดลธุรกิจที่เหมาะสม โดยมีทั้งบ้านแนวราบและคอนโดมิเนียม นอกจากนี้ AP ยังเป็นบริษัทพัฒนาโครงการที่อยู่อาศัยเพียงแห่งเดียวในการวิเคราะห์ของเราที่จ่ายเงินปันผล 1 ครั้งต่อปีที่ผลตอบแทน 7.9% และ PER ต่ำ (5.1 เท่าเมื่ออิงกับกำไรปี 2563 และ 4.8 เท่าเมื่ออิงกับกำไรปี 2564) ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 8.50 บาท/หุ้น อ้างอิง PER ปี 2564 ที่ 7 เท่า (discount 8% จากค่าเฉลี่ยที่ 7.6 เท่า)

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	27,700	23,495	27,621	29,597	30,896
EBITDA	(Btmn)	4,821	3,907	4,533	4,731	5,171
Core Profit	(Btmn)	3,860	3,006	3,555	3,773	4,103
Reported Profit	(Btmn)	3,865	3,068	3,555	3,773	4,103
Core EPS	(Bt)	1.23	0.96	1.13	1.20	1.30
DPS	(Bt)	0.40	0.40	0.45	0.48	0.52
P/E, core	(x)	4.7	6.0	5.1	4.8	4.4
EPS growth, core	(%)	25.0	(22.1)	18.3	6.1	8.7
P/BV, core	(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	(%)	16.8	11.9	12.9	12.7	12.7
Dividend yield	(%)	7.0	7.0	7.9	8.3	9.1
FCF yield	(%)	2.0	5.6	(7.7)	(6.1)	(0.3)
EV/EBIT	(x)	7.9	11.8	9.3	7.8	6.1
EBIT growth, core	(%)	20.2	(19.7)	16.4	4.4	9.4
EV/CE	(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
ROCE	(%)	5.7	3.6	4.2	4.8	6.1
EV/EBITDA	(x)	7.8	11.5	9.2	7.7	6.0
EBITDA growth	(%)	20.4	(19.0)	16.0	4.4	9.3

Source: SCBS Investment Research

## Tactical: OUTPERFORM

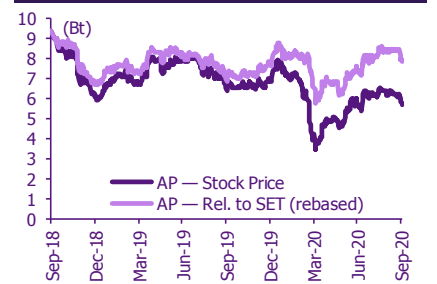
(3-month)

### Stock data

Last close (Sep 22) (Bt)	5.55
12-m target price (Bt)	8.50
Mkt cap (Btbn)	17.46
Mkt cap (US\$m)	557

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.13
Sector % SET	5.74
Shares issued (mn)	3,146
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	8 / 3.4
Avg. daily 6m (US\$m)	3.14
Foreign limit / actual (%)	30 / 24
Free float (%)	68.8
Dividend policy (%)	≤ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(9.8)	0.0	(12.6)
Relative to SET	(7.5)	7.0	11.9

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

เดมพร ตันติวิวัฒน์  
นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2949-1020  
termporn.tantivivat@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	22,079	20,253	22,176	27,700	23,495	27,621	29,597	30,896
Cost of goods sold	(Btmn)	14,545	13,292	14,262	18,339	15,320	19,252	20,202	21,309
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>7,534</b>	<b>6,961</b>	<b>7,914</b>	<b>9,361</b>	<b>8,176</b>	<b>8,369</b>	<b>9,395</b>	<b>9,587</b>
SG&A	(Btmn)	4,010	4,016	4,552	5,795	5,456	5,349	6,136	5,656
Other income	(Btmn)	148	89	88	59	88	88	88	88
Interest expense	(Btmn)	280	189	150	123	247	336	247	211
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,392</b>	<b>2,846</b>	<b>3,300</b>	<b>3,503</b>	<b>2,560</b>	<b>2,772</b>	<b>3,100</b>	<b>3,808</b>
Corporate tax	(Btmn)	699	598	722	778	566	554	620	762
Equity a/c profits	(Btmn)	(207)	371	502	1,125	1,009	1,335	1,289	1,053
Minority interests	(Btmn)	0	0	9	10	4	4	4	4
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,486</b>	<b>2,619</b>	<b>3,089</b>	<b>3,860</b>	<b>3,006</b>	<b>3,555</b>	<b>3,773</b>	<b>4,103</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	137	84	69	5	61	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,623</b>	<b>2,703</b>	<b>3,157</b>	<b>3,865</b>	<b>3,068</b>	<b>3,555</b>	<b>3,773</b>	<b>4,103</b>
EBITDA	(Btmn)	3,514	3,448	4,006	4,821	3,907	4,533	4,731	5,171
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.79</b>	<b>0.83</b>	<b>0.98</b>	<b>1.23</b>	<b>0.96</b>	<b>1.13</b>	<b>1.20</b>	<b>1.30</b>
Net EPS	(Bt)	0.83	0.86	1.00	1.23	0.98	1.13	1.20	1.30
DPS	(Bt)	0.30	0.30	0.35	0.40	0.40	0.45	0.48	0.52

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	33,281	33,118	37,741	43,280	51,470	50,443	47,783	45,788
Total fixed assets	(Btmn)	2,866	4,671	6,195	6,004	7,324	7,319	7,338	7,353
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>36,147</b>	<b>37,790</b>	<b>43,936</b>	<b>49,284</b>	<b>58,794</b>	<b>57,762</b>	<b>55,121</b>	<b>53,141</b>
Total loans	(Btmn)	14,679	14,741	18,402	20,275	27,607	23,827	18,727	14,027
Total current liabilities	(Btmn)	7,451	9,721	12,491	11,247	17,056	11,926	18,135	19,762
Total long-term liabilities	(Btmn)	11,042	8,645	9,812	13,657	15,441	17,241	6,041	(159)
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>18,493</b>	<b>18,366</b>	<b>22,303</b>	<b>24,904</b>	<b>32,497</b>	<b>29,167</b>	<b>24,176</b>	<b>19,603</b>
Paid-up capital	(Btmn)	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,654</b>	<b>19,423</b>	<b>21,637</b>	<b>24,393</b>	<b>26,313</b>	<b>28,610</b>	<b>30,961</b>	<b>33,554</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>5.61</b>	<b>6.17</b>	<b>6.88</b>	<b>7.75</b>	<b>8.36</b>	<b>9.09</b>	<b>9.84</b>	<b>10.67</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	2,486	2,619	3,089	3,860	3,006	3,555	3,773	4,103
Depreciation and amortization	(Btmn)	50	42	54	70	92	91	95	99
Operating cash flow	(Btmn)	(468)	(397)	(6,392)	(2,931)	(9,810)	3,637	5,414	6,161
Investing cash flow	(Btmn)	966	(136)	(1,002)	(465)	(1,396)	1,222	1,149	912
Financing cash flow	(Btmn)	(540)	1,199	7,361	3,294	10,826	(5,039)	(6,522)	(6,209)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(42)</b>	<b>666</b>	<b>(33)</b>	<b>(103)</b>	<b>(381)</b>	<b>(180)</b>	<b>40</b>	<b>864</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	34.1	34.4	35.7	33.8	34.8	30.3	31.7	31.0
Operating margin	(%)	16.0	14.5	15.2	12.9	11.6	10.9	11.0	12.7
EBITDA margin	(%)	15.9	17.0	18.1	17.4	16.6	16.4	16.0	16.7
EBIT margin	(%)	15.7	16.8	17.8	17.2	16.2	16.1	15.7	16.4
Net profit margin	(%)	11.9	13.3	14.2	14.0	13.1	12.9	12.7	13.3
ROE	(%)	14.8	14.1	15.0	16.8	11.9	12.9	12.7	12.7
ROA	(%)	6.9	7.1	7.6	8.3	5.6	6.1	6.7	7.6
Net gearing	(x)	0.8	0.7	0.8	0.8	1.0	0.8	0.6	0.4
Interest coverage	(x)	12.6	18.3	26.6	39.2	15.8	13.5	19.1	24.5
Debt service coverage	(x)	3.3	2.1	1.8	2.7	1.2	2.4	1.4	1.4
Payout Ratio	(%)	36.0	34.9	34.9	32.6	41.0	40.0	40.0	40.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue - Low-rise	(Btmn)	12,948	12,947	13,198	17,838	17,839	17,840	17,841	17,842
- Condo	(Btmn)	9,090	5,461	7,926	8,792	4,227	2,456	2,094	1,200
- JVs (100%)	(Btmn)	41	4,794	6,727	10,322	10,322	13,186	17,550	17,980
Presales - AP's low-rise	(Btmn)	13,225	12,332	14,822	19,652	18,419	22,558	24,780	25,863
- AP's condo	(Btmn)	3,415	5,871	4,368	7,970	6,438	5,126	5,429	4,924
- JVs (100%)	(Btmn)	11,544	4,162	23,788	13,676	8,000	5,000	6,000	7,000
Backlog - AP's low-rise	(Btmn)	2,088	1,473	3,097	4,922	4,895	n.a.	n.a.	n.a.
- AP's condo	(Btmn)	7,189	6,354	2,796	1,917	4,328	n.a.	n.a.	n.a.
- JVs (100%)	(Btmn)	19,886	19,008	35,713	39,542	39,273	n.a.	n.a.	n.a.
New launch - AP's low-rise	(Btmn)	11,490	12,950	24,940	28,090	20,760	n.a.	n.a.	n.a.
- AP's condo	(Btmn)	17,280	6,140	-	3,000	4,100	n.a.	n.a.	n.a.
- JVs (100%)	(Btmn)	10,645	25,676	24,700	14,100	23,000	n.a.	n.a.	n.a.
Land acquisition	(Btmn)	9,144	7,224	10,200	11,192	9,500	n.a.	n.a.	n.a.

Note: \* including AP and JV

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total revenue	(Btmn)	6,776	8,518	7,790	4,455	5,886	5,364	5,399	7,792
Cost of goods sold	(Btmn)	4,589	5,839	5,230	2,870	3,818	3,402	3,537	5,487
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,187</b>	<b>2,679</b>	<b>2,561</b>	<b>1,584</b>	<b>2,068</b>	<b>1,962</b>	<b>1,862</b>	<b>2,305</b>
SG&A	(Btmn)	1,351	1,742	1,512	1,138	1,252	1,554	1,148	1,516
Other income	(Btmn)	16	23	10	14	29	35	13	12
Interest expense	(Btmn)	25	29	45	81	66	55	75	101
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>827</b>	<b>930</b>	<b>1,013</b>	<b>380</b>	<b>779</b>	<b>387</b>	<b>652</b>	<b>700</b>
Corporate tax	(Btmn)	183	213	228	82	169	86	143	150
Equity a/c profits	(Btmn)	282	256	293	167	(26)	574	109	664
Minority interests	(Btmn)	2	4	0	1	1	1	1	1
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>928</b>	<b>977</b>	<b>1,078</b>	<b>467</b>	<b>585</b>	<b>877</b>	<b>618</b>	<b>1,215</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	-	(0)	-	22	35	5	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>928</b>	<b>977</b>	<b>1,078</b>	<b>488</b>	<b>619</b>	<b>882</b>	<b>618</b>	<b>1,215</b>
EBITDA	(Btmn)	874	983	1,083	489	877	476	793	867
<b>Core EPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>0.30</b>	<b>0.31</b>	<b>0.34</b>	<b>0.16</b>	<b>0.20</b>	<b>0.28</b>	<b>0.20</b>	<b>0.39</b>
Net EPS	(Bt)	0.30	0.31	0.34	0.15	0.19	0.28	0.20	0.39

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total current assets	(Btmn)	42,969	43,286	46,982	49,055	49,320	51,470	53,746	53,612
Total fixed assets	(Btmn)	6,049	6,109	6,111	6,240	6,833	7,324	8,241	8,928
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>49,018</b>	<b>49,395</b>	<b>53,093</b>	<b>55,295</b>	<b>56,153</b>	<b>58,794</b>	<b>61,986</b>	<b>62,540</b>
Total Loans	(Btmn)	21,517	20,275	22,248	25,722	26,031	27,607	30,013	30,589
Total current liabilities	(Btmn)	13,918	11,247	15,108	14,961	14,540	17,056	15,228	17,202
Total long-term liabilities	(Btmn)	13,657	13,657	12,417	15,537	16,197	15,441	19,845	18,467
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>25,591</b>	<b>24,904</b>	<b>27,524</b>	<b>30,497</b>	<b>30,737</b>	<b>32,497</b>	<b>35,073</b>	<b>35,670</b>
Paid-up capital	(Btmn)	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146	3,146
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>23,436</b>	<b>24,504</b>	<b>25,582</b>	<b>24,812</b>	<b>25,431</b>	<b>26,313</b>	<b>26,932</b>	<b>26,889</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>7.45</b>	<b>7.79</b>	<b>8.14</b>	<b>7.89</b>	<b>8.09</b>	<b>8.37</b>	<b>8.57</b>	<b>8.55</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Core Profit	(Btmn)	928	977	1,078	467	585	877	618	1,215
Depreciation and amortization	(Btmn)	21	24	25	28	32	33	66	66
Operating cash flow	(Btmn)	(304)	1,194	(954)	(4,269)	(2,318)	(2,269)	(5,223)	1,858
Investing cash flow	(Btmn)	326	236	(181)	12	(778)	(449)	(169)	(267)
Financing cash flow	(Btmn)	(562)	(1,263)	2,534	3,419	2,339	2,534	5,953	1,548
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(541)</b>	<b>167</b>	<b>1,399</b>	<b>(839)</b>	<b>(757)</b>	<b>(184)</b>	<b>560</b>	<b>3,138</b>

### Key Financial Ratios

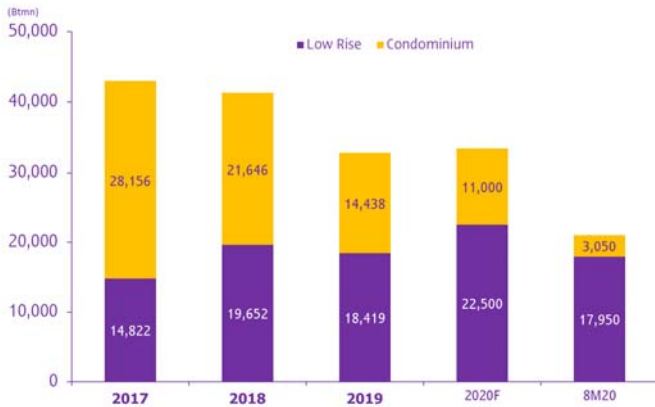
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Gross margin	(%)	32.3	31.5	32.9	35.6	35.1	36.6	34.5	29.6
Operating margin	(%)	12.3	11.0	13.5	10.0	13.9	7.6	13.2	10.1
EBITDA margin	(%)	12.9	11.5	13.9	11.0	14.9	8.9	14.7	11.1
EBIT margin	(%)	12.6	11.3	13.6	10.3	14.4	8.3	13.5	10.3
Net profit margin	(%)	13.7	11.5	13.8	11.0	10.5	16.4	11.5	15.6
ROE	(%)	16.2	16.3	17.2	7.4	9.3	13.6	13.7	14.2
ROA	(%)	7.6	7.9	8.4	3.4	4.2	6.1	5.9	6.1
Net gearing	(x)	0.9	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
Interest coverage	(x)	38.5	29.0	6.8	11.3	17.3	14.4	10.1	13.5
Debt service coverage	(x)	0.4	0.7	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Revenue - Low-rise	(Btmn)	4,492	4,668	5,965	3,238	4,719	4,202	4,403	6,732
- Condo	(Btmn)	2,127	3,666	1,538	985	876	849	759	851
- JVs (100%)	(Btmn)	2,324	2,259	2,247	1,379	467	4,575	1,421	5,347
Presales - AP's low-rise	(Btmn)	5,690	4,037	6,222	5,065	4,557	2,574	5,096	7,716
- AP's condo	(Btmn)	2,999	1,286	4,617	652	892	277	436	819
- JVs (100%)	(Btmn)	4,739	5,282	1,746	2,492	2,318	1,443	513	505
Backlog - AP's low-rise	(Btmn)	5,542	4,922	5,063	6,833	6,598	4,894	5,518	6,417
- AP's condo	(Btmn)	4,010	1,917	4,996	4,647	4,651	4,072	3,738	3,697
- JVs (100%)	(Btmn)	36,518	39,542	38,873	40,456	42,173	38,791	37,853	32,882
New launch - AP's low-rise	(Btmn)	11,580	11,140	6,000	8,100	5,660	1,000	8,025	7,450
- AP's condo	(Btmn)	n.a.	n.a.	4,100	0	0	0	0	0
- JVs (100%)	(Btmn)	6,400	5,700	3,200	8,800	6,300	4,700	0	0

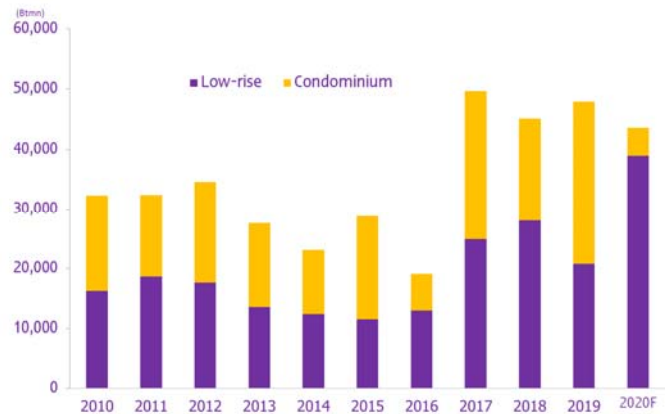
**Appendix**

**Figure 1: Presales 8M20, achieved 64% led by low-rise**



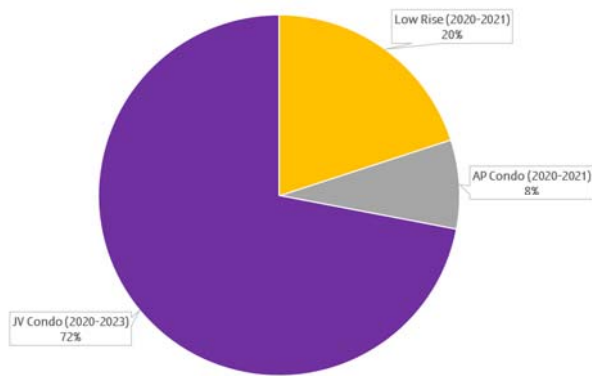
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

**Figure 2: New Launch 2020 with record high low-rise**



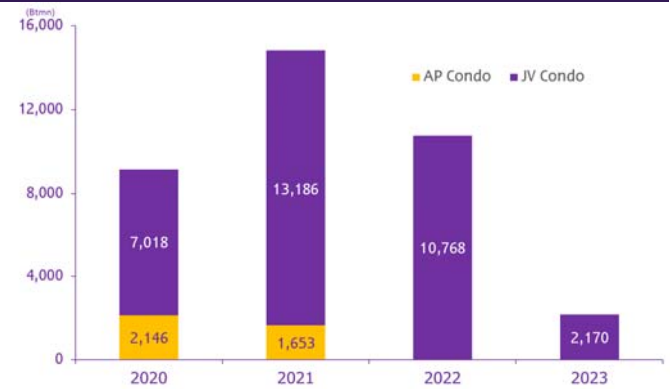
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

**Figure 3: Total Backlog 2020-2023 = 46,084 mn.**



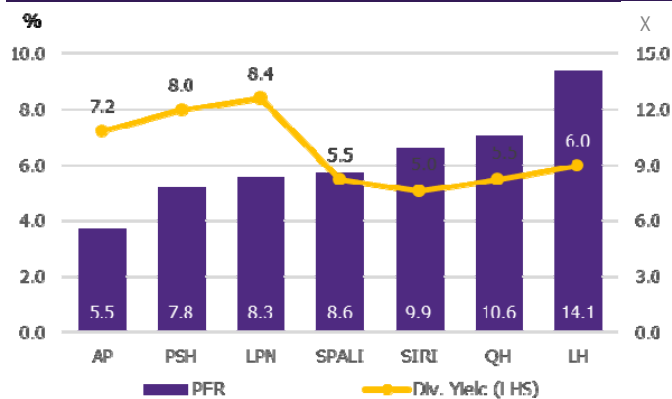
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

**Figure 4: AP Condo Backlog 2020-2023**



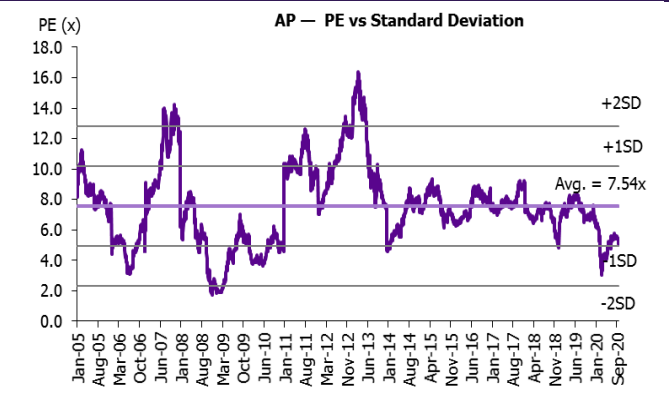
Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

**Figure 5: PER vs. Dividend Yield Residential Sector**



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg (Closed Price 21 Sep 2020)

**Figure 6: PER Band**



Source: SCBS Investment Research, Bloomberg

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

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
AP	Outperform	5.75	8.5	55.7	6.0	5.1	4.8	(22)	18	6	0.7	0.6	0.6	12	13	13	7.0	7.9	8.3	11.5	9.2	7.7
LH	Neutral	7.00	7.5	13.3	10.9	13.6	12.8	(18)	(20)	6	1.6	1.7	1.6	15	12	13	10.0	6.2	6.5	10.0	15.1	14.3
LPN	Underperform	4.54	4.6	10.2	5.3	7.9	7.4	(8)	(32)	6	0.5	0.5	0.5	10	6	7	13.2	8.9	9.5	8.3	11.3	12.1
PSH	Neutral	11.20	11.5	10.7	4.6	7.6	6.8	(11)	(40)	11	0.6	0.6	0.6	13	8	8	13.8	8.1	8.9	6.9	10.8	9.8
QH	Neutral	2.20	2.3	10.2	8.5	10.3	8.9	(28)	(18)	15	0.9	0.9	0.8	10	9	10	9.1	5.7	6.5	11.5	12.6	10.5
SIRI	Underperform	0.67	0.7	14.6	5.0	8.9	8.2	(4)	(44)	8	0.3	0.3	0.3	7	4	4	20.9	5.6	7.3	17.9	22.6	21.0
SPALI	Outperform	16.20	19.2	24.2	6.4	8.0	6.9	(6)	(20)	17	1.0	0.8	0.8	15	10	11	6.2	5.6	6.6	6.6	8.6	7.2
<b>Average</b>					<b>6.7</b>	<b>8.8</b>	<b>8.0</b>	<b>(14)</b>	<b>(22)</b>	<b>10</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>11.5</b>	<b>6.8</b>	<b>7.7</b>	<b>10.4</b>	<b>12.9</b>	<b>11.8</b>

Source: SCBS Investment Research



## ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว และมีกำไรพิเศษรออยู่

เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วใน 2H63 และปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากการขาย NPA และการแก้ปัญหา NPL ได้มากขึ้น บวกกับ upside จากผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี การสิ้นสุดลงของมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ทำให้เราคาดว่าอุปทาน NPL จากสถาบันการเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างมากใน 1H64 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ BAM เข้าซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพได้ในราคาที่ถูกลง การเรียกเก็บเงินสดได้จำนวนมากทำให้เราคาดว่า BAM จะยังจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอในปี 2563 โดยคิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ดีในระดับ 5.3% เรายังคงเรตติ้ง "OUTPERFORM" สำหรับ BAM ด้วยราคาเป้าหมาย 25 บาท

กำไรจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วใน 2H63 เราคาดว่ากำไรของ BAM จะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วแบบ V-shape ใน 2H63 จากการออกแคมเปญราคาพิเศษสำหรับขาย NPA กรมบังคับคดีกลับมาจัดการขายทอดตลาดหลังจากปิดการขายทอดตลาดตั้งแต่วันที่ 30 มี.ค.-31 พ.ค. และการกลับมาออกบูธจำหน่ายทรัพย์สินใน 2H63 (2 อีเวนต์ในเดือนก.ค. และอีกมากกว่า 10 อีเวนต์ที่กำลังจะมาถึง) BAM กำลังเจรจาขาย NPA ขนาดใหญ่ (3-4 ราย มูลค่า 100-300 ลบ.ต่อราย และ 1 ราย มูลค่า 800 ลบ.) ซึ่งมีแนวโน้มที่จะได้ข้อสรุปใน 2H63 (เจรจาเสร็จแล้ว 1 ราย ใน 3Q63) BAM คาดว่าผลเรียกเก็บเงินสดสำหรับปี 2563 จะต่ำกว่าเป้าที่ 1.6 หมื่นลบ. อยู่ 10-15% หลังจากเรียกเก็บเงินสดได้จำนวน 5.89 พันลบ. ใน 1H63 (3.17 พันลบ. ใน 1Q63 และ 2.72 พันลบ. ใน 2Q63) คิดเป็นสัดส่วน 41-43% ของเป้าหมายใหม่ของบริษัท

กำไรพิเศษจากผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชี BAM วางแผนรับผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีมากที่สุดเท่าที่ทำได้ในปีนี้ ถ้าได้รับความเห็นชอบจากผู้สอบบัญชี อย่างไรก็ตาม ยังมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับการใช้ผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีในอนาคต บริษัทจะทยอยรับผลประโยชน์เหล่านี้เมื่อความไม่แน่นอนหมดไป ผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีของบริษัทลดลงจาก 5.87 พันลบ. ณ 1Q63 สู่ 4.99 พันลบ. ณ 2Q63 โดยเกิดจากการปรับปรุงสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีจากเงินรอรับจากการขายทอดตลาด เรารวมเอาผลประโยชน์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีเข้ามาไว้ในประมาณการของเราจำนวน 2 พันลบ. ในปี 2563, 1.5 พันลบ. ในปี 2564 และ 1 พันลบ. ในปี 2565

โอกาสซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพได้ในราคาที่ถูกลง ใน 1H63 BAM เข้าซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพมาแล้ว 7.67 พันลบ. แบ่งเป็น NPL มูลค่า 6.56 พันลบ. และ NPA มูลค่า 1.1 พันลบ. NPL ที่เพิ่มขึ้นท่ามกลางภาวะเศรษฐกิจซบเซาทำให้ BAM สามารถซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพได้ในราคาที่ถูกลงกว่าเดิม 5% ใน 1H63 BAM ตั้งเป้าซื้อ NPL และ NPA จำนวน 1.0 หมื่นลบ. ในปี 2563 (เทียบกับ 1.33 หมื่นลบ. ในปี 2562) เราคาดว่า NPL สุทธิภายใต้การบริหารจะเติบโต 8% ในปี 2563 เทียบกับ 3.3% YTD ใน 1H63 การสิ้นสุดลงของมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้ทำให้เราคาดว่าอุปทาน NPL จากสถาบันการเงินจะเพิ่มขึ้นอย่างมากใน 1H64 ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ BAM เข้าซื้อสินทรัพย์ด้วยคุณภาพได้ในราคาที่ถูกลง

จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ BAM วางแผนจ่ายเงินปันผลสูงที่สุดเท่าที่ทำได้เพื่อคงผลตอบแทนจากเงินปันผลไว้ในระดับที่น่าพอใจ เนื่องด้วยผลเรียกเก็บเงินสดค่อนข้างแข็งแกร่ง เราจึงคาดว่า BAM จะจ่ายเงินปันผลคงที่ที่ 1.05 บาท/หุ้น สำหรับปี 2563 และปี 2564 (อัตราการจ่ายเงินปันผล 62%) เท่ากับเงินปันผลหลัง IPO สำหรับปี 2562 คิดเป็นผลตอบแทนจากเงินปันผล 5.3%

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net profit	(Bt mn)	5,202	6,549	5,463	5,716	5,886
Core net profit	(Bt mn)	5,202	6,549	3,463	4,216	4,886
EPS	(Bt)	1.90	2.17	1.69	1.77	1.82
Core EPS	(Bt)	1.90	2.17	1.07	1.30	1.51
BVPS	(Bt)	15.30	12.29	12.77	13.48	14.20
DPS	(Bt)	1.14	5.36	1.05	1.10	1.25
Core PER	(x)	10.46	9.16	18.57	15.26	13.16
Core EPS growth	(%)	15.58	14.21	(50.67)	21.74	15.88
PBV	(x)	1.30	1.62	1.56	1.48	1.40
ROE	(%)	12.55	16.60	8.84	9.94	10.92
Dividend yield	(%)	5.74	26.94	5.28	5.53	6.28

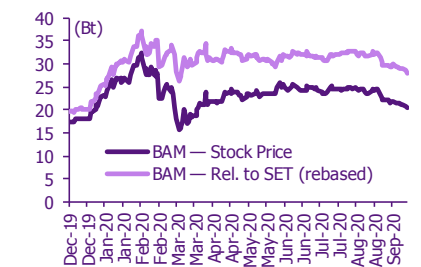
Source: SCBS Investment Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Sep 22) (Bt)	19.90
12-m target price (Bt)	25.00
Mkt cap (Btbn)	64.32
Mkt cap (US\$m)	2,051
Beta	M
Mkt cap (%) SET	0.47
Sector % SET	3.40
Shares issued (mn)	3,232
Par value (Bt)	5.00
12-m high / low (Bt)	36.3 / 15.6
Avg. daily 6m (US\$m)	82.19
Foreign limit / actual (%)	49 / 6
Free float (%)	54.2
Dividend policy (%)	≥ 40

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(15.0)	(20.1)	n.a.
Relative to SET	(12.8)	(14.5)	n.a.

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### กิตติมา สัตยพันธ์, CFA

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1003

kittima.sattayapan@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Interest income from NPLs under management	(Btmn)	1,232	1,878	1,857	1,519	5,925	6,323	7,095
Interest income from loans for installment sales	(Btmn)	149	105	89	108	100	105	110
Other interest income	(Btmn)	21	46	30	63	134	133	133
<b>Interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,402</b>	<b>2,028</b>	<b>1,976</b>	<b>1,690</b>	<b>6,159</b>	<b>6,561</b>	<b>7,339</b>
Interest expense	(Btmn)	1,244	1,622	1,769	2,132	2,437	2,632	2,825
<b>Net interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>158</b>	<b>406</b>	<b>206</b>	<b>(442)</b>	<b>3,722</b>	<b>3,929</b>	<b>4,514</b>
Gain on NPLs under management	(Btmn)	4,224	3,509	4,438	7,450	6,440	6,775	7,095
Gain on NPAs under management	(Btmn)	2,363	1,741	3,106	2,907	1,943	3,236	3,562
Gain on installment sales	(Btmn)	584	184	115	94	93	98	103
Other income	(Btmn)	190	163	116	96	94	96	98
<b>Non-interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>7,361</b>	<b>5,598</b>	<b>7,776</b>	<b>10,546</b>	<b>8,570</b>	<b>10,204</b>	<b>10,858</b>
<b>Non-interest expenses</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,582</b>	<b>2,520</b>	<b>2,935</b>	<b>3,757</b>	<b>3,120</b>	<b>3,262</b>	<b>3,400</b>
<b>Pre-provision profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,937</b>	<b>3,484</b>	<b>5,047</b>	<b>6,347</b>	<b>9,172</b>	<b>10,870</b>	<b>11,972</b>
Provision	(Btmn)	21	(1,025)	(162)	135	5,324	5,600	5,865
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,916</b>	<b>4,509</b>	<b>5,209</b>	<b>6,212</b>	<b>3,848</b>	<b>5,270</b>	<b>6,107</b>
Tax	(Btmn)	12	8	7	(337)	385	1,054	1,221
<b>Core net profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,904</b>	<b>4,501</b>	<b>5,202</b>	<b>6,549</b>	<b>3,463</b>	<b>4,216</b>	<b>4,886</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	2,000	1,500	1,000
<b>Net profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,904</b>	<b>4,501</b>	<b>5,202</b>	<b>6,549</b>	<b>5,463</b>	<b>5,716</b>	<b>5,886</b>
EPS	(Bt)	1.79	1.65	1.90	2.17	1.69	1.77	1.82
DPS	(Bt)	1.45	1.61	1.14	5.36	1.05	1.10	1.25

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Cash & deposits at financial institutions	(Btmn)	1,611	1,163	1,035	1,384	1,023	1,023	1,023
Investments	(Btmn)	146	140	94	70	70	70	70
Net credit for purchase of receivables	(Btmn)	69,887	72,886	75,434	77,375	81,866	86,297	90,418
Net loans for installment sales	(Btmn)	1,562	641	708	649	682	716	752
Properties foreclosed	(Btmn)	15,082	17,735	20,596	23,899	27,927	30,907	33,861
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>93,637</b>	<b>99,933</b>	<b>107,653</b>	<b>115,790</b>	<b>125,981</b>	<b>134,926</b>	<b>143,037</b>
Borrowings and debentures	(Btmn)	50,329	56,868	57,709	75,688	81,688	88,310	94,091
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>53,114</b>	<b>58,874</b>	<b>65,804</b>	<b>78,724</b>	<b>84,724</b>	<b>91,346</b>	<b>97,127</b>
Paid-up capital	(Btmn)	13,675	13,675	13,675	15,075	16,160	16,160	16,160
<b>Total Equities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>40,523</b>	<b>41,059</b>	<b>41,849</b>	<b>37,066</b>	<b>41,258</b>	<b>43,580</b>	<b>45,910</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>14.82</b>	<b>15.01</b>	<b>15.30</b>	<b>12.29</b>	<b>12.77</b>	<b>13.48</b>	<b>14.20</b>

### Key Assumptions and Financial Ratios

	Unit	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>Growth</b>								
YoY growth in net credit for purchase of receivables	(%)	NA.	4.29	3.50	2.57	5.80	5.41	4.78
YoY growth in properties foreclosed	(%)	NA.	17.59	16.13	16.04	16.85	10.67	9.56
<b>Profitability</b>								
Return from NPL management	(%)	NA.	6.83	7.79	10.85	14.40	14.50	15.00
Return from NPA management	(%)	NA.	11.59	16.68	13.56	8.04	11.42	11.40
Cost of funds	(%)	NA.	3.03	3.09	3.20	3.10	3.10	3.10
Core net profit margin	(%)	55.96	59.02	53.35	53.52	23.51	25.15	26.85
Core ROE	(%)	NA.	11.03	12.55	16.60	8.84	9.94	10.92
Core ROA	(%)	NA.	4.65	5.01	5.86	2.86	3.23	3.52
<b>Efficiency</b>								
Cost to income ratio	(%)	29.46	33.04	30.10	30.71	21.18	19.46	18.68
<b>Leverage</b>								
D/E	(%)	1.31	1.43	1.57	2.12	2.05	2.10	2.12



## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Interest income from NPLs under management	(Btmn)	386	425	348	439	458	273	1,440	1,409
Interest income from loans for installment sales	(Btmn)	23	25	19	35	33	21	23	23
Other interest income	(Btmn)	12	9	4	4	36	19	31	38
<b>Interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>420</b>	<b>458</b>	<b>372</b>	<b>479</b>	<b>527</b>	<b>313</b>	<b>1,494</b>	<b>1,470</b>
Interest expense	(Btmn)	474	454	445	481	599	608	581	582
<b>Net interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(54)</b>	<b>4</b>	<b>(73)</b>	<b>(2)</b>	<b>(73)</b>	<b>(295)</b>	<b>913</b>	<b>888</b>
Gain on NPLs under management	(Btmn)	667	2,139	4,059	873	1,639	879	1,584	755
Gain on NPAs under management	(Btmn)	1,077	599	307	465	358	1,777	226	434
Gain on installment sales	(Btmn)	42	41	40	22	19	13	10	20
Other income	(Btmn)	18	94	13	12	22	48	8	21
<b>Non-interest income</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,804</b>	<b>2,874</b>	<b>4,419</b>	<b>1,372</b>	<b>2,038</b>	<b>2,717</b>	<b>1,828</b>	<b>1,231</b>
<b>Non-interest expenses</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>735</b>	<b>880</b>	<b>881</b>	<b>707</b>	<b>1,001</b>	<b>1,169</b>	<b>681</b>	<b>622</b>
<b>Pre-provision profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,014</b>	<b>1,998</b>	<b>3,465</b>	<b>663</b>	<b>965</b>	<b>1,253</b>	<b>2,060</b>	<b>1,497</b>
Provision	(Btmn)	(145)	103	219	(91)	83	(75)	1,298	1,376
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,159</b>	<b>1,896</b>	<b>3,247</b>	<b>755</b>	<b>882</b>	<b>1,328</b>	<b>762</b>	<b>120</b>
Tax	(Btmn)	1	4	0	0	1	(339)	63	(15)
<b>Core net profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,159</b>	<b>1,891</b>	<b>3,247</b>	<b>754</b>	<b>881</b>	<b>1,667</b>	<b>699</b>	<b>136</b>
Extra item	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,159</b>	<b>1,891</b>	<b>3,247</b>	<b>754</b>	<b>881</b>	<b>1,667</b>	<b>699</b>	<b>136</b>
EPS	(Bt)	NA.	NA.	1.19	0.28	0.32	0.55	0.22	0.04

### Balance Sheet

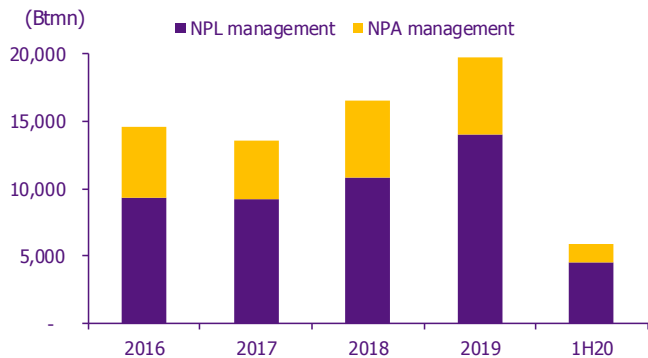
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Cash & deposits at financial institutions	(Btmn)	NA.	1,035	538	848	1,547	1,384	666	781
Investments	(Btmn)	NA.	94	93	86	5,690	70	449	454
Net credit for purchase of receivables	(Btmn)	NA.	75,434	74,482	76,749	79,136	77,375	78,015	77,550
Net loans for installment sales	(Btmn)	NA.	708	693	667	676	649	656	669
Properties foreclosed	(Btmn)	NA.	20,596	21,731	22,506	23,245	23,899	26,255	27,043
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>NA.</b>	<b>107,653</b>	<b>107,667</b>	<b>111,669</b>	<b>121,701</b>	<b>115,790</b>	<b>118,979</b>	<b>119,677</b>
Borrowings and debentures	(Btmn)	NA.	57,709	59,497	66,746	75,060	75,688	75,487	79,983
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>NA.</b>	<b>65,804</b>	<b>62,573</b>	<b>68,969</b>	<b>78,126</b>	<b>78,724</b>	<b>82,455</b>	<b>83,016</b>
Paid-up capital	(Btmn)	NA.	13,675	13,675	13,675	13,675	15,075	16,160	16,160
<b>Total Equities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>NA.</b>	<b>41,849</b>	<b>45,095</b>	<b>42,700</b>	<b>43,575</b>	<b>37,066</b>	<b>36,523</b>	<b>36,662</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>NA.</b>	<b>15.30</b>	<b>16.49</b>	<b>15.61</b>	<b>15.93</b>	<b>12.29</b>	<b>11.30</b>	<b>11.34</b>

### Key Assumptions and Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
<b>Growth</b>									
YoY growth in net credit for purchase of receivables	(%)	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.	2.57	4.74	1.04
YoY growth in properties foreclosed	(%)	NA.	NA.	NA.	NA.	NA.	(8.35)	(5.31)	0.36
<b>Profitability</b>									
Return from NPL management	(%)	NA.	NA.	21.67	6.40	9.95	5.45	14.22	10.03
Return from NPA management	(%)	NA.	NA.	6.69	9.16	6.96	29.89	4.04	7.00
Cost of funds	(%)	NA.	NA.	3.03	3.05	3.38	3.23	3.08	2.99
Core net profit margin	(%)	52.11	56.76	67.77	40.77	34.36	55.02	21.03	5.02
Core ROE	(%)	NA.	NA.	29.87	6.87	8.17	16.54	7.60	1.48
Core ROA	(%)	NA.	NA.	12.06	2.75	3.02	5.62	2.38	0.45
<b>Efficiency</b>									
Cost to income ratio	(%)	33.06	26.40	18.38	38.19	39.01	38.59	20.50	23.04
<b>Leverage</b>									
D/E	(%)	NA.	NA.	1.39	1.62	1.79	2.12	2.26	2.26

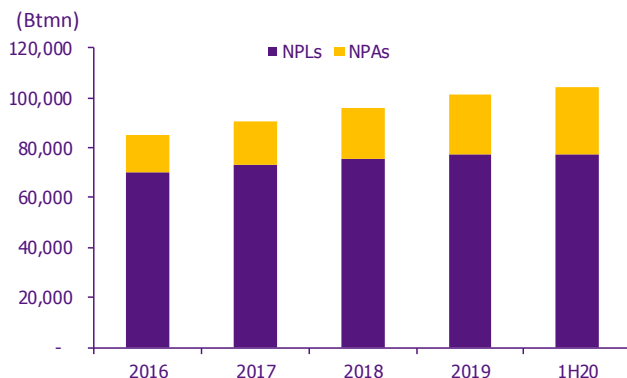
Appendix

Figure 1: Cash collection



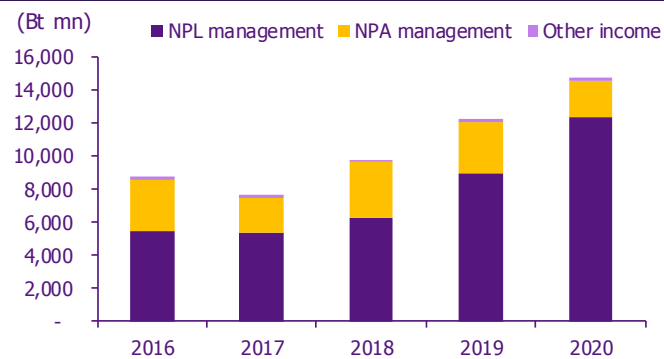
Source: BAM and SCBS Investment Research

Figure 2: Distressed assets under management



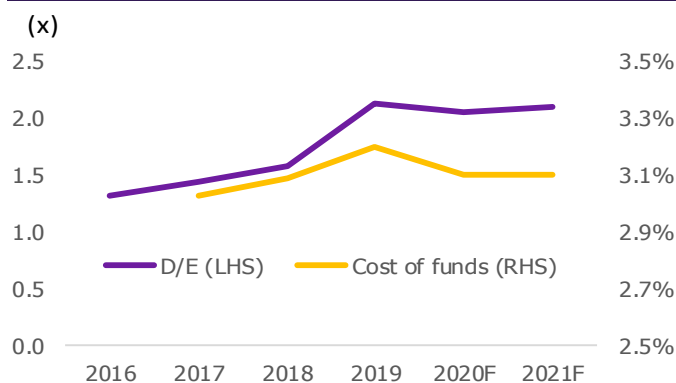
Source: BAM and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown



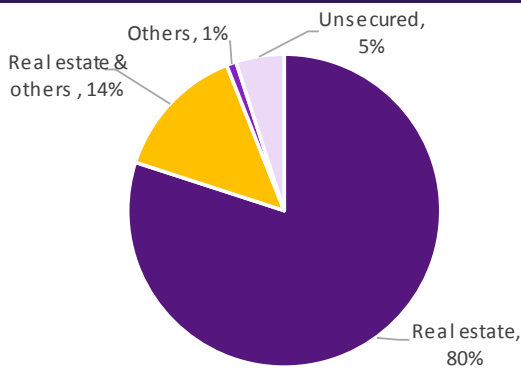
Source: BAM and SCBS Investment Research

Figure 4: D/E and cost of funds



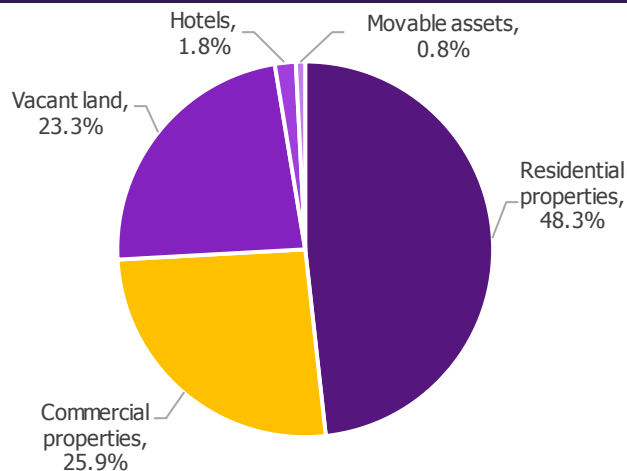
Source: BAM and SCBS Investment Research

Figure 5: Breakdown of NPLs by collateral type



Source: BAM and SCBS Investment Research

Figure 6: Breakdown of NPAs by type



Source: BAM and SCBS Investment Research



## สะดุดช่วงสั้น แต่แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวก

เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของ BDMS ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 และคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 เนื่องจากผู้ป่วยคนไทยกลับมาใช้บริการรักษาพยาบาลแล้ว ~80% ของระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 เมื่อมองข้ามการฟื้นตัวอย่างช้าๆ ของบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติไป เรายังมองว่า BDMS เป็นตัวเลือกลงทุนระยะยาวที่ดี โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มผู้ป่วยคนไทยที่ท่าปรือกันสุขภาพที่มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นและแนวโน้ม upside จากจำนวนผู้ป่วยชาวจีนที่จะเพิ่มขึ้นจากความร่วมมือระหว่าง BDMS กับ Ping An Health ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของ Ping An Insurance Group Company of China, Ltd. ซึ่งเป็นบริษัทประกันรายใหญ่ที่สุดในจีน

ผลการดำเนินงานผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว เราเชื่อว่า 2Q63 เป็นจุดต่ำสุดของ BDMS เนื่องจากบริษัทได้รับผลกระทบจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเดือนเม.ย. ซึ่งเป็นช่วงที่ประเทศไทยดำเนินมาตรการล็อกดาวน์อย่างจริงจัง เราคาดว่าผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้นใน 2H63 หลักๆ ได้รับการสนับสนุนจากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ถูกอันไว้ (pent-up demand) ของผู้ป่วยคนไทยหลังจากรัฐบาลคลายมาตรการล็อกดาวน์ สำหรับ 3Q63TD เราประเมินได้ว่าปริมาณผู้ป่วยของ BDMS ลดลง 20% YoY หรืออยู่ที่ ~80% ของระดับก่อนวิกฤตโควิด-19 ซึ่งปรับตัวขึ้นจากที่ลดลง 27% YoY ใน 2Q63 ประมาณการปี 2563 ของเราบ่งชี้ว่ากำไรจะปรับตัวขึ้นใน 2H63 ที่ 20% HoH (แต่จะลดลง 31% YoY)

บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติฟื้นตัวอย่างช้าๆ แต่ยังมีความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ถูกอันไว้ ประเทศไทยเริ่มเปิดประเทศอย่างระมัดระวัง โดยเปิดรับผู้ป่วยชาวต่างชาติที่จำเป็นต้องเข้ารับการรักษาในประเทศไทยแต่ไม่ใช้รักษาโรคโควิด-19 (ในเดือนก.ค.) และนักท่องเที่ยวแบบลอสเตย์ (ในเดือนต.ค.) เรายังมองว่ามาตรการนี้เป็นพัฒนาการเชิงบวกสำหรับ BDMS เนื่องจากรายได้ 29% ของบริษัท (ก่อนเกิดวิกฤตโควิด-19) ได้มาจากผู้ป่วยชาวต่างชาติ โรงพยาบาล 30 แห่งในเครือของ BDMS มีคุณสมบัติพร้อมเป็นสถานกักกันในโรงพยาบาลทางเลือก (ASQ) เพื่อให้บริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่เดินทางเข้ามา เพราะมีการแยกพื้นที่สำหรับกักตัวสังเกตอาการ นอกจากนี้ BDMS ยังร่วมมือกับโรงแรม 18 แห่ง ซึ่งรวมถึงโรงแรมเพื่อสุขภาพของบริษัทเอง Mövenpick BDMS Wellness Resort Bangkok เพื่อให้บริการสถานที่กักตัวทางเลือก (ASQ) BDMS เปิดเผยว่าบริษัทมีรายชื่อผู้ป่วยชาวต่างชาติที่แสดงความสนใจเข้ามาในประเทศไทย ซึ่งชี้ให้เห็นว่ายังมีมีความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่ถูกอันไว้สำหรับบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติ อย่างไรก็ตาม เรายังมองว่าภาพการฟื้นตัวของผู้ป่วยชาวต่างชาติจะเป็นไปอย่างช้าๆ จากมาตรการเฝ้าระวังและกระบวนการควบคุมการระบาดของโควิด-19 รวมถึงมาตรการจำกัดการเดินทางทางอากาศของประเทศไทย

แนวโน้มระยะยาวยังเป็นบวก เมื่อมองข้ามผลการดำเนินงานที่สะดุดลงในระยะสั้นสืบเนื่องมาจากจำนวนผู้ป่วยชาวต่างชาติค่อยๆ ลดลง สำหรับการลงทุนระยะยาว เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ BDMS โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐานที่ดี เนื่องจากบริษัทมีแนวโน้มที่จะได้รับประโยชน์จากความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ที่มีคุณภาพที่เพิ่มสูงขึ้น จากการให้บริการทางการแพทย์ที่ครอบคลุมตั้งแต่การป้องกัน การรักษา และการฟื้นฟู, กลุ่มผู้ป่วยประกันสุขภาพที่มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้น จากการให้บริการกรมธรรม์ประกันสุขภาพแบบเอ็กซ์คลูซีฟที่เครือข่ายโรงพยาบาลของ BDMS และมีแนวโน้ม upside จากปริมาณผู้ป่วยจากจีนที่จะเพิ่มขึ้นจากความร่วมมือกับ Ping An Health ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของ Ping An Insurance Group Company of China, Ltd. ซึ่งเป็นบริษัทประกันรายใหญ่ที่สุดในจีน โดยมีมูลค่ากว่า 200 ล้านรายในปี 2562

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	75,331	79,630	69,412	78,164	84,546
EBITDA	(Btmn)	17,249	18,032	14,523	16,997	19,206
Core profit	(Btmn)	9,918	9,560	6,668	8,576	9,991
Reported profit	(Btmn)	9,191	15,517	6,668	8,576	9,991
Core EPS	(Bt)	0.64	0.61	0.42	0.54	0.64
DPS	(Bt)	0.32	0.55	0.23	0.30	0.35
P/E, core	(x)	31.6	33.1	47.4	36.9	31.2
EPS growth, core	(%)	22.7	(4.4)	(30.3)	28.6	18.4
P/BV, core	(x)	4.5	3.8	3.6	3.5	3.3
ROE	(%)	14.2	11.9	7.5	9.3	10.3
Dividend yield	(%)	1.6	2.7	1.2	1.5	1.8
FCF yield	(x)	0.5	5.5	3.0	2.5	2.9
EV/EBIT	(x)	29.7	17.2	38.5	30.3	25.0
EBIT growth, core	(%)	7.2	66.8	(56.1)	25.0	17.2
EV/CE	(x)	4.7	4.0	4.1	4.0	3.9
ROCE	(%)	7.9	7.4	4.8	6.7	8.0
EV/EBITDA	(x)	20.5	18.9	23.0	19.3	16.5
EBITDA growth	(%)	11.0	4.5	(19.5)	17.0	13.0

Source: SCBS Investment Research

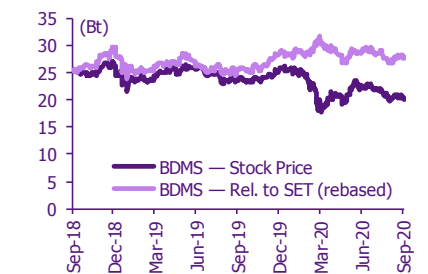
## Tactical: OUTPERFORM

(3-month)

### Stock data

Last close (Sep 22) (Bt)	20.10
12-m target price (Bt)	26.00
Mkt cap (Btbn)	319.43
Mkt cap (US\$m)	10,188
Beta	L
Mkt cap (%) SET	2.31
Sector % SET	4.69
Shares issued (mn)	15,892
Par value (Bt)	0.10
12-m high / low (Bt)	26.5 / 15.6
Avg. daily 6m (US\$m)	19.62
Foreign limit / actual (%)	25 / 18
Free float (%)	64.9
Dividend policy (%)	≥ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	0.0	(10.7)	(14.8)
Relative to SET	2.5	(4.4)	9.0

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

ระวีรัช ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนที่วิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1002

raweenuch.piyakriengkai@scb.co.th

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	60,240	65,237	69,123	75,331	79,630	69,412	78,164	84,546
Cost of goods sold	(Btmn)	41,151	45,277	47,975	51,546	54,277	48,224	54,005	58,223
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>19,088</b>	<b>19,960</b>	<b>21,148</b>	<b>23,784</b>	<b>25,354</b>	<b>21,188</b>	<b>24,159</b>	<b>26,323</b>
SG&A	(Btmn)	12,649	13,644	14,488	15,998	17,447	16,531	17,608	18,261
Other income	(Btmn)	3,401	3,681	4,402	4,803	11,882	4,026	4,299	4,650
Interest expense	(Btmn)	1,136	881	1,535	1,165	929	829	823	899
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,705</b>	<b>9,116</b>	<b>9,526</b>	<b>11,424</b>	<b>18,860</b>	<b>7,853</b>	<b>10,027</b>	<b>11,813</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,895	1,922	2,564	2,740	3,873	1,335	1,705	2,126
Equity a/c profits	(Btmn)	1,259	1,370	1,417	1,690	1,022	450	613	675
Minority interests	(Btmn)	(314)	(385)	(359)	(456)	(492)	(300)	(360)	(371)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>7,755</b>	<b>8,178</b>	<b>8,021</b>	<b>9,918</b>	<b>9,560</b>	<b>6,668</b>	<b>8,576</b>	<b>9,991</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	266	209	2,195	(727)	5,957	-	-	-
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,021</b>	<b>8,386</b>	<b>10,216</b>	<b>9,191</b>	<b>15,517</b>	<b>6,668</b>	<b>8,576</b>	<b>9,991</b>
EBITDA	(Btmn)	14,285	14,800	15,544	17,249	18,032	14,523	16,997	19,206
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.50</b>	<b>0.53</b>	<b>0.52</b>	<b>0.64</b>	<b>0.61</b>	<b>0.42</b>	<b>0.54</b>	<b>0.64</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.52	0.54	0.66	0.59	0.99	0.42	0.54	0.64
DPS (Bt)	(Bt)	0.26	0.29	0.36	0.32	0.55	0.23	0.30	0.35

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	13,582	12,595	14,359	15,198	16,325	18,066	17,296	17,734
Total fixed assets	(Btmn)	52,950	56,461	71,559	74,496	78,440	75,491	75,796	76,267
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>102,335</b>	<b>106,939</b>	<b>122,627</b>	<b>133,499</b>	<b>133,662</b>	<b>132,453</b>	<b>131,989</b>	<b>132,897</b>
Total loans	(Btmn)	20,211	21,873	30,456	39,849	24,316	22,425	17,425	13,325
Total current liabilities	(Btmn)	15,295	17,877	13,417	28,499	19,263	16,651	14,724	13,229
Total long-term liabilities	(Btmn)	27,013	25,916	37,694	29,790	24,099	22,401	17,401	13,301
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>47,338</b>	<b>48,635</b>	<b>56,756</b>	<b>60,061</b>	<b>46,480</b>	<b>42,170</b>	<b>37,743</b>	<b>34,048</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,549	1,549	1,549	1,567	1,589	1,589	1,589	1,589
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>54,997</b>	<b>58,305</b>	<b>65,871</b>	<b>73,438</b>	<b>87,182</b>	<b>90,283</b>	<b>94,246</b>	<b>98,849</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>3.39</b>	<b>3.60</b>	<b>4.07</b>	<b>4.50</b>	<b>5.33</b>	<b>5.52</b>	<b>5.76</b>	<b>6.14</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	7,755	8,178	8,021	9,918	9,560	6,668	8,576	9,991
Depreciation and amortization	(Btmn)	4,387	4,803	5,168	5,386	5,752	5,841	6,148	6,493
Operating cash flow	(Btmn)	12,866	12,447	10,933	14,804	14,546	12,410	14,433	16,115
Investing cash flow	(Btmn)	(5,183)	(9,492)	(11,870)	(13,351)	2,818	(2,892)	(6,453)	(6,964)
Financing cash flow	(Btmn)	(5,763)	(4,266)	1,811	(1,511)	(17,701)	(5,681)	(9,612)	(9,488)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,920</b>	<b>(1,312)</b>	<b>874</b>	<b>(58)</b>	<b>(337)</b>	<b>3,837</b>	<b>(1,632)</b>	<b>(336)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	31.7	30.6	30.6	31.6	31.8	30.5	30.9	31.1
Operating margin	(%)	10.7	9.7	9.6	10.3	9.9	6.7	8.4	9.5
EBITDA margin	(%)	22.4	21.5	21.3	21.7	21.5	19.8	20.6	21.5
EBIT margin	(%)	16.8	15.6	19.2	15.7	24.9	12.5	13.9	15.0
Net profit margin	(%)	13.3	12.9	14.8	12.2	19.5	9.6	11.0	11.8
ROE	(%)	14.9	14.4	12.9	14.2	11.9	7.5	9.3	10.3
ROA	(%)	7.9	7.8	7.0	7.7	7.2	5.0	6.5	7.5
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.1	0.1
Interest coverage	(x)	12.6	16.8	10.1	14.8	19.4	17.5	20.6	21.4
Debt service coverage	(x)	3.6	2.2	5.1	1.1	2.9	2.5	5.1	12.6
Payout Ratio	(%)	50.2	53.6	54.6	54.3	55.8	55.0	55.0	55.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Volume growth									
OPD	(%)	5.8	6.6	2.0	5.0	3.8	(7.0)	3.9	2.1
IPD	(%)	7.7	3.5	(9.6)	14.1	4.4	(10.7)	9.3	6.1
Billing per visit									
OPD	(%)	4.8	3.9	6.1	1.4	2.0	(4.6)	4.2	3.5
IPD	(%)	2.9	2.7	15.0	(2.9)	1.5	(3.8)	6.4	3.9

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total revenue	(Btmn)	19,351	19,364	19,793	18,692	20,838	20,308	18,882	13,080
Cost of goods sold	(Btmn)	12,990	13,737	13,490	13,015	13,961	13,810	13,034	9,853
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,361</b>	<b>5,627</b>	<b>6,302</b>	<b>5,677</b>	<b>6,877</b>	<b>6,497</b>	<b>5,848</b>	<b>3,226</b>
SG&A	(Btmn)	3,895	4,555	4,295	4,138	4,323	4,691	3,773	3,131
Other income	(Btmn)	1,006	1,120	998	997	1,083	1,187	1,132	914
Interest expense	(Btmn)	261	293	288	262	173	206	228	218
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,210</b>	<b>1,899</b>	<b>2,717</b>	<b>2,275</b>	<b>3,463</b>	<b>2,787</b>	<b>2,979</b>	<b>791</b>
Corporate tax	(Btmn)	617	289	2,067	505	710	543	506	226
Equity a/c profits	(Btmn)	421	553	286	199	291	247	218	(37)
Minority interests	(Btmn)	(135)	(86)	(114)	(106)	(154)	(119)	(123)	(71)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,879</b>	<b>2,077</b>	<b>2,433</b>	<b>1,864</b>	<b>2,890</b>	<b>2,373</b>	<b>2,568</b>	<b>458</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	(727)	6,006	2	0	(50)	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,879</b>	<b>1,350</b>	<b>8,439</b>	<b>1,865</b>	<b>2,890</b>	<b>2,323</b>	<b>2,568</b>	<b>458</b>
EBITDA	(Btmn)	4,833	3,574	4,474	3,944	5,122	4,494	4,801	2,604
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.18</b>	<b>0.13</b>	<b>0.16</b>	<b>0.12</b>	<b>0.18</b>	<b>0.15</b>	<b>0.16</b>	<b>0.03</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.18	0.09	0.54	0.12	0.18	0.15	0.16	0.03

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total current assets	(Btmn)	15,645	15,273	21,981	20,320	18,276	16,325	22,738	13,094
Total fixed assets	(Btmn)	72,620	74,496	75,136	75,610	75,853	78,440	78,516	78,431
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>125,805</b>	<b>133,499</b>	<b>135,568</b>	<b>134,354</b>	<b>132,558</b>	<b>133,662</b>	<b>142,889</b>	<b>132,852</b>
Total loans	(Btmn)	35,968	39,849	32,554	32,134	28,326	24,316	30,216	27,409
Total current liabilities	(Btmn)	22,200	28,574	26,498	28,056	22,583	19,263	28,102	12,494
Total long-term liabilities	(Btmn)	25,962	24,734	24,204	24,205	24,098	24,099	20,992	23,993
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>53,776</b>	<b>60,061</b>	<b>54,230</b>	<b>53,751</b>	<b>48,201</b>	<b>46,480</b>	<b>58,906</b>	<b>48,443</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,567	1,567	1,567	1,569	1,589	1,589	1,589	1,589
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>72,029</b>	<b>73,438</b>	<b>81,338</b>	<b>80,603</b>	<b>84,357</b>	<b>87,182</b>	<b>83,983</b>	<b>84,409</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>4.42</b>	<b>4.50</b>	<b>4.99</b>	<b>4.94</b>	<b>5.15</b>	<b>5.33</b>	<b>5.08</b>	<b>5.11</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Core Profit	(Btmn)	2,879	2,077	2,433	1,864	2,890	2,373	2,568	458
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,361	1,381	1,358	1,408	1,486	1,500	1,593	1,595
Operating cash flow	(Btmn)	4,096	3,966	2,749	3,547	4,296	3,954	2,989	1,235
Investing cash flow	(Btmn)	(1,918)	(8,447)	8,788	100	(3,901)	(2,169)	(2,104)	(1,237)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,533)	3,658	(7,346)	(3,243)	(3,075)	(4,037)	5,752	(7,904)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>645</b>	<b>(823)</b>	<b>4,191</b>	<b>404</b>	<b>(2,680)</b>	<b>(2,252)</b>	<b>6,637</b>	<b>(7,905)</b>

### Key Financial Ratios

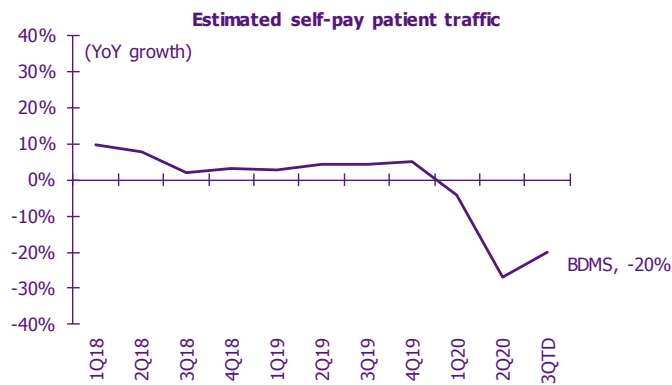
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Gross margin	(%)	32.9	29.1	31.8	30.4	33.0	32.0	31.0	24.7
Operating margin	(%)	12.7	5.5	10.1	8.2	12.3	8.9	11.0	0.7
EBITDA margin	(%)	23.7	17.4	21.5	20.0	23.4	20.9	24.0	18.6
EBIT margin	(%)	17.9	11.3	53.7	13.6	17.4	14.7	17.0	7.7
Net profit margin	(%)	14.9	7.0	42.6	10.0	13.9	11.4	13.6	3.5
ROE	(%)	15.7	14.2	13.0	11.5	12.3	11.9	12.4	7.3
ROA	(%)	8.6	7.7	7.5	6.7	7.4	7.2	7.4	4.5
Net D/E	(x)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
Interest coverage	(x)	18.5	12.2	15.5	15.1	29.6	21.8	21.0	11.9
Debt service coverage	(x)	1.7	0.9	1.4	1.1	2.1	3.0	1.6	2.4

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Volume growth									
OPD	(%)	1.8	3.5	3.3	4.3	4.1	4.8	(4.0)	(26.2)
IPD	(%)	1.0	(1.9)	(1.2)	1.4	3.4	10.5	(10.1)	(34.4)
Billing per visit									
OPD	(%)	0.1	7.3	3.0	(1.5)	1.2	(2.0)	1.6	1.1
IPD	(%)	5.0	8.8	5.5	5.4	6.1	(3.3)	4.2	0.9

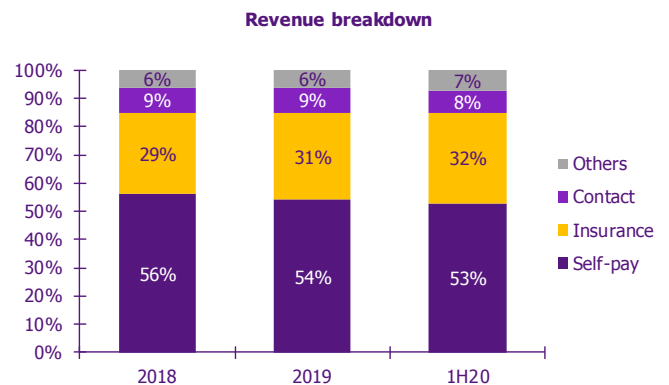
Appendix

Figure 1: Patient traffic is recovering after lockdown



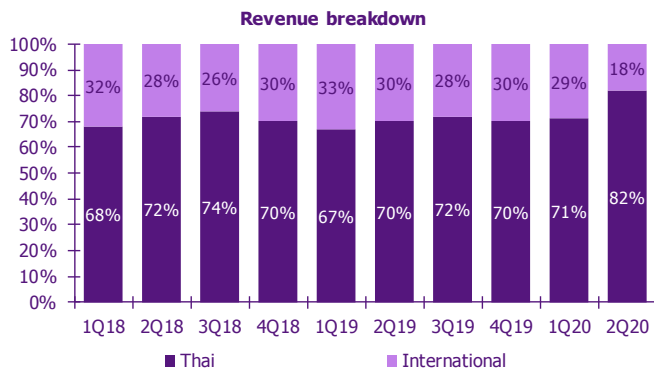
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 2: Revenue breakdown by service



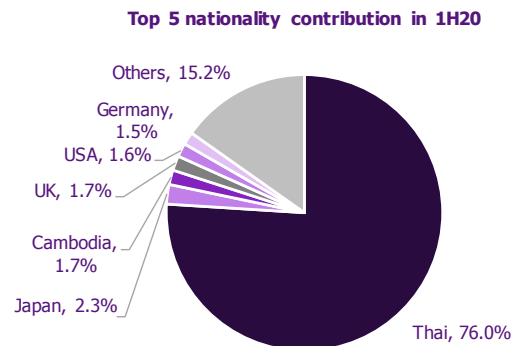
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 3: Revenue breakdown by nationality



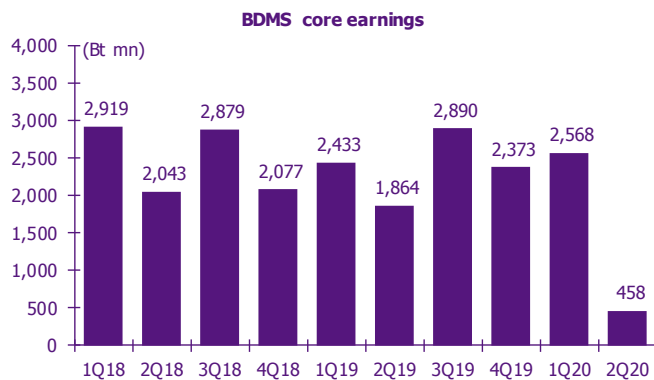
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 4: Top 5 nationality contribution in 1H20



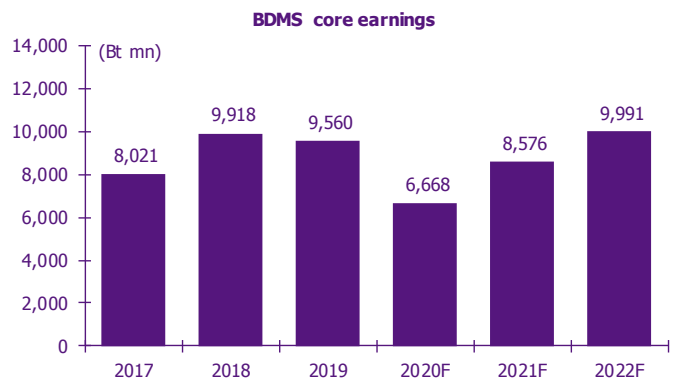
Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 5: BDMS' quarterly earnings



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 6: BDMS earnings forecast



Source: Company data and SCBS Investment Research

Figure 7: Valuation summary (price as of Sep 22, 2020)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BCH	Outperform	14.60	19.0	32.1	29.4	28.9	25.2	11.8	1.6	14.9	5.8	5.3	4.8	19	17	18	1.6	1.7	2.0	17.2	15.1	13.8
BDMS	Outperform	20.10	26.0	30.8	33.1	47.4	36.9	(4.4)	(30.3)	28.6	3.8	3.6	3.5	12	8	9	2.7	1.2	1.5	18.9	23.0	19.3
BH	Neutral	106.00	120.0	15.3	20.6	45.2	28.6	(9.7)	(54.4)	58.0	3.9	4.0	3.7	19	9	13	3.0	1.3	2.1	12.3	21.4	14.9
CHG	Outperform	2.44	2.9	21.6	35.5	34.2	29.3	17.2	3.9	16.6	7.2	6.9	6.4	20	20	22	2.0	2.3	2.7	22.8	20.4	17.5
RJH	Outperform	22.00	28.0	31.0	19.3	20.7	18.8	34.4	(7.0)	10.4	4.7	4.4	4.1	25	22	23	5.0	3.4	3.7	12.3	12.7	11.2
<b>Average</b>					<b>27.6</b>	<b>35.3</b>	<b>27.8</b>	<b>9.8</b>	<b>(17.2)</b>	<b>25.7</b>	<b>5.2</b>	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>2.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.1</b>	<b>17.8</b>	<b>20.0</b>	<b>16.4</b>

Source: SCBS Investment Research



## ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว พร้อมกลับมาเติบโต

เราคาดว่าผลการดำเนินงานของ GFPT ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วใน 2Q63 และจะปรับตัวดีขึ้น HoH ใน 2H63 โดยได้รับการสนับสนุนจากราคาไก่ในประเทศที่ดีขึ้นและแนวโน้มที่จะรับรู้เงินชดเชยประกันภัยสำหรับความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้ในเดือนค.ค. 2562 ผลการดำเนินงาน 1H64 จะมีแนวโน้มที่ดีขึ้น เนื่องจากยอดขายจะฟื้นตัวดีขึ้นจากการเริ่มเดินเครื่องสายการผลิตทดแทนและสายการผลิตใหม่ ซึ่งจะช่วยหนุนให้กำลังการผลิตในโรงงานแปรรูปปรุงสุกทั้งหมดปรับขึ้นอีก 30% เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันเป็นจุดเข้าซื้อที่ดีก่อนที่ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว เรายังคงเรตติ้ง "OUTPERFORM" สำหรับ GFPT ด้วยราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 อ้างอิงวิธี SOTP ที่ 16 บาท

ผลการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น HoH ใน 2H63 ราคาไก่ในประเทศอยู่ที่ 34 บาท/กก. ใน 3Q63TD (+8% QoQ แต่ -6% YoY) สูงกว่าจุดคุ้มทุนที่ 31-32 บาท/กก. ราคาที่เพิ่มขึ้น QoQ เกิดจากอุปสงค์ที่ดีขึ้นหลังจากกิจกรรมเศรษฐกิจและการส่งออกเริ่มฟื้นตัว ขณะที่ราคาไก่ลดลง YoY เกิดจากอุปสงค์ส่งออกที่ชะลอตัวลง ในระยะกลาง ราคาไก่ในประเทศจะได้รับการสนับสนุนจากราคาหมูในประเทศที่แข็งแกร่ง เนื่องจากราคาหมูในประเทศเพื่อนบ้านสูง เพราะอุปทานสุกรลดลงสืบเนื่องมาจากการระบาดของโรคอหิวาต์แอฟริกาในสุกร (ASF), ส่วนต่างค่อนข้างกว้างระหว่างราคาหมูกับราคาไก่ (ผลิตภัณฑ์ทดแทน) ในประเทศ ที่ 46 บาท/กก. ในปัจจุบัน (เทียบกับ 30 บาท/กก. ในช่วง 7 ปีที่ผ่านมา) และอุปสงค์ส่งออกที่ค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ ทั้งนี้ การส่งออกไก่ไทยอาจจะปรับเพิ่มขึ้นได้อีกในระยะ 6-12 เดือนข้างหน้า ถ้าการผลิตไก่ในสหรัฐฯ และบราซิล (ประเทศผู้ส่งออกไก่ 2 รายใหญ่ที่สุดของโลก) ลดลงอย่างต่อเนื่อง สืบเนื่องมาจากการปิดโรงงานผลิตไก่เพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 ต้นทุนอาหารสัตว์มีแนวโน้มที่จะยังอยู่ในระดับต่ำใน 2H63 เนื่องจากการผลิตพืชผลทั่วโลกได้ผลดี และการผลิตเนื้อสัตว์ทั่วโลกปรับลดลงด้วยราคาและปริมาณการส่งออกไก่ที่ดีขึ้น ส่วนแบ่งกำไรใน 2H63 (GFN และ McKey) จึงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้น

ผลการดำเนินงาน 1H64 จะแข็งแกร่งขึ้นจากการเริ่มเดินเครื่องจักรใหม่ **สรุปเหตุเพลิงไหม้** ใน 4Q62 ในช่วงกลางเดือนค.ค. 2562 เกิดเหตุเพลิงไหม้ที่โรงงานในจังหวัดสมุทรปราการสายการผลิต 2 สาย (40% ของกำลังการผลิต) จากทั้งหมด 5 สายที่โรงงานแปรรูปปรุงสุก ได้รับความเสียหายจนบริษัทต้องหยุดการผลิต ขณะที่สายการผลิต 3 สามารถดำเนินการผลิตได้ตามปกติ การหยุดเดินเครื่องสายการผลิต 2 สายที่โรงงานแปรรูปปรุงสุกส่งผลกระทบต่อยอดขายและอัตรากำไร เนื่องจาก GFPT ต้องปรับเปลี่ยนส่วนผสมยอดขายมายืดยอดขายส่งออกผลิตภัณฑ์แช่แข็งราคาต่ำและอัตรากำไรต่ำมากขึ้น **เงินชดเชยประกันภัย** ใน 2H63 GFPT คาดว่าจะบันทึกเงินชดเชยประกันภัยสำหรับความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้จำนวนอย่างน้อย 55 ลบ. ใน 2H63 **เริ่มเดินเครื่องจักรใหม่** ใน 1H64 GFPT ตั้งเป้าติดตั้งและทดลองเดินเครื่องสายการผลิตทดแทน 2 สายแรกเสร็จในเดือนธ.ค. (เริ่มเดินเครื่องผลิตใน 1Q64) และอีก 3 สายในเดือนมี.ค.-เม.ย. 2564 (เริ่มเดินเครื่องผลิตใน 2Q64) ทั้งนี้หลังจากติดตั้งเครื่องจักรใหม่ครบทั้งหมด กำลังการผลิตในโรงงานแปรรูปปรุงสุกของ GFPT จะเพิ่มขึ้นสู่ 36,000 ตันต่อปี (+30% จากกำลังการผลิตก่อนได้รับความเสียหายจากเหตุเพลิงไหม้) ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายและอัตรากำไรปรับตัวดีขึ้น YoY

**คงเรตติ้ง OUTPERFORM** เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันเป็นจุดเข้าซื้อที่ดีก่อนที่ผลการดำเนินงานจะฟื้นตัว เรายังคงเรตติ้ง "OUTPERFORM" สำหรับ GFPT ด้วยราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี SOTP ที่ 16 บาท โดยอิงกับ PE 15 เท่า สำหรับธุรกิจอาหารสัตว์, PE 13 เท่าสำหรับธุรกิจฟาร์มเลี้ยงสัตว์ และ PE 17 เท่า สำหรับธุรกิจอาหาร ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ การเปลี่ยนแปลงในราคาผลิตภัณฑ์และต้นทุนอาหารสัตว์

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	16,647	16,864	14,721	15,822	16,482
EBITDA	(Btmn)	2,694	2,664	2,451	2,654	2,752
Core profit	(Btmn)	1,144	1,256	1,132	1,301	1,455
Reported profit	(Btmn)	1,038	1,195	1,166	1,301	1,455
Core EPS	(Bt)	0.91	1.00	0.90	1.04	1.16
DPS	(Bt)	0.25	0.20	0.20	0.20	0.23
P/E, core	(x)	13.2	12.0	13.3	11.6	10.3
EPS growth, core	(%)	(34.6)	9.8	(9.8)	14.9	11.8
P/BV, core	(x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	9.2	9.5	8.0	8.6	9.0
Dividend yield	(%)	2.1	1.7	1.7	1.7	1.9
FCF yield	(x)	7.3	1.7	1.5	3.1	5.3
EV/EBIT	(x)	12.2	12.9	15.9	13.7	12.7
EBIT growth, core	(%)	(20.5)	(4.9)	(18.8)	14.8	4.5
EV/CE	(x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.2
ROCE	(%)	8.8	7.8	5.0	5.8	6.0
EV/EBITDA	(x)	6.4	6.5	7.1	6.5	6.0
EBITDA growth	(%)	(10.4)	(1.1)	(8.0)	8.3	3.7

Source: SCBS Investment Research

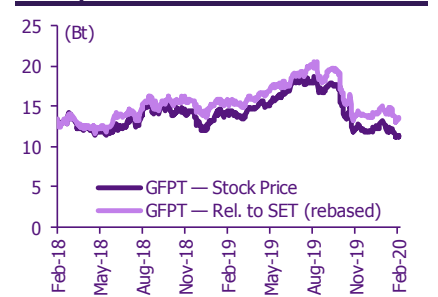
## Tactical: OUTPERFORM

(3-month)

### Stock data

Last close (Sep 22) (Bt)	12.00
12-m target price (Bt)	16.00
Mkt cap (Btbn)	15.05
Mkt cap (US\$mn)	480
Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.11
Sector % SET	0.55
Shares issued (mn)	1,254
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	18.2 / 7.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	1.72
Foreign limit / actual (%)	49 / 13
Free float (%)	57.8
Dividend policy (%)	≤ 50

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(7.0)	(11.8)	(31.0)
Relative to SET	(4.7)	(5.6)	(11.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

### นักวิเคราะห์

#### ศิริมา ดิสสร่า, CFA

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total revenue	(Btmn)	16,467	16,693	16,928	16,647	16,864	14,721	15,822	16,482
Cost of goods sold	(Btmn)	(14,463)	(14,191)	(14,151)	(14,186)	(14,443)	(12,587)	(13,480)	(14,043)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2,003</b>	<b>2,502</b>	<b>2,778</b>	<b>2,461</b>	<b>2,420</b>	<b>2,135</b>	<b>2,342</b>	<b>2,439</b>
SG&A	(Btmn)	(1,170)	(1,243)	(1,316)	(1,340)	(1,352)	(1,318)	(1,365)	(1,409)
Other income	(Btmn)	229	280	318	293	276	275	277	280
Interest expense	(Btmn)	(123)	(98)	(74)	(79)	(79)	(93)	(90)	(80)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>938</b>	<b>1,441</b>	<b>1,705</b>	<b>1,335</b>	<b>1,265</b>	<b>999</b>	<b>1,164</b>	<b>1,230</b>
Corporate tax	(Btmn)	20	(206)	(219)	(252)	(258)	(230)	(256)	(271)
Equity a/c profits	(Btmn)	249	371	272	71	256	370	401	503
Minority interests	(Btmn)	(18)	(13)	(10)	(10)	(8)	(7)	(8)	(8)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,189</b>	<b>1,594</b>	<b>1,748</b>	<b>1,144</b>	<b>1,256</b>	<b>1,132</b>	<b>1,301</b>	<b>1,455</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	6	50	(86)	(106)	(60)	34	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>1,195</b>	<b>1,644</b>	<b>1,662</b>	<b>1,038</b>	<b>1,195</b>	<b>1,166</b>	<b>1,301</b>	<b>1,455</b>
EBITDA	(Btmn)	2,132	2,676	3,004	2,694	2,664	2,451	2,654	2,752
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.95</b>	<b>1.27</b>	<b>1.39</b>	<b>0.91</b>	<b>1.00</b>	<b>0.90</b>	<b>1.04</b>	<b>1.16</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.95	1.31	1.33	0.83	0.95	0.93	1.04	1.16
DPS (Bt)	(Bt)	0.25	0.30	0.30	0.25	0.20	0.20	0.20	0.23

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	4,809	4,915	5,372	5,770	5,714	4,801	4,808	5,041
Total fixed assets	(Btmn)	10,167	11,245	11,994	12,360	13,107	14,406	15,062	15,602
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,976</b>	<b>16,160</b>	<b>17,366</b>	<b>18,130</b>	<b>18,820</b>	<b>19,208</b>	<b>19,870</b>	<b>20,644</b>
Total loans	(Btmn)	4,145	3,806	3,577	3,440	3,424	3,124	2,624	2,124
Total current liabilities	(Btmn)	2,953	3,198	2,975	2,988	1,937	1,795	1,864	1,907
Total long-term liabilities	(Btmn)	2,581	2,183	2,229	2,415	3,268	2,882	2,426	1,953
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,533</b>	<b>5,381</b>	<b>5,205</b>	<b>5,403</b>	<b>5,205</b>	<b>4,677</b>	<b>4,290</b>	<b>3,860</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>9,443</b>	<b>10,779</b>	<b>12,161</b>	<b>12,726</b>	<b>13,615</b>	<b>14,531</b>	<b>15,581</b>	<b>16,784</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>7.53</b>	<b>8.60</b>	<b>9.70</b>	<b>10.15</b>	<b>10.86</b>	<b>11.59</b>	<b>12.43</b>	<b>13.39</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2017
Core Profit	(Btmn)	1,189	1,594	1,748	1,144	1,256	1,132	1,301	1,455
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,070	1,137	1,225	1,279	1,320	1,359	1,400	1,442
Operating cash flow	(Btmn)	1,764	2,089	2,456	2,478	2,014	2,891	2,524	2,786
Investing cash flow	(Btmn)	(1,386)	(1,613)	(1,350)	(1,375)	(1,759)	(2,659)	(2,056)	(1,982)
Financing cash flow	(Btmn)	(55)	(757)	(680)	(599)	(408)	(551)	(751)	(751)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>323</b>	<b>(282)</b>	<b>425</b>	<b>504</b>	<b>(153)</b>	<b>(318)</b>	<b>(282)</b>	<b>53</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	12.2	15.0	16.4	14.8	14.4	14.5	14.8	14.8
Operating margin	(%)	5.1	7.5	8.6	6.7	6.3	5.6	6.2	6.3
EBITDA margin	(%)	12.9	16.0	17.7	16.2	15.8	16.7	16.8	16.7
EBIT margin	(%)	6.4	9.2	10.5	8.5	8.0	7.4	7.9	8.0
Net profit margin	(%)	7.3	9.8	9.8	6.2	7.1	7.9	8.2	8.8
ROE	(%)	13.1	15.8	15.2	9.2	9.5	8.0	8.6	9.0
ROA	(%)	8.3	10.2	10.4	6.4	6.8	6.0	6.7	7.2
Net D/E	(x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Interest coverage	(x)	17.3	27.3	40.4	34.2	33.6	26.3	29.4	34.3
Debt service coverage	(x)	1.0	1.2	1.5	1.5	2.9	2.7	2.9	3.0
Payout Ratio	(%)	26.2	22.9	22.6	30.2	21.0	21.5	19.3	20.0

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Sales growth	(%)	(7.6)	1.4	1.4	(1.7)	1.3	(12.7)	7.5	4.2
Feed revenue	(Bt mn)	4,458	3,908	3,380	3,129	3,172	3,034	3,064	3,095
Farm revenue	(Bt mn)	4,507	4,680	5,168	5,264	5,089	4,494	4,630	4,723
Food revenue	(Bt mn)	7,501	8,106	8,381	8,254	8,603	7,193	8,128	8,664
Chicken meat volume	(000 tons)	104.9	106.9	112.3	117.1	122.5	104.2	110.1	113.9
FX	(Bt/US\$1)	34.2	35.3	33.9	32.3	31.0	31.8	31.8	31.8



## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total revenue	(Btmn)	4,492	4,442	3,966	4,347	4,544	4,007	3,682	3,321
Cost of goods sold	(Btmn)	(3,788)	(3,784)	(3,432)	(3,744)	(3,831)	(3,437)	(3,142)	(2,846)
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>705</b>	<b>658</b>	<b>534</b>	<b>603</b>	<b>714</b>	<b>570</b>	<b>540</b>	<b>475</b>
SG&A	(Btmn)	(334)	(355)	(334)	(331)	(339)	(347)	(331)	(328)
Other income	(Btmn)	64	77	66	73	65	71	67	72
Interest expense	(Btmn)	(20)	(20)	(21)	(19)	(20)	(19)	(24)	(24)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>414</b>	<b>360</b>	<b>245</b>	<b>325</b>	<b>420</b>	<b>275</b>	<b>252</b>	<b>195</b>
Corporate tax	(Btmn)	(64)	(65)	(38)	(73)	(79)	(67)	(74)	(42)
Equity a/c profits	(Btmn)	80	50	22	74	53	107	100	85
Minority interests	(Btmn)	(3)	(2)	(1)	(2)	(2)	(2)	(3)	(1)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>426</b>	<b>344</b>	<b>227</b>	<b>324</b>	<b>391</b>	<b>313</b>	<b>276</b>	<b>238</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	11	(100)	1	18	(16)	(63)	49	(15)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>437</b>	<b>243</b>	<b>228</b>	<b>341</b>	<b>376</b>	<b>250</b>	<b>325</b>	<b>223</b>
EBITDA	(Btmn)	761	703	581	680	774	629	609	544
<b>Core EPS (Bt)</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.27</b>	<b>0.18</b>	<b>0.26</b>	<b>0.31</b>	<b>0.25</b>	<b>0.22</b>	<b>0.19</b>
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.35	0.19	0.18	0.27	0.30	0.20	0.26	0.18

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total current assets	(Btmn)	5,773	5,770	5,939	5,778	5,820	5,714	5,773	5,808
Total fixed assets	(Btmn)	12,132	12,360	12,524	12,611	12,867	13,107	13,812	14,090
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,904</b>	<b>18,130</b>	<b>18,462</b>	<b>18,389</b>	<b>18,687</b>	<b>18,820</b>	<b>19,584</b>	<b>19,898</b>
Total loans	(Btmn)	3,643	3,440	3,368	3,351	3,361	3,424	3,890	3,797
Total current liabilities	(Btmn)	3,103	2,988	2,884	2,777	2,693	1,937	2,294	2,643
Total long-term liabilities	(Btmn)	2,300	2,415	2,623	2,626	2,631	3,268	3,350	3,351
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,403</b>	<b>5,403</b>	<b>5,507</b>	<b>5,403</b>	<b>5,325</b>	<b>5,205</b>	<b>5,645</b>	<b>5,993</b>
Paid-up capital	(Btmn)	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254	1,254
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>12,501</b>	<b>12,726</b>	<b>12,955</b>	<b>12,986</b>	<b>13,363</b>	<b>13,615</b>	<b>13,940</b>	<b>13,904</b>
<b>BVPS (Bt)</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.97</b>	<b>10.15</b>	<b>10.33</b>	<b>10.36</b>	<b>10.66</b>	<b>10.86</b>	<b>11.12</b>	<b>11.09</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Core Profit	(Btmn)	437	243	228	341	376	250	325	223
Depreciation and amortization	(Btmn)	326	323	316	336	334	334	333	325
Operating cash flow	(Btmn)	545	432	305	1,151	598	(40)	1,048	990
Investing cash flow	(Btmn)	(317)	(451)	(407)	(333)	(532)	(487)	(519)	(414)
Financing cash flow	(Btmn)	(32)	(230)	(92)	(351)	(20)	54	59	(387)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>196</b>	<b>(249)</b>	<b>(194)</b>	<b>467</b>	<b>46</b>	<b>(473)</b>	<b>588</b>	<b>189</b>

### Key Financial Ratios

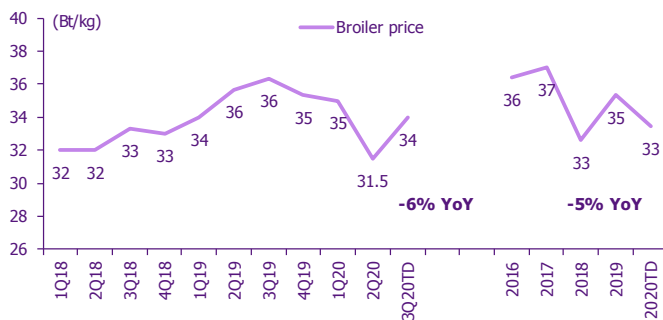
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Gross margin	(%)	15.7	14.8	13.5	13.9	15.7	14.2	14.7	14.3
Operating margin	(%)	8.2	6.8	5.0	6.2	8.2	5.6	5.7	4.4
EBITDA margin	(%)	16.9	15.8	14.7	15.7	17.0	15.7	16.5	16.4
EBIT margin	(%)	9.7	8.5	6.7	7.9	9.7	7.3	7.5	6.6
Net profit margin	(%)	9.7	5.5	5.7	7.9	8.3	6.3	8.8	6.7
ROE	(%)	13.9	10.9	7.1	10.0	11.9	9.3	8.0	6.8
ROA	(%)	9.6	7.6	5.0	7.0	8.4	6.7	5.7	4.8
Net D/E	(x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1
Interest coverage	(x)	37.3	35.5	27.9	35.1	38.7	32.8	25.3	23.1
Debt service coverage	(x)	1.5	1.6	1.6	1.9	2.1	2.8	1.9	1.8

### Key statistics

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Sales growth	(%)	2.1	4.7	6.2	9.2	1.2	(9.8)	(7.2)	(23.6)
Feed revenue	(Bt mn)	866	825	765	756	867	783	720	761
Farm revenue	(Bt mn)	1,400	1,114	1,369	1,244	1,233	1,242	1,246	1,044
Food revenue	(Bt mn)	2,227	2,502	1,831	2,346	2,444	1,982	1,717	1,516
Chicken meat volume	(000 tons)	31.5	31.9	31.1	31.2	32.3	28.3	27.2	22.6
FX	(Bt/US\$1)	32.9	32.8	31.6	31.6	30.7	30.2	31.3	31.9

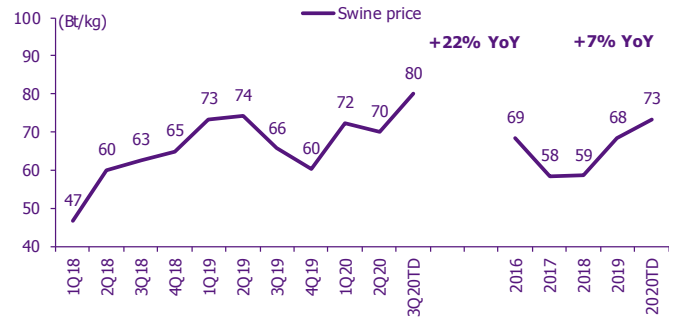
Appendix

**Figure 1: In 3Q20TD, local broiler price revived QoQ, after easing lockdown**



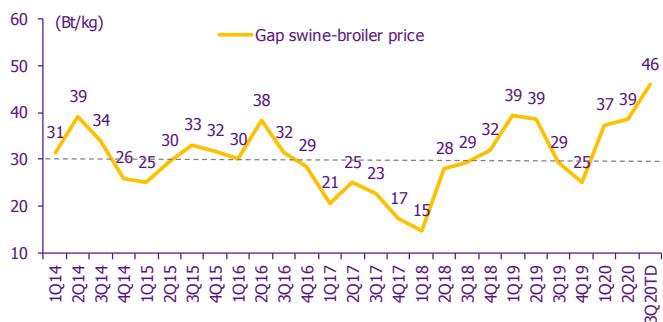
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 2: Local swine price hit 7-year high in 3Q20TD**



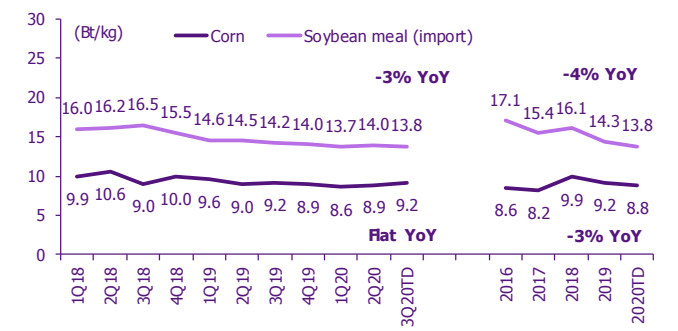
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 3: Gap of local swine price and broiler price widened in 3Q20TD**



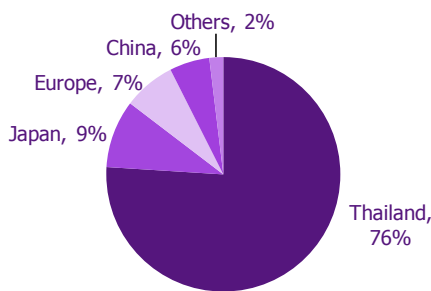
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 4: Blended feed costs declined in 3Q20TD**



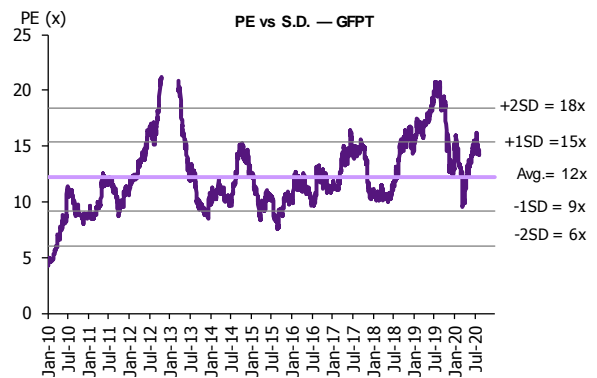
Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 5: GFPT's sales breakdown by market base in 2019**



Source: Company data and SCBS Investment Research

**Figure 6: GFPT's historical PE band**



Source: Industry sources and SCBS Investment Research

**Figure 7: Valuation summary** (price as of Sep 22, 2020)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
CPF	Outperform	29.25	38.0	32.3	16.9	12.5	11.7	111	35	7	1.1	1.0	1.0	7	9	9	2.4	2.4	2.4	10.7	9.2	8.9
GFPT	Outperform	12.00	16.0	35.0	12.0	13.3	11.6	10	(10)	15	1.1	1.0	1.0	10	8	9	1.7	1.7	1.7	6.5	7.1	6.5
TU	Neutral	13.40	16.0	23.7	12.2	12.3	11.8	30	(0)	4	1.2	1.2	1.1	11	10	10	3.5	4.3	4.5	10.3	9.7	10.1
<b>Average</b>					<b>13.7</b>	<b>12.7</b>	<b>11.7</b>	<b>50</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>9.2</b>	<b>8.7</b>	<b>8.5</b>

Source: SCBS Investment Research



## โดดเด่นเพราะมีความได้เปรียบด้านต้นทุน

แม้ผลการดำเนินงานของ TOP จะได้รับผลกระทบจาก GRM และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์ที่อ่อนแอใน 2H63 แต่ต้นทุนเงินสดที่แข่งขันได้จะเป็นเกราะป้องกันผลกระทบดังกล่าว ความได้เปรียบด้านต้นทุนจะเพิ่มขึ้นอีกใน 2H63 เพราะบริษัทตั้งเป้าลดต้นทุนลง 25% ในปี 2563 นอกจากนี้บริษัทยังจะบันทึกกำไรจากการขายหุ้นบางส่วนใน GPSC ซึ่งจะมากพอชดเชยขาดทุนสินค้าคงคลังจำนวนมาก เราเชื่อว่าสถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว และยืนยันราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ที่ 50 บาท เราให้เรตติ้ง "OUTPERFORM" TOP เพราะบริษัทมีต้นทุนที่แข่งขันได้จนดลแข็งแรง และได้รับการสนับสนุนจาก PTT ในฐานะแกนนำในธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน TOP เป็นหุ้นแนะนำเชิงกลยุทธ์ใน 4Q63 ของเรา เนื่องจากเราเชื่อว่านักลงทุนจะกลับมาให้ความสนใจ TOP มากขึ้นถ้า sentiment ต่อหุ้นที่เกี่ยวข้องกับสินค้าโภคภัณฑ์ฟื้นตัวขึ้น

มุมมองระยะยาวต่ออุตสาหกรรม โดยเฉพาะธุรกิจหลักของ TOP: โรงกลั่นน้ำมัน อะโรมาติกส์ และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน แนวโน้มธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันดูดีที่สุดในขณะนี้ GRM จะได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซลที่สูงขึ้น หลังจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมา การฟื้นตัวจะขึ้นอยู่กับ การเพิ่มขึ้นของอุปสงค์น้ำมันอากาศยานใน 4Q63 จากการเดินทางทางอากาศที่เพิ่มขึ้น ซึ่งยังไม่มีแนวโน้มแน่นอน สินค้าคงคลังสูงและกำลังการผลิตเพิ่มเติมจะกดดันแนวโน้มธุรกิจ PX และธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานอย่างต่อเนื่อง ขณะที่อุปสงค์ LAB จะช่วยหนุนธุรกิจอะโรมาติกส์ และอุปสงค์ยางมะตอยจะช่วยหนุนธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานใน 2H63

ลดต้นทุนลงอีกใน 2H63 TOP วางแผนลดต้นทุนเงินสดลง 25% จากระดับปัจจุบันที่ US\$1.70/bbl ซึ่งจัดอยู่ในระดับ top quartile ของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันทั่วโลกอยู่แล้ว ผู้บริหารมั่นใจว่าบริษัทจะทำได้สำเร็จ เนื่องจากต้นทุนใน 1H63 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 37% ของงบประมาณเต็มปี ปีล่าสุดสำคัญที่ช่วยให้ลดต้นทุนใน 1H63 ได้สำเร็จ คือ การใช้เทคโนโลยีดิจิทัลมาลดต้นทุนแรงงาน จัดลำดับความสำคัญของค่าใช้จ่าย โดยเลือกเฉพาะงานที่สำคัญ และบริหารแผนซ่อมบำรุงให้สอดคล้องกับอุปสงค์และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ มาตรการควบคุมต้นทุนเหล่านี้จะมีความเข้มงวดมากขึ้นใน 2H63

CFP จะหนุนให้ความได้เปรียบด้านต้นทุนเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2566 TOP จะมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนการดำเนินงานมากขึ้นเมื่อโครงการขยายธุรกิจโรงกลั่นที่ชื่อว่า Clean Fuel Project (CFP) เริ่มดำเนินการในช่วงปลายปี 2566-ต้นปี 2567 กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นจะช่วยเพิ่มการประหยัดต่อขนาด ขณะที่ปริมาณผลผลิตที่สูงขึ้นจะหนุนให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น โครงการนี้อาจจะล่าช้าเล็กน้อยเนื่องจากสถานการณ์โควิด-19 และอาจจะส่งผลทำให้ต้นทุนการลงทุนเพิ่มขึ้น แต่ TOP คาดว่าเงินลงทุนทั้งหมดจะยังคงอยู่ในงบประมาณที่วางไว้ เนื่องจากบริษัทได้เตรียมงบประมาณฉุกเฉินไว้บางส่วนแล้ว บริษัทวางแผนใช้เงินลงทุน US\$3.3 พันลบ. ในปี 2563-66

ปรับโครงสร้างการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า TOP ประกาศขายหุ้นบางส่วนที่บริษัทถืออยู่ใน GPSC ให้กับ PTT ซึ่งถือเป็นหนึ่งในสองขั้นตอนในการปรับโครงสร้างพอร์ตการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า ซึ่งบริษัทวางแผนที่จะรักษาสัดส่วนกำไรจากธุรกิจนี้ไว้ที่ 15% ในระยะยาว TOP จะขายหุ้น 8.91% ใน GPSC ให้กับ PTT ที่ราคา 67.21 บาท/หุ้น (1.69 หมื่นลบ.) เทียบกับต้นทุนเฉลี่ย 31.02 บาท/หุ้น เรามองว่า TOP จะได้รับประโยชน์จากการปรับโครงสร้างการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้าสองต่อด้วยกัน: 1) การปรับโครงสร้างจะปลดล็อกสินทรัพย์ให้สร้างกระแสเงินสดมากขึ้นเพื่อสนับสนุนการเติบโตในอนาคตด้วยการขายหุ้นบางส่วนใน GPSC ขณะที่ยังคงสัดส่วนกำไรในระยะยาวจากธุรกิจไฟฟ้าไว้ที่ 15% และ 2) การปรับโครงสร้างจะช่วยปรับการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้าผ่านทางบริษัทย่อย "ไทยออยล์เพาเวอร์" ให้มีความคล่องตัว เราประเมินกำไรจากการขายเงินลงทุนได้ที่ 9 พันลบ. ในปี 2563 ซึ่งจะช่วยชดเชยขาดทุนสินค้าคงคลังใน 1H63 ที่มีมากถึง 1.3 หมื่นลบ.

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง ฐานะการเงินของ TOP ยังแข็งแกร่ง โดยบริษัทระดมทุนเพิ่มผ่านการออกหุ้นกู้ ความต้องการหุ้นกู้ล่าสุดมูลค่า US\$1 พันลบ. ของบริษัทยังมีอยู่มาก แม้อัตราดอกเบี้ยต่ำเพียง 2.5% สำหรับหุ้นกู้อายุ 10 ปี และ 3.75% สำหรับหุ้นกู้อายุ 30 ปี เงินสดในมือและการออกหุ้นกู้ใหม่ น่าจะเพียงพอสำหรับแผนลงทุนของบริษัท นอกจากนี้บริษัทก็วางแผนสร้างรายได้จากสินทรัพย์อื่นๆ เพื่อเพิ่มสภาพคล่องถ้าจำเป็น ซึ่งรวมถึงการขายเวลาเช่ารถแท็กซี่ที่การดำเนินงานดีกับ PTT (บริษัทแม่) เพื่อเพิ่มเงินทุนหมุนเวียน

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	392,166	364,327	219,682	255,202	260,628
EBITDA	(Btmn)	20,698	12,971	11,021	20,268	23,414
Core profit	(Btmn)	10,343	4,143	9,450	9,256	12,070
Reported profit	(Btmn)	10,149	6,277	9,104	9,256	12,070
Core EPS	(Bt)	5.07	2.03	4.63	4.54	5.92
DPS	(Bt)	2.65	1.50	1.80	1.90	2.40
P/E, core	(x)	7.1	17.6	7.7	7.9	6.0
EPS growth, core	(%)	(52.6)	(59.9)	128.1	(2.0)	30.4
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
ROE	(%)	8.2	3.3	7.4	6.9	8.5
Dividend yield	(%)	7.4	4.2	5.0	5.3	6.7
FCF yield	(x)	(9.8)	45.3	(29.8)	(43.6)	(4.8)
EV/EBIT	(x)	5.4	18.7	34.5	12.9	10.9
EBIT growth, core	(%)	(52.9)	(56.2)	(34.2)	237.2	23.6
EV/CE	(x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
ROCE	(%)	10.0	3.1	1.9	5.2	6.0
EV/EBITDA	(x)	3.5	8.5	12.1	8.3	7.5
EBITDA growth	(%)	(42.8)	(37.3)	(15.0)	83.9	15.5

Source: SCBS Investment Research

## Tactical: OUTPERFORM

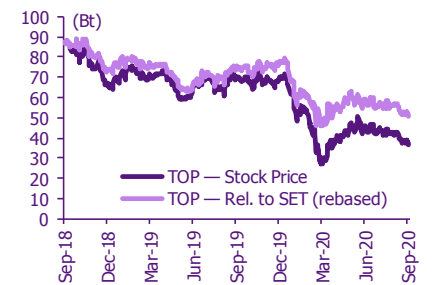
(3-month)

### Stock data

Last close (Sep 22) (Bt)	35.75
12-m target price (Bt)	50.00
Mkt cap (Btbn)	72.93
Mkt cap (US\$mn)	2,326

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.53
Sector % SET	21.55
Shares issued (mn)	2,040
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	73.5 / 25.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	24.51
Foreign limit / actual (%)	40 / 16
Free float (%)	52.0
Dividend policy (%)	≥ 25

### Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(13.3)	(21.9)	(48.6)
Relative to SET	(11.2)	(16.4)	(34.1)

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)	293,569	274,739	337,388	392,166	364,327	219,682	255,202	260,628
Cost of goods sold	(Btmn)	273,819	247,261	305,386	375,950	355,756	213,394	239,339	241,631
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>19,750</b>	<b>27,478</b>	<b>32,002</b>	<b>16,216</b>	<b>8,570</b>	<b>6,289</b>	<b>15,862</b>	<b>18,997</b>
SG&A	(Btmn)	3,207	2,633	3,461	2,782	2,684	2,417	2,807	2,859
Other income	(Btmn)	1,546	1,366	1,348	1,876	1,744	10,879	1,814	1,851
Interest expense	(Btmn)	3,435	3,461	3,285	3,942	3,307	4,300	4,675	4,527
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,654</b>	<b>22,750</b>	<b>26,604</b>	<b>11,368</b>	<b>4,322</b>	<b>10,451</b>	<b>10,195</b>	<b>13,461</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,597	2,295	5,529	1,983	1,239	1,819	1,835	2,288
Equity a/c profits	(Btmn)	712	930	1,197	1,193	1,299	1,364	1,433	1,433
Minority interests	(Btmn)	(323)	(365)	(463)	(235)	(240)	(547)	(536)	(536)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>13,446</b>	<b>21,019</b>	<b>21,808</b>	<b>10,343</b>	<b>4,143</b>	<b>9,450</b>	<b>9,256</b>	<b>12,070</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(1,264)	203	3,048	(194)	2,134	(346)	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>12,181</b>	<b>21,222</b>	<b>24,856</b>	<b>10,149</b>	<b>6,277</b>	<b>9,104</b>	<b>9,256</b>	<b>12,070</b>
EBITDA	(Btmn)	23,309	32,606	36,183	20,698	12,971	11,021	20,268	23,414
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6.59</b>	<b>10.30</b>	<b>10.69</b>	<b>5.07</b>	<b>2.03</b>	<b>4.63</b>	<b>4.54</b>	<b>5.92</b>
Net EPS	(Bt)	5.97	10.40	12.18	4.97	3.08	4.46	4.54	5.92
DPS	(Bt)	2.70	4.50	5.25	2.65	1.50	1.80	1.90	2.40

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Total current assets	(Btmn)	90,490	115,731	126,211	164,743	134,676	128,395	83,003	76,372
Total fixed assets	(Btmn)	101,676	102,001	101,897	103,869	148,768	188,035	235,611	250,158
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>192,166</b>	<b>217,731</b>	<b>228,108</b>	<b>268,613</b>	<b>283,445</b>	<b>316,430</b>	<b>318,614</b>	<b>326,529</b>
Total loans	(Btmn)	75,506	76,301	66,468	107,060	114,200	147,864	141,528	140,192
Total current liabilities	(Btmn)	18,192	34,146	33,348	38,020	38,667	36,547	36,351	41,041
Total long-term liabilities	(Btmn)	76,965	71,988	67,612	104,121	120,854	148,349	144,813	139,513
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>95,157</b>	<b>106,134</b>	<b>100,960</b>	<b>142,141</b>	<b>159,521</b>	<b>184,896</b>	<b>181,164</b>	<b>180,554</b>
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>97,009</b>	<b>111,597</b>	<b>127,148</b>	<b>126,472</b>	<b>123,924</b>	<b>131,534</b>	<b>137,450</b>	<b>145,975</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>45.28</b>	<b>52.38</b>	<b>59.91</b>	<b>59.66</b>	<b>58.81</b>	<b>62.27</b>	<b>64.91</b>	<b>68.83</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Core Profit	(Btmn)	13,446	21,019	21,808	10,343	4,143	9,450	9,256	12,070
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,766	7,762	7,642	7,264	7,085	7,149	7,213	7,277
Operating cash flow	(Btmn)	31,738	23,105	33,821	19,020	9,666	24,859	20,694	17,636
Investing cash flow	(Btmn)	2,530	(18,352)	(30,092)	(26,167)	23,343	(46,611)	(52,523)	(21,131)
Financing cash flow	(Btmn)	(14,740)	(9,397)	(19,226)	25,566	8,129	32,171	(9,676)	(4,880)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>19,527</b>	<b>(4,644)</b>	<b>(15,497)</b>	<b>18,418</b>	<b>41,138</b>	<b>10,418</b>	<b>(41,505)</b>	<b>(8,375)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Gross margin	(%)	6.7	10.0	9.5	4.1	2.4	2.9	6.2	7.3
Operating margin	(%)	5.6	9.0	8.5	3.4	1.6	1.8	5.1	6.2
EBITDA margin	(%)	7.9	11.9	10.7	5.3	3.6	5.0	7.9	9.0
EBIT margin	(%)	5.6	9.0	8.5	3.4	1.6	1.8	5.1	6.2
Net profit margin	(%)	4.1	7.7	7.4	2.6	1.7	4.1	3.6	4.6
ROE	(%)	14.5	20.2	18.3	8.2	3.3	7.4	6.9	8.5
ROA	(%)	7.0	10.3	9.8	4.2	1.5	3.2	2.9	3.7
Net D/E	(x)	0.2	0.1	(0.0)	(0.0)	0.3	0.5	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	6.8	9.4	11.0	5.3	3.9	2.6	4.3	5.2
Debt service coverage	(x)	4.5	2.8	6.2	1.9	2.1	0.9	2.1	1.8
Payout Ratio	(%)	45.2	43.3	43.1	53.3	48.8	40.3	41.9	40.6

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	51.2	41.3	53.2	69.4	63.5	38.0	43.0	43.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	9.1	7.5	9.1	6.9	4.7	3.4	5.6	6.5
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	256	317	276	388	285	200	200	200
Utilization rate - refinery	(%)	108.0	108.0	112.0	113.0	107.0	110.0	112.0	112.0
Utilization rate - petchem	(%)	81.0	81.0	83.0	89.0	70.0	85.0	85.0	85.0
FX	(Bt/US\$)	34.35	35.29	33.93	32.32	31.06	32.00	32.00	32.00

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total revenue	(Btmn)	101,783	100,954	91,789	92,564	83,034	96,940	77,831	50,523
Cost of goods sold	(Btmn)	95,800	104,640	86,073	91,700	83,585	94,399	91,654	49,193
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>5,983</b>	<b>(3,687)</b>	<b>5,717</b>	<b>864</b>	<b>(551)</b>	<b>2,541</b>	<b>(13,823)</b>	<b>1,329</b>
SG&A	(Btmn)	643	855	546	801	526	811	585	591
Other income	(Btmn)	424	586	679	825	527	(287)	413	315
Interest expense	(Btmn)	844	1,271	1,215	1,196	1,041	(144)	1,105	1,029
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,921</b>	<b>(5,226)</b>	<b>4,635</b>	<b>(307)</b>	<b>(1,592)</b>	<b>1,586</b>	<b>(15,100)</b>	<b>24</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,008	(1,315)	1,000	116	(222)	345	(3,558)	495
Equity a/c profits	(Btmn)	320	201	351	351	297	300	584	699
Minority interests	(Btmn)	(82)	(17)	(63)	(45)	(60)	(71)	(62)	(136)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,150</b>	<b>(3,727)</b>	<b>3,923</b>	<b>(117)</b>	<b>(1,133)</b>	<b>1,470</b>	<b>(11,020)</b>	<b>92</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	408	(1,085)	486	684	451	514	(2,734)	2,388
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,558</b>	<b>(4,812)</b>	<b>4,408</b>	<b>567</b>	<b>(683)</b>	<b>1,984</b>	<b>(13,754)</b>	<b>2,480</b>
EBITDA	(Btmn)	7,169	(2,680)	6,973	1,836	703	3,459	(12,279)	3,162
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2.03</b>	<b>(1.83)</b>	<b>1.92</b>	<b>(0.06)</b>	<b>(0.56)</b>	<b>0.72</b>	<b>(5.40)</b>	<b>0.05</b>
Net EPS	(Bt)	2.23	(2.36)	2.16	0.28	(0.33)	0.97	(6.74)	1.22

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Total current assets	(Btmn)	139,639	164,743	166,386	146,947	138,546	134,676	99,569	115,090
Total fixed assets	(Btmn)	101,260	103,869	105,845	109,506	117,316	148,768	172,797	183,081
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>240,899</b>	<b>268,613</b>	<b>272,231</b>	<b>256,453</b>	<b>255,863</b>	<b>283,445</b>	<b>272,366</b>	<b>298,170</b>
Total loans	(Btmn)	75,325	107,060	102,026	99,597	99,000	114,200	121,643	147,336
Total current liabilities	(Btmn)	37,652	38,020	38,127	29,885	32,255	38,667	26,849	23,473
Total long-term liabilities	(Btmn)	71,932	104,121	103,165	101,414	101,120	120,854	137,188	163,865
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>109,583</b>	<b>142,141</b>	<b>141,292</b>	<b>131,299</b>	<b>133,375</b>	<b>159,521</b>	<b>164,037</b>	<b>187,339</b>
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>131,316</b>	<b>126,472</b>	<b>130,939</b>	<b>125,154</b>	<b>122,488</b>	<b>123,924</b>	<b>108,329</b>	<b>110,832</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>62.04</b>	<b>59.66</b>	<b>61.82</b>	<b>59.39</b>	<b>58.08</b>	<b>58.81</b>	<b>51.20</b>	<b>52.43</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Core Profit	(Btmn)	4,150	(3,727)	3,923	(117)	(1,133)	1,470	(11,020)	92
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,828	1,862	1,803	1,772	1,781	1,729	2,129	2,109
Operating cash flow	(Btmn)	(4,395)	11,351	3,466	2,962	(1,670)	4,908	293	1,764
Investing cash flow	(Btmn)	(5,789)	(29,983)	7,878	18,388	9,630	(12,552)	(33,218)	(33,223)
Financing cash flow	(Btmn)	(3,610)	31,915	(5,186)	(3,911)	(3,468)	20,694	(603)	27,497
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(13,794)</b>	<b>13,282</b>	<b>6,158</b>	<b>17,439</b>	<b>4,491</b>	<b>13,050</b>	<b>(33,528)</b>	<b>(3,962)</b>

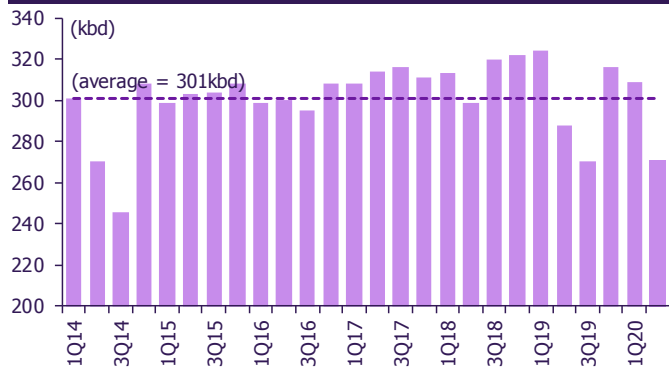
### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Gross margin	(%)	5.9	(3.7)	6.2	0.9	(0.7)	2.6	(17.8)	2.6
Operating margin	(%)	5.2	(4.5)	5.6	0.1	(1.3)	1.8	(18.5)	1.5
EBITDA margin	(%)	7.0	(2.7)	7.6	2.0	0.8	3.6	(15.8)	6.3
EBIT margin	(%)	5.2	(4.5)	5.6	0.1	(1.3)	1.8	(18.5)	2.1
Net profit margin	(%)	4.5	(4.8)	4.8	0.6	(0.8)	2.0	(17.7)	4.9
ROE	(%)	12.7	(11.6)	12.2	(0.4)	(3.7)	4.8	(38.0)	0.3
ROA	(%)	6.9	(5.9)	5.8	(0.2)	(1.8)	2.2	(15.9)	0.1
Net D/E	(x)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5	0.6
Interest coverage	(x)	8.5	(2.1)	5.7	1.5	0.7	(24.0)	(11.1)	3.1
Debt service coverage	(x)	2.7	(0.9)	3.6	0.9	0.4	5.9	(4.3)	1.2

### Key Statistics

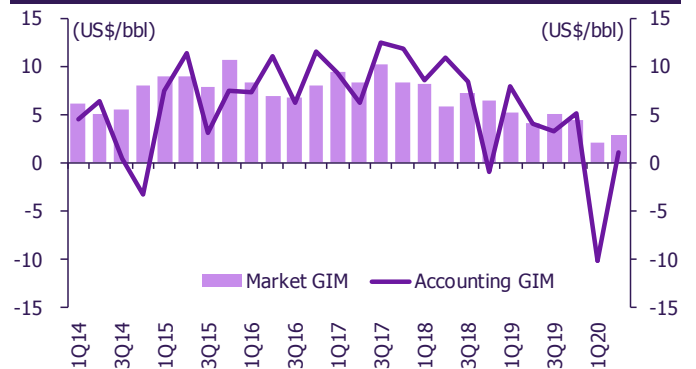
FY December 31	Unit	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	74.30	67.40	63.50	67.40	61.10	62.10	50.90	30.55
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	7.2	6.5	5.2	4.2	5.1	4.4	2.1	2.9
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	451	528	508	273	194	163	218	214
Utilization rate - refinery	(%)	115	115	116	103	97	113	111	98
Utilization rate - petchem	(%)	89	94	92	64	54	73	81	75
FX	(Bt/US\$)	32.97	32.82	31.79	31.76	30.72	30.46	31.45	31.96

**Figure 1: Integrated intake**



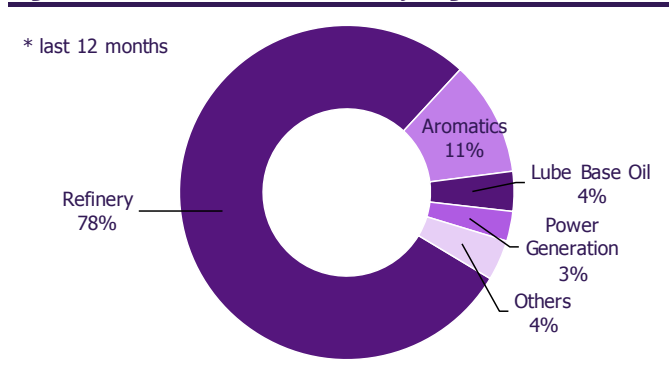
Source: TOP, SCBS Investment Research

**Figure 2: Gross integrated margin**



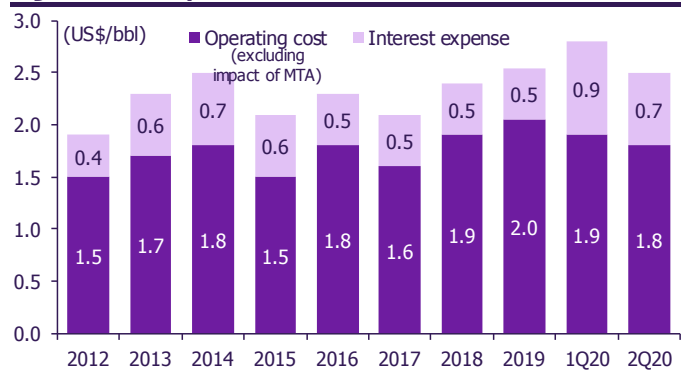
Source: TOP, SCBS Investment Research

**Figure 3: Revenue breakdown by segment (LTM\*)**



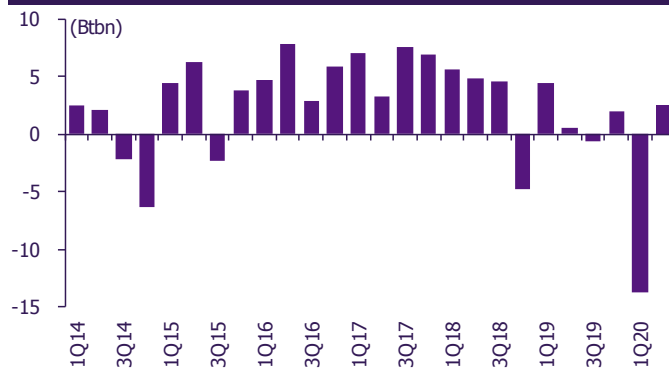
Source: TOP, SCBS Investment Research

**Figure 4: Group cash cost**



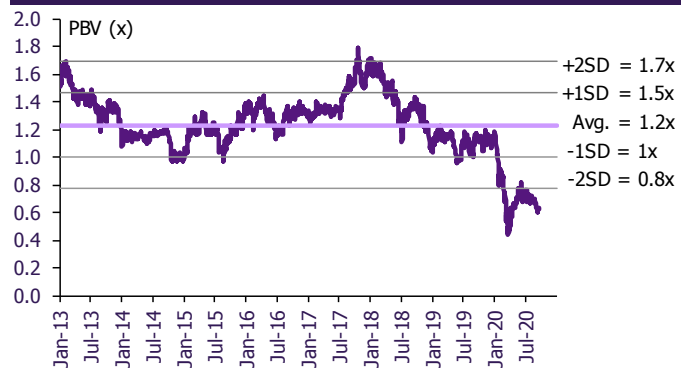
Source: TOP, SCBS Investment Research

**Figure 5: Quarterly net profit**



Source: TOP, SCBS Investment Research

**Figure 6: TOP – PBV band**



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

**Figure 7: Valuation summary** (price as of Sep 22, 2020)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F	19A	20F	21F
BCP	Outperform	15.80	30.0	93.0	22.0	n.m.	4.5	(64)	n.m.	n.m.	0.4	0.5	0.4	2	(6)	10	5.1	3.2	11.4	7.6	14.1	4.3
ESSO	Underperform	6.20	5.1	(17.7)	n.m.	n.m.	6.9	n.m.	(2)	n.m.	1.0	1.1	1.0	(13)	(15)	15	0.0	0.0	6.5	(26.6)	(18.4)	6.4
IRPC	Neutral	2.04	2.8	37.3	n.m.	n.m.	11.6	n.m.	(42)	n.m.	0.5	0.5	0.5	(5)	(8)	5	4.9	0.0	3.9	20.2	39.9	6.1
PTT	Outperform	34.25	44.0	32.8	12.6	14.7	10.9	(31)	(14)	35	1.1	1.1	1.0	6	5	7	5.8	4.4	5.1	4.4	4.5	3.3
PTTEP	Outperform	84.75	114.0	38.0	6.9	17.4	11.6	35	(60)	49	0.9	0.9	0.9	13	5	8	7.1	3.5	4.1	2.5	3.5	3.1
SPRC	Underperform	5.50	5.2	(4.7)	n.m.	n.m.	11.4	n.m.	(31)	n.m.	0.7	0.9	0.8	(11)	(18)	8	3.3	0.0	4.5	(13.3)	(6.9)	4.7
TOP	Outperform	35.75	50.0	44.9	17.6	7.7	7.9	(60)	128	(2)	0.6	0.6	0.5	3	7	7	4.2	5.0	5.3	8.5	12.1	8.3
<b>Average</b>					<b>14.8</b>	<b>13.3</b>	<b>9.3</b>	<b>(1)</b>	<b>35</b>	<b>(25)</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>(1)</b>	<b>(4)</b>	<b>8</b>	<b>4.3</b>	<b>2.3</b>	<b>5.8</b>	<b>0.5</b>	<b>7.0</b>	<b>5.2</b>

Source: SCBS Investment Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เอสซีจี แพคเกจจิ้ง จำกัด (มหาชน) SCBS ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ บริษัท เครือเจริญโภคภัณฑ์ จำกัด และ บริษัทในเครือรวมถึง บริษัท ซีพีออล จำกัด (มหาชน) และ บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ Lead Arranger ของ บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBAM") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล SCBAM ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการกองทุนของ กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม ดิจิทัล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและอปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย ตัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

**CG Rating 2019 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ADVANC, AIRA, AKP, AKR, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARROW, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BOL, BRR, BTS, BTW, BWG, CFRESH, CHEWA, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, ECF, EGCO, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, KTIS, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFEC, MINT, MONO\*, MTC, NCH, NCL, NKI, NSI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PJW, PLANB, PLANET, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, RS, S, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIS, SITHAI, SNC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SSSC, STA, STEC, SVI, SYNTEC, TASCOS, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TOA, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTH, TTA, TTCL, TTW, TU, TVD, TVO, U, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, ABM, ADB, AF, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, ALT, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, AQUA, ARIP, ASAP, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AUCTION, AYUD, B, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BPP, BROOK, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COLOR, COM7, COTTO, CRD, CSC, SPG, DCC, DCON, DDD, DOD, EASON, ECL, EE, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSS, FVC, GENCO, GJS, GL, GLOBAL, GLOW, GULF, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS\*, JCK, JCKH, JMART, JMT, JWD, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KWC, KWM, L&E, LALIN, LANNA, LDC, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, METCO, MFC, MK, MODERN, MOONG, MPG, MSC, MTI, NEP, NETBAY, NEX, NINE, NOBLE, NOK, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, OSP, PATO, PB, PDG, PDI, PL, PLAT, PM, PPP, PRECHA, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RWI, S11, SAAM, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCG, SCI, SCP, SE, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKR, SKY, SMIT, SMK, SMPC, SMT, SNP, SONIC, SPA, SPC, SPCG, SPVI, SR, SRICHA, SSC, SSF, SST, STANLY, STPI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, T, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TFMAMA, THG, THRE, TIPCO, TITLE, TIW, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TPOLY, TRITN, TRT, TSE, TSTE, TVI, TVT, TWP, TWPC, UBIS, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZMICO

**Companies with Good CG Scoring**

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

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

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

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2018 to 25 October 2019) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการศึกษาการดำเนินงาน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับการรับรอง)**

2S, ADVANC, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AP, AQUA, ARROW, ASK, ASP, AYUD, B, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COL, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, FE, FNS, FPI, FPT, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, INET, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MPG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SIRI, SITHAI, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOS, TBSP, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UWC, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

7UP, ABICO, AF, ALT, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, APURE, B52, BKD, BM, BROCK, BUI, CHO, CI, COTTO, DDD, EA, EFORL, EP, ERW, ESTAR, ETE, EVER, FSMART, GPI, ILINK, IRC, J, JKN, JMART, JMT, JSP, JTS, KWG, LDC, MAJOR, META, NCL, NOBLE, NOK, PK, PLE, ROJNA, SAAM, SAPPE, SCI, SE, SHANG, SINGER, SKR, SPALI, SSP, STANLY, SUPER, SYNEX, THAI, TKS, TOPP, TRITN, TTA, UPF, UV, WIN, ZIGA

**N/A**

A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMC, AOT, APCO, APCS, APEX, APP, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AWC, BA, BAM, BAT-3K, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BOL, BR, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPL, CPR, CPT, CPW, CRANE, CRC, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DV8, DOD, DOHOME, DTIC, EASON, ECF, EE, EKH, EMC, EPG, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IFEC, IHL, IIG, III, ILM, IMH, INGRS, INOX, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, JAS, JCK, JCKH, JCT, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MILL, MITSUB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCM, SCP, SDC, SEAFCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPVI, SQ, SR, SSC, STAR, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYMC, T, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TITLE, TIW, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTI, TTT, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPA, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WG, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, YUASA, ZMICO

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of June 24, 2019) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.



**กรุงเทพฯ – สำนักงานใหญ่**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาสินธร**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาเฉลิมนคร**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า เวสต์เกต**

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

**กรุงเทพฯ – สาขาเซ็นทรัลพลาซ่า ปิ่นเกล้า**

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

**กรุงเทพฯ – สาขารามธิบดี**

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

**เชียงใหม่ – สาขาเชียงใหม่**

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

**เชียงใหม่ – สาขาท่าแพ**

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

**หาดใหญ่ – สาขาถนนราษฎร์ยินดี (หาดใหญ่)**

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