

# SCBS STRATEGY 2021

Please mind the gap between  
**Expectation and Reality**

SCBS RESEARCH





## จะเกิดอะไรขึ้นใน 1Q64

### ธีมเศรษฐกิจโลก: หรือแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์จะมาจกหัวรถจักร?

ณ สิ้นปี 2563 ซึ่งเป็นปีที่เต็มไปด้วยเหตุการณ์ไม่คาดคิด เศรษฐกิจโลกและการลงทุนทั่วโลกเริ่มมองเห็นปลายแสงแห่งความหวังจากประธานาธิบดีสหรัฐคนใหม่ที่ดูน่าเชื่อถือ และความเป็นไปได้ที่วัคซีนจะหยุดยั้งการระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลทำให้ภาพรวมการลงทุนทั่วโลกดูสดใสขึ้น อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้มองโลกในแง่ดีมากนัก

ในด้านเศรษฐกิจโลก เราเชื่อว่าเศรษฐกิจโลกจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปถ้าวัคซีนได้รับอนุมัติ แต่ความเชื่อมั่นของประชาชนจะไม่ฟื้นกลับมาได้ในทันที เนื่องจากวัคซีนต้องได้รับการอนุมัติและการจัดจำหน่ายทั่วโลกมีขั้นตอนการดำเนินการที่ซับซ้อนและต้องใช้เวลา ดังนั้นภาคบริการทั่วโลกจะยังคงอ่อนแอ และมีแนวโน้มที่จะเป็นตัวจุดรั้งให้เศรษฐกิจโลกเติบโตต่ำกว่าศักยภาพที่ควรจะเป็นจนกว่าวัคซีนจะถูกจัดจำหน่ายอย่างแพร่หลายซึ่งมีแนวโน้มที่จะเกิดขึ้นในปี 2565

การเมืองทั่วโลก: ในสหรัฐฯ ความขัดแย้งระหว่างพรรคการเมืองจะยังคงไม่หมดไปแม้ว่าจะมีประธานาธิบดีคนใหม่ รัฐบาลภายใต้การบริหารของไบเดนอาจบริหารประเทศได้ไม่ราบรื่นมากนัก เนื่องจากสภาองเกรสแตกแยกเป็นสองฝั่งและมีความเห็นไม่ลงรอยกัน แม้ว่าความสำเร็จในช่วงแรกอาจเกิดขึ้นได้เนื่องจากไบเดนอาจเริ่มงานที่ทำได้ง่ายก่อน เช่น การควบคุมการระบาดของโควิด-19 มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ และกลับเข้าร่วมความตกลงปารีส ในยุโรป การเจรจา Brexit มีแนวโน้มที่จะได้รับการแก้ไข ในขณะที่มาตรการกระตุ้นการคลังมูลค่า 7.5 แสนล้านยูโรอาจไม่สามารถเบิกจ่ายได้จนกว่าจะถึงครึ่งหลังของปี 2564 ในประเทศจีน แผน 5 ปีล่าสุดของพรรคคอมมิวนิสต์ซึ่งมุ่งเน้นไปที่การบริโภคภายในประเทศและการผลิตเพื่อทดแทนการนำเข้าตามปรัชญา "Dual circulation" จะช่วยให้เศรษฐกิจขยายตัวอย่างต่อเนื่อง และนำไปสู่ "สงครามเย็น" รอบใหม่ระหว่างประเทศที่มีขนาดเศรษฐกิจใหญ่ที่สุดสองประเทศ

นโยบายเศรษฐกิจทั่วโลก: นโยบายการเงินจะยังคงเป็นแบบผ่อนคลายเป็นขณะที่นโยบายการคลังค่อนข้างมีข้อจำกัด โดยมีสาเหตุมาจาก (1) เฟดปรับเปลี่ยนเป้าอัตราเงินเฟ้อ โดยยอมให้เงินเฟ้อเพิ่มขึ้น (overshoot) เกินเป้าหมายเดิมได้; (2) นโยบายการคลังยังขาดประสิทธิผล โดยมีสาเหตุมาจากข้อจำกัดด้านหนี้สาธารณะ ทำให้นโยบายการเงินเข้ามามีบทบาทหลัก; และ (3) ทำให้การดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นเฟด ส่งผลทำให้ดอลลาร์อ่อนค่า ซึ่งทำให้ธนาคารกลางของประเทศอื่นๆ จะต้องทำนโยบายการเงินผ่อนคลายเป็นพิเศษและยาวนานเช่นเดียวกับเฟด (หาไม่แล้วค่าเงินอาจจะแข็งค่ามากกว่าคาด)

# สาระสำคัญ

- ภาพรวมของวิกฤตเศรษฐกิจโลกทำจุดต่ำสุดไปแล้วในช่วงล็อกดาวน์ (1H63)
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกจะเป็นไปอย่างช้าๆ ในขณะที่ในอดีตที่ผ่านมามาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจถือเป็นแรงขับเคลื่อนเศรษฐกิจให้เดินหน้าต่อไปได้ สถานการณ์โควิด-19 ที่คลี่คลายลงจะเป็นกุญแจดอกสำคัญที่นำพาให้เศรษฐกิจฟื้นตัว โดยไม่ว่าจะเป็นวัคซีนหรือยา ซึ่งเราคาดว่าจะนำมาใช้ได้อย่างแพร่หลายเพื่อควบคุมการระบาดในช่วงครึ่งหลังของปี 2564
- หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 3Q63 แนวโน้มเศรษฐกิจโลกใน 4Q63-1Q64 น่าจะชะลอตัวลง โดยมีสาเหตุมาจากการล็อกดาวน์บางพื้นที่ แม้การล็อกดาวน์รอบใหม่ไม่ได้เข้มงวดมากเหมือนกับในช่วงที่โควิด-19 ระบาดรอบแรก
- เราคาดว่า GDP ปี 2563 ของประเทศไทยจะลดลง 7.8% ก่อนที่จะฟื้นตัวกลับมาเติบโตน้อยกว่า consensus คาดที่ 3.1% ในปี 2564 ปัจจัยสำคัญ คือ ประเทศไทยจะสามารถเปิดรับนักท่องเที่ยว ผู้ป่วย และนักท่องเที่ยวได้หรือไม่
- การอุปโภคบริโภคภายในประเทศน่าจะฟื้นตัวได้ดีกว่าเศรษฐกิจโดยรวม ในขณะที่การค้าระหว่างประเทศจะปรับตัวดีขึ้นตามเศรษฐกิจโลก นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงจากมาตรการกีดกันและการปกป้องทางการค้า และการแข็งค่าของเงินบาทด้วย
- ตลาดการเงินในช่วงที่เหลือของปี 2563 น่าจะทรงตัว และจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2564 จากปัจจัยบวก 2 อย่าง คือ ความคืบหน้าของวัคซีน และประธานาธิบดีสหรัฐคนใหม่ที่น่าเชื่อถือ นอกจากนี้แล้วผลการดำเนินงานที่ดีของบริษัทจดทะเบียนและการอัดฉีดสภาพคล่องอย่างต่อเนื่องจากธนาคารกลางทั่วโลกก็จะช่วยให้ performance ของสินทรัพย์เสี่ยงปรับตัวดีขึ้นจนถึงช่วงปีใหม่
- ความเสี่ยง downside คือ การเมืองและนโยบายของสหรัฐฯ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 100 วันแรกหลังจากไบเดนเข้ามาปฏิบัติหน้าที่ประธานาธิบดี ปัจจัยเสี่ยงอีกอย่างหนึ่ง คือ ความเปราะบางของฐานะการเงินของภาคธุรกิจไทยและทั่วโลกที่อาจเผชิญกับสถานการณ์ขาดแคลนสภาพคล่องสืบเนื่องมาจากการล็อกดาวน์รอบใหม่

# Contents

1

## เศรษฐกิจโลก —

เหลี่ยมหลัง: ตัวเลขเศรษฐกิจฟื้นตัวต่อเนื่อง นโยบายการเงินยังเป็นกองหน้า การคลังเป็นกองหลัง และเหตุการณ์ความเสี่ยง (เลือกตั้งสหรัฐฯ) สร้างผลตอบแทนเชิงบวก  
แลหน้า: ความหวังใหม่ (ไบเดนได้รับเลือกตั้งเป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ, วัคซีน) ยังคงมีความเสี่ยง downside: ปัญหาการจัดจำหน่ายวัคซีน Dark winter สภาครองเกรสแตกแยก ท่าที่แข็งกร้าวของจีน

2

## เศรษฐกิจไทย—

เหลี่ยมหลัง: ตัวเลขเศรษฐกิจฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในเดือนมี.ค. ยกเว้นภาคการท่องเที่ยว  
แลหน้า: การบริโภคเป็นความหวังใหม่ โดยจะได้รับการสนับสนุนจากรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้นและมาตรการกระตุ้นภาครัฐ  
ความเสี่ยง: นโยบายการเงินยังตึงตัวเกินไป ส่งผลทำให้บาทแข็งค่าขึ้น

3

## ประมาณการเศรษฐกิจโดย SCBS

ปี 2564 จะเป็นปีแห่ง 4-3-2-1:

4% คือระดับการเติบโตของการบริโภค, 3% คือการเติบโตของเศรษฐกิจไทย (GDP), 2% คือการฟื้นตัวของการลงทุนเอกชนและปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการสุทธิ และ 1% คืออัตราเงินเฟ้อทั่วไป โดยมีความเสี่ยง downside

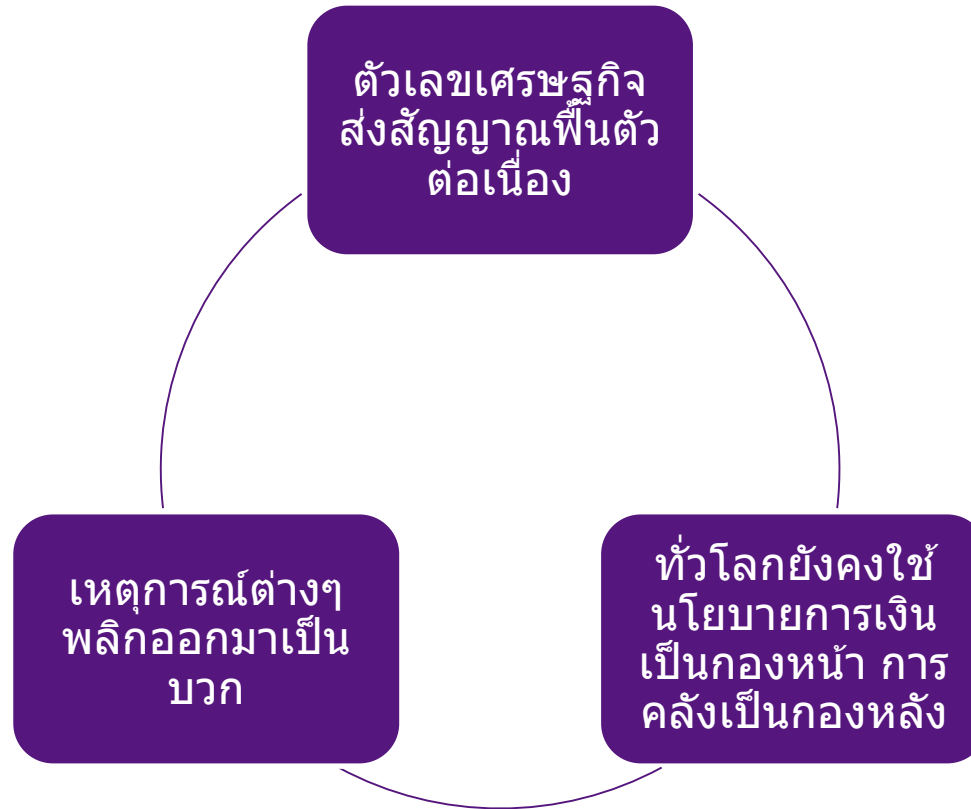
**SCB**  
Securities



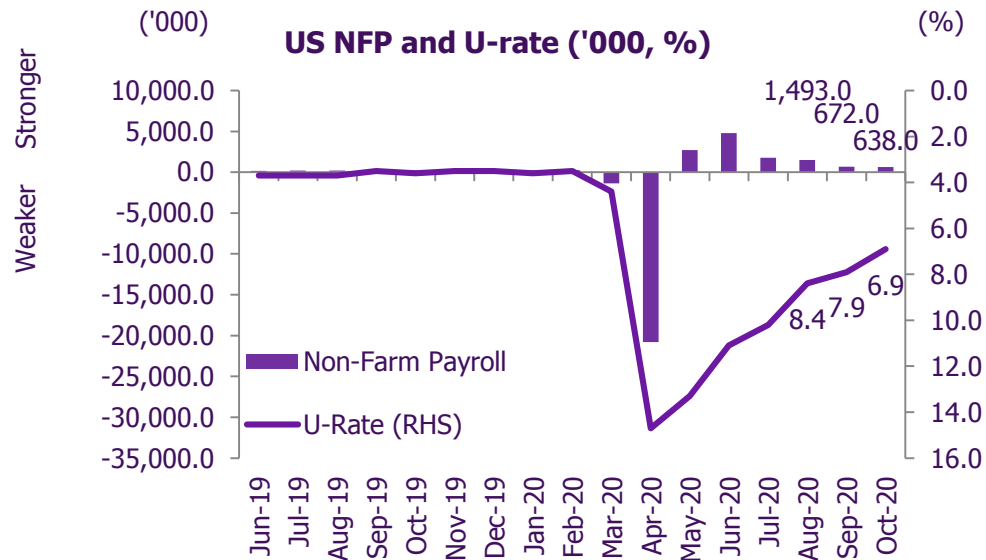
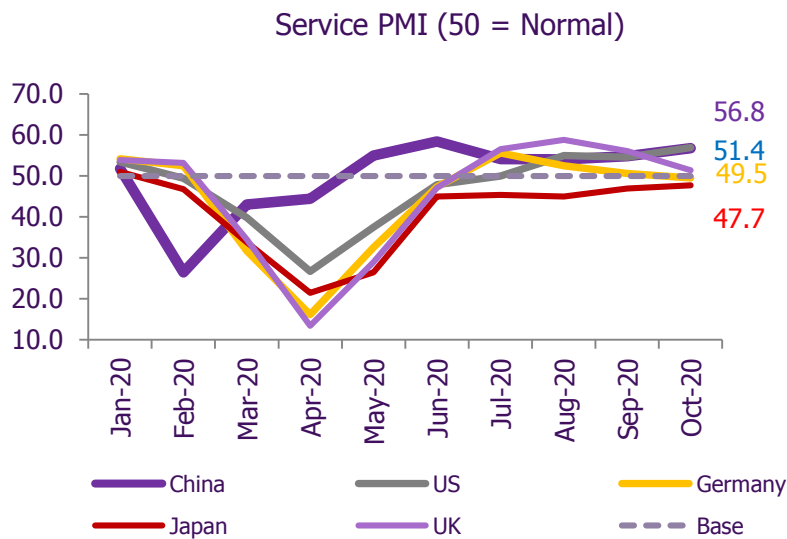
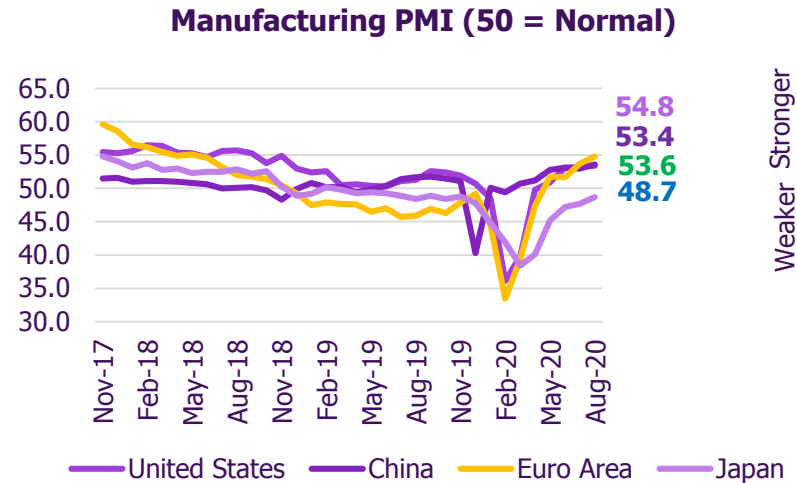
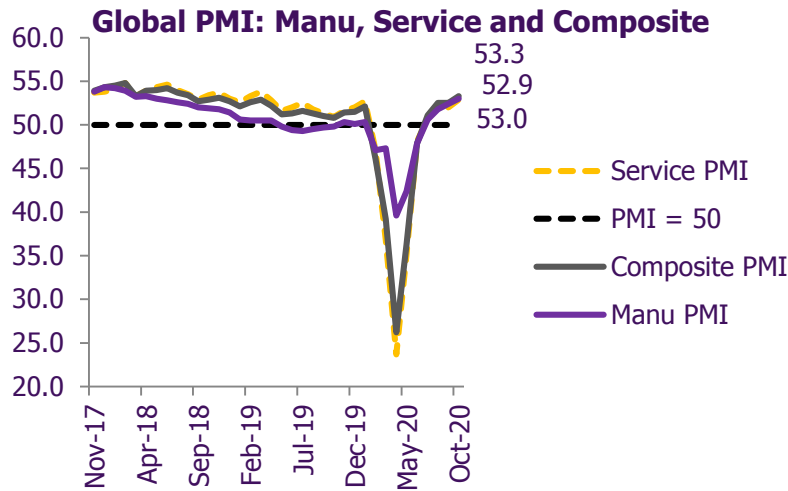
# เศรษฐกิจโลก



# เศรษฐกิจโลก--แลหลัง



# ตัวเลขเศรษฐกิจยังคงส่งสัญญาณถึงการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ (แพรวลง)



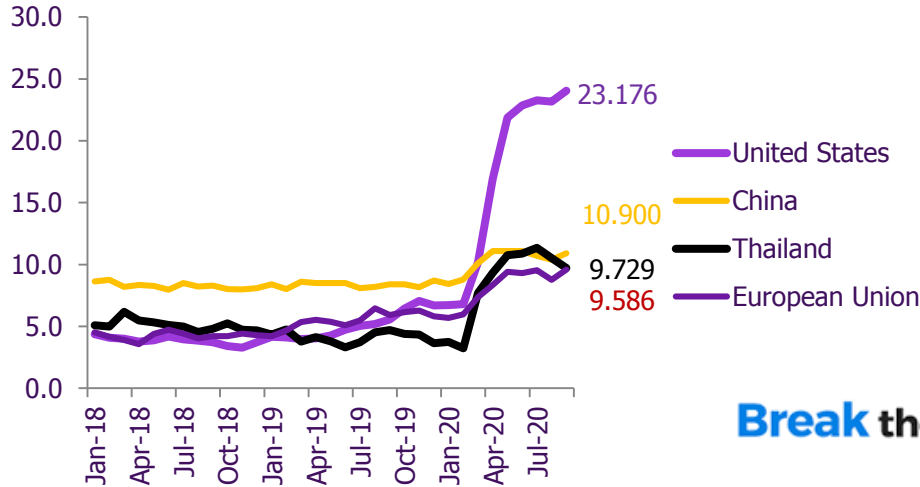
# มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั่วโลก: การเงิน VS การคลัง

นโยบายการเงินสหรัฐฯ กลับมาขับเคลื่อนเศรษฐกิจ แต่นโยบายการคลังยังคงเป็นตัวจุดประกายการเติบโต

Criteria	US liquidity heatmap (end of period)									
	12/2018	6/2019	12/2019	3/2020	6/2020	8/2020	9/2020	10/2020	Latest	
Fed B/L sheet (\$tr)	4.08	3.83	4.17	5.25	7.08	6.99	7.06	7.14	7.14	7.14
US2YY (%)	2.48	1.75	1.58	0.23	0.16	0.14	0.13	0.15	0.19	0.19
US10YY (%)	2.69	2.00	1.92	0.70	0.66	0.72	0.69	0.79	0.98	0.98
DXY (Pt.)	91.9	94.0	95.7	99.1	97.4	92.8	93.7	93.0	93.0	93.0
M2 Growth (%YoY)	3.7	4.7	6.7	10.2	22.9	23.2	24.1	24.0	N/A	N/A
Score (1-->5)	2.0	2.0	2.0	2.4	3.8	4.2	4.2	4.2	3.8	3.8

\*Red = 1; Orange = 2; Yellow = 3; Light green = 4; Dark green = 5; 1 = most tight, 5 = most loose

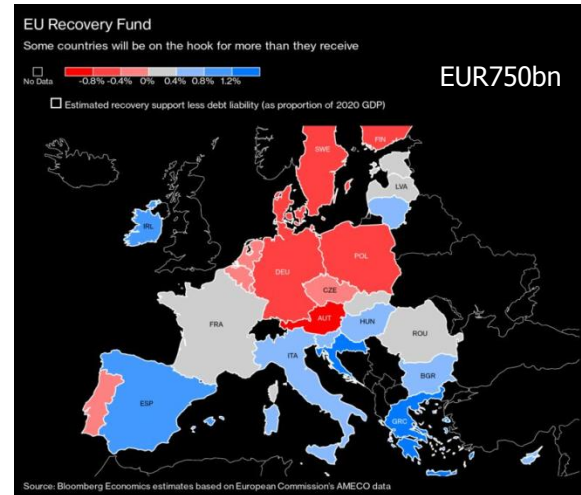
## Money supply growth, selected countries



Break the Gridlock



Problem Solvers Caucus



	Total amount \$trn	Payroll protection \$/wk
CAREs Act	2.2	600
Problem Solvers Caucus Plan	1.5 (1.3-2.0)	450



# เหตุการณ์เชิงบวก (สำหรับตลาด) 1: ผลเลือกตั้งสหรัฐฯ

Joe Biden



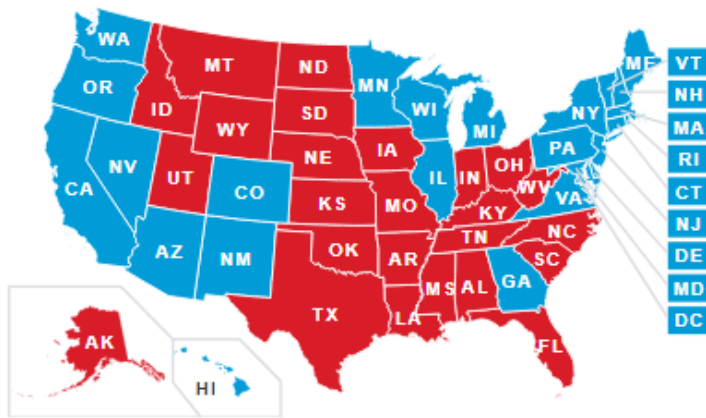
306

270 to win

Donald Trump



232



Democratic Party

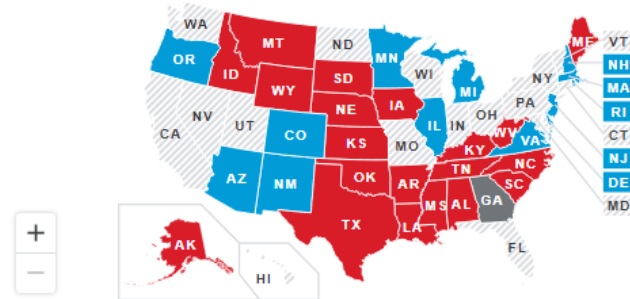
**D** 46

Republican Party

50

51 for majority

Other parties have 2 seats



## House results

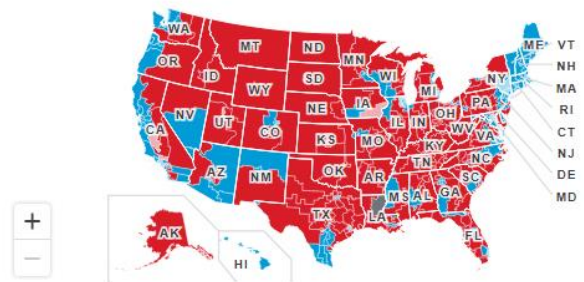
Democratic Party

**D** 218

Republican Party

202

218 for majority



Candidates

Electoral votes

Vote %

Vote count



Joe Biden  
Democratic Party

306

51.1%

79,823,827



Donald Trump  
Republican Party

232

47.2%

73,786,905

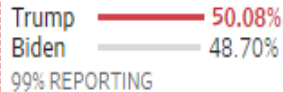
## Key Race Results

[Full Results](#) | [Paths to Victory](#)

Arizona ✓ 11 EV



North Carolina 15 EV



Pennsylvania ✓ 20 EV



Georgia 16 EV



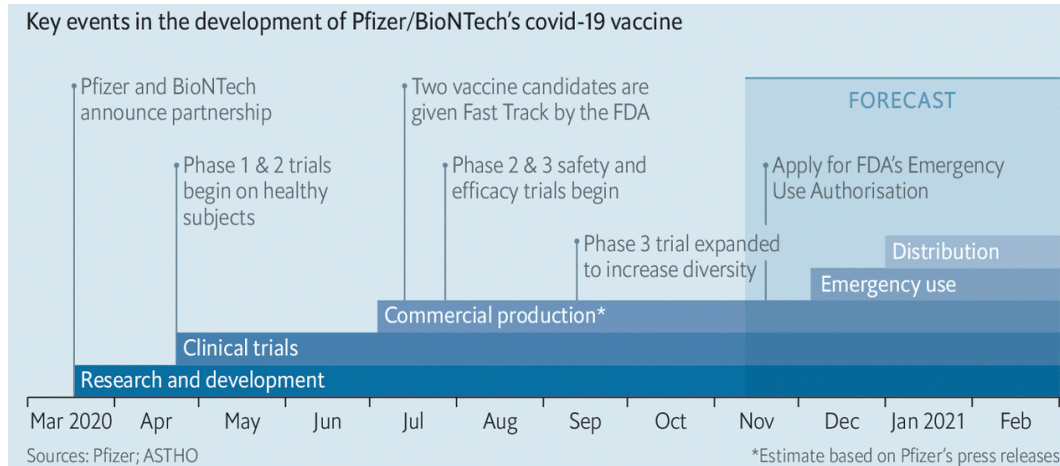
Nevada ✓ 6 EV



Florida ✓ 29 EV

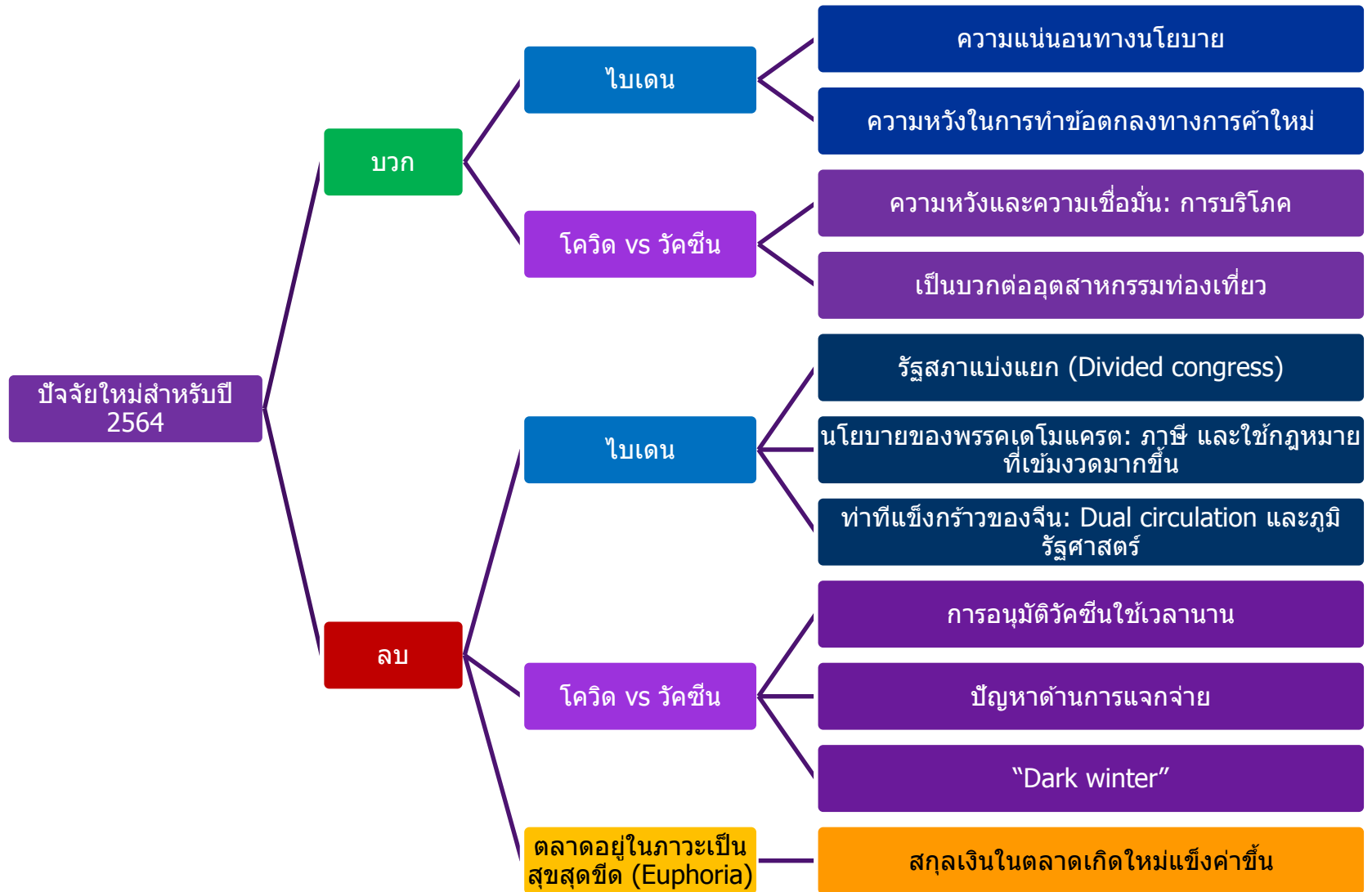


## เหตุการณ์เชิงบวก 2: ความคืบหน้าของวัคซีนโควิด-19 ของบริษัทไฟเซอร์



- วัคซีนที่พัฒนาโดยบริษัทไฟเซอร์และบริษัทไบออนเทคจะช่วยปกป้องผู้คนส่วนใหญ่จากโควิด-19 ตามการศึกษาและได้รับการยกย่องจากผู้เชี่ยวชาญด้านโรคติดเชื้อชั้นนำของสหรัฐอเมริกาว่าเป็นเรื่องที่ "เหนือความคาดหมาย" วัคซีนดังกล่าวสามารถป้องกันการติดเชื้อได้มากกว่า 90% จากการทดลองในอาสาสมัครหลายหมื่นคนซึ่งเป็นการก้าวหน้าทางวิทยาศาสตร์ที่ทำให้กำลังใจผู้คนได้มากที่สุดในการต่อสู้กับโควิด-19
- บริษัทไฟเซอร์ได้ยื่นขออนุญาตใช้งานฉุกเฉินในสหรัฐฯ ในทันทีหลังจากนั้นภายในสิ้นเดือนพ.ย. นี้ หากได้รับอนุญาตให้ใช้ในกรณีฉุกเฉิน คณะกรรมการผู้เชี่ยวชาญภายนอกชุดที่สองซึ่งจัดตั้งโดยศูนย์ควบคุมและป้องกันโรคจะตัดสินใจว่าใครควรได้รับวัคซีนก่อน จากนั้นจะเริ่มแจกจ่ายวัคซีน บริษัทไฟเซอร์คาดว่าจะผลิตวัคซีนได้มากถึง 50 ล้านโดสทั่วโลกในปี 2563 มากเพียงพอต่อการฉีดเพื่อการป้องกันให้กับคนจำนวน 25 ล้านคน (ต้องฉีดวัคซีนคนละ 2 ครั้ง) และจะเพิ่มการผลิตเป็น 1,300 ล้านโดสในปี 2564
- อย่างไรก็ตาม ผู้เชี่ยวชาญเตือนว่าการนำวัคซีนดังกล่าวมาใช้ยังมีอุปสรรคอีกมาก ค่าถามเกี่ยวกับการผลิต การจัดจำหน่าย และที่สำคัญที่สุดคือประสิทธิภาพและศักยภาพของวัคซีนเองยังคงเป็นคำถามที่ต้องการคำตอบ ประเด็นข่าววัคซีนที่สำเร็จถึง 90% นั้นเป็นการแถลงข่าวของบริษัท แต่ยังไม่ได้รับการตีพิมพ์ในวารสารทางการแพทย์ โดยวัคซีนยังต้องผ่านการพิสูจน์จากทางการก่อน ผู้เชี่ยวชาญบางท่านกล่าวว่าค่าแถลงของบริษัท "ไม่ได้บอกเราเกี่ยวกับสิ่งที่พวกเขาประสบความสำเร็จจริงๆ" "ยังเร็วเกินไปที่จะสรุปว่าผลการวิจัยวัคซีนตัวใหม่นี้บอกอะไรกับเรา"

# Economic-Factor Tree ปี 2564



# วัคซีนคือความหวัง, "Dark winter" คือความจริง

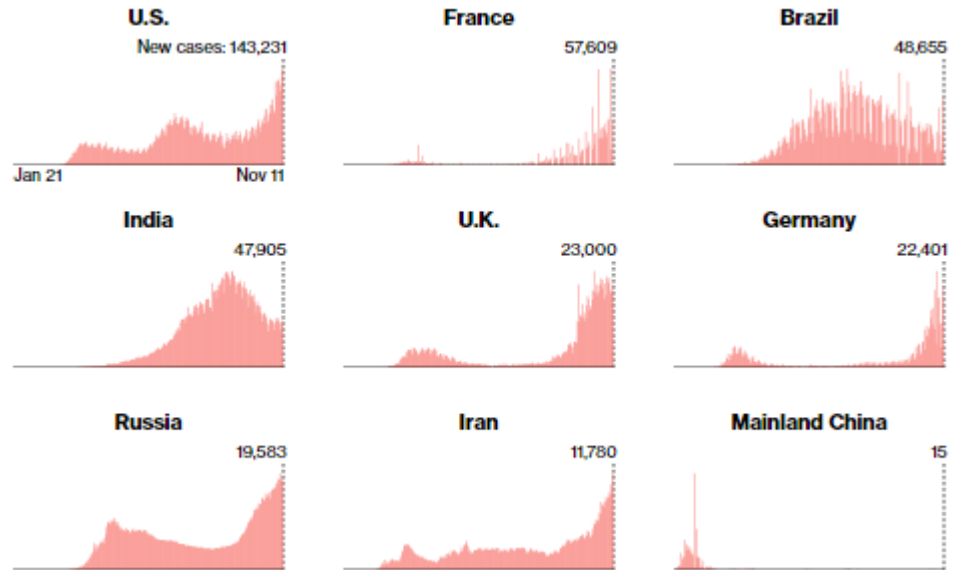
52,289,687 1,286,926

Confirmed cases worldwide

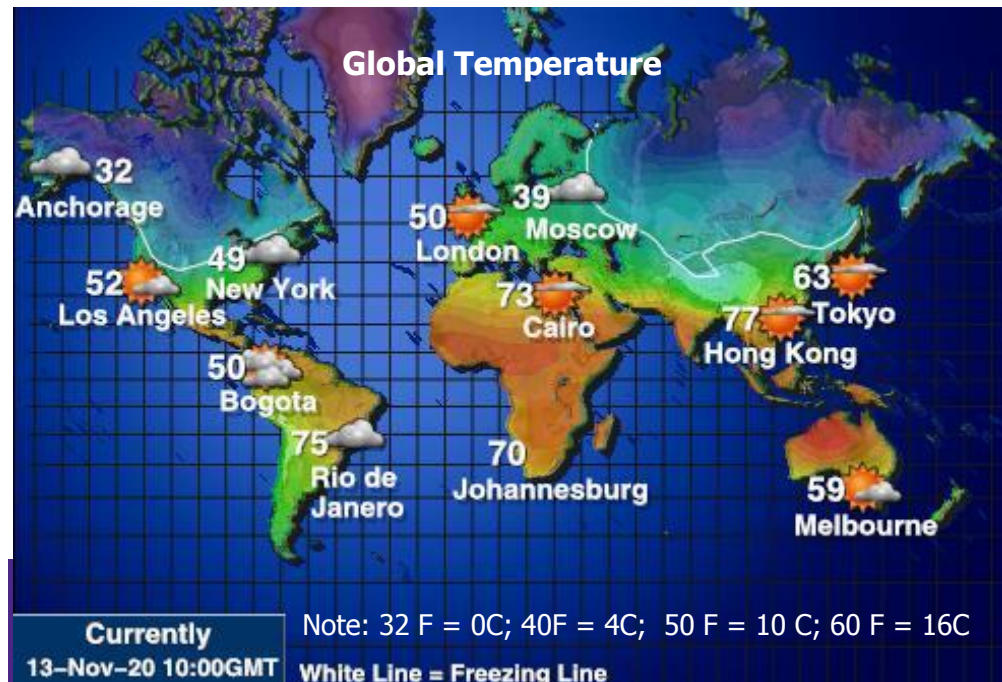
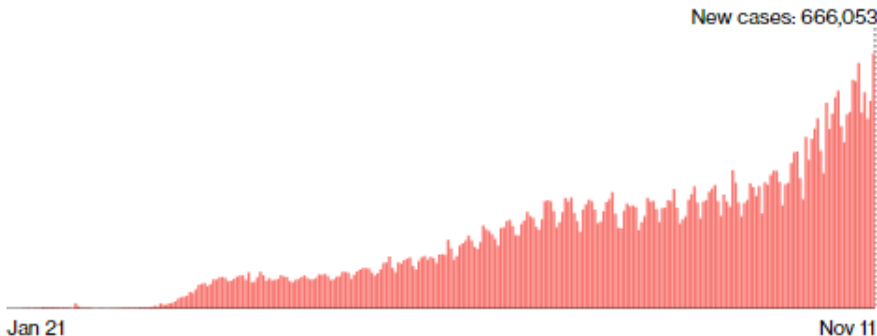
Deaths worldwide

## Where deaths have occurred

Where deaths have occurred	Deaths	Cases
U.S.	241,809	10,403,745
Brazil	163,368	5,747,660
India	128,121	8,683,916
Mexico	96,430	986,177
U.K.	50,457	1,260,220
Italy	42,953	1,028,424
France	42,599	1,914,919
Iran	40,121	726,585
Spain	40,105	1,417,709
Peru	35,031	928,006
Argentina	34,531	1,273,356
Colombia	33,312	1,165,326
Russia	31,755	1,843,678



## Global Cases Added Per Day



# ไบเดนชนะเลือกตั้งท่ามกลางสภาคองเกรสที่แตกแยก: "Best of both worlds"

## เราไม่ได้มองในแง่บวก

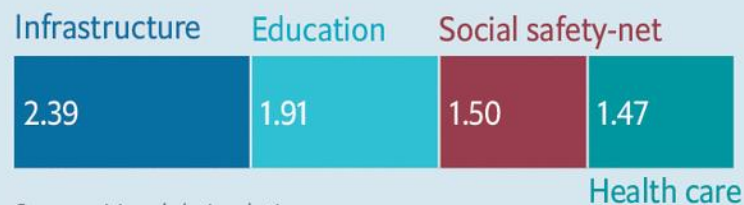
- ไบเดนได้รับเลือกตั้งให้เป็นประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนใหม่ท่ามกลางสภาคองเกรสที่แตกแยก แต่ตลาดกลับมองสิ่งนี้เป็นสภาวะที่ดีที่สุดเนื่องจากนโยบายสังคมที่สุดโต่ง เช่น การขึ้นภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและนิติบุคคลไม่น่าจะได้รับความเห็นชอบ เนื่องจากมีกระแสคัดค้านอย่างหนักจากพรรคริพับลิกัน แต่ในด้านของนโยบายต่างประเทศ ตลาดคาดว่าอาจจะมี การทำสนธิสัญญาการค้าในรูปแบบพหุภาคีในช่วงที่ไบเดนทำหน้าที่บริหารประเทศ ซึ่งจะส่งผลดีต่อการค้าและเศรษฐกิจโลก

- อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้มองบวกมากเหมือนกับตลาด เนื่องจากการที่สภาคองเกรสแตกแยกจะทำให้ประธานาธิบดีทำงานได้ยากขึ้น ทั้งนี้เป็นเพราะวาระที่สำคัญๆ เช่น งบประมาณของรัฐบาลกลางสหรัฐฯ การกีดกันสาธารณะ และการทำสนธิสัญญาระหว่างประเทศ จะผ่านออกมาได้ยากขึ้น เนื่องจากการตัดสินใจในเรื่องที่สำคัญเหล่านี้จะต้องได้รับความเห็นชอบจากสภาคองเกรส

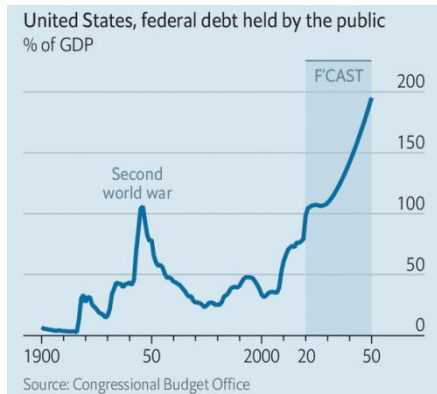
	Biden
Corporate taxes	Raise corporate rate to 28%; create minimum tax rate of 15% on book income
Personal income taxes	Restore top rate to 39.6%; raise capital gains tax to ordinary rate for those earning >\$1mn; wealth tax (details unspecified)
Trade	Enlist US allies to challenge China on trade; advocates enforcing existing trade laws while writing new rules that protect workers, the environment and labour standards.
Healthcare	Improve Affordable Care Act (ObamaCare) by adding public insurance option; Medicare to negotiate drug prices; link domestic to int'l prices
Energy	Ban new leases for drilling offshore and on federal land; partially supports Green New Deal end fossil fuel subsidies; supports carbon tax; end fossil fuel subsidies; 100% clean energy by 2050
Tech & Comms	Supports using anti-trust legislation to investigate anti-competitive practices
Finance	Support a financial transactions tax
Infrastructure	\$1.3trn plan, including green proposals

### Joe Biden's proposed new spending, by category

2021-30 cumulative, total \$7.27trn



Source: Moody's Analytics



# ปรัชญา "Dual circulation" ของจีน หมายถึงการพึ่งพาต่างชาติน้อยลง



China's 14<sup>th</sup> Five-year plan

ไม่มีการตั้งว่าที่  
ผู้นำคนใหม่

- ไม่มีการแต่งตั้งรองประธาน คณะกรรมการฝ่ายพลเรือนของกองทัพปลดแอกประชาชนจีน (PLA)
- โดยปกติแล้วจะมีการแต่งตั้งพลเรือน 1 ท่านให้เป็นหนึ่งในคณะกรรมการสูงสุดของกองทัพประชาชนปลดแอกของจีนทุก 10 ปี (และ 2 ปีก่อนเปลี่ยนผู้นำ)
- เมื่อไม่มีการแต่งตั้ง ก็คาดเดาได้ว่าประธานาธิบดีสี จิ้นผิง จะอยู่ในตำแหน่งอีก 5 ปีเป็นอย่างน้อย

Dual  
Circulation  
(นโยบายเศรษฐกิจ  
หมุนเวียน  
คู่ขนาน )

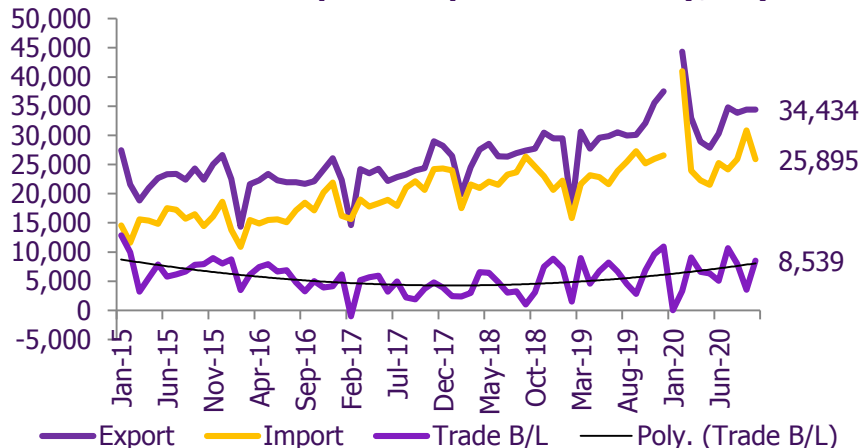
- International Circulation (ผลิตเพื่อส่งออก)
- Domestic Circulation (เน้นการบริโภคในประเทศมากขึ้น และลดการนำเข้า)
- พัฒนาห่วงโซ่อุปทานการผลิต (Supply chain) ในจีน เพื่อสามารถควบคุมการผลิตได้ทั้งหมด (ลดการพึ่งพาต่างชาติ)

ยกเลิกการ  
ประกาศ  
เป้าหมายการ  
เจริญเติบโต  
ของเศรษฐกิจ

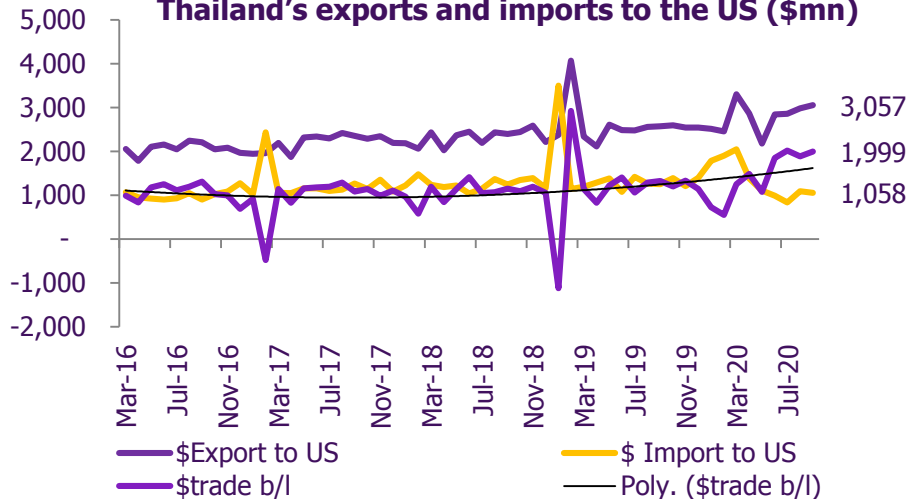
- การใช้ปรัชญา Dual circulation ทำให้จีนต้องพึ่งพิงการวิจัยและพัฒนา (R&D) มากขึ้น ซึ่งในช่วงแรกจะทำให้อัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจลดลง
- จีนหันมาเน้นพลังงานสะอาดมากขึ้น ซึ่งจะกดดันเศรษฐกิจให้ขยายตัวชะลอลงในช่วงแรก

**(เพิ่มเติม) แม้กระทั่งไม่มีการใช้นโยบาย “Dual circulation” จีนก็เพิ่มระดับการส่งออกไปสู่ประเทศต่าง ๆ มากขึ้น โดยเฉพาะในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และทำให้ระดับการค้าของประเทศในภูมิภาค (Intra-Asian trade) ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ ในขณะที่นโยบายการค้าของทรัมป์ส่งผลกระทบต่อประเทศไทย**

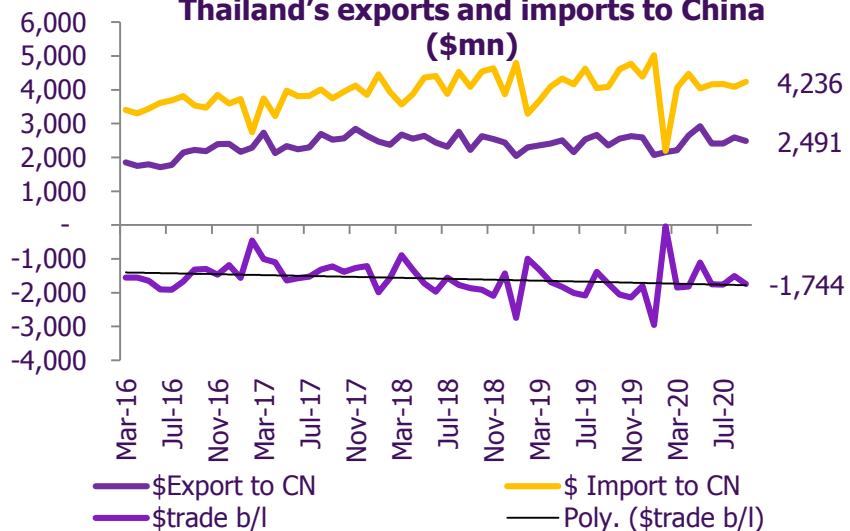
**China’s exports/imports to ASEAN (\$mn)**



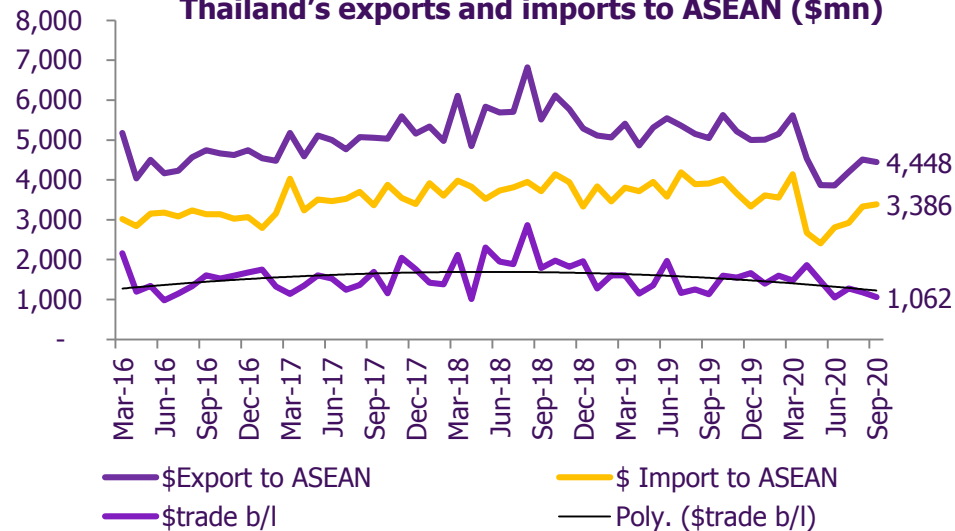
**Thailand’s exports and imports to the US (\$mn)**



**Thailand’s exports and imports to China (\$mn)**

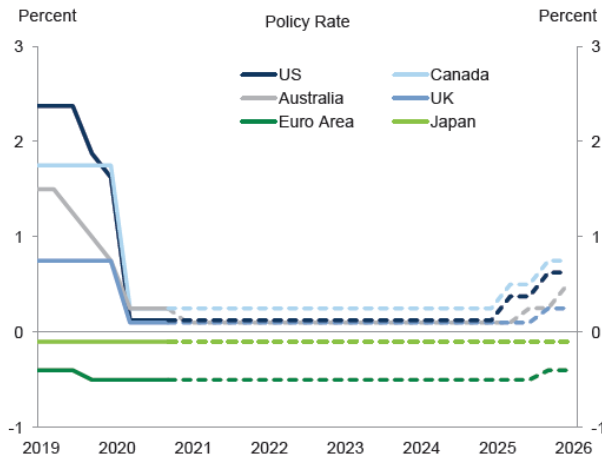
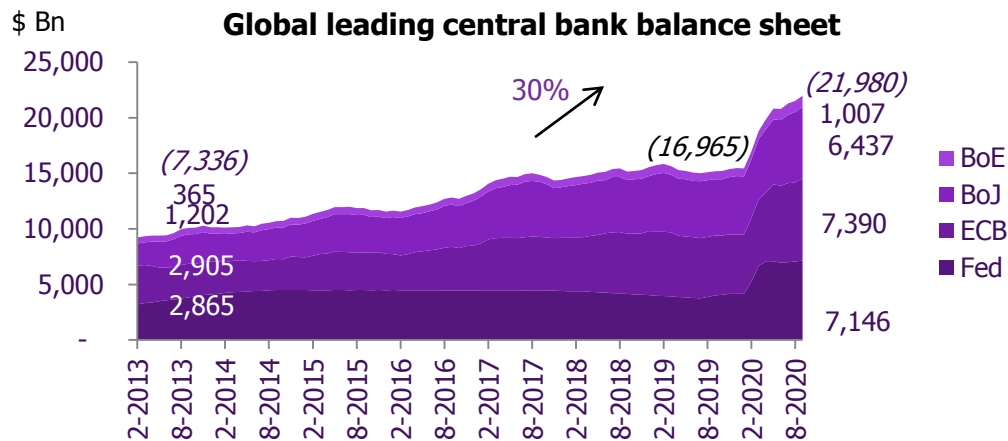


**Thailand’s exports and imports to ASEAN (\$mn)**



# นโยบายการเงิน vs นโยบายการคลังทั่วโลก

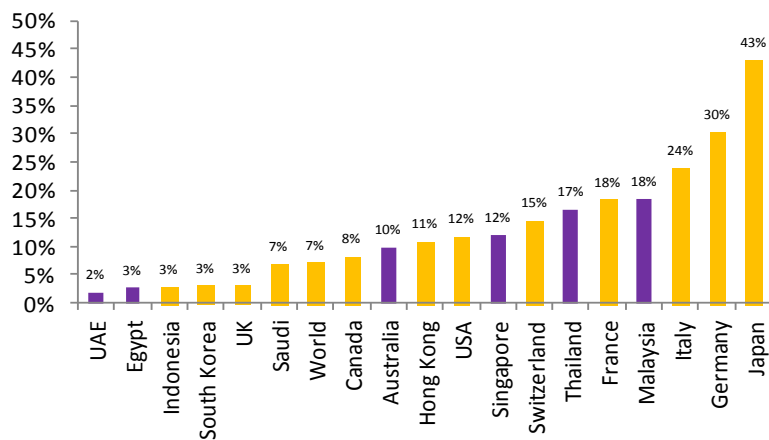
สำนักวิจัยต่างๆ คาดการณ์ว่านโยบายการเงินจะเป็นไปในลักษณะผ่อนคลาย ในขณะที่นโยบายการคลังจะเผชิญกับอุปสรรคในท้ายที่สุด



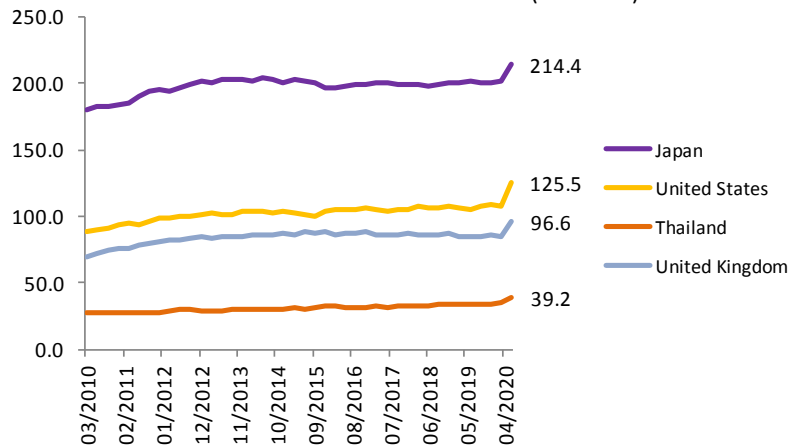
## รัฐบาลทั่วโลกเริ่มออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจขนาดใหญ่

...ซึ่งจะส่งผลทำให้หนี้สาธารณะปรับตัวสูงขึ้น

Latest proposal on global government measure (% of GDP)



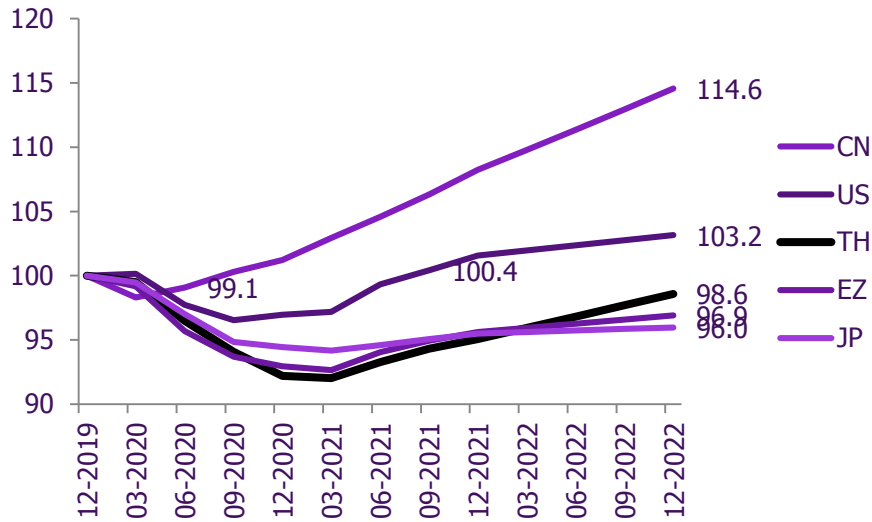
Selected countries Public debt (% of GDP)



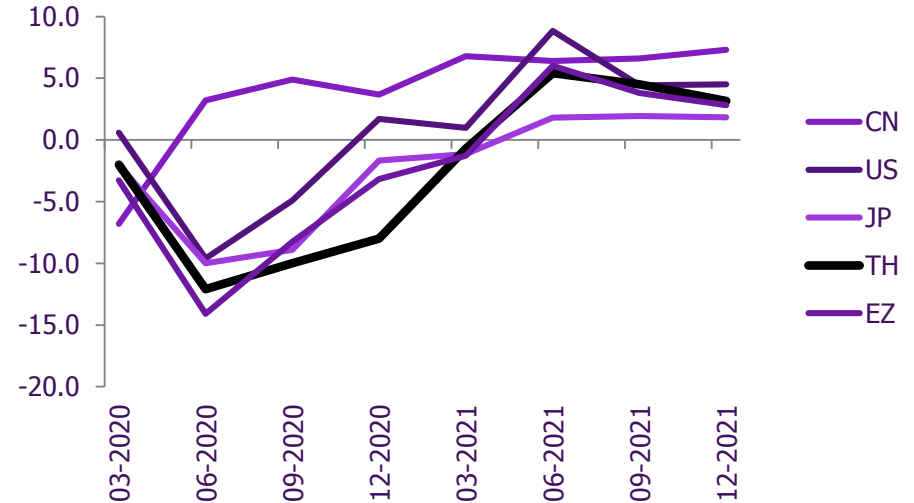


# ประมาณการอัตราการขยายตัวทางเศรษฐกิจทั่วโลกโดย SCBS

Global-5 GDP Recovery pace (4Q19 = 100)



Global-5 Quarterly GDP growth (% YoY)



SCBS Economic Growth Projection (%YOY & 4Q19 = 100)

	12/2019	03/2020	06/2020	09/2020	12/2020	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021	yr 2020	yr 2021	yr 2022
US	2.2	0.6	-9.6	-4.9	1.7	1.0	8.8	4.4	4.5	-3.1	4.7	1.6
EZ	1.2	-3.3	-14.1	-8.3	-3.2	-1.3	6.0	3.8	2.8	-7.2	2.8	1.3
CN	6.0	-6.8	3.2	4.9	3.7	6.8	6.4	6.6	7.3	1.2	6.8	5.7
JP	-0.7	-2.0	-10.0	-8.9	-1.7	-1.2	1.8	1.9	1.8	-5.6	1.1	0.5
TH	1.6	-2.0	-12.1	-10.0	-8.0	-0.7	5.4	4.5	3.2	-8.0	3.1	3.6

➔ % YoY Growth

	12/2019	03/2020	06/2020	09/2020	12/2020	03/2021	06/2021	09/2021	12/2021
US	100	100.1	97.7	96.5	97.0	97.2	99.3	100.4	101.6
EZ	100	99.2	95.7	93.7	93.0	92.7	94.1	94.9	95.6
CN	100	98.3	99.1	100.3	101.2	102.9	104.6	106.3	108.3
JP	100	99.5	97.0	94.8	94.5	94.2	94.6	95.1	95.5
TH	100	99.5	96.5	94.1	92.2	92.0	93.3	94.3	95.1

➔ 4Q19 = 100

**SCB**  
Securities



# เศรษฐกิจไทย





## จะเกิดขึ้นอะไรขึ้นใน 1Q64

ธีมเศรษฐกิจไทย: ฟิ้นตัวช้า และในแต่ละภาคธุรกิจจะมีลักษณะการฟื้นตัวที่ต่างกัน

เศรษฐกิจระหว่างประเทศกับในประเทศ: ภาวะ COVID ที่ลากยาวนั้น จะทำให้เศรษฐกิจที่พึ่งพิงต่างประเทศ เช่น การท่องเที่ยวและการส่งออกนั้น ยังถูกกดดัน ขณะที่เศรษฐกิจในประเทศ เช่น การบริโภคเอกชนและการลงทุนภาครัฐ จะฟื้นตัวได้บ้างตามมาตรการการคลัง

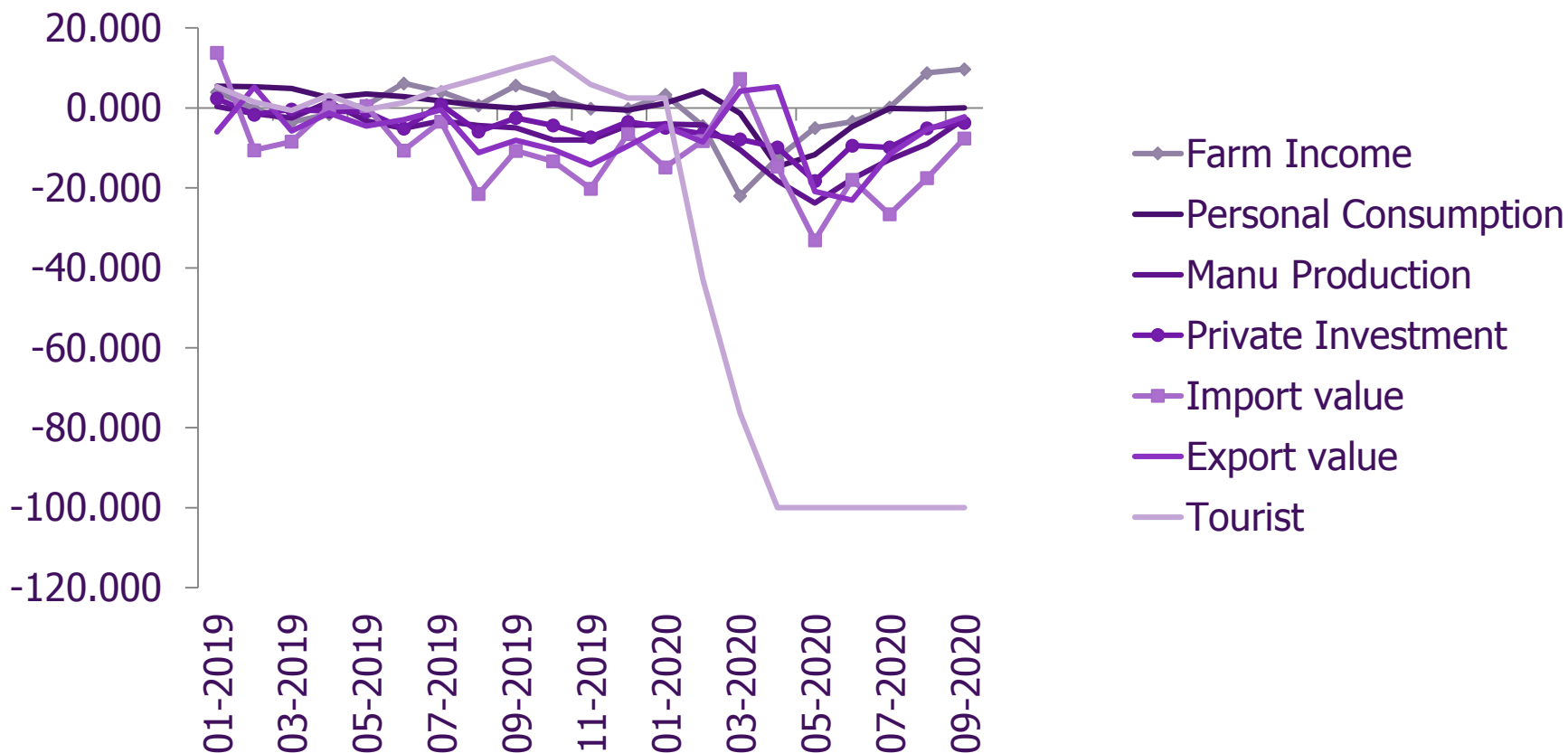
ภาคการผลิตกับภาคบริการ: ภาคบริการจะยังถูกกดดันจากการท่องเที่ยว และความกังวลของผู้บริโภค (consumer risk-averse) ทำให้จะยังหดตัวหรือเติบโตต่ำ ขณะที่ภาคการผลิต โดยเฉพาะภาคเกษตรจะเริ่มฟื้นตัวดีขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากรายได้เกษตรกรที่เพิ่มขึ้น ซึ่งส่งผลทำให้มีการผลิตสินค้าเกษตรออกมามากขึ้น

นโยบายการเงินและการคลัง: รัฐบาลจะพึ่งพาภาคการคลังมากขึ้นเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ โดยเฉพาะมาตรการกระตุ้นการบริโภค ขณะที่นโยบายการเงินจะหันมาเป็นกองหลัง เนื่องจากคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) กังวลผลข้างเคียงจากนโยบายดอกเบี้ยต่ำ

ด้วยภาพเช่นนี้ มุมมองเศรษฐกิจไทยปี 2564 จะเป็นปีแห่ง 4-3-2-1 โดย 4% คือ ระดับการเติบโตของการบริโภค ที่ถูกจุดขึ้นจากสินค้าไม่คงทนเป็นหลัก, 3% คือ การเติบโตของเศรษฐกิจไทย (GDP) , 2% คือ การฟื้นตัวของการลงทุนเอกชนและปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการสุทธิ และ 1% คือ อัตราเงินเฟ้อทั่วไป โดยมีความเสี่ยง downside

# เครื่องชี้เศรษฐกิจไทยล่าสุดเริ่มฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดในเดือนเม.ย. ยกเว้นนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ยังคงหดตัวลง 100%

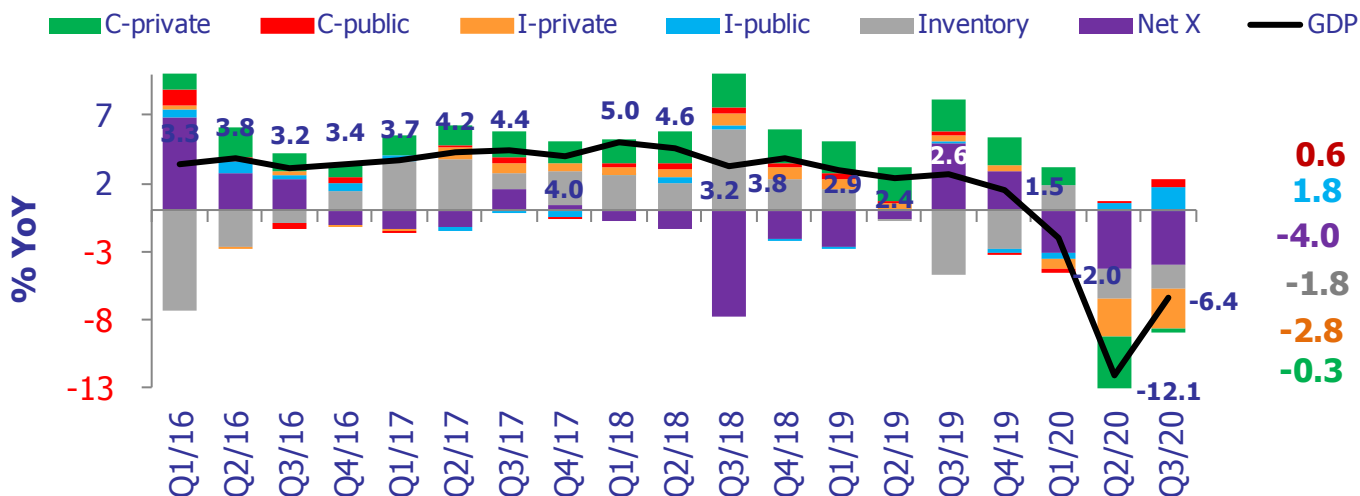
Thailand's important monthly Econ Indicators (% YoY)



# GDP 3Q63 ของประเทศไทยหดตัวลง 6.4% YoY ดีกว่าตลาดคาด

- ทางด้านรายจ่าย GDP 3Q63 หดตัวลง 6.4% YoY (+ 6.5% QOQSA) น้อยกว่าการคาดการณ์ของตลาด (-8.6%) และ SCBS (-10.0%) ซึ่งเป็นผลจากการกลับมาเปิดเมืองมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ การเร่งเบิกจ่ายงบประมาณลงทุนของรัฐบาล และราคาสินค้าเกษตรที่เพิ่มขึ้น แต่ภาคท่องเที่ยวได้รับผลกระทบอย่างหนักจากการที่นักท่องเที่ยวต่างชาติยังไม่สามารถเข้าประเทศได้
- ในภาคการผลิต ส่วนใหญ่ขยายตัวดีขึ้น/หดตัวลดลง เช่น ภาคเกษตรกรรม ภาคอุตสาหกรรม ภาคการก่อสร้าง และภาคอสังหาริมทรัพย์ โดยมีสาเหตุมาจากการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจหลังจากกลับมาเปิดเมืองตอนปลาย 2Q63 ขณะที่ภาคที่ยังหดตัวอยู่ในระดับสูง ได้แก่ ภาคขนส่ง และภาคการโรงแรมและภัตตาคาร ตามภาคการท่องเที่ยวระหว่างประเทศที่ยังคงปิดตัว

### Contribution to Thailand's GDP Growth

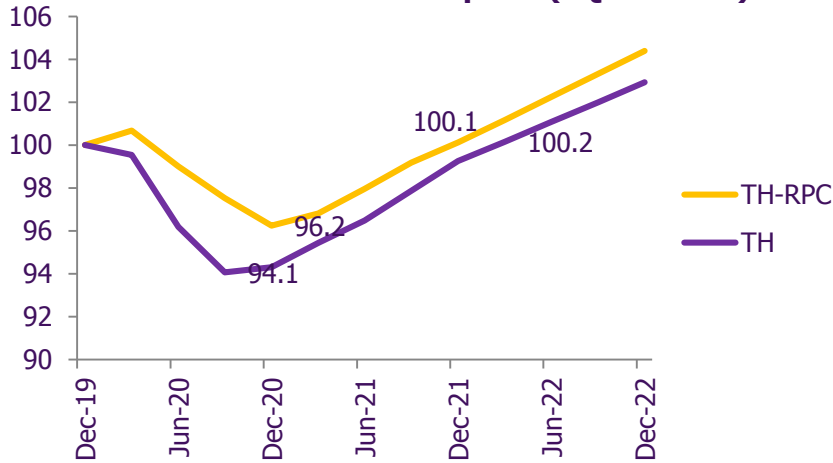


Growth	Share	GDP Growth Production side									
		Yr2017	Yr2018	Yr2019	19H1	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	
GDP	100.0%	4.1	4.2	2.4	2.7	2.6	1.5	-2.0	-12.1	-6.4	
Agri	6.2%	4.7	5.5	-0.2	0.2	2.7	-2.5	-9.8	-3.3	-0.9	
Manufacturing	26.3%	2.8	3.2	-0.7	0.2	-0.8	-2.2	-2.6	-14.6	-5.3	
Electric	2.9%	1.8	2.2	4.7	8.1	3.2	-1.2	1.1	-13.3	-9.4	
Construction	2.7%	-3.0	2.4	1.9	3.2	2.7	-2.1	-9.9	7.4	10.5	
Wholesale, Retail	15.6%	6.4	6.6	5.7	6.1	5.3	5.2	4.8	-9.8	-5.5	
Transport	6.8%	7.8	4.4	3.4	3.4	3.1	3.9	-6.0	-38.8	-23.6	
Hotel & Rest.	6.2%	10.8	7.6	5.5	4.3	6.7	6.8	-23.3	-50.2	-39.6	
ICT	5.3%	4.1	7.6	8.8	8.0	8.2	10.6	3.2	2.7	3.1	
Financial	7.2%	6.4	3.4	2.7	1.9	3.8	3.4	4.5	1.7	1.6	
Real Estate	3.9%	6.5	5.7	3.3	4.1	2.2	2.7	1.7	0.8	1.5	

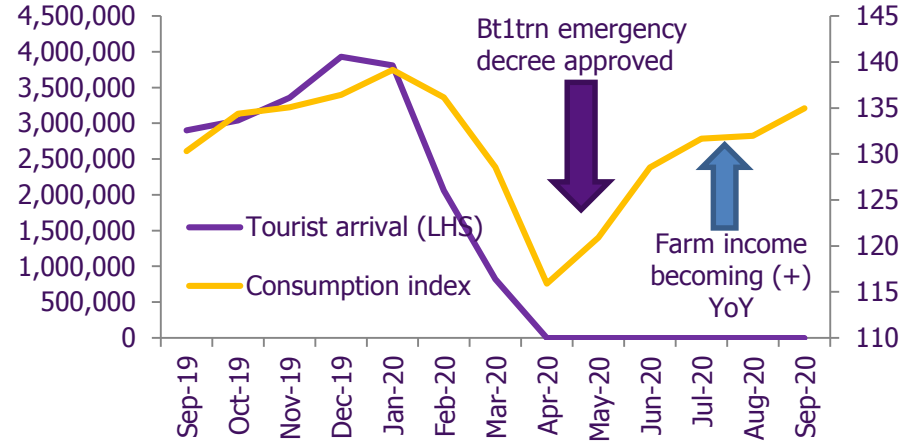
# เมื่อมองต่อไปข้างหน้า พบว่ามีธีมเศรษฐกิจใหม่เกิดขึ้น

ระหว่างประเทศ vs ภายในประเทศ: การบริโภคเริ่มฟื้นตัว ซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการกระตุ้นภาครัฐและรายได้เกษตรกรที่สูงขึ้น

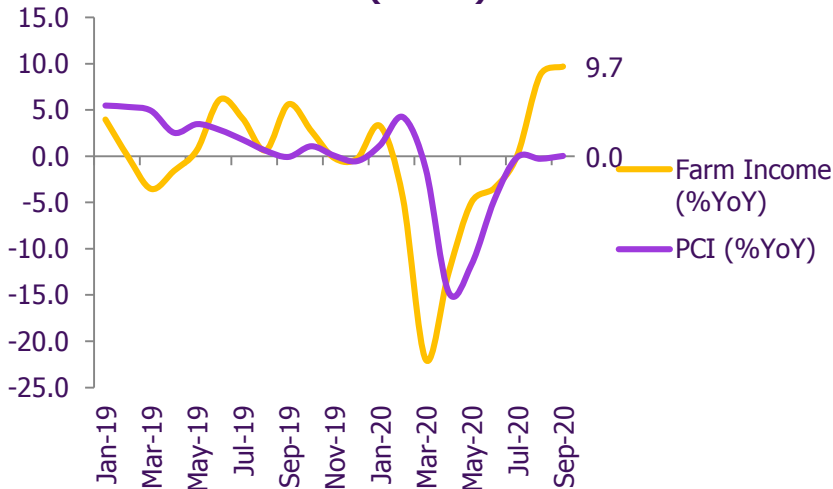
**TH GDP and consumption (4Q19 = 100)**



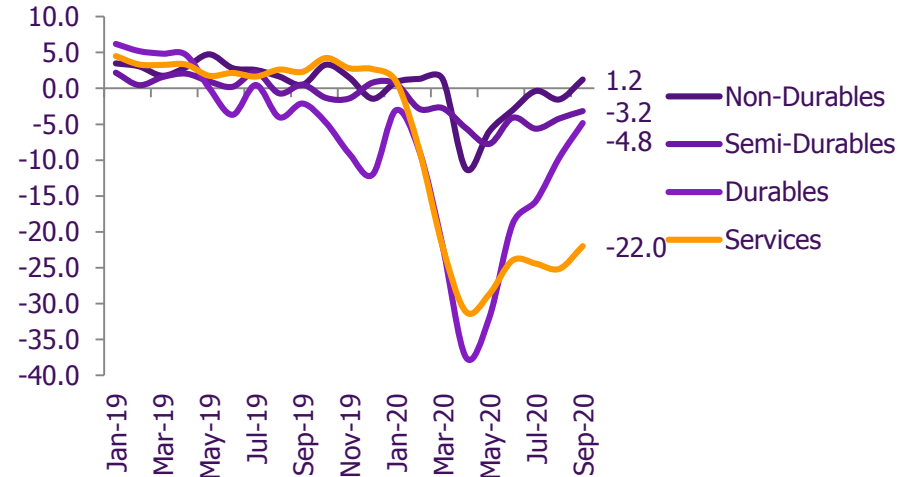
**Personal consumption index and contributing factors**



**Personal Consumption Index and Farm Income (%YoY)**



**Component of Personal Consumption Indicator (%YoY)**



# คาดการณ์บริโภคฟื้นตัว ส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากมาตรการใหม่ที่ออกมากระตุ้นการบริโภค

• ธปท. ออกมาตรการพักชำระหนี้จนถึงวันที่ 30 มิถุนายน 2564 สำหรับผู้ประกอบการ SMEs ที่มีวงเงินสินเชื่อไม่เกิน 100 ล้านบาท และประสบปัญหาในการชำระหนี้

• เติมเงินให้กับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ จำนวน 14 ล้านคน คนละ 500 บาท เป็นระยะเวลา 3 เดือน (ต.ค.-ธ.ค. 2563) รวมจะได้คนละ 1,500 บาท

เติมเงินให้กับผู้ถือบัตรสวัสดิการแห่งรัฐ

งบประมาณ = 2.1 หมื่นลพ.

ขยายเวลาพักชำระหนี้เป็นรายกรณี

นโยบายการเงิน

• ธปท. คิดดอกเบี้ยเงินกู้ซอฟต์โลนจากสถาบันการเงิน 0.01% ต่อปี และสถาบันการเงินไปปล่อยกู้ผู้ประกอบการวิสาหกิจเอสเอ็มอีต่อในอัตราดอกเบี้ยไม่เกิน 2% ต่อปี ในระยะเวลา 2 ปีแรก

ขยายเวลาปล่อยกู้ซอฟต์โลนต่ออีก 6 เดือน พร้อมเปิดทางให้บริษัทจดทะเบียนใน MAI กู้ยืมได้

นโยบายการคลัง

• ธปท. คิดดอกเบี้ยเงินกู้ซอฟต์โลนจากสถาบันการเงิน 0.01% ต่อปี และสถาบันการเงินไปปล่อยกู้ผู้ประกอบการวิสาหกิจเอสเอ็มอีต่อในอัตราดอกเบี้ยไม่เกิน 2% ต่อปี ในระยะเวลา 2 ปีแรก

โครงการคนละครึ่ง

งบประมาณ = 3 หมื่นลพ.

โครงการช้อปดีมีคืน

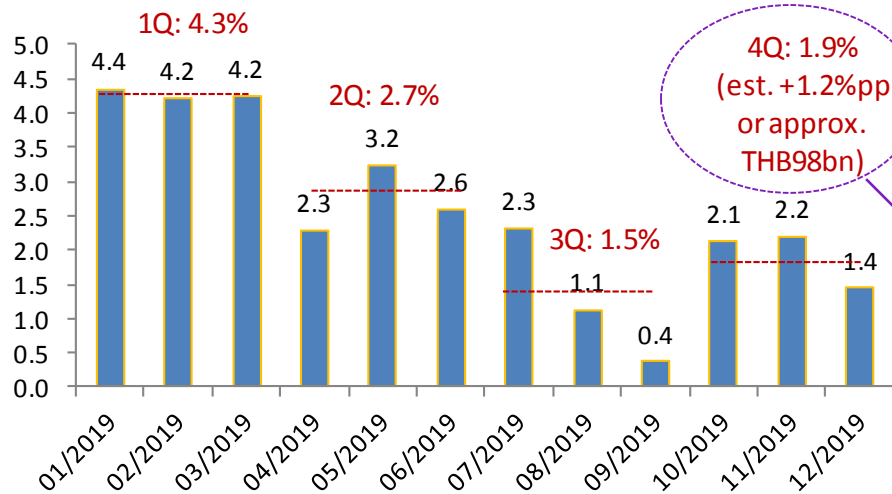
• สูญเสียรายได้ภาษี = 1 หมื่นลพ.

งบประมาณทั้งหมด + การสูญเสียรายได้ = 6.1 หมื่นลพ.  
 คาดเพิ่มเงินหมุนเวียนในระบบเศรษฐกิจ = 1.92 แสนลพ.  
 (+0.54% ของ GDP)

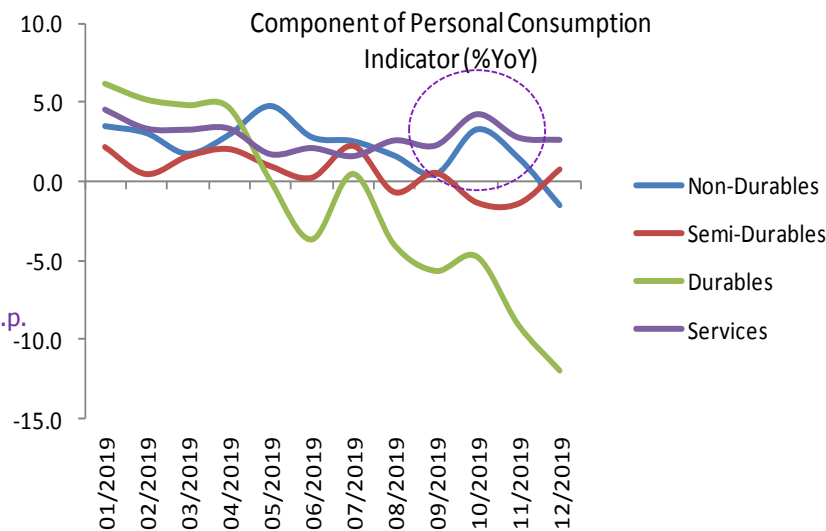
# เพิ่มเติม) ผลการดำเนินงานโครงการ "ชิม ช้อป ใช้" ปี 2562 (เฟส 1-3 ตั้งแต่ 27 ก.ย.-31 ธ.ค.) ซึ่งสร้างเงินหมุนเวียนในระบบราว 3 รอบ



Thailand's Private Consumption Indicator (% YoY)



Component of Personal Consumption Indicator (%YoY)

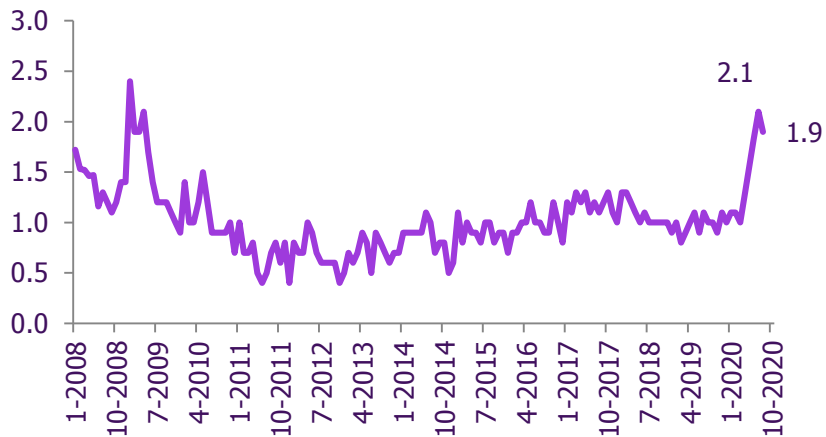




**(เพิ่มเติม) แม้อัตราการว่างงานค่อนข้างต่ำ แต่อัตราการทำงานต่ำกว่าระดับ (underemployment) ยังสูง ขณะที่ กคร. ยังคงประมาณการอัตราการว่างงานไว้เหมือนเดิม (ไม่ได้ระบุกรอบเวลา)**

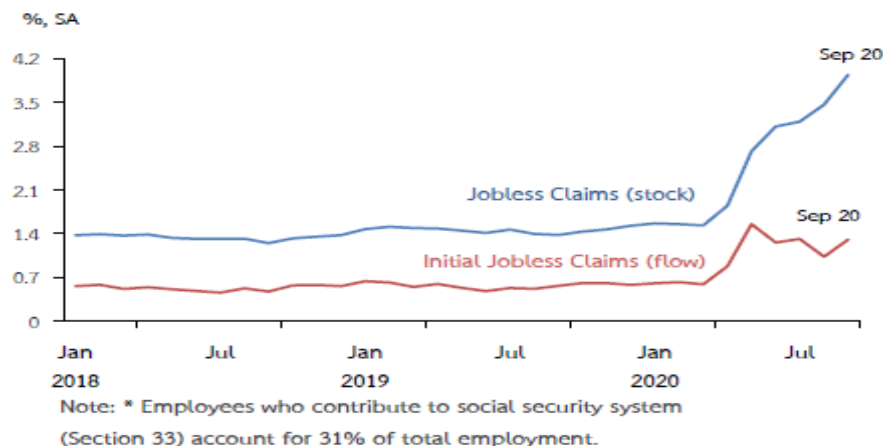
จำนวนผู้ว่างงานอย่างเป็นทางการอยู่ที่ราว 760,000 คน

% Thailand's Unemployment rate (% of labour force)



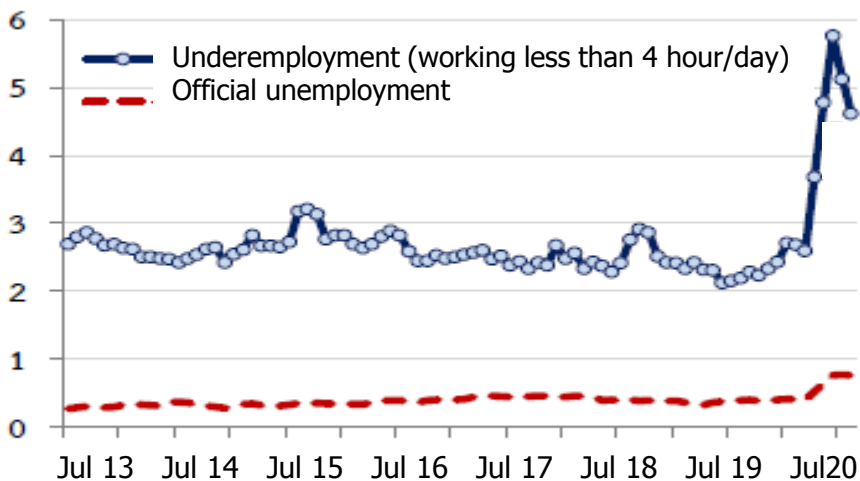
ข้อมูลเกี่ยวกับการขอรับสวัสดิการการว่างงานในประเทศไทย ซึ่งให้เห็ว่ามีผู้ขอรับสวัสดิการว่างงานอย่างน้อย 470,000 คน

Ratio of Jobless Claims to Total Contributors in Section 33\*



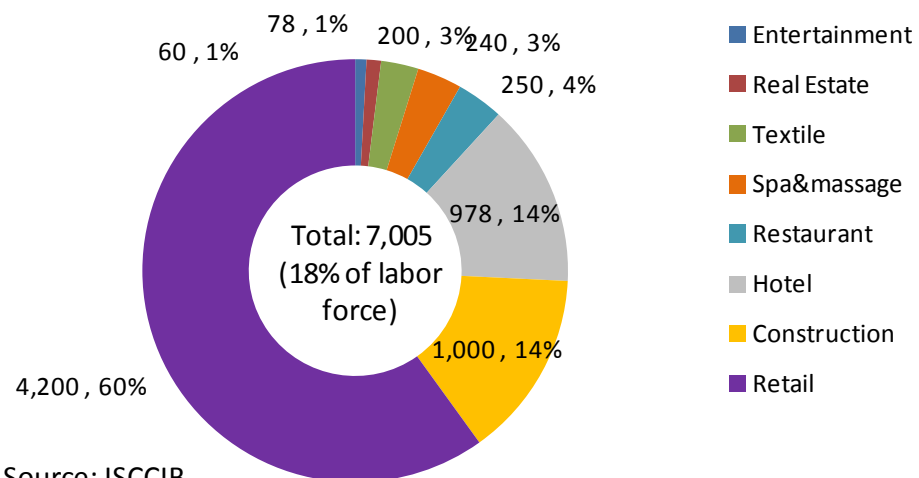
ข้อมูลจากรปท. ชี้ให้เห็นว่าถ้ารวมผู้ที่ทำงานต่ำกว่าระดับเข้ามา ประชาชนทั้งหมดที่ได้รับผลกระทบจากวิกฤตครั้งนี้จะอยู่ที่ราว 5.3 ล้านคน

Million person (3MMA, SA)



กคร. คาดว่าอัตราการว่างงานจะปรับขึ้นสู่ 18%

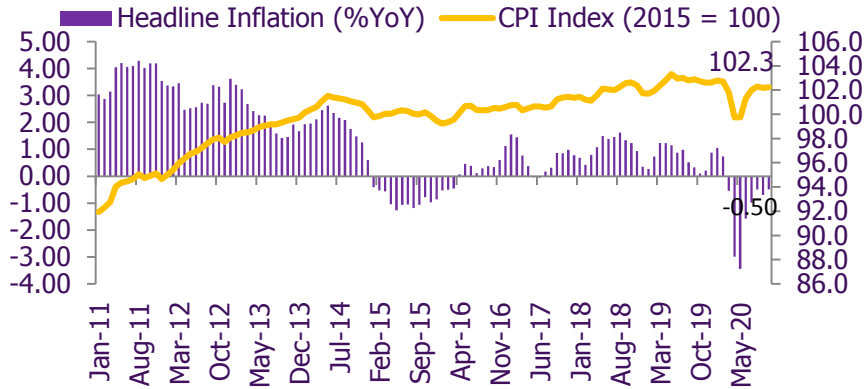
Unemployed worker classified by sector ('000, %)



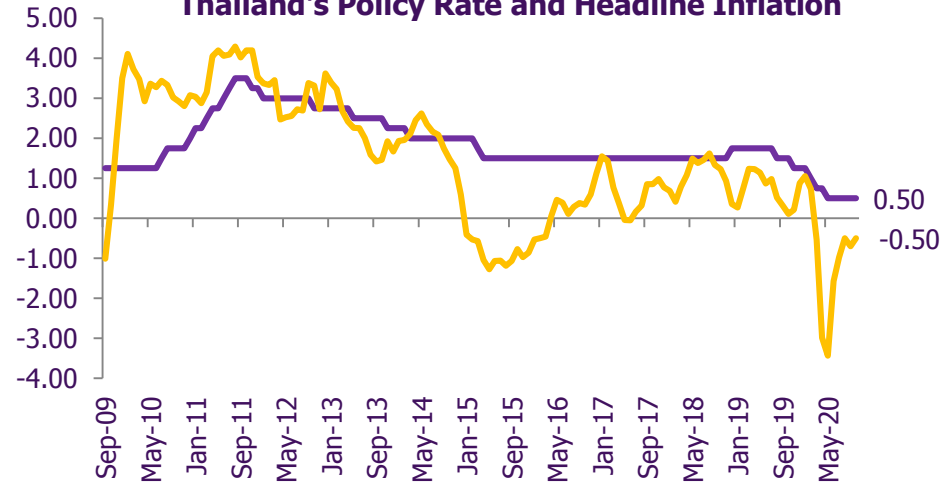
Source: JSCCIB

# นโยบายการเงินของประเทศไทย: ยังดึงตัวเกินไป

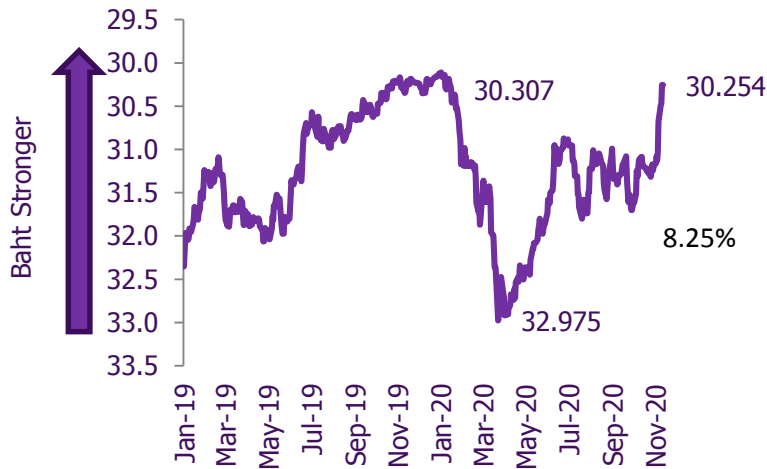
### Thailand's Inflation and CPI (% YoY.)



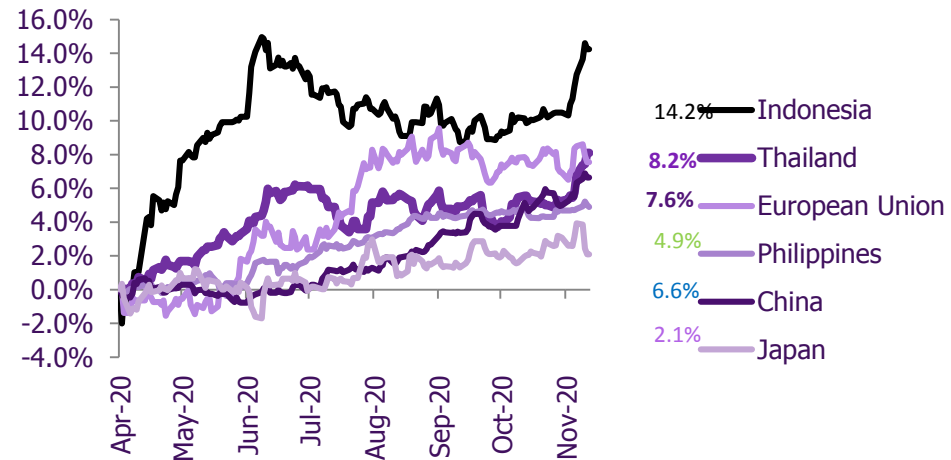
### Thailand's Policy Rate and Headline Inflation



### USDTHB



### Local Currency against USD (% since Apr1)



# SCBS คาดว่า GDP ปี 2564 ของประเทศไทยจะขยายตัว 3.1%

Thailand's GDP growth and its component (Oct)											
	Size (% of GDP)	2020f				2020	2021f				2021
		Q1	Q2	Q3	Q4		Q1	Q2	Q3	Q4	
Priv. Cons.	51%	2.7	-6.8	-0.6	-	-1.9	-	-	-	-	4.0
Public. Cons.	13%	-2.8	1.3	3.4	-	3.0	-	-	-	-	2.8
Priv. Inv.	16%	-5.4	-15.0	-10.7	-	-12.1	-	-	-	-	2.2
Public. Inv.	5%	-9.3	12.5	18.5	-	9.8	-	-	-	-	9.4
X of G&S	66%	-7.3	-27.8	-23.5	-	-16.6	-	-	-	-	1.9
M of G&S	61%	-3.1	-23.2	-20.3	-	-12.4	-	-	-	-	2.2
GDP Growth	100%	-2.0	-12.1	-6.4	-	-7.8	-0.7	5.4	4.5	3.2	3.1

• ในปี 2564 ภาพเศรษฐกิจไทยจะประกอบด้วย 3 ธีม คือ

- (1) แรงปะทะเข้ามากระทบเศรษฐกิจทั้งในประเทศและระหว่างประเทศ (ในประเทศเกิดจากปัจจัยการเมือง ขณะที่ระหว่างประเทศเกิดจากผลกระทบโควิด-19 ที่ยืดเยื้อ)
- (2) ภาคบริการยังคงถูกกดดันจากความกังวลของผู้บริโภค (consumer risk-averse) ซึ่งส่งผลกระทบต่อกิจกรรมพักผ่อนหย่อนใจ แต่ภาคเกษตรจะฟื้นตัวอย่างช้าๆ โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบของลานีญา
- (3) นโยบายการคลังจะเป็นไปในทางผ่อนคลาย แต่นโยบายการเงินจะตึงตัวขึ้น

ด้วยภาพเช่นนี้ มุมมองเศรษฐกิจไทยปี 2564 จะเป็นปีแห่ง 4-3-2-1 โดย

4% คือ ระดับการเติบโตของการบริโภค ที่ถูกจุดขึ้นจากสินค้าไม่คงทนเป็นหลัก

3% คือ การเติบโตของเศรษฐกิจไทย (GDP)

2% คือ การฟื้นตัวของการลงทุนเอกชนและปริมาณการส่งออกสินค้าและบริการสุทธิ และ

1% คือ อัตราเงินเฟ้อทั่วไป

# ประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 2563-2564: ธปท. vs SCBS

ประมาณการเศรษฐกิจมหภาค	ตัวเลขจริง	ธปท.	SCBS	ธปท.	SCBS
	2562	2563	2563	2564	2564*
อัตราการขยายตัวของ GDP	2.4	-7.8	-7.8	3.6	3.1
การสะสมทุนถาวรเบื้องต้น :	2.1	N/A	-11.5	N/A	3.2
- ภาคเอกชน	2.8	-11.4	-16.4	4.2	2.2
- ภาครัฐ	0.2	8.8	7.3	11.4	9.4
การบริโภคภาคเอกชน	4.5	-3.5	-3.8	2.0	4.0
การบริโภคภาครัฐ	1.4	3.4	4.1	5.1	2.8
มูลค่าการส่งออกในรูปแบบเงินดอลลาร์สหรัฐ (%)	-3.2	-8.2	-11.5	4.5	2.3
มูลค่าการนำเข้าในรูปแบบเงินดอลลาร์สหรัฐ (%)	-5.4	-13.7	-21.1	4.4	2.0
ดุลบัญชีเดินสะพัดต่อ GDP (%)	7.0	N/A	2.7	N/A	3.0
อัตราเงินเฟ้อทั่วไป (%)	0.7	-0.9	-1.5	1.0	0.7
อัตราแลกเปลี่ยนบาทต่อดอลลาร์สหรัฐ	31.0	N/A	30.5	N/A	30.0
อัตราดอกเบี้ยนโยบาย (%)	1.25	N/A	0.50	N/A	0.25
จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ (ล้านคน)	39.8	6.7	6.7	9.0	10.0



# ปี 2564 - ปีที่ครึ่งปีแรกกับครึ่งปี หลังแตกต่างกัน

**1H64 – ลงทุนตามกระแส และ rotation ไปยังหุ้นที่มี  
คุณภาพและมั่งคั่งที่แข็งแกร่ง**

**2H64 – โฟกัสที่ปัจจัยพื้นฐานในปี 2565 และ  
สถานการณ์การเมืองภายในประเทศ**

# สรุปกลยุทธ์การลงทุนใน 1Q64 ของ SCBS

		สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		เศรษฐกิจทำจุดต่ำสุดไปแล้ว ในขณะที่การฟื้นตัวจะเป็นไปอย่างช้าๆ โดยคาดว่า GDP ไทยจะฟื้นตัวช้ากว่า consensus คาดที่ 3.1% YoY
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ		การบริโภคภายในประเทศและการส่งออกเป็นจุดสว่างที่สำคัญ
วัฏจักรเศรษฐกิจ		เราอยู่ในช่วงที่เศรษฐกิจหดตัวตอนปลาย เราคาดว่าเศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ช่วงขยายตัวระยะเริ่มแรกใน 2Q64 ซึ่งเป็นบวกต่อกลุ่มพลังงาน ปีโตรเคมี ธุรกิจการเกษตร และพาณิชย์
แนวโน้มกำไร		EPS ปี 2564 ของบริษัทที่อยู่ภายใต้การวิเคราะห์ของบริษัท (70% ของ market cap) จะเพิ่มขึ้น 40% YoY น้อยกว่าที่ consensus คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 43% อยู่เล็กน้อย
วัดขึ้น		เปรียบเสมือนกับกรรมกรประกันภัยเพื่อรับมือกับภาวะการเปลี่ยนแปลงทางเศรษฐกิจอย่างรุนแรง จุดเริ่มต้นในการควบคุมไวรัส แต่จะไม่ช่วยให้การระบอบยุติลง การคาดการณ์ว่าจะแจกจ่ายวัดขึ้นให้กับประชากรได้ 70-75% ถือว่ายังต่ำ เราคาดว่าจะมีข่าวดีเกี่ยวกับวัดขึ้นเข้ามาอย่างต่อเนื่องใน 1Q64
การเปลี่ยนกลุ่มลงทุน (rotation)		คาดว่าจะเห็นการเปลี่ยนกลุ่มลงทุน (rotation) อย่างต่อเนื่อง เราแนะนำให้ rotation จากหุ้นวัฏจักรไปยังหุ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EM) แต่ไม่เห็นด้วยที่จะ rotation ไปยังหุ้นคุณค่า ความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาคยังคงมีความเสี่ยง/ผลตอบแทนในการลงทุนในกลุ่มธนาคารอยู่ในจุดที่ไม่สมดุล ทั้งๆ ที่ valuation ถูก
เม็ดเงินต่างชาติ		คาดเม็ดเงินต่างชาติไหลเข้าอย่างต่อเนื่องใน 1Q64 ซึ่งจะส่งผลทำให้เงินบาทแข็งค่าอย่างต่อเนื่อง กลุ่มขนส่ง การแพทย์ ธนาคาร และปีโตรเคมี มีค่า correlation กับเม็ดเงินต่างชาติค่อนข้างสูง
กลยุทธ์สำหรับ 1H64		ลงทุนตามกระแส และ rotation ไปยังหุ้นที่มีคุณภาพและมีงบดุลที่แข็งแกร่ง การฟื้นตัวยังไม่จบ ข่าวดีเกี่ยวกับวัดขึ้นและประเด็นสนับสนุนด้านนโยบายจะช่วยสนับสนุนการ rally
กลยุทธ์สำหรับ 2H64		โฟกัสที่ปัจจัยพื้นฐานในปี 2565 และสถานการณ์การเมืองภายในประเทศ ตลาดเต็มไปด้วยความคาดหวัง ในขณะที่ยังมองไม่เห็นภาพความเป็นจริง รอจังหวะซื้อเมื่อราคาอ่อนตัวเพื่อเพิ่ม margin of safety ยังคงแนะนำให้เลือกหุ้นลงทุนรายตัวและเน้นหุ้นกลุ่มเชิงรับ (defensive) ในสภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการเติบโตต่ำ
เป้า SET Index	กรอบบน	การรอกกลับสู่ค่าเฉลี่ย (mean reversion) และเม็ดเงินไหลเข้าจะช่วยสนับสนุนให้ SET ปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ 1,450-1,500 จุด
	จุดเข้าซื้อที่สำคัญ	จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,300 จุด ในกรณีที่ตลาดปรับฐาน
กลุ่มอุตสาหกรรม	Overweight	พาณิชย์ การแพทย์ พลังงาน โรงแรม และท่องเที่ยว
	Neutral	ธุรกิจการเกษตร อิเล็กทรอนิกส์ สาธารณูปโภค อาหารและเครื่องดื่ม วัสดุก่อสร้าง ขนส่งทางบก ปีโตรเคมี และ อสังหาริมทรัพย์
	Underweight	REIT ขนส่งทางอากาศ ธนาคาร บันเทิง/สื่อ โทรคมนาคม
คำแนะนำ	หุ้นที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด และ valuation น่าสนใจ หุ้นแนะนำใน 1Q64 ของ SCBS คือ HMPRO IP MINT PTTEP และ TOP	

# หุ้นแนะนำของเราปรับตัว outperform SET เกือบ 1% โดยได้รับการสนับสนุนจาก AP BDMS SVI TOP และ ZIGA

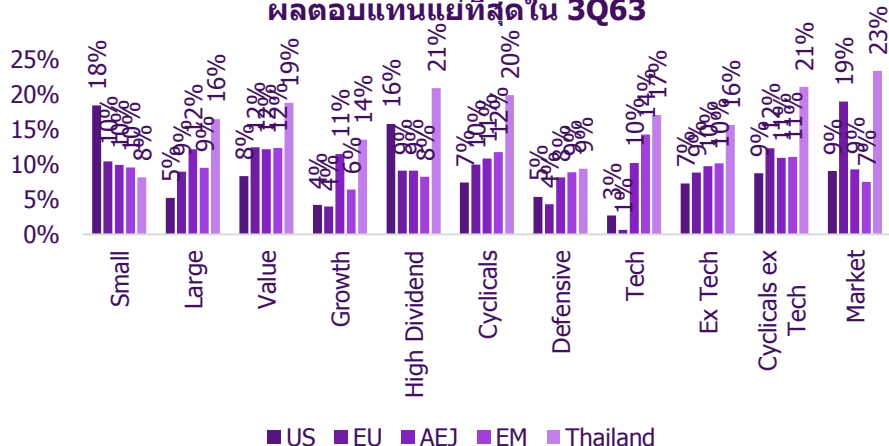
เดือนพ.ย.เป็นเดือนที่มีเหตุการณ์ที่น่าจดจำและราคาหุ้นในตลาดก็ปรับตัวขึ้นอย่างโดดเด่นเช่นกัน นักลงทุนต้องการถือครองสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้นจนรับการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐที่มีแนวโน้มว่าจะได้รัฐบาลที่แตกแยก ผลการทดลองทางคลินิกที่น่าพอใจของวัคซีนต้านไวรัสโควิด-19 จากบริษัทไฟเซอร์และบริษัทโมเดอร์นา ตอกย้ำถึงความก้าวหน้าในการต่อสู้กับไวรัสโควิด-19 ที่อาจทำให้มองเห็นแสงสว่างที่ปลายอุโมงค์ สถานการณ์โดยรวมที่ดีขึ้นเช่นนี้ย่อมทำให้ทุกอย่างดูดีขึ้นตามไปด้วย

ใน 4Q63TD เราพบว่าหุ้นขนาดใหญ่ หุ้นคุณค่า และหุ้นวัฏจักร ปรับตัว outperform หุ้นขนาดเล็ก หุ้นเติบโต และหุ้นเชิงรับ หุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว และพลังงาน outperform หุ้นที่เหลือในตลาด โดยได้รับแรงหนุนจากประสิทธิภาพของวัคซีนโควิด-19 ที่สูงกว่ากว่าคาดจากบริษัทไฟเซอร์/บริษัทไบโอเอ็นเทค และบริษัทโมเดอร์นา

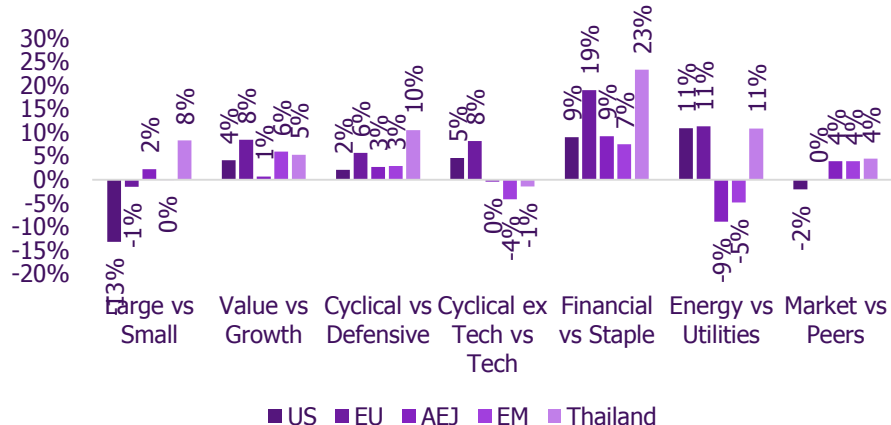
SET ฟื้นตัวกลับขึ้นมาแล้ว 61% จากวัฏจักรโควิด-19 (ก.พ.-ก.ย.) และปรับขึ้นมาแล้ว 11% QTD สอดคล้องกับตลาดหุ้นอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียที่ปรับขึ้นมาแล้ว 12% QTD ในขณะที่เดียวกันก็ outperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ทั่วโลกอยู่ 3% หุ้นวัฏจักรส่วนใหญ่ ได้แก่ กลุ่มปิโตรเคมี ธนาคาร อสังหาริมทรัพย์ พลังงาน ขนส่ง และอิเล็กทรอนิกส์ ให้ผลตอบแทนที่น่าดึงดูดมากกว่าหุ้นเชิงรับที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 2-5% หุ้นแนะนำใน 4Q63 ของ SCBS ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 12% คิดเป็นผลตอบแทนส่วนเกินจากตลาดเกือบ 1% โดยได้รับการสนับสนุนจาก TOP (+48%), AP (+20%), ZIGA (+25%), BDMS (+17%) และ SVI (+16%)

# สถานการณ์โดยรวมที่ดีขึ้นยอมทำให้ทุกอย่างดีขึ้นตามไปด้วยใน 4Q63

ตลาดหุ้นไทยปรับตัว outperform ตลาดหุ้นอื่นๆ ในทุกด้านของสไตล์การลงทุนใน 4Q63TD หลังจากให้ผลตอบแทนแย่มากที่สุดใน 3Q63



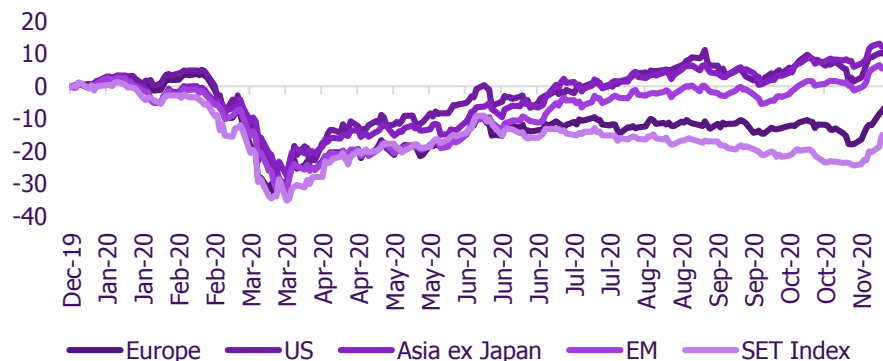
...ตลาดหุ้นไทยปรับตัวขึ้นตามเทรนด์โลกซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากหุ้นคุณค่าและหุ้นวัฏจักร เช่น ธนาคาร และพลังงาน



แม้ SET Index outperform QTD แต่อัตราการฟื้นตัวของ SET Index จากวัฏจักร COVID-19 cycle ยังล่าหลังตลาดอื่นๆ

	US	EU	Asia	EM	Global	Thailand
IT	187%	104%	179%	191%	186%	432%
Healthcare	114%	72%	209%	237%	121%	55%
Financials	71%	39%	76%	57%	56%	43%
ICT	138%	36%	213%	182%	143%	21%
Cons Disc	181%	128%	182%	202%	178%	63%
Industrials	106%	97%	107%	89%	109%	62%
Cons Staples	117%	93%	121%	97%	105%	40%
Energy	32%	37%	68%	49%	36%	55%
Utilities	84%	103%	50%	50%	89%	41%
Real Estate	80%	56%	51%	48%	70%	55%
Materials	138%	90%	131%	110%	122%	93%
<b>Market</b>	<b>121%</b>	<b>76%</b>	<b>139%</b>	<b>116%</b>	<b>116%</b>	<b>63%</b>

ดัชนีตลาดหุ้นที่ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่าตลาดอื่นๆ ของ SET Index มีโอกาสที่จะปรับขึ้นไล่ตามตลาดอื่นๆ ถ้ามีการ rotation อย่างต่อเนื่อง





## ธีมสำคัญและบทเรียนจาก 3Q63

ฤดูกาลผลประกอบการ 3Q63 สิ้นสุดลงแล้ว สิ่งที่น่าสนใจในการประกาศผลประกอบการ คือ ปฏิบัติการตอบรับที่ตลาดมีต่อผลประกอบการ มากกว่าที่จะเป็นตัวผลประกอบการเองซึ่งคาดว่าจะลดลง YoY แต่ฟื้นตัวดีขึ้นได้บ้าง QoQ แม้กำไรสุทธิลดลง 32% YoY แต่ยังฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง QoQ ติดต่อกัน 2 ไตรมาส (+32% ใน 2Q63 และ +23% ใน 3Q63) โดยได้รับการสนับสนุนจากการคลายล็อกดาวน์และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น กลุ่มผู้ชนะรายหลักๆ คือ กลุ่มธุรกิจการเกษตร อาหารและเครื่องดื่ม อิเล็กทรอนิกส์ ซึ่งทั้งรายได้และอัตรากำไรปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะที่ผู้แพ้รายใหญ่ที่สุด คือ สายการบิน

บริษัทขนาดกลางและเล็กฟื้นตัวเร็วกว่าบริษัทขนาดใหญ่ ในขณะเดียวกัน สถานะการเงินโดยรวมยังทรงตัว QoQ โดยอัตรารสหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 1.6 เท่า ณ 3Q63 บริษัทส่วนใหญ่มีภาระหนี้สินเพิ่มขึ้นหลังจากโควิด-19 ระบาด โดยเฉพาะกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว เรามีความกังวลเกี่ยวกับงบดุลที่ดูแย่งลงของกลุ่มสื่อ โรงแรม และขนส่ง

ราคาหุ้นมีปฏิบัติการตอบรับในทิศทางที่คละเคล้ากัน ตลาดตอบรับเชิงลบต่อบริษัทที่ประกาศผลประกอบการแย่กว่าคาด ในขณะที่ไม่ได้มีปฏิบัติการตอบรับเชิงบวกต่อบริษัทที่ประกาศผลประกอบการดีกว่าคาดแต่อย่างใด เราคาดว่าแนวโน้มเช่นนี้จะเกิดขึ้นต่อเนื่อง เพราะปัจจุบันตลาดมีความคาดหวังสูง

# กำไรสุทธิ +22% QoQ แต่ -32% YoY

	Revenue		Expense		SG&A to sales		Operating profit		EBIT margin		Reported Net Profit	
	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY
Agribusiness	13%	8%	3%	-6%	1%	2%	106%	371%	8%	13%	37%	288%
Food & Beverage	8%	11%	7%	8%	1%	1%	12%	37%	0%	2%	23%	24%
Consumption	22%	-12%	21%	-12%	0%	-2%	44%	-6%	1%	0%	70%	-20%
Automotive	55%	-27%	28%	-26%	-5%	0%	334%	-33%	19%	-1%	288%	-32%
Industrials	-1%	19%	-2%	16%	-1%	3%	8%	67%	1%	2%	12%	145%
Petrochemical	8%	-16%	7%	-16%	1%	2%	21%	-17%	0%	0%	8%	-47%
Packaging	-2%	-4%	6%	-2%	6%	6%	-41%	-18%	-7%	-2%	-45%	-22%
Steel	4%	-13%	4%	-17%	4%	1%	-19%	114%	0%	4%	1%	80%
Construction Materials	6%	-8%	5%	-13%	0%	1%	12%	38%	1%	5%	2%	53%
Property	15%	-1%	5%	3%	-3%	-2%	95%	-13%	8%	-3%	200%	-19%
Industrials Estate	8%	-59%	-9%	-66%	-7%	-6%	55%	-40%	11%	12%	89%	-7%
Construction Services	1%	-9%	1%	-9%	-1%	-2%	20%	-2%	1%	0%	98%	73%
Energy	13%	-27%	9%	-28%	-1%	2%	96%	-7%	4%	2%	72%	-13%
Utilities	-1%	-4%	-6%	-8%	-1%	-2%	11%	5%	3%	3%	-3%	11%
Commerce	6%	-2%	4%	-1%	0%	0%	29%	-9%	1%	0%	43%	-15%
Healthcare	22%	-21%	11%	-17%	-3%	1%	152%	-38%	8%	-4%	206%	-41%
Media	34%	-35%	10%	-31%	-6%	6%	104%	-93%	21%	-5%	92%	-125%
Tourism	94%	-57%	27%	-31%	-45%	17%	37%	-198%	71%	-50%	27%	-276%
Transportation	-17%	-64%	23%	-42%	89%	51%	-582%	-1833%	-52%	-60%	-239%	-931%
ICT	0%	-10%	2%	-6%	5%	5%	-11%	-27%	-2%	-4%	-17%	-41%
Electronics	14%	20%	13%	12%	-2%	-2%	29%	173%	1%	7%	24%	165%
<b>Total ex Financials</b>	9%	-16%	7%	-16%	1%	2%	31%	-15%	2%	0%	22%	-32%
<b>SET50 ex Financials</b>	8%	-17%	6%	-17%	0%	2%	30%	-13%	2%	0%	19%	-24%
<b>SET50-100 ex Financials</b>	14%	-16%	8%	-18%	8%	1%	146%	23%	5%	3%	343%	16%
<b>sSET</b>	10%	-9%	10%	-3%	2%	4%	5%	-63%	0%	-6%	210%	-89%
<b>Defensive</b>	6%	-1%	5%	-1%	1%	1%	12%	-3%	1%	0%	12%	-11%
<b>Cyclicals</b>	11%	-23%	8%	-23%	2%	2%	60%	-25%	2%	0%	42%	-51%

# งบดุลยังแข็งแกร่ง แต่หนี้สิน +20% YoY

	Account Receivable		Inventory		Account Payable		Total Liabilities		Equity		Debt	
	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY	%Chg QoQ	%Chg YoY
Agribusiness	19%	5%	14%	9%	20%	15%	6%	0%	5%	20%	5%	-1%
Food & Beverage	5%	5%	3%	7%	14%	5%	2%	20%	1%	10%	2%	21%
Consumption	27%	-6%	26%	-1%	36%	-2%	2%	7%	0%	9%	-1%	8%
Automotive	124%	-16%	23%	-15%	118%	-18%	7%	-13%	0%	4%	1%	-12%
Industrials	29%	34%	46%	41%	41%	67%	0%	59%	3%	6%	-3%	58%
Petrochemical	8%	-15%	6%	-6%	2%	-9%	-1%	25%	1%	-4%	-1%	27%
Packaging	-6%	-4%	7%	0%	-4%	-10%	1%	-3%	3%	9%	1%	-3%
Steel	6%	-22%	6%	-17%	-2%	-15%	2%	-18%	-1%	10%	3%	-19%
Construction Materials	7%	-4%	9%	-10%	15%	6%	1%	22%	3%	9%	0%	23%
Property	-9%	-19%	3%	-34%	35%	18%	-1%	7%	1%	10%	-2%	7%
Industrials Estate	39%	-17%	71%	-32%	29%	-16%	-5%	4%	6%	5%	-5%	4%
Construction Services	0%	-10%	-1%	-5%	6%	13%	1%	1%	-1%	-2%	1%	1%
Energy	19%	-26%	5%	-20%	24%	22%	6%	19%	2%	-1%	5%	19%
Utilities	-4%	-2%	-1%	4%	2%	-5%	7%	8%	10%	27%	7%	7%
Commerce	1%	-9%	9%	4%	7%	-4%	2%	17%	3%	4%	2%	19%
Healthcare	30%	-13%	11%	-7%	39%	-17%	-1%	1%	1%	2%	-2%	2%
Media	42%	-30%	-38%	-4%	-42%	-12%	6%	28%	0%	-8%	12%	31%
Tourism	152%	-25%	24%	-26%	121%	-41%	7%	62%	2%	1%	6%	68%
Transportation	-11%	-48%	34%	-61%	-7%	-40%	3%	29%	-15%	-34%	3%	30%
ICT	-8%	-23%	1%	-15%	-8%	-26%	-1%	39%	-2%	-15%	-1%	46%
Electronics	13%	25%	5%	17%	14%	28%	5%	26%	9%	5%	3%	25%
<b>Total ex Financials</b>	<b>8%</b>	<b>-15%</b>	<b>7%</b>	<b>-21%</b>	<b>11%</b>	<b>-3%</b>	<b>3%</b>	<b>20%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>2%</b>	<b>21%</b>
<b>Defensive</b>	<b>0%</b>	<b>-11%</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>-13%</b>	<b>2%</b>	<b>21%</b>	<b>3%</b>	<b>8%</b>	<b>2%</b>	<b>24%</b>
<b>Cyclicals</b>	<b>14%</b>	<b>-17%</b>	<b>7%</b>	<b>-26%</b>	<b>18%</b>	<b>6%</b>	<b>3%</b>	<b>20%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>2%</b>	<b>20%</b>

## ความหวังสามารถผลักดันให้ตลาดหุ้นปรับตัวขึ้นได้ แม่ว่ายังไม่มีความแน่นอน

ตลาดได้รับแรงหนุนจากข่าวดีเกี่ยวกับความคืบหน้าของวัคซีนโควิด-19 ทำให้โอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยช้าลงหมดไป ความคืบหน้าของวัคซีนจะช่วยเพิ่ม upside ให้กับการเติบโตในปี 2564 เนื่องจากตลาดเน้นการมองไปข้างหน้า แม่วาสภาวะในปัจจุบันยังดูไม่ดีนัก

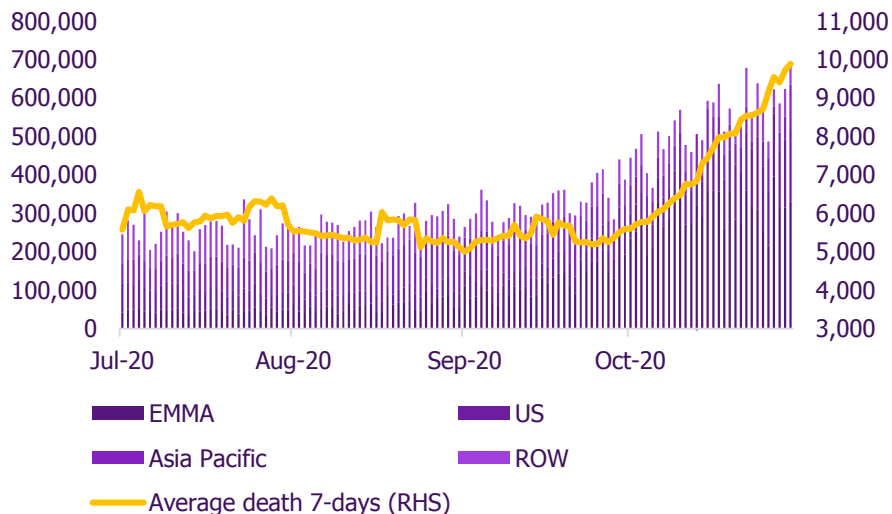
ความไม่แน่นอนทางด้านนโยบายของสหรัฐฯ ที่ลดน้อยลง และประสิทธิภาพระดับสูงของวัคซีนส่งสัญญาณถึงแนวโน้มการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น ซึ่งช่วยหนุนให้ดัชนีตลาดหุ้นทั่วโลก และ SET Index ปรับตัวเพิ่มขึ้นมากถึง 11% และ 14% ในเดือนพ.ย. 2563 อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจยังชะลอตัว และโอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยช้าลงยังไม่หมดไปเมื่อพิจารณาจากการระบาดรอบใหม่ของโควิด-19 ทั่วโลก ไตรมาสนี้และไตรมาสหน้า (4Q63-1Q64) จะเป็นช่วงเวลาที่ทำทนายอย่างมากต่อเศรษฐกิจ ในขณะที่คาดว่าตลาดจะกลับสู่ภาวะปกติและฟื้นตัวแบบ V-shape ใน 2H64

# ความหวังที่จะมีวัคซีนโควิด-19 ใกล้เคียงเข้ามาทุกที

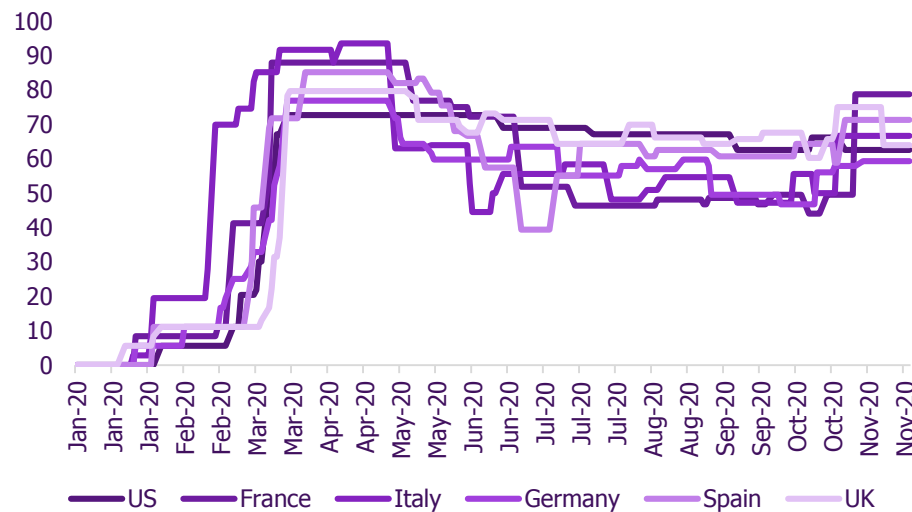
สถานการณ์วัคซีนโควิด-19 – คาดว่าจะมีวัคซีน 3 ตัวได้รับอนุมัติจาก FDA ใน 1Q64

บริษัท	ชื่อวัคซีน	ประกาศผลการทดสอบวัคซีน เฟส 3 เบื้องต้น	แนวโน้มที่จะได้รับ อนุมัติใช้วัคซีนในกรณีฉุกเฉินจาก FDA	คาดว่าจะสามารถผลิตในปี 2564 (ล้านโดส)	กำลังการผลิต (ล้านโดส) ในปี 2564
Pfizer	BNT162b2	ประกาศแล้ว	ม.ค. 64	100-600	1,000-1,300
Moderna	mRNA1273	ประกาศบางส่วน	ก.พ. 64	100-500	1,000
AstraZeneca	AZD1222	ม.ค. 64	มี.ค. 64	300	1,000-1,500
Johnson & Johnson	Ad26.COVID-2-S	เม.ย. 64	มิ.ย. 64	100-300	1,000
NovaVax	NVX-CoV2373	1Q64	2Q64	110	1,000

จำนวนผู้ป่วยทั่วโลกทำสถิติสูงสุดท่ามกลางการระบาดรอบใหม่ จำนวนผู้เสียชีวิตต่อวันเพิ่มขึ้น



หลายประเทศเพิ่มความเข้มงวดในการควบคุมไวรัสมากขึ้น และมีการประกาศล็อกดาวน์บางส่วน



# เกมส์เปลี่ยนกลุ่มเล่น และซื้อหุ้นรับวัดขึ้นคืบหน้า

สำหรับตลาดหุ้น การฟื้นตัวที่ได้รับการสนับสนุนจากความเสถียรด้านนโยบายของสหรัฐฯ ที่ลดน้อยลง ความหวังที่จะเห็นความร่วมมือกันมากขึ้น โลกาภิวัตน์ ความคืบหน้ามากขึ้นของวัคซีน จะช่วยสนับสนุนการ rotation (เปลี่ยนกลุ่มเล่น) ไปยังสินทรัพย์เสี่ยงและหุ้นกลุ่มวัฏจักร

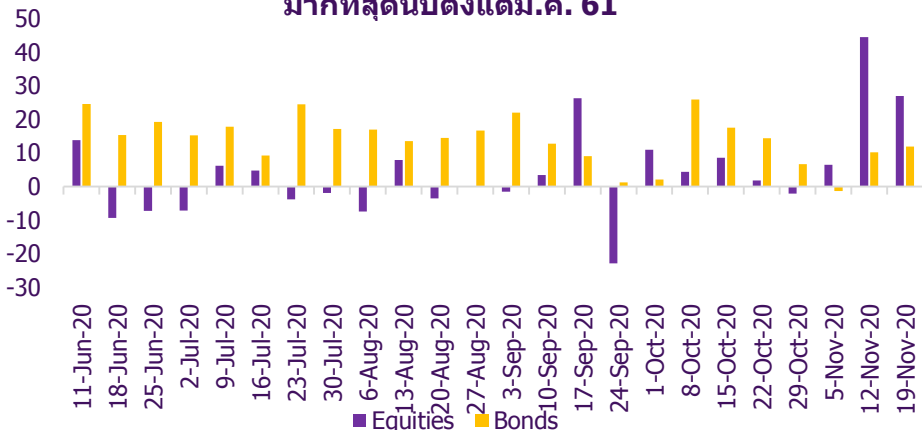
**การ rotation จากตลาดตราสารหนี้ไปยังตลาดหุ้น** – เนื่องจากวัคซีนคือความหวังที่ดีที่สุดของโลกที่จะเอาชนะการระบาดของโควิด-19 ได้ ดังนั้นเราอาจจะเห็นการ rotation ไปยังตลาดเกิดใหม่และหุ้นกลุ่มวัฏจักรค่อนข้างมาก แต่โดยปกติแล้วมักจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ ในระยะเวลาเฉลี่ย 3-4 เดือน gap ค่อนข้างมากระหว่าง valuation ของหุ้นและพันธบัตร และความต้องการลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงเพิ่มมากขึ้น จะกระตุ้นให้มีการจัดสรรเงินลงทุนบางส่วนออกจากตลาดตราสารหนี้ไปยังตลาดหุ้น นอกจากนี้เม็ดเงินลงทุนก็อยู่ในตลาดตราสารหนี้ค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับตลาดหุ้น ถ้าความไม่แน่นอนลดน้อยลง เราคาดว่าจะเห็นการ rotation จากตลาดตราสารหนี้ไปยังตลาดหุ้น แต่จะไม่มากนัก เราเชื่อว่านักลงทุนจะนำเงินสดที่เก็บไว้รอลงทุนมาใช้ในการ rotation ไปยังตลาดหุ้นชั่วคราว

**การ rotation จากตลาด DM ไปยังตลาด EM** – รัฐบาลที่แตกแยกของสหรัฐฯ จะทำให้มีการเปลี่ยนแปลงทางกฎหมายที่สำคัญๆ น้อยมาก แม้ว่าท่าทีทางการค้าและนโยบายกำกับดูแลมีแนวโน้มที่จะแตกต่างจากรัฐบาลของทรัมป์ ซึ่งหมายความว่ามีความเป็นไปได้น้อยมากที่จะมีการปรับอัตราภาษีเงินได้บุคคลธรรมดาและนิติบุคคลเพิ่มขึ้น รวมถึงการออกกฎหมายป้องกันการผูกขาด และจะเห็นความร่วมมือมากขึ้นทั่วโลก ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าจะมีเม็ดเงินไหลออกจากตลาดสหรัฐฯ มายังตลาด EM มากนัก

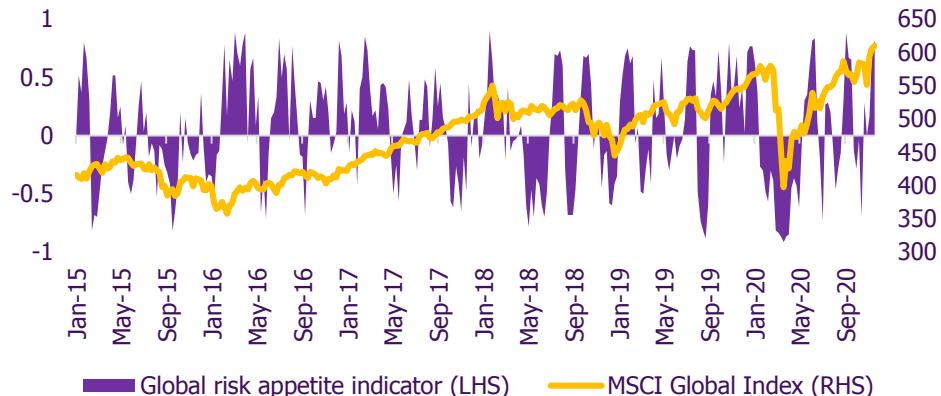
**การ rotation จากหุ้นขนาดเล็กมายังหุ้นขนาดใหญ่** – ความคาดหวังเชิงบวกเกี่ยวกับวัคซีนจะทำให้นักลงทุนมีเหตุผลมากขึ้นในการเข้าซื้อหุ้น หุ้นขนาดใหญ่จะเป็นกลุ่มที่ได้รับประโยชน์หลักๆ จากความคาดหวังว่าเศรษฐกิจจะฟื้นตัวดีขึ้น และจะดึงดูดเม็ดเงินลงทุนจากต่างชาติเข้ามาเมื่อวัคซีนพร้อมใช้ ดังนั้นเราจึงชอบหุ้นขนาดใหญ่มากกว่าหุ้นขนาดเล็ก

# การ rotation จากตลาดตราสารหนี้สู่ตลาดหุ้น – วัคซีนและการเลือกตั้งสหรัฐฯ ช่วยสนับสนุนการ rally

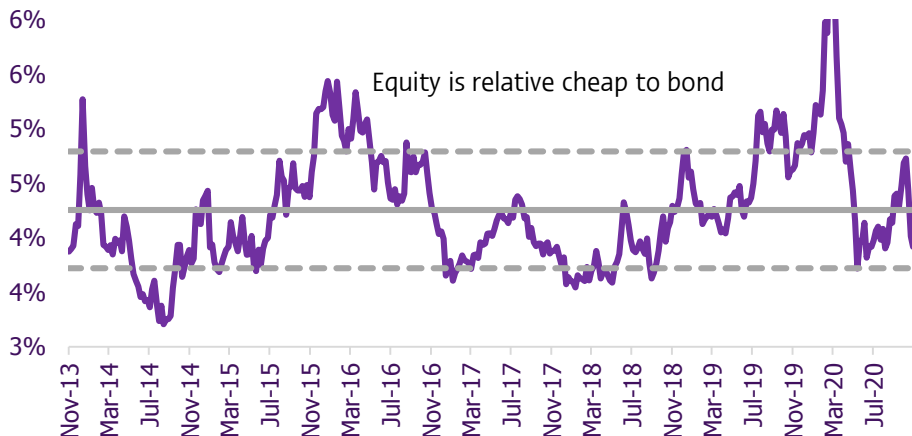
นักลงทุนหันมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงมากขึ้น เม็ดเงินไหลเข้าตลาดหุ้นสุทธิเพิ่มขึ้น คิดเป็นสัดส่วน (%) ของ AUM มากที่สุดนับตั้งแต่ ค.ศ. 61



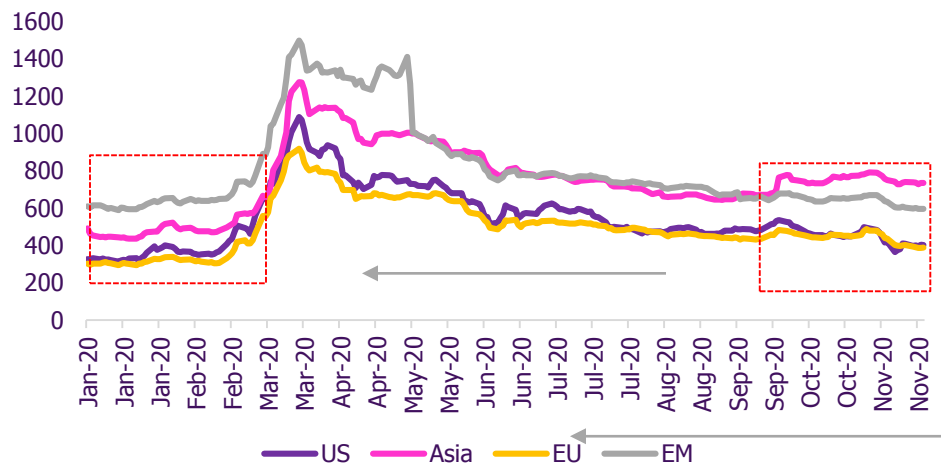
ตลาดหุ้นปรับขึ้นเพราะนักลงทุนหันมาลงทุนในสินทรัพย์เสี่ยงหลังจากวัคซีนคืบหน้า นักลงทุนต้องการผลตอบแทนที่สูงขึ้น



ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนพันธบัตรกับผลตอบแทนหุ้นไทยต่ำกว่าค่าเฉลี่ยอยู่เล็กน้อย สถานะอัตราดอกเบี้ยต่ำช่วยสนับสนุนการลงทุนในตลาดหุ้น

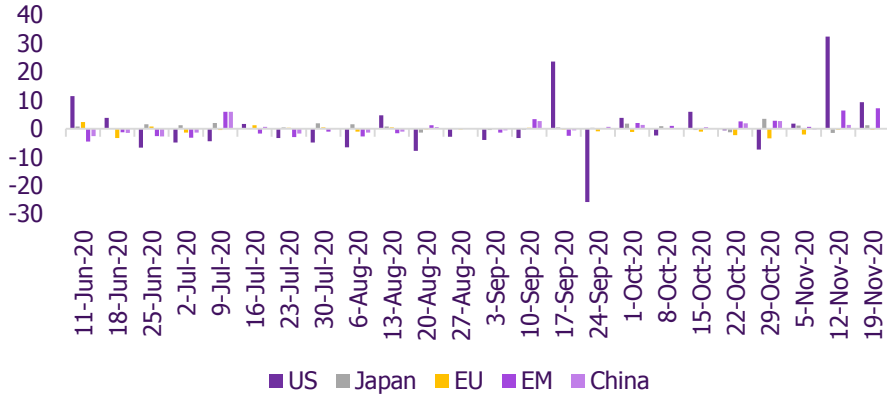


High Yield Spread ลดลงเข้าใกล้ระดับก่อนโควิด-19 ระบาด ทั้งๆ ที่ความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาคยังมีอยู่

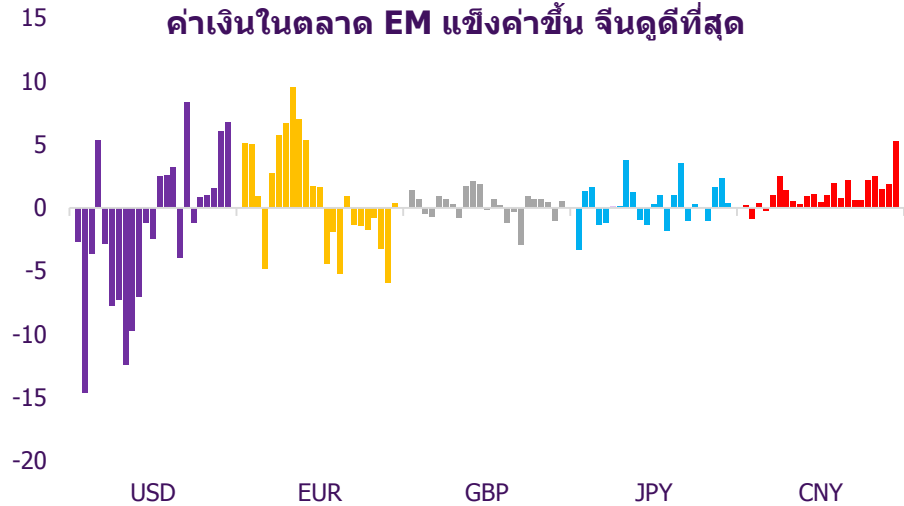


# การ rotation จากตลาด DM สู่ตลาด EM – ตลาด EM มีแนวโน้มปรับขึ้น จินน่าสนใจ

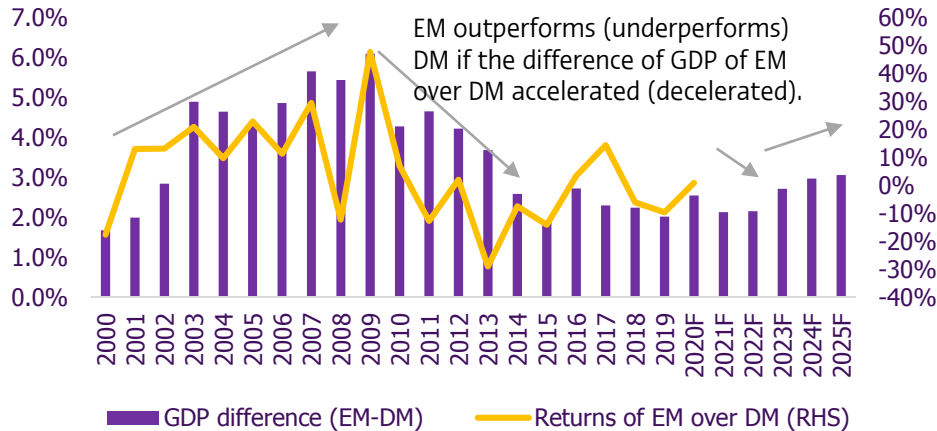
EM ETFs มีเม็ดเงินไหลเข้าในช่วง 2 สัปดาห์ ดีที่สุด นับตั้งแต่เดือนม.ค. 2563 และมากที่สุดในรอบ 10 เดือน



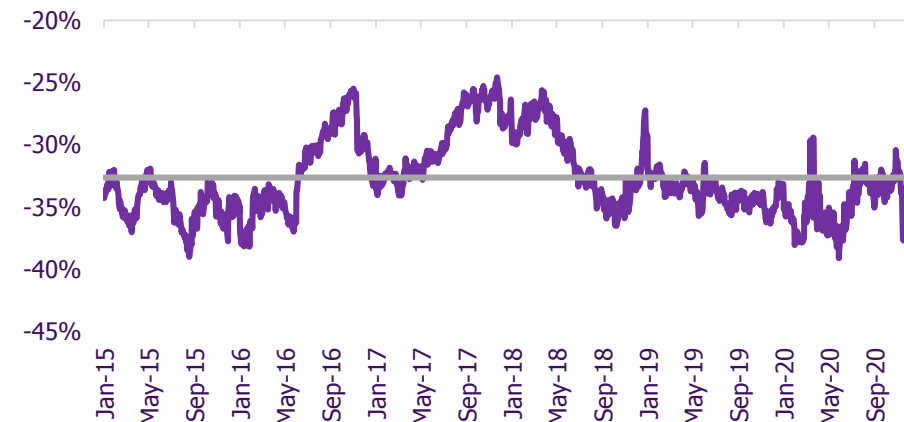
ค่าเงินในตลาด EM แข็งค่าขึ้น จินดูดีที่สุด



ความแตกต่างระหว่าง GDP ของตลาด EM กับตลาด DM อาจจะมีผลทำให้ผลตอบแทนส่วนเกินของตลาด EM สูงกว่าตลาด



ตลาด EM เทรดในระดับ discount จากตลาด DMค่อนข้างมาก และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในแง่ของ P/E และ P/B





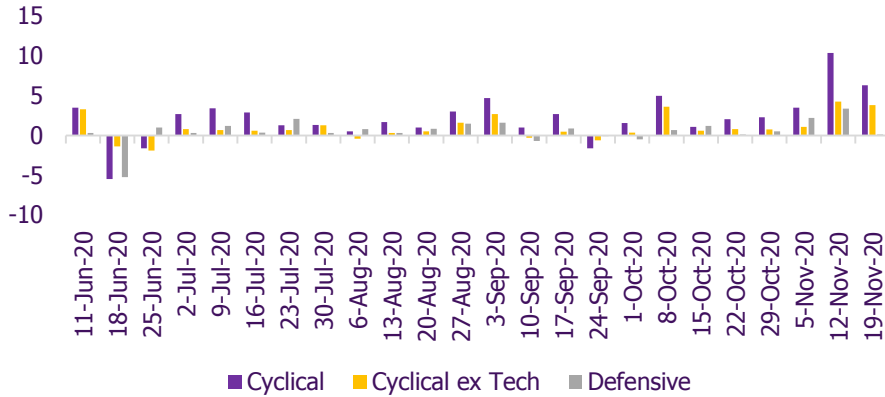
# เกม rotation และซื้อหุ้นรับวัคซีนคืบหน้า

**การ rotation จากหุ้นเชิงรับไปยังหุ้นวัฏจักร** – GDP ที่ดีขึ้น ความคืบหน้าของวัคซีน และความเต็มใจที่จะ discount กระแสไวรัสโควิด-19 ในปัจจุบันด้วยสัญญาณ divergence ใน valuation หมายความว่าตลาดเกิดใหม่และตลาดหุ้นไทยซึ่งยังปรับตัวขึ้นน้อยมีโอกาที่จะปรับตัวเพิ่มขึ้นได้อีกมากและไล่ตามตลาดอื่นๆ ได้ทัน เราเชื่อว่าการที่จะมีวัคซีนในปี 2564 จะช่วยสนับสนุนให้สถานการณ์กลับคืนสู่ภาวะปกติ ซึ่งน่าจะเป็นปัจจัยที่ช่วยกระตุ้นให้หุ้นวัฏจักรปรับตัว outperform ในขณะที่แนวโน้ม upside จนถึงสิ้นปีนี้อาจจะชะลอตัวลง แต่ความคืบหน้าของวัคซีนที่ใกล้ความจริงเข้ามาจะช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นในการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนหลังการระบาดของโควิด-19 และจะทำให้กลุ่ม laggard (ยังปรับตัวขึ้นน้อย) เช่น โรงแรม อสังหาริมทรัพย์ พลังงาน ขนส่ง และธนาคาร ปรับตัวขึ้นไล่ตามกลุ่มอื่นๆ sentiment ตลาดการเงินจะปรับตัวดีขึ้นพร้อมกับสัญญาณว่าวัคซีนพร้อมใช้งานจริง เนื่องจากภาพรวมเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้นจะช่วยสนับสนุนให้หุ้นวัฏจักรปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่าเศรษฐกิจจะเปลี่ยนจากภาวะหดตัวในช่วงปลายมาเป็นขยายตัวในระยะเริ่มแรกใน 1H64 จากข้อมูลในช่วงปี 1990-2018 (พ.ศ. 2533-2561) กลุ่มปิโตรเคมี ธุรกิจการเกษตร พลังงาน พาณิชยกรรม และอิเล็กทรอนิกส์ ให้ผลตอบแทนส่วนเกินในช่วงที่เศรษฐกิจขยายตัวในระยะเริ่มแรก นอกจากนี้เรายังพบว่ากลุ่มปิโตรเคมี ธุรกิจการเกษตร พลังงาน และอิเล็กทรอนิกส์ มี correlation ค่อนข้างสูงกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจ

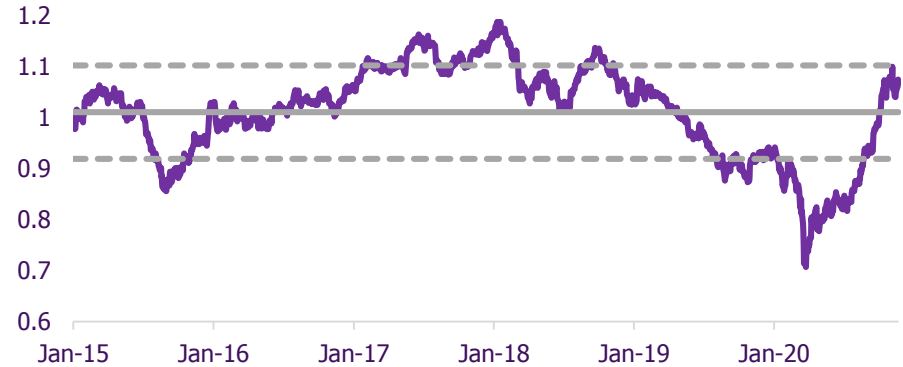
**การ rotation จากหุ้นเติบโตไปยังหุ้นคุณค่า** – premium สำหรับหุ้นเติบโตมีมากกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตค่อนข้างมาก เมื่อดูที่หุ้นเติบโตเทียบกับหุ้นคุณค่าในดัชนี MSCI พบว่า gap ระหว่างหุ้นสองกลุ่มนี้สูงมาก อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าจะมีเม็ดเงินไหลออกจากหุ้นเติบโตมายังหุ้นคุณค่ามากนัก เพราะหุ้นเติบโตมีความแน่นอนของผลประกอบการสูงกว่า premium valuation สูงกว่า และมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนในระยะยาวสูงกว่าหุ้นคุณค่า การ rotation มายังหุ้นคุณค่ามีเป้าหมายเพียงเพื่อปรับสมดุล valuation และความคาดหวังในระยะสั้น ไม่ใช่เป็นการเปลี่ยนแปลงทางปัจจัยพื้นฐานอย่างมีนัยสำคัญ

# คาดว่าจะมีการ rotation มายังหุ้นวัฏจักรอย่างต่อเนื่องใน 1Q64

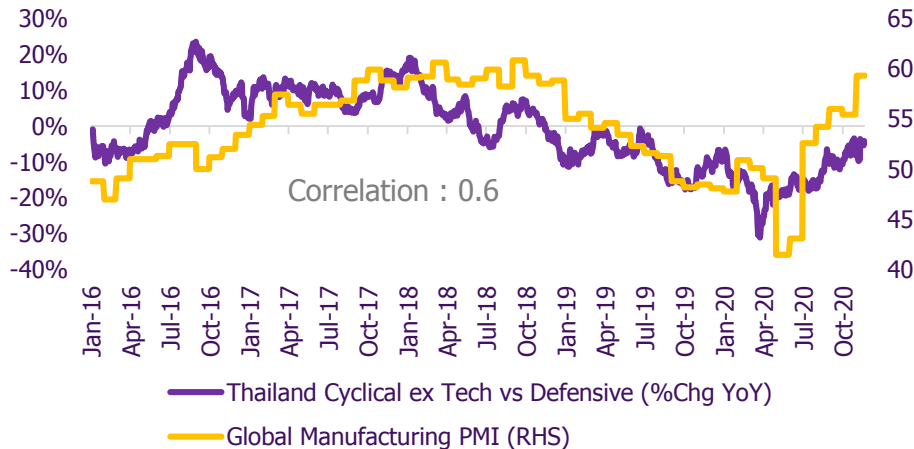
หุ้นวัฏจักรมีโมเมนตัมดีขึ้น ในขณะที่เม็ดเงินไหลเข้าหุ้น  
ซึ่งรับลดน้อยลงในเดือนค.ค.-พ.ย.



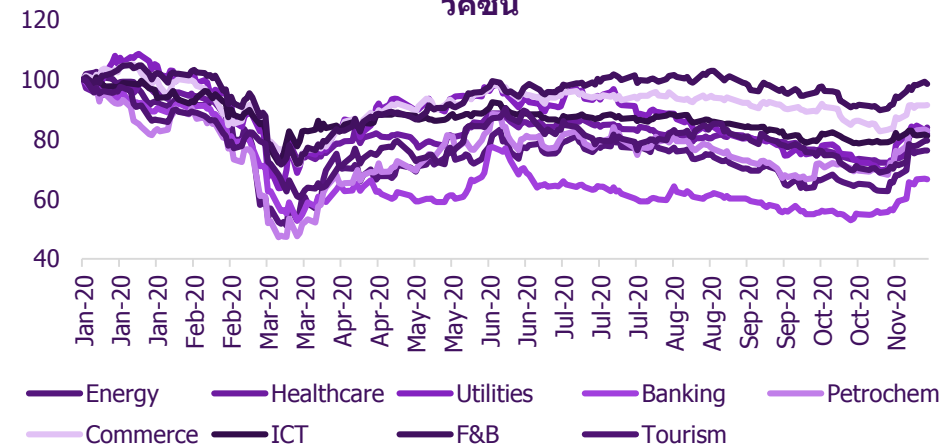
หุ้นวัฏจักรปรับตัวขึ้นได้ดีหลังจากทำจุดต่ำสุด หุ้นวัฏจักร  
ยังมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก โดยคาดการณ์ผลตอบแทน  
7%



หุ้นวัฏจักรจะปรับตัวขึ้นได้แรงเมื่อกิจกรรมเศรษฐกิจและ  
การเติบโตทางเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้น

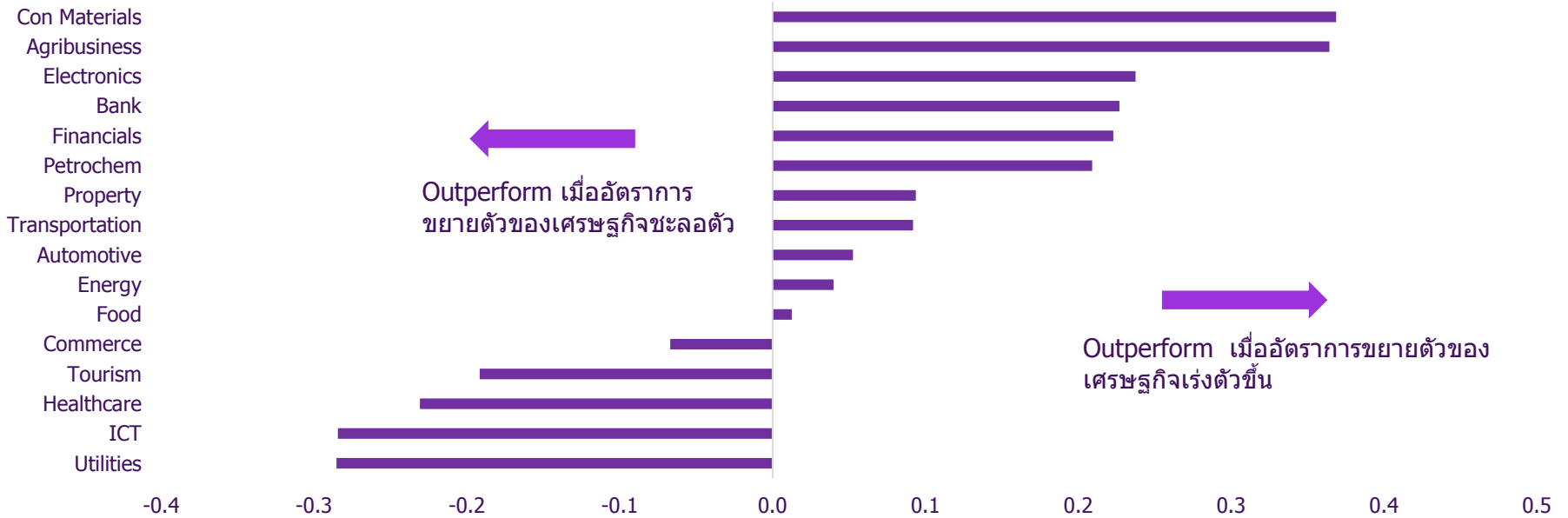


กลุ่มที่ได้รับผลกระทบหนักที่สุดจากโควิด-19 น่าจะปรับตัว  
outperform ได้ โดยได้แรงหนุนจากความคืบหน้าของ  
วัคซีน



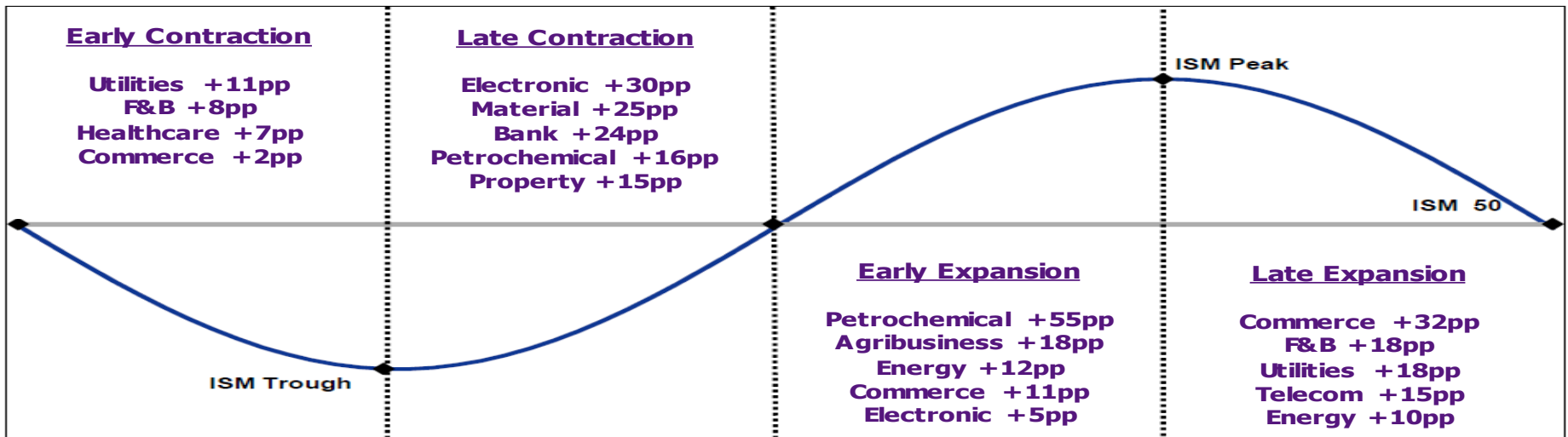
# ผลตอบแทนส่วนเกินและวัฏจักรเศรษฐกิจ

ค่า correlation ของผลตอบแทนส่วนเกินรายกลุ่มอุตสาหกรรมกับการเปลี่ยนแปลงในกิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลก



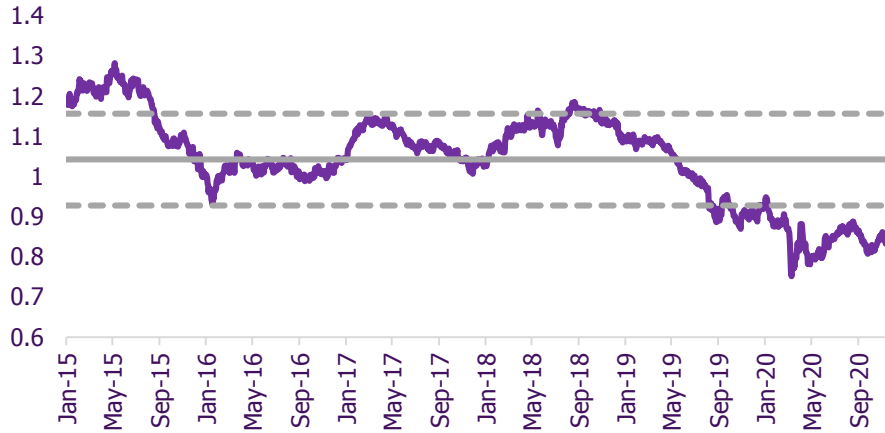
Outperform เมื่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจชะลอตัว

Outperform เมื่ออัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้น

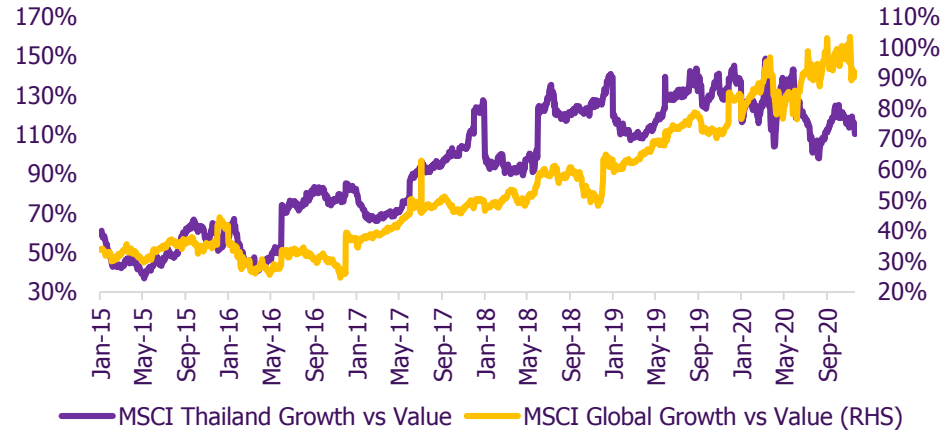


# หุ้นคุณค่าน่าสนใจในระยะสั้น หุ้นเติบโตน่าสนใจมากกว่าในระยะยาว

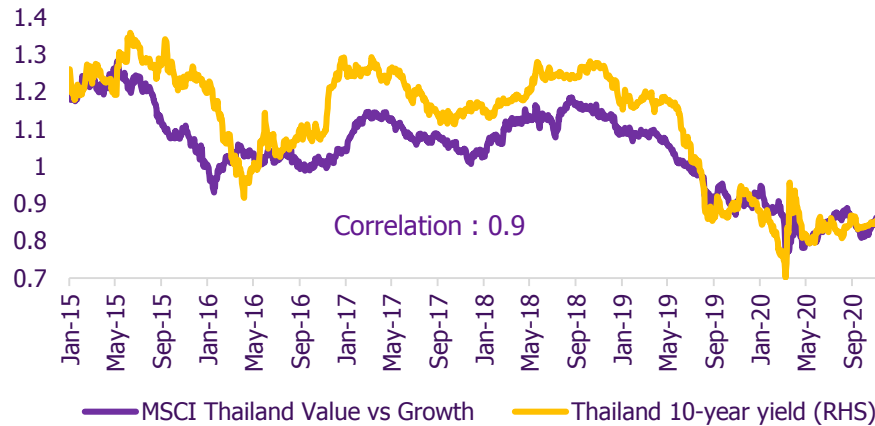
หุ้นคุณค่าสามารถปรับขึ้นได้แรงในระยะสั้น แต่หุ้นเติบโตยังคงน่าสนใจในระยะยาว



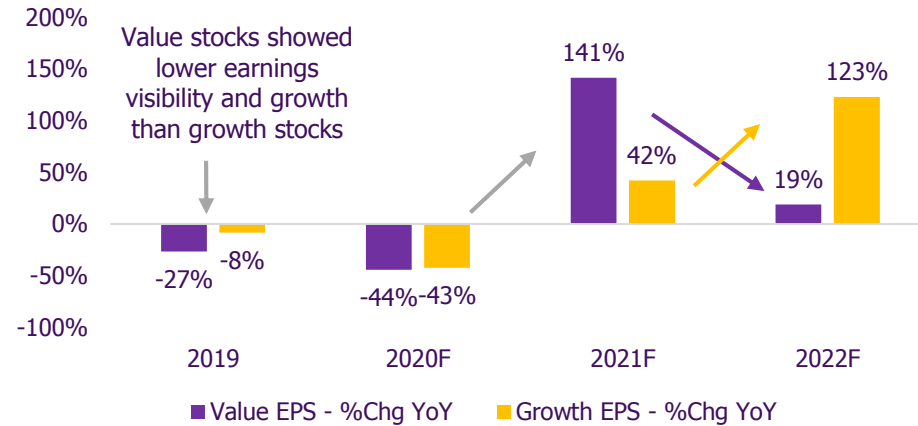
premium สำหรับหุ้นเติบโตเพิ่มขึ้น และดูสูงมากในแง่ P/E



อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น จะช่วยสนับสนุนหุ้นคุณค่าในตลาดหุ้นไทย เพราะมีค่า correlation สูง



กำไรของหุ้นคุณค่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งในปี 2564 ขณะที่คาดว่าหุ้นเติบโตจะ outperform ในระยะยาว



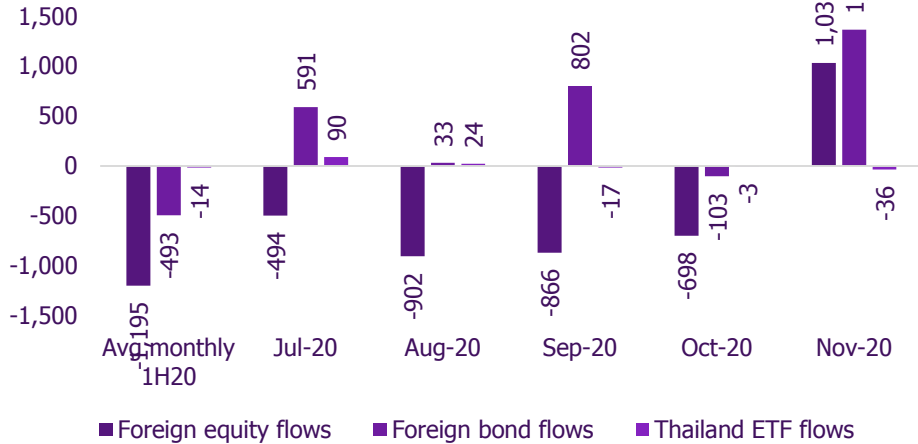
# ตลาดหุ้นไทยเหมือนปลาได้นำใหม่

นักลงทุนยังถือครองหุ้นวัฏจักรค่อนข้างน้อย และหุ้นวัฏจักรอาจจะปรับตัวขึ้นได้ถ้าปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้นตามที่เราคาด เมื่ออ้างอิงข้อมูลจาก EPFR พบว่ามีเม็ดเงินลงทุนทั่วโลกไหลเข้าสู่หุ้นวัฏจักร เช่น กลุ่มการเงิน (+US\$5.2 พันล้าน) และพลังงาน (+US\$2.8 พันล้าน) ในเดือนพ.ย. 2563 หลังจากมีข่าวความคืบหน้าของวัคซีน ซึ่งสูงกว่าเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าสะสม US\$5 พันล้าน และ US\$2.4 พันล้าน ในระหว่างเดือนมิ.ย.-ต.ค. 2563 ตามลำดับ นอกจากนี้เรายังพบเม็ดเงินไหลเข้าสู่เทคโนโลยี (+US\$5.3 พันล้าน) และการแพทย์ (+US\$3.8 พันล้าน) โดยมีสาเหตุมาจากประเด็นค่าที่คลี่คลายลงเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านนโยบายจากการคาดการณ์ถึงปรากฏการณ์ blue wave ในขณะที่หุ้นเชิงรับอื่นๆ เช่น กลุ่ม consumer (+US\$0.9 พันล้าน) สาธารณูปโภค (+US\$0.6 พันล้าน) และโทรคมนาคม (+US\$0.4 พันล้าน) มีเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าเพียงเล็กน้อยในเดือนพ.ย. 2563

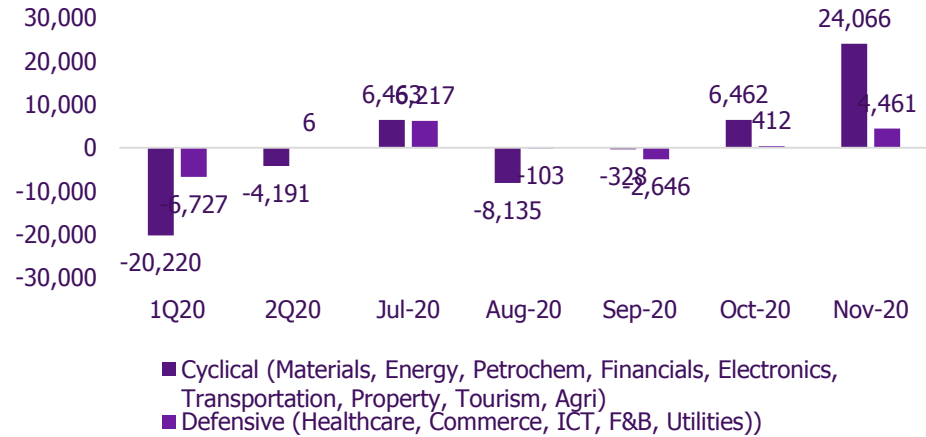
สำหรับตลาดหุ้นไทย เราพบว่าเม็ดเงินลงทุนไหลเข้าตลาดหุ้นไทยจำนวนมากถึง US\$1 พันล้านในเดือนพ.ย. 2563 หลังจากมีเม็ดเงินลงทุนไหลออกจากตลาดหุ้นไทยจำนวนมากถึง US\$2.39 หมื่นล้านตั้งแต่ปี 2557 ดัชนีหุ้นวัฏจักรปรับตัว outperform ดัชนีหุ้นเชิงรับอย่างชัดเจนในเดือนพ.ย. 2563 ชี้ให้เห็นว่านักลงทุนเริ่มทยอยเข้าซื้อหุ้นวัฏจักร นอกจากนี้ นักลงทุนยังถือครองหุ้นวัฏจักรน้อย ซึ่งอาจจะทำให้หุ้นวัฏจักรปรับตัวขึ้นได้ถ้ากิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้นเพราะได้แรงหนุนจากความคืบหน้าของวัคซีน การที่นักลงทุนยังถือครองหุ้นวัฏจักรน้อยและถือเงินสดไว้จำนวนมากจะช่วยสนับสนุน story เกี่ยวกับการ rotation มายังหุ้นวัฏจักร นอกจากนี้แล้ว กิจกรรมการซื้อขาย NVDR ตั้งแต่เดือนต.ค.-พ.ย. 2563 ก็แสดงให้เห็นว่านักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิในกลุ่มธนาคาร พลังงาน วัสดุก่อสร้าง อสังหาริมทรัพย์ และขนส่ง

# นักลงทุนยังถือครองหุ้นวัฏจักรค่อนข้างน้อย

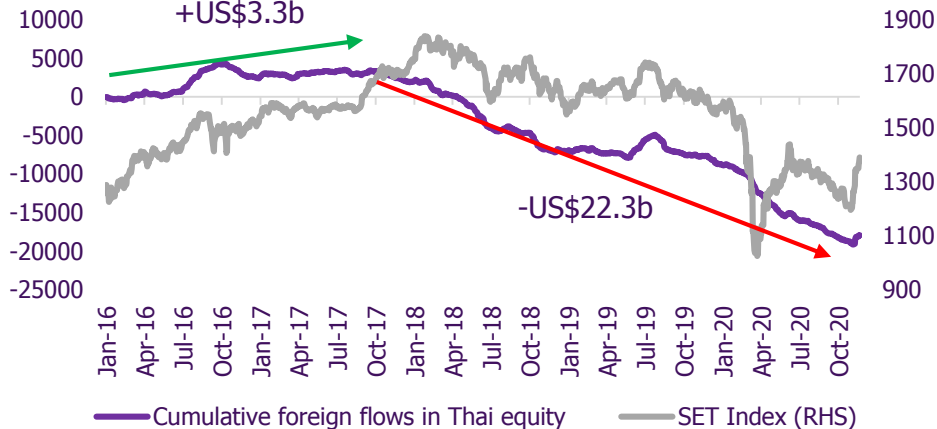
นักลงทุนต่างชาติมียอดซื้อสุทธิเป็นครั้งแรกในปี 2563 โดยมีเม็ดเงินไหลเข้าจำนวนมาก



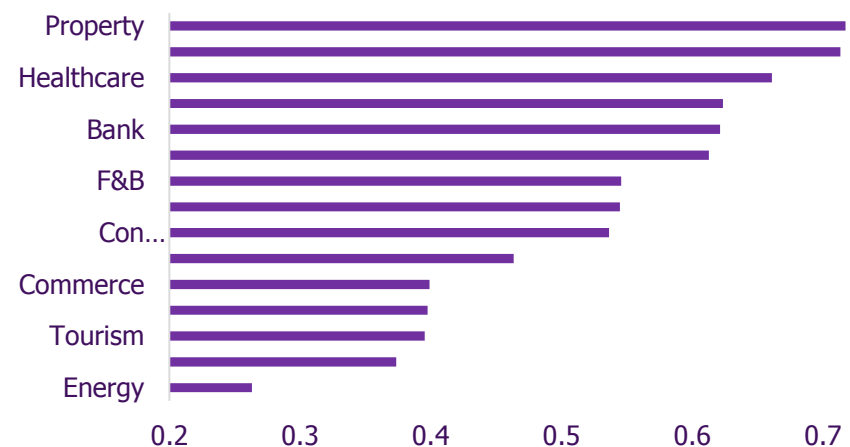
...หุ้นวัฏจักรดูน่าสนใจมากกว่าหุ้นเชิงรับในสายตาของนักลงทุนต่างชาติ



นักลงทุนต่างชาติขายสุทธิ US\$2.2 หมื่นล้านนับตั้งแต่กลางปี 2560 และมียอดซื้อสุทธิ US\$1 พันล้านในเดือน พ.ย. 2563



กลุ่มอาหารมีทรัพย์สิน ขนส่ง การแพทย์ ธนาคาร และปิโตรเคมี เป็นกลุ่มที่นักลงทุนต่างชาติชื่นชอบ



# ตลาดหุ้นจะขึ้นไปได้อีกไกลแค่ไหน? จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ระดับใด?

พัฒนาการเชิงบวกของวัคซีนและผลที่ชัดเจนของการเลือกตั้งประธานาธิบดีสหรัฐฯ ช่วยให้ความเสี่ยง downside ของเศรษฐกิจไทยและตลาดการเงินลดลงอย่างมาก และส่งผลทำให้ตลาดหุ้นไทยปรับขึ้นแรงถึง 12% ใน 4Q63TD ณ ระดับ 1,390 จุด SET Index ยืนอยู่สูงกว่าจุดต่ำสุดอยู่ 36% (อัตราฟื้นตัว 36% จากวิกฤตการณ์โควิด-19) และ 14% จากจุดสูงสุดก่อนหน้านี้ สอดคล้องกับการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและตลาดหุ้นภูมิภาคในแง่ของอัตราการเติบโตและอัตราฟื้นตัว

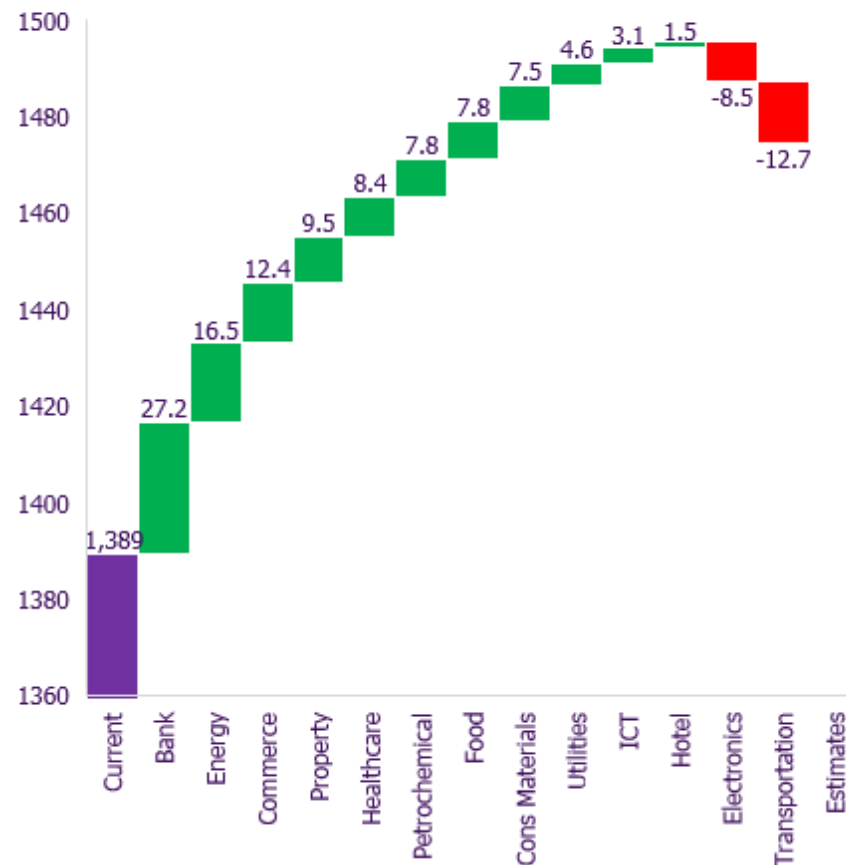
เราคิดว่าผลตอบแทนตลาดที่คาดว่าจะได้รับจากเกม rotation ครั้งนี้ส่วนใหญ่จะเกิดจากการปรับขึ้นของ valuation แทนที่จะเกิดจากการปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เมื่ออิงกับ valuation ภายใต้มาตรฐาน new normal ของเรา เราใช้สมมติฐาน valuation band ที่สูงขึ้นเมื่อพิจารณาจากปัจจัยพื้นฐาน เพื่อหา upside ในกรณี bull case ซึ่งเราพบว่าตลาดจะขึ้นไปได้ไกลถึง 1,500 จุด โดยอิงกับการคาดการณ์ว่าราคาจะวกกลับไปสู่ค่าเฉลี่ย (mean reversion approach)

รัฐบาลและธนาคารแห่งประเทศไทยจะติดตามสถานการณ์อย่างใกล้ชิดและให้คำมั่นว่าจะใช้เครื่องมือทางการเงินและการคลังที่มีทั้งหมดเพื่อสนับสนุนเศรษฐกิจ และผลในทางบวกจากความตกลงหุ้นส่วนทางเศรษฐกิจระดับภูมิภาค (Regional Comprehensive Economic Partnership: RCEP) จะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจฟื้นตัว และ SET Index ปรับตัวขึ้นได้แรง ถ้าทั่วโลกไม่ประสบกับสถานการณ์ที่จำนวนผู้ป่วยโควิด-19 เพิ่มขึ้นอย่างมาก การเปลี่ยนผ่านประธานาธิบดีสหรัฐฯ ขาดเสถียรภาพ และแนวโน้มการเมืองภายในประเทศที่ไม่แน่นอนความสำเร็จในการพัฒนาวัคซีนจะทำให้ตลาดหุ้นไทยไม่น่าจะปรับตัวลงไปต่ำกว่า 1,300 จุด ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญในกรณีที่ตลาดเกิดการปรับฐาน

# ตลาดหุ้นจะขึ้นไปได้อีกไกลแค่ไหนเมื่อมีการปรับ valuation เพิ่มขึ้น?

	Current level	FY21F BV	Current PBV	Mean PBV	Target	Exp returns	SET Impact
Energy	537.9	501.6	1.0	1.4	677.1	26%	16.5
Commerce	35,242.7	9,210.9	3.8	4.2	38,225.2	8%	12.4
Transportation	357.9	97.9	3.7	3.3	322.9	-10%	-12.7
Bank	318.7	552.7	0.6	0.7	386.9	21%	27.2
ICT	134.2	60.0	2.1	2.3	138.0	3%	3.1
Food	12,547.9	6,162.2	2.0	2.2	13,556.8	8%	7.8
Property	205.4	161.4	1.3	1.4	229.2	12%	9.5
Healthcare	4,906.9	1,232.5	4.0	4.5	5,546.2	13%	8.4
Utilities	285.7	143.0	2.0	2.3	329.0	15%	4.6
Petrochemical	895.6	898.8	1.0	1.2	1,051.5	17%	7.8
Electronics	3,001.7	734.2	4.1	3.0	2,202.7	-27%	-8.5
Construction Materials	9,123.1	6,020.0	1.5	1.7	10,233.9	12%	7.5
Hotel	379.4	290.1	1.3	1.6	464.1	22%	1.5
SET	1,389				1,474		85.0

เมื่ออิงกับการรอกกลับสู่ค่าเฉลี่ยของ valuation SET Index จะปรับขึ้นได้อีก 85 จุด หรือ 6% จากระดับปัจจุบัน มีเพียง 2 กลุ่มที่จะเห็นการปรับ valuation ลดลง





# ระว่างช่องว่างระหว่างความคาดหวังกับความเป็นจริง

ความคืบหน้าในการพัฒนาวัคซีนในระยะหลังนี้ถือเป็นข่าวดีในระยะกลาง อย่างไรก็ตาม ยังเร็วเกินไปที่จะสรุปว่ากับสถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 จะอยู่ภายใต้การควบคุมในปี 2564 เมื่อพิจารณาจากกำลังการผลิตการแจกจ่ายวัคซีนให้กับประชาชนได้ในสัดส่วนจำกัด และต้นทุนการขนส่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศยากจนและประเทศเกิดใหม่

มีความคาดหวังว่าวัคซีนจะช่วยให้สถานการณ์กลับคืนสู่สภาวะปกติในปี 2564 แต่เศรษฐกิจไทยยังต้องใช้เวลาอีกนานก่อนที่จะฟื้นตัวจากผลกระทบของโควิด-19 ได้อย่างเต็มที่ เราคิดว่าความคาดหวังที่สำคัญในปี 2564 คือ สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 อาจสิ้นสุดลง และกิจกรรมต่างๆ จะกลับคืนสู่สภาวะปกติ เมื่อประชากร 70-75% ได้รับการฉีดวัคซีนภายใน 2H64 ทั้งนี้จากการวิเคราะห์ของเรา การที่ต้องฉีดวัคซีนคนละ 2 โดสหมายความว่าอาจต้องใช้วัคซีนมากกว่า 10,000 ล้านโดสในการฉีดให้กับประชากรทั่วโลก เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการฉีดวัคซีนให้กับประชากร 70% ทั่วโลก ขณะเดียวกันกำลังการผลิตวัคซีนโควิด-19 สะสมอยู่ที่ 5-6 พันล้านโดสในปี 2564 ดังนั้นเราจึงรู้สึกว่าการฉีดวัคซีนไม่น่าจะเพียงพอที่จะควบคุมการระบาดของโควิด-19 ในปี 2564 ได้ตามที่ตลาดคาดการณ์

เราเชื่อว่าตลาดอาจผิดหวังหากนักลงทุนคาดว่ากิจกรรมส่วนใหญ่จะกลับสู่สภาวะปกติใน 2H64 เรากังวลเกี่ยวกับราคาสินทรัพย์ที่ปรับตัวสูงขึ้นซึ่งไม่ได้สะท้อนถึงภาวะเศรษฐกิจที่แท้จริง และยังคงใช้เวลาอีกนานก่อนที่จะกำไรจะฟื้นตัวอย่างแท้จริง ซึ่งอาจจะส่งผลทำให้เกิดผลกระทบด้านลบที่รวมถึงความผันผวนของราคาและแรงเทขายในตลาดหุ้นไทยใน 2H64 ตลาดหุ้นไทยอาจดูน่าสนใจในระยะสั้น ในขณะที่แนวโน้มการเติบโตในระยะยาวยังไม่มีที่แน่นอน การฟื้นตัวอาจไม่ราบรื่นและมีความไม่แน่นอนสูง นอกจากนี้การระบาดของโควิด-19 ยังมีแนวโน้มที่จะทิ้งรอยแผลขนาดใหญ่ที่ฝังลึกไว้กับเศรษฐกิจและภาคธุรกิจของไทยซึ่งจะต้องใช้เวลาในการเยียวยาให้ฟื้นกลับมา

# ความคาดหวัง VS ความจริง – ยิ่งขึ้นแรงในตอนนี ยิ่งผิดหวัง อย่างหนักในอนาคต

## ความคาดหวัง

## ความจริง

1

ตลาดคาดว่าจะควบคุมการระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้หลังจากวัคซีนประสบความสำเร็จใน 1H64

จำนวนผู้ป่วยรายใหม่ต่อวันทั่วโลกทำสถิติสูงสุด และมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องใน 1Q64 เมื่อพิจารณาจากอุณหภูมิที่ลดลง

2

ความหวังว่าวัคซีนจะช่วยให้สถานการณ์กลับคืนสู่สภาวะปกติใน 2H64

ขึ้นอยู่กับความพร้อมของวัคซีน ต้นทุนของวัคซีน เงินไซของวัคซีน และระยะเวลาในการขนส่ง ซึ่งอาจจะช้ากว่าคาด

3

ประชากรประมาณ 70-75% ได้รับการฉีดวัคซีนภายใน 2H64 เพื่อยุติการระบาด

ต้องใช้วัคซีนกว่า 10,000 ล้านโดสฉีดให้กับประชากรทั่วโลก เพื่อให้บรรลุเป้าหมายการฉีดวัคซีนให้กับประชากร 70% ทั่วโลก ในขณะที่กำลังการผลิตทั้งหมดอยู่ที่ 5,000-6,000 ล้านโดสในปี 2564

4

ตลาดคาดว่า NPL จะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ และหวังว่าธนาคารกลางจะออกมาตรการป้องกันความเสี่ยงในการผิมนัดชำระหนี้

ตลาดประเมินความเสี่ยงในการผิมนัดชำระหนี้ไว้ต่ำเกินไป เมื่อพิจารณาจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวช้าและพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เปลี่ยนไป ความเสี่ยงที่ถูกดูดซับโดยธนาคารกลางจะยังไม่หมดไปในระยะยาว

5

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจเร่งตัวขึ้น คาดว่า GDP และ EPS จะกลับคืนสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาดในปี 2564

โควิด-19 ทิ้งรอยแผลที่ฝังลึกไว้กับภาคธุรกิจของไทย ต้องใช้เวลาในการลดภาระหนี้สิน โครงสร้างธุรกิจและความสามารถในการแข่งขันยังไม่เปลี่ยนแปลง

## เศรษฐกิจไทยและผลประกอบการจะฟื้นตัวในปี 2564 แต่ช้ากว่าตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค และยังห่างไกลจากระดับก่อนโควิด-19 ระบาด

GDP 3Q63 ของไทยออกมาดีกว่าคาด โดยได้รับการสนับสนุนจากรายได้และอัตราค่าไฟที่ปรับตัวดีขึ้นสืบเนื่องมาจากการควบคุมต้นทุนอย่างต่อเนื่อง GDP 3Q63 ที่แข็งแกร่งกว่าคาด และแนวโน้มที่จะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q63 หมายความว่า EPS ในปีนี้อาจจะดีกว่าคาดเล็กน้อย โดยปัจจุบันเราคาดว่า EPS ปี 2563 จะลดลง 42% YoY (เทียบกับ consensus คาดที่ -46% YoY) ตลาดจะมองเลยไปไกลกว่าปี 2563 โดยจุดโฟกัสน่าจะอยู่ที่ปี 2564 นักเศรษฐศาสตร์ของเรายังคงมองว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวในระดับปานกลาง โดยอิงกับการคาดการณ์ว่าวัคซีนจะมีใช้อย่างแพร่หลาย การฉีดวัคซีนจะช่วยสร้างภูมิคุ้มกัน การยุติการล็อกดาวน์จะช่วยให้ภาคท่องเที่ยวฟื้นตัวใน 2H64 แนวโน้มที่ดีขึ้นเช่นนี้น่าจะช่วยสนับสนุนให้ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้น ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS จะเพิ่มขึ้น 40% YoY ในปี 2564 และ 19% ในปี 2565 หลังจากลดลงอย่างมากในปี 2563 เพราะผลกระทบที่มีต่อกลุ่มท่องเที่ยวและกลุ่มการเงิน ประมาณการ EPS growth ของเรต่ำกว่า consensus อยู่เล็กน้อย โดย consensus คาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 44% YoY ในปี 2564 และ 23% YoY ในปี 2565 EPS growth ในปี 2564 จะได้รับแรงขับเคลื่อนจากกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี ขนส่ง และอาหารและเครื่องดื่ม เราเชื่อว่ากำไรปี 2564 จะเติบโตได้ถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ เพราะความแน่นอนของผลประกอบการจะมีมากขึ้นหลังจากวัคซีนโควิด-19 พร้อมใช้ ในขณะเดียวกัน เราคาดว่า EPS จะกลับคืนสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาด ในปี 2565 ซึ่งหมายความว่าใช้เวลา 2 ปีในการฟื้นตัวกลับคืนสู่จุดสูงสุดเดิม

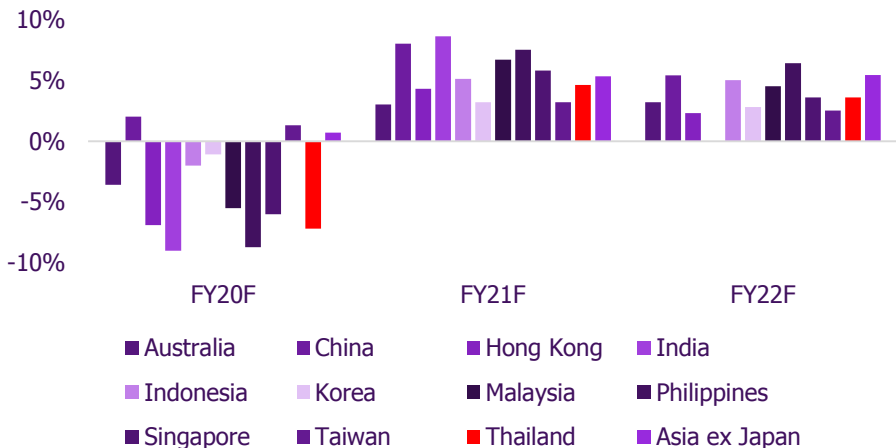
# เปรียบเทียบอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและกำไร

	FY19	FY20F		FY21F		FY22F	
		SCBS	Consensus	SCBS	Consensus	SCBS	Consensus
Agribusiness	15.2	6.4	-4.5	1.1	9.9	10.1	11.3
Automotive	-38.8	-49.5	-26.2	91.0	6.6	23.4	36.5
Banking	4.3	-34.6	-33.8	15.1	7.2	10.3	14.4
Commerce	7.3	-21.0	-19.5	17.3	19.9	13.4	15.8
Construction Materials	-24.4	3.1	3.3	7.5	4.4	6.7	2.6
Energy & Utilities	-19.4	-59.1	-61.4	133.4	125.0	14.0	22.2
Finance & Securities	16.6	-14.7	-11.0	14.3	11.2	12.3	14.2
Food & Beverage	41.5	-52.0	-59.8	73.6	94.9	29.9	30.8
Health Care Services	40.3	-51.7	-52.6	25.1	31.0	17.8	19.7
Information & Communication Technology	30.6	-22.9	-21.6	-12.2	-5.1	2.0	11.9
Insurance	11.7	-47.6	-37.0	85.0	42.2	4.7	20.9
Media & Publishing	11.0	31.9	27.0	9.4	16.5	7.1	0.0
Paper & Printing Materials	11.1	14.0	12.0	2.1	10.1	3.1	16.4
Petrochemicals & Chemicals	-74.0	-64.1	-76.2	363.6	460.0	19.0	33.2
Property Development	-1.0	-31.6	-36.0	9.0	17.3	15.7	15.6
Tourism & Leisure	-19.3	-232.6	-240.6	-64.0	-76.3	-204.0	-271.9
Transportation & Logistics	19.7	-114.2	-217.6	44.7	-57.4	-594.1	-195.8
Total	-7.5	-41.5	-46.4	40.1	43.4	19.2	23.3

# เปรียบเทียบอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจและกำไร

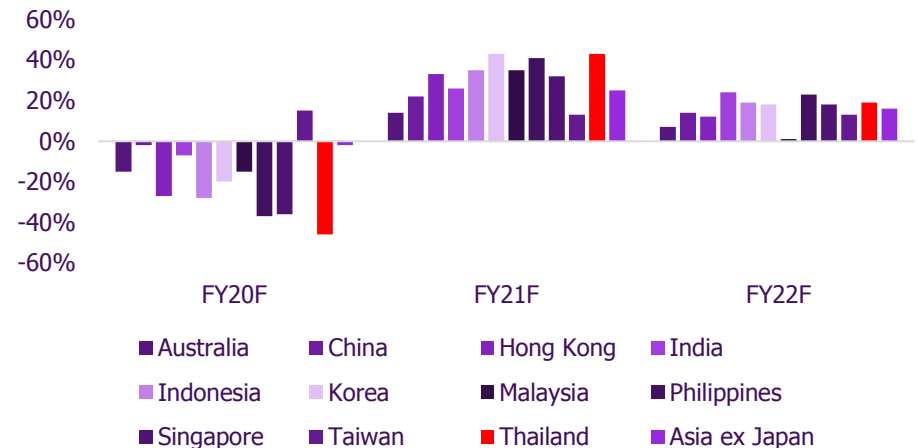
## เปรียบเทียบ GDP

ได้รับผลกระทบจากโควิด-19 มากกว่า แต่ฟื้นตัวในระยะสั้นและระยะยาวช้ากว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค



## เปรียบเทียบกำไร

ผลกระทบที่มีมากในปี 2563 จะส่งผลทำให้ฟื้นตัวได้มากในปี 2564 และกลับคืนสู่ระดับปกติในปี 2565



GDP และ EPS growth ของไทยจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งที่ 4.6% และ 40.1% YoY ในปี 2564 เมื่อเปรียบเทียบ กับประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค GDP ของไทยจะเติบโตน้อยกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค (Asia ex Japan) ซึ่งคาดว่า GDP จะเติบโต 5.3% ขณะที่ EPS จะเติบโตสูงกว่าประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคซึ่งคาดว่า EPS จะเติบโต 24.8% YoY เพราะประเทศไทยได้รับผลกระทบจากโควิด-19 มากกว่า เนื่องจากคาดว่า EPS ของไทยจะลดลง 41% YoY ในปี 2563 แต่คาดว่า EPS ของประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคจะอยู่ในระดับทรงตัว

# เป้า SET Index ในปี 2564 อยู่ที่ 1,450 จุด

SET เทรดที่อัตราส่วน P/B 1.5 เท่า เท่ากับ P/B ตามปัจจัยพื้นฐานของเราที่ 1.5 เท่า ซึ่งอิงกับ ROE รายกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราการเติบโตระยะยาว การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET Index ปี 2564 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,450 จุด หรือมี upside 4% จากระดับปัจจุบัน สอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่ากำไรสุทธิในปี 2564 จะต่ำกว่ากำไรสุทธิจริงในปี 2562 (SET index เฉลี่ย และสิ้นปี อยู่ที่ 1,640 จุด และ 1,560 จุด) กรอบการซื้อขายเป้าหมายใน 1Q64 อยู่ที่ 1,350-1,450 จุด

สภาวะอัตราดอกเบี้ยต่ำและการอนุมัติให้ใช้วัคซีนน่าจะช่วยผลักดันให้มีการปรับเพิ่มประมาณการการเติบโตและ valuation ความคาดหวังถึงการเติบโตที่ดีขึ้นและความไม่แน่นอนที่ลดลงจะทำให้ risk premium ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์ทางการเมืองในปี 2564 อาจจะนำมาซึ่งความผันผวน และทำให้ risk premium เพิ่มขึ้นในกรณีที่เกิดภาวะทางตันทางการเมือง

หุ้นมีมูลค่าสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต ดัชนี SET ซื้อขายสูงกว่าเปอร์เซ็นต์ที่ 90 เมื่ออิงกับตัววัดมูลค่าที่หลากหลาย ได้แก่ P/E, EV/sales, EV/EBITDA, Price/Book และ market cap/GDP เราคาดว่าจะมีการปรับสมดุลใหม่ในการประเมินมูลค่ากลุ่มอุตสาหกรรม เมื่อพิจารณาจาก valuation ที่แตกต่างกันในแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2563 ผ่านทางการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุน การใช้วิธีการประเมินมูลค่าหลายวิธีรวมกัน ชี้ให้เห็นว่า upside จากระดับปัจจุบันมีจำกัด เราแนะนำให้นักลงทุนรอจังหวะซื้อเพื่อเพิ่ม margin of safety โดยมีจุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,300 จุด

# เป้า SET Index ในปี 2564 อยู่ที่ 1,450 จุด

	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
Implied target		1.7	1.5	1,585	1,437

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	18.3	16.0	1,216	-12%	17.2	1,307	-6%	14.8	1,125	-19%
P/B and ROE	1.45	1.53	1,411	2%	1.60	1,472	6%	1.47	1,355	-2%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 0.5%	ERP 6.5% / Rf 0.5%	1,267	-9%	ERP 6% / Rf 1%	1,382	-1%	ERP 7.5% / Rf 0.25%	1,169	-16%
Earnings Yield Gap	455	466	1,257	-9%	404	1,401	1%	528	1,140	-18%
		Average	1,288	-7%		1,391	0%		1,197	-14%
		Median	1,262	-9%		1,392	0%		1,155	-17%

# โรดแมปการลงทุนในปี 2564 – ปีที่ครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังแตกต่างกัน

สมมติฐานกรณีพื้นฐานสำหรับปี 2564 ของเราประกอบด้วย: 1) วัคซีนได้รับอนุมัติจาก FDA ใน 1Q64 และสามารถผลิตได้จำนวนมากใน 2Q64 2) ประเทศไทยจะได้รับอนุมัติให้ใช้วัคซีนใน 4Q63 3) ความไม่แน่นอนทางด้านการเมืองในสหรัฐฯ ลดน้อยลง 4) คาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะฟื้นตัวใน 2H64 5) ธปท.ยังคงตรึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% 6) เงินบาทแข็งค่าต่อเนื่องใน 1H64 7) คาด NPL เพิ่มขึ้นในปี 2564 8) GDP และกำไรฟื้นตัวต่อเนื่องในปี 2564 แต่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนโควิด-19 ระบาด และ 9) มีความคืบหน้าในการแก้ไขรัฐธรรมนูญอย่างต่อเนื่อง สมมติฐานในเชิงบวกนี้ที่เป็นผลมาจากความคืบหน้าในการพัฒนาวัคซีน การฟื้นตัวของ GDP และกำไร และการกลับมาเปิดประเทศต้อนรับนักท่องเที่ยว น่าจะช่วยสนับสนุนให้ SET Index ปรับตัวขึ้นได้แรง และหักล้างความเสี่ยง downside จากการแข็งค่าของเงินบาท NPL และความไม่แน่นอนทางการเมือง

ปี 2564 น่าจะเป็นปีที่สถานการณ์ในช่วงครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังแตกต่างกันสำหรับตลาดหุ้นไทย โดยในช่วงครึ่งแรกของปี 2564 เราอาจจะอยู่ในสถานะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลงบ้างแต่ไม่ถึงกับถดถอย หรือที่เรียกว่า Goldilocks โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยกระตุ้นใหม่ๆ จากความพร้อมใช้งานของวัคซีน ความร่วมมือกันทั่วโลก และการฟื้นตัวของผลประกอบการ เราจะโฟกัสไปที่วัคซีนซึ่งเปรียบเสมือนกับกรรมกรรมประกันภัยเพื่อรับมือกับผลกระทบจากโควิด-19 และจะเป็นจุดเริ่มต้นของการฟื้นตัว การปรับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนและการซื้อหุ้นเพิ่มเพื่อรอรับการฟื้นตัวน่าจะช่วยสนับสนุนการ rally ของตลาดใน 1H64 ดังนั้นตลาดจะเต็มไปด้วยความคาดหวังที่จะสนับสนุนให้ปรับตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม ตลาดจะโฟกัสไปที่ sentiment ระยะสั้น เนื่องจากความหวังคือกลยุทธ์ ในขณะที่ผลประกอบการและเศรษฐกิจยังคงฟื้นตัวช้า เรากังวลเกี่ยวกับช่องว่างระหว่างความคาดหวังกับความเป็นจริงของตลาด รวมถึงความไม่แน่นอนทางการเมืองภายในประเทศ และการฟื้นตัวกลับคืนสู่สภาวะปกติที่ช้ากว่าคาดใน 2H64 ประกอบกับ valuation ที่แพงเมื่อพิจารณาจากตลาดโดยรวม



# เหตุการณ์สำคัญในปี 2564 – ดีใน 1H64; ไม่ค่อยมีข่าวใน 2H64

1Q64		2Q64	
1 ม.ค.	สิ้นสุดช่วงเปลี่ยนผ่าน Brexit	7 เม.ย.	การเลือกตั้งท้องถิ่นของเกาหลีใต้
20 ม.ค.	ไบเดนเข้ารับตำแหน่งประธานาธิบดีสหรัฐฯ คนที่ 46	22-28 เม.ย.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC
20-27 ม.ค.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC	พ.ค.	การประชุม NPC & CPPCC ประจำปีของจีน
ม.ค.	FDA มีแนวโน้มที่จะอนุมัติการใช้วัคซีนของบริษัทโมเดอร์นา และบริษัทไฟเซอร์ในกรณีฉุกเฉิน (EUA)	พ.ค.	การเลือกตั้งระดับภูมิภาคของอินเดีย
ม.ค.	AZN และ JNJ เผยแพร่ข้อมูลเฟส 3	2-5 พ.ค.	การประชุมประจำปีของ ADB
ก.พ.	งบประมาณการคลังสิงคโปร์	18-21 พ.ค.	การประชุมประจำปีของ WEF
ก.พ.	งบประมาณรายจ่ายประจำปีอินเดีย	15-28 ก.ค.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC
13-19 ก.พ.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC	มิ.ย.	การออกเสียงประชามติของประเทศไทย
3Q64		4Q64	
15-28 ก.ค.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC	21 ต.ค.	เลือกตั้งทั่วไปของญี่ปุ่น
5 ก.ย.	เลือกตั้งสมาชิกสภาธิบดีบัญญัติฮ่องกง	28 ต.ค.-2 พ.ย.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC
ส.ค.-ก.ย.	เลือกตั้งในเยอรมนี	14-17 ธ.ค.	ประชุม BOJ, ECB, FOMC
ก.ย.	จัดตั้งสภาร่างรัฐธรรมนูญของไทย	ธ.ค.	ร่างรัฐธรรมนูญฉบับใหม่ของไทยแล้วเสร็จ

## 1H64 – ลงทุนตามกระแส และ rotation ไปยังหุ้นที่มีคุณภาพและมีงบดุลที่แข็งแกร่ง

เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของเศรษฐกิจและ EPS ยังไม่สิ้นสุดลง และนับเป็นเรื่องที่สมเหตุสมผลที่จะคิดว่าแนวโน้มการกลับคืนสู่ภาวะปกติยังไม่ได้สะท้อนในราคาหุ้นทั้งหมด การถือ position ระยะสั้นและการเคลื่อนย้ายเงินทุนเป็นปัจจัยกำหนดทิศทาง การเคลื่อนไหวของราคาในระยะสั้นได้มากกว่าประเด็นเกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐาน ข่าวดีเกี่ยวกับวัคซีนจะทำให้ได้แค่ช่วยให้ตลาด rally ได้แรงขึ้นใน 1H64 ราคาสินทรัพย์เสี่ยงที่ยังเพิ่มสูงขึ้นใน 1H64 จะยังทำให้มีความเสี่ยงสูงซึ่งจะเกิดความผิดหวังใน 2H64

แม้ประเด็นเกี่ยวกับความสำเร็จของวัคซีนทำให้เกิดความหวังสำหรับอนาคต แต่ผลกระทบจากโควิด-19 จะยังคงสร้างความเสียหายต่อภาคธุรกิจไทยใน 1H64 ก่อนที่หุ้นตัวกลับคืนสู่ภาวะปกติใน 2H64 ในกรณีที่ดีที่สุด เราชอบบริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่งมากกว่าบริษัทที่มีงบดุลอ่อนแอ ซึ่งสามารถลด tail risk (ความเสี่ยงที่นานๆ จะเกิดขึ้น) จากปัญหาทางการเงินใน 1H64

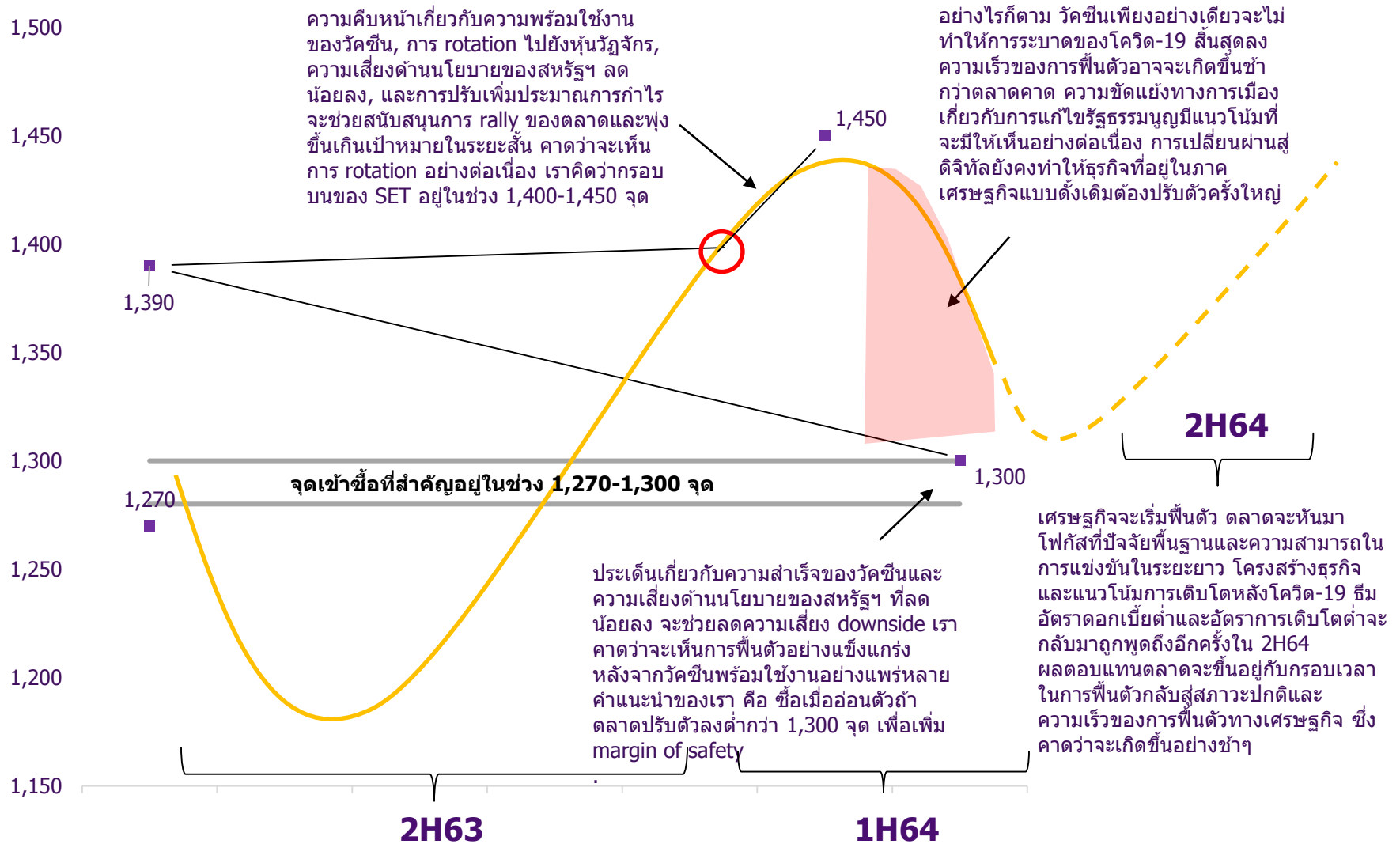
แม้ความเสี่ยงจากปัจจัยมหภาคยังคงมีอยู่ แต่เราคาดว่า GDP จะฟื้นตัวดีขึ้นได้เล็กน้อยใน 1H64 โดยเกิดจากฐานต่ำของการส่งออก การใช้จ่ายภาครัฐ และการใช้จ่ายภายในประเทศจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ เมื่ออิงกับโมเดลเศรษฐกิจและราคาของเรา ค่าแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะสั้นของเราสำหรับ 1H64 คือเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นวัฏจักร เช่น พลังงาน ปิโตรเคมี ขนส่ง และท่องเที่ยว เรามีมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มธนาคาร และบริษัทที่มีงบดุลอ่อนแอ โดยมีสาเหตุมาจากความเป็นไปได้ที่จะผิมนัดชำระหนี้ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อมาตรการพักชำระหนี้ที่ได้รับการขยายระยะเวลาออกไปสิ้นสุดลง

## 2H64 - โฟกัสที่ปัจจัยพื้นฐานในปี 2565 และสถานการณ์การเมืองภายในประเทศ

พัฒนาการเชิงบวกของวัคซีนจะช่วยสนับสนุนให้เศรษฐกิจฟื้นตัวในท้ายที่สุด แต่ไม่น่าจะเกิดขึ้นให้เห็นในระยะเวลาอันสั้นนี้ เราคิดว่าตลาดจะเปลี่ยนจุดโฟกัสจาก sentiment และความคาดหวัง มาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐาน โดยจะเน้นไปที่แนวโน้มการเติบโตและความเร็วในการฟื้นตัวหลังจากวัคซีนถูกนำมาใช้อย่างแพร่หลาย เราคาดว่าผลตอบแทนจะได้รับการสนับสนุนจาก EPS ที่ปรับตัวดีขึ้น และไม่แน่ใจว่าจะมีการปรับระดับการประเมินมูลค่าเพิ่มขึ้นอีก (re-rating) ใน 2H64 เนื่องจากปัจจัยกระตุ้นเชิงบวกถูกรับรู้ไปเรียบร้อยแล้วใน 1H64

เราไม่คิดว่าจะมีการปรับระดับการประเมินมูลค่าของตลาดหุ้นไทยเพิ่มขึ้นอย่างมาก เพราะ: 1) แนวโน้มการเติบโตระยะยาวยังต่ำ 2) กลุ่มอุตสาหกรรมในตลาดหุ้นไทยดูไม่น่าสนใจ โดยส่วนใหญ่เป็นกลุ่มที่มี valuation ต่ำ และ 3) ความไม่แน่นอนทางการเมืองในกรณีที่มีการแก้ไขรัฐธรรมนูญ ทั้งนี้ นอกเหนือจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจแล้ว เราไม่คิดว่าจะเห็นการเปลี่ยนแปลงมากนักในแง่ของรายได้เปรียบเทียบในการแข่งขัน หรือ โครงสร้างธุรกิจ หลังจากการระบาดของโควิด-19 ทำให้หลายๆ อย่างเปลี่ยนไป

# ปี 2564 – ปีที่ครึ่งปีแรกกับครึ่งปีหลังแตกต่างกัน



# มองบวกต่อหุ้นวัฏจักร หุ่นแนะนำใน 1Q64 ของเรา คือ HMPRO, IP, MINT, PTTEP, TOP

สถิติที่ผ่านมาแสดงให้เห็นว่าโดยปกติแล้วสถานะที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างแข็งแกร่งและเร่งตัวขึ้นจะสนับสนุนให้หุ้นวัฏจักรปรับตัว outperform ดังนั้นเราจึงแนะนำให้นักลงทุนเข้าซื้อหุ้นวัฏจักร เช่น กลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมี ขนส่ง และท่องเที่ยว ใน 1H64 ควบคู่ไปกับความคืบหน้าในการพัฒนาวัคซีนและความคาดหวังในกิจกรรมทางเศรษฐกิจ หุ่นเชิงรับ เช่น กลุ่มพาณิชย์ และการแพทย์ อาจปรับตัว outperform ได้ด้วยประเด็นการเติบโตเฉพาะตัว เราคิดว่ากลุ่มสื่อ โทรคมนาคม และธนาคาร มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นได้น้อยกว่ากลุ่มอื่นๆ

คำแนะนำเชิงกลยุทธ์ของเรา คือ เข้าซื้อหุ้นที่ราคาต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานที่ได้ประโยชน์จากวัคซีนและการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจตามปกติ และหุ้นที่มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งและมีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด เราแนะนำให้นักลงทุนมองหาบริษัทที่: 1) อยู่ในอุตสาหกรรมที่เผชิญกับอุปสรรคและความท้าทายที่สามารถจัดการได้ 2) มีแนวโน้มฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งหลังจากวัคซีนประสบความสำเร็จ 3) ยังมีความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรือมีโอกาสน้อยที่จะเพิ่มทุน และ 5) underperform ตลาดอย่างมาก

## หุ้นแนะนำใน 1Q64

	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
HMPRO	Outperform	15.40	18.0	18.9	32.8	39.7	33.2	9	(17)	20	9.6	9.5	8.7	30	24	27	2.5	2.0	2.4	19.5	21.7	19.1
IP	Outperform	11.80	12.7 - 15.3	9 - 31	55.9	36.8	24.6	89	46	89	5.3	5.3	4.6	16	15	20	1.6	1.4	2.0	33.2	24.4	16.6
MINT	Neutral	24.30	24.0	(1.2)	15.9	n.m.	n.m.	23	n.m.	78	1.3	1.3	1.5	8	(17)	(4)	0.0	0.0	0.0	9.9	166.6	18.8
PTTEP	Outperform	93.75	114.0	25.1	7.6	16.7	14.6	35	(54)	15	1.0	1.0	1.0	13	6	7	6.4	3.5	3.4	2.7	3.6	3.5
TOP	Outperform	48.75	50.0	3.1	24.0	n.m.	12.2	(60)	n.m.	n.m.	0.8	0.8	0.8	3	(3)	7	3.1	0.5	3.1	10.5	(61.1)	12.4
<b>Average</b>					<b>27.2</b>	<b>31.1</b>	<b>21.1</b>	<b>19</b>	<b>(8)</b>	<b>50</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>14</b>	<b>5</b>	<b>11</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>2.2</b>	<b>15.2</b>	<b>31.0</b>	<b>14.1</b>

# ไฮไลท์การลงทุนที่สำคัญสำหรับหุ้นแนะนำใน 1Q64 ของ SCBS

	ไฮไลท์การลงทุนที่สำคัญ
<b>HMPRO</b>	SSSG จะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q63 โดยได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยฤดูกาลและมาตรการกระตุ้นภาครัฐ เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวในปี 2564 (หลักๆ ใน 2Q64) โดยเกิดจากการฟื้นตัวของ SSSG และรายได้ค่าเช่าจากฐานต่ำที่เป็นผลมาจากมาตรการภาครัฐในการควบคุมการระบาดของโควิด-19 และกำลังซื้อที่อ่อนแอเพราะได้รับผลกระทบจากโควิด-19
<b>IP</b>	ความต้องการผลิตภัณฑ์รักษาสุขภาพและชะลอวัยและผลิตภัณฑ์นวัตกรรมความงามมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญในระยะสั้น คือ การทำดีล M&A สำเร็จ และการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ เช่น ผลิตภัณฑ์สุขภาพสำหรับผู้ชาย และผลิตภัณฑ์เผาผลาญไขมัน เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของกำไร โดยได้รับการสนับสนุนจากช่องทางจัดจำหน่ายใหม่ โดยคาดว่ากำไรใน 4Q63 จะเติบโต YoY และคาดว่ากำไรปี 2564 จะเพิ่มขึ้นถึง 50% YoY
<b>MINT</b>	เราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวขึ้นเล็กน้อยใน 4Q63 โดยขาดทุนจะลดลงสู่ 4.0 พันลบ. (จาก 4.8 พันลบ. ใน 3Q63) เราคาดว่าธุรกิจยุโรปจะปรับตัวแยกลงใน 4Q63 โดยมีสาเหตุมาจากการล็อกดาวน์รอบสอง ซึ่งจะส่งผลทำให้โรงแรมบางแห่งต้องปิดให้บริการ MINT มีเงินสดในมือ 3.0 หมื่นลบ. และวงเงินกู้ยืมระยะสั้น 2.5 หมื่นลบ. MINT อยู่ในระหว่างการเจรจากับเจ้าหนี้เพื่อขยายระยะเวลาผ่อนผันการทดสอบ debt covenant และมีแนวโน้มที่จะขอปรับเงื่อนไขทางการเงินให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นในอนาคต นอกจากนี้เรายังเชื่อว่าสำรองสภาพคล่องจะช่วยให้ MINT สามารถประคองธุรกิจต่อไปได้ในช่วงเวลาที่ยากลำบาก เราคาดว่า MINT จะพลิกกลับมาทำกำไรได้ในปี 2565
<b>PTTEP</b>	ราคาน้ำมันน่าจะปรับขึ้นในปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์และอุปทานที่อยู่ในภาวะสมดุลมากขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อปริมาณการขาย 30% ของ PTTEP ซึ่งจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.7% ต่อปี ในระยะ 4 ปีข้างหน้า งบดุลแข็งแกร่ง โดยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนอยู่ที่ 0.1 เท่า (ณ 3Q63) ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัททำ M&A เพิ่มท่ามกลางสภาวะราคาน้ำมันระดับต่ำ
<b>TOP</b>	TOP จะยังคงมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนท่ามกลางค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ไม่แน่นอนซึ่งมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ในตลาดโลกที่ลดลง งบดุลของ TOP ยังคงแข็งแกร่ง โดยมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 0.7 เท่า (ณ 3Q63) ราคาเป้าหมาย 50 บาท/หุ้น อิงกับ PBV เป้าหมายตามหลักอนุรักษนิยมที่ 0.8 เท่า เนื่องจากแนวโน้ม GRM ยังไม่แน่นอน เทียบกับ PBV เฉลี่ยที่ 1.2 เท่า เราประเมิน BV (สิ้นปี 2564) ได้ที่ 59.6 บาท/หุ้น

# สรุปคำแนะนำรายกลุ่มอุตสาหกรรม

กลุ่ม	เรตติ้ง	ปัจจัยขับเคลื่อน (+)	ปัจจัยเสี่ยง / ความกังวล (-)
การแพทย์	Overweight	ความต้องการใช้บริการทางการแพทย์ในกลุ่มผู้ป่วยคนไทยยังมีมาก ความต้องการใช้บริการเพิ่มขึ้นจากการให้บริการทดสอบและตรวจวิเคราะห์ทางห้องปฏิบัติการ	บริการผู้ป่วยต่างชาติฟื้นตัวช้า
พาณิชย์	Overweight	รัฐบาลออกมาตรการกระตุ้นอย่างต่อเนื่อง, กำไรฟื้นตัว, รายได้จากภาคเกษตรเพิ่มขึ้น	ธุรกิจต่างประเทศยังอ่อนแอ
พลังงาน	Overweight	ความคืบหน้าวัคซิ่น, valuation ถูก, ขยายระยะเวลาปรับลดการผลิตน้ำมัน	อุปทานทั่วโลกเพิ่มขึ้น, การพัฒนาแบตเตอรี่อย่างรวดเร็ว, การปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เป็นศูนย์
โรงแรม	Overweight	ความคืบหน้าวัคซิ่น, การยกเลิกข้อจำกัดการเดินทาง, ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวภายในประเทศแข็งแกร่ง	งบดุลอ่อนแอ, การแข็งค่าของเงินบาท, อุปทานเพิ่มขึ้นมาก
ธุรกิจการเกษตร	Neutral	อุปสงค์ทั้งในประเทศและต่างประเทศเติบโตอย่างแข็งแกร่ง, ราคาผลิตภัณฑ์การเกษตรสูงขึ้น	การแข็งค่าของเงินบาท, ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้น
อิเล็กทรอนิกส์	Neutral	อุปสงค์เติบโตอย่างแข็งแกร่งโดยได้รับการสนับสนุนจาก 5G และการนำเอาเทคโนโลยีมาใช้เพิ่มมากขึ้น	การแข็งค่าของเงินบาท, valuation แพง
สาธารณูปโภค	Neutral	งบดุลแข็งแกร่ง, ความแน่นอนของผลประโยชน์การสูง, มีโครงการใหม่ๆ รออยู่	ความเสี่ยงด้านการลงทุนในต่างประเทศ, EIRR ลดลง, valuation สูง
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	การใช้จ่ายภาครัฐเร่งตัวขึ้น, spread สูง	ต้นทุนการผลิตสูงขึ้น, แนวโน้มการเติบโตที่ไม่สดใสของธุรกิจอสังหาฯ และโครงสร้างพื้นฐาน, บาทแข็ง
อาหารและเครื่องดื่ม	Neutral	อุปสงค์ภายในประเทศค่อยๆ ปรับตัวเพิ่มขึ้น, การเติบโตจากจีนแข็งแกร่ง, การระงับของโรค ASF ในยุโรป	ราคาวัตถุดิบผันผวน, การแข็งค่าของเงินบาท, การแข่งขันรุนแรงในธุรกิจร้านอาหารและเครื่องดื่ม
นิคมอุตสาหกรรม	Neutral	กิจกรรม EEC ที่ดำเนินอย่างต่อเนื่อง, valuation ถูก	เวียดนามและกัมพูชาถูกเลือกใช้เป็นสถานที่ในการย้ายฐานการผลิตมากขึ้น
ขนส่งทางบก	Neutral	downside จำกัด, การฟื้นตัวของปริมาณการจราจร	ความล่าช้าของโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้ม, คดีฟ้องร้องระหว่าง BTS กับ BEM
ปิโตรเคมี	Neutral	กิจกรรมทางเศรษฐกิจทั่วโลกปรับตัวดีขึ้น, spread ดีขึ้น, valuation น่าสนใจ	อุปสงค์ยังซบเซา, อุปทานเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
ยานยนต์	Neutral	มาตรการกระตุ้นภาครัฐในการลดหย่อนภาษี	สินค้าคงคลังสูง, การเปิดตัวรถยนต์รุ่นใหม่บ่อย, จัดโปรโมชันเชิงรุก
ที่อยู่อาศัย	Neutral	ฐานต่ำ, มาตรการกระตุ้นของภาครัฐ	สินค้าคงคลังสูง, ยอดขายชะลอตัว, เปิดตัวโครงการใหม่น้อยลง, หลักเกณฑ์เข้มงวด
REITs / PF / IF	Underweight	yield spread น่าสนใจ, กองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานมีความแน่นอนของผลประโยชน์การสูง	Yield ปรับขึ้น, มีสัดส่วนรายได้จากสำนักงาน โรงแรม และศูนย์การค้าสูง
ขนส่งทางอากาศ	Underweight	การควมรวมในกลุ่ม, การแข็งค่าของเงินบาท	สภาพคล่องตึงตัว, การปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ, การเพิ่มทุน, ราคาน้ำมันฟื้นตัว
ธนาคาร	Underweight	การเติบโตของสินเชื่อค่อยๆ ฟื้นตัวดีขึ้น, ธุรกิจใหม่, การฟื้นตัวของ Yield	คุณภาพสินเชื่อแยลง, NPL สูงขึ้น
บันเทิง / สื่อ	Underweight	ฐานต่ำจากปีก่อน, ออกแคมเปญการตลาดอย่างต่อเนื่อง	ความนิยมในการใช้บริการสตรีมมิ่งและโฆษณาออนไลน์, สื่อดิจิทัลทำให้เกิดการเปลี่ยนแปลงครั้งใหญ่, โครงสร้างภาษีใหม่
โทรคมนาคม	Underweight	Replacement cycle ในอุปกรณ์ 5G, บริการเกี่ยวกับ digital transformation	การแข่งขันสูงขึ้น, กำลั้งซึ่ลดลง, วัฏจักรการลงทุนรอบใหม่ใน 5G

# สรุปคำแนะนำรายกลุ่มอุตสาหกรรม

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	YTD returns	FY21	CAGR19-22	P/E	P/B	Valuation 10-yr Z-score	Dividend yield
การแพทย์	Overweight	5%	-12%	25%	-9%	35.3	3.9	-0.6	2.3%
พาณิชย์	Overweight	11%	2%	17%	4%	27.3	3.6	-1.0	1.0%
พลังงาน	Overweight	12%	-17%	95%	0%	15.0	1.1	-0.9	3.9%
โรงแรม	Overweight	1%	-17%	-64%	-21%	na	1.0	-3.3	na
ธุรกิจการเกษตร	Neutral	1%	90%	10%	5%	5.4	1.1	-0.1	2.0%
อิเล็กทรอนิกส์	Neutral	2%	189%	20%	33%	26.2	3.5	3.6	2.4%
สาธารณูปโภค	Neutral	10%	-6%	21%	8%	30.1	3.4	-0.2	2.5%
วัสดุก่อสร้าง	Neutral	4%	-7%	7%	6%	14.3	1.5	-1.7	2.5%
อาหารและเครื่องดื่ม	Neutral	7%	8%	74%	3%	13.9	2.1	-0.5	1.7%
ขนส่งทางบก	Neutral	7%	-10%	5%	-5%	32.1	6.2	0.5	0.5%
ปิโตรเคมี	Neutral	3%	-6%	364%	26%	17.0	1.0	-0.9	0.6%
ยานยนต์	Neutral	1%	-5%	7%	5%	6.7	0.9	-1.2	3.5%
ที่อยู่อาศัย	Neutral	6%	-16%	9%	-5%	16.0	1.2	-1.3	4.9%
REITs / PF / IF	Underweight	2%	-26%	33%	-3%	10.6	1.1	-5.0	6.0%
ขนส่งทางอากาศ	Underweight	0%	-26%	na	-3%	na	0.6	-1.1	na
ธนาคาร	Underweight	9%	-27%	15%	-6%	9.0	0.6	-2.0	4.3%
บันเทิง / สื่อ	Underweight	1%	-2%	17%	14%	35.1	2.5	-1.2	0.8%
โทรคมนาคม	Underweight	8%	-13%	-12%	-12%	27.3	3.7	-0.9	1.0%

# โฮม โปรดัคส์ เซ็นเตอร์ (HMPRO) OUTPERFORM: TP 18 บาท การลดหย่อนภาษีข้อปั้งจะช่วยให้ออดขายหดตัวน้อยลง

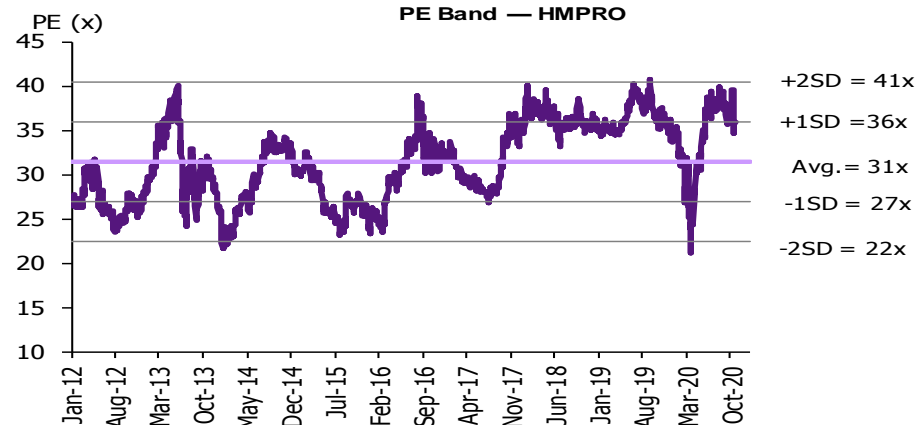
## ประเด็นการลงทุน

- **SSS ใน 4Q63 จะหดตัวน้อยกว่าเดือนค.ค.** ในเดือนค.ค. เราประเมินได้ว่า SSS ของ HMPRO หดตัวลงเป็นตัวเลขหลักเดียวระดับสูง YoY (เทียบกับ -3.7% YoY ใน 3Q63) เพราะได้รับผลกระทบจากกำลังซื้อที่อ่อนแอ ฝนที่ตกหนัก และยอดขายที่ชะลอตัวลงในระหว่างวันที่ 12-22 ค.ค. (วันแรกที่ กรม.อนุมัติมาตรการลดหย่อนภาษีข้อปั้ง จนถึงวันก่อนหน้าที่มาตราการนี้จะมีผลบังคับใช้)
- เราคาดว่า SSS ใน 4Q63 จะหดตัวน้อยกว่าเดือนค.ค. เนื่องจาก HMPRO มีแนวโน้มที่จะเป็นหนึ่งในผู้ได้รับประโยชน์จากมาตรการลดหย่อนภาษีข้อปั้งรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มพาณิชย์ เพราะยอดซื้อสินค้าต่อใบเสร็จของบริษัทสูง และสินค้ามีมูลค่าสูง มาตรการลดหย่อนภาษีข้อปั้งในรอบนี้ที่ให้สิทธิลดหย่อนภาษีสำหรับค่าซื้อสินค้าและบริการไม่เกิน 30,000 บาท ตั้งแต่วันที่ 23 ค.ค.-31 ค.ค. ด้วยระยะเวลาที่สามารถซื้อสินค้าได้นานขึ้นในครั้งนี้ (นานกว่า 2 เดือนใน 4Q63 เทียบกับ 7-23 วันใน 4Q58 4Q59 และ 4Q60) HMPRO จึงคาดว่ามาตรการนี้จะกระตุ้นให้ออดขายเพิ่มขึ้นในปลาย 4Q63 ซึ่งเป็นช่วงเทศกาลวันหยุด ในอดีตที่ผ่านมา มาตรการลดหย่อนภาษีข้อปั้งช่วยกระตุ้นให้ออดขายของ HMPRO เพิ่มขึ้นได้ 500 ลบ. หรือช่วยให้ SSS เติบโตเพิ่มขึ้นได้ราว 3% YoY จากการให้สิทธิราคาซื้อสินค้าและบริการมาหักลดหย่อนภาษีได้ไม่เกิน 15,000 บาทในไตรมาสที่ 4
- **แนวโน้ม 4Q63** เราคาดว่ากำไร 4Q63 จะลดลงเล็กน้อย YoY โดยมีสาเหตุมาจาก SSS ที่หดตัวลงเล็กน้อย และ EBIT margin ที่อ่อนตัวลง ซึ่งเป็นผลมาจากรายได้ค่าเช่าที่ลดลง 10-15% YoY (ชะลอตัวลงจากที่ลดลง 60% YoY ใน 2Q63 และลดลง 15-20% ใน 3Q63) หลังจากบริษัทลดการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ผู้เช่า และเปิดพื้นที่ให้เช่าใหม่ในโฮมโปรวิลเลจในจังหวัดปทุมธานีในเดือนค.ค. เราคาดว่ากำไร 4Q63 จะเพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล
- **กำไรจะฟื้นตัวในปี 2564 หลักๆ ใน 2Q64** เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวในปี 2564 (หลักๆ ใน 2Q64) โดยได้รับการสนับสนุนจากการฟื้นตัวของ SSS growth และรายได้ค่าเช่าจากฐานต่ำที่เป็นผลมาจากมาตรการภาครัฐในการควบคุมการระบาดของโควิด-19 และกำลังซื้อที่อ่อนแอเพราะได้รับผลกระทบจากโควิด-19

## ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	61,951	63,046	58,555	61,953	64,717
EBITDA	(Btmn)	10,437	10,951	9,804	11,027	12,045
Core profit	(Btmn)	5,663	6,177	5,101	6,096	6,917
Reported profit	(Btmn)	5,613	6,177	5,101	6,096	6,917
Core EPS	(Bt)	0.43	0.47	0.39	0.46	0.53
DPS	(Bt)	0.35	0.38	0.31	0.37	0.42
P/E, core	(x)	34.8	31.9	38.7	32.4	28.5
EPS growth, core	(%)	15.9	9.1	(17.4)	19.5	13.5
P/BV, core	(x)	9.9	9.3	9.3	8.5	7.8
ROE	(%)	29.4	30.1	24.1	27.4	28.5
Dividend yield	(%)	2.3	2.5	2.1	2.5	2.8
FCF yield	(x)	3.0	2.7	2.8	3.3	3.7
EV/EBIT	(x)	28.3	25.9	31.0	26.0	22.9
EBIT growth, core	(%)	14.6	8.6	(16.5)	17.8	12.5
EV/CE	(x)	6.1	5.9	6.0	6.0	5.9
ROCE	(%)	9.3	9.8	9.0	10.8	12.5
EV/EBITDA	(x)	20.0	19.0	21.1	18.6	16.8
EBITDA growth	(%)	9.9	4.9	(10.5)	12.5	9.2

## PE band ในอดีตของ HMPRO

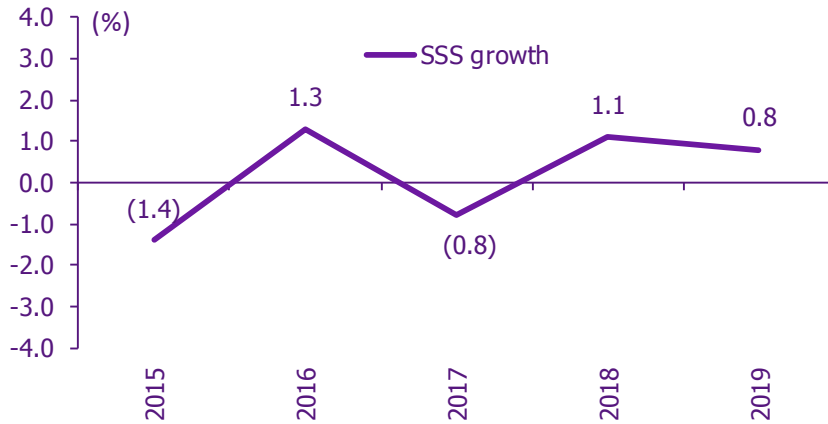




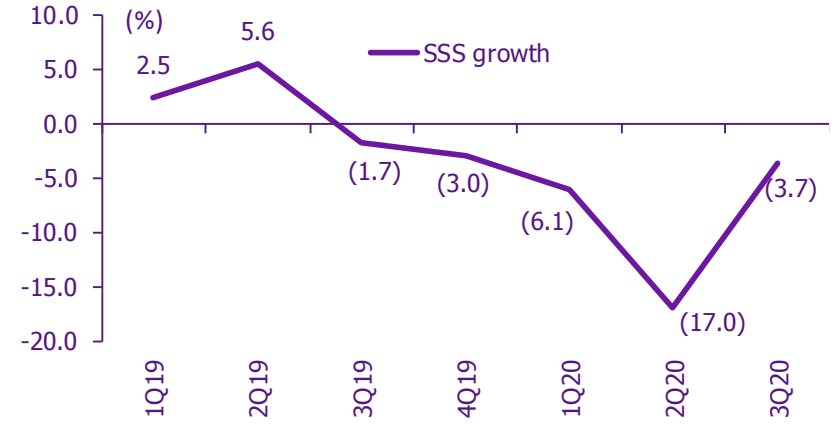
# โฮม โปรดัคส์ เซ็นเตอร์ (HMPRO) OUTPERFORM: TP 18 บาท

## การลดหย่อนภาษีข้อปั้งจะช่วยให้ออดขายหดตัวน้อยลง

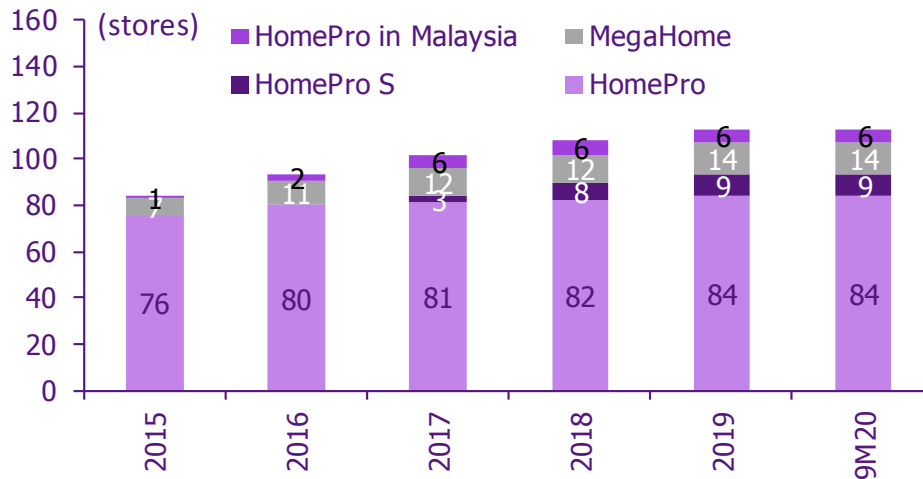
**SSS growth รายปีของ HMPRO**



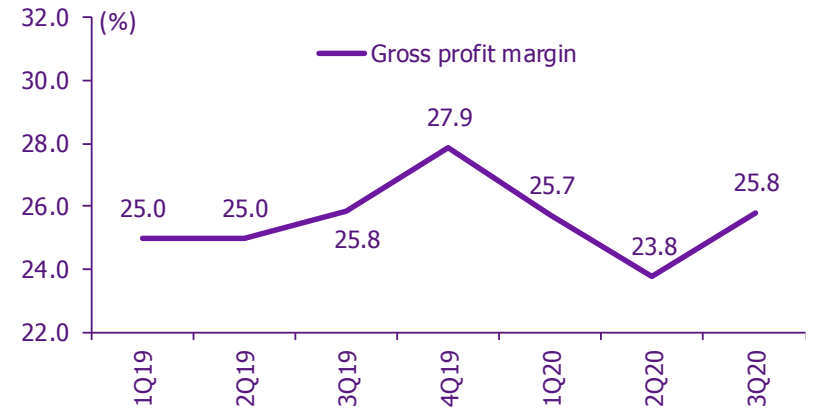
**SSS growth รายไตรมาสของ HMPRO**



**สัดส่วนร้านค้าของ HMPRO จำแนกตามรูปแบบ ณ สิ้นงวด**



**อัตรากำไรขั้นต้นรายไตรมาสของ HMPRO**



Source: SCBS Investment Research

# ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT)

TP 24 บาท

## ประกอบธุรกิจต่อไปได้ในช่วงเวลาที่ยากลำบาก

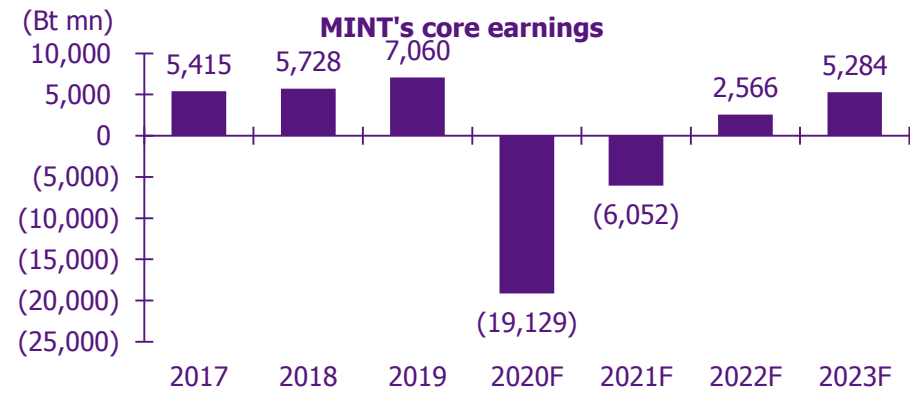
### ประเด็นการลงทุน

- ราคาหุ้น MINT ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 34% เทียบกับ SET ที่ปรับขึ้น 14% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา สะท้อนความขึ้นชอบที่ตลาดมีต่อหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว โดยได้รับการสนับสนุนจากข่าวดีเกี่ยวกับวัคซีน ในขณะที่เรามองว่าการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวและผลการดำเนินงานของ MINT ยังมีความไม่แน่นอนสูง แต่เราเชื่อว่าสำรองสภาพคล่องจะช่วยให้ MINT สามารถประกอบธุรกิจต่อไปได้ในช่วงเวลาที่ยากลำบาก เราคาดว่า MINT จะพลิกกลับมาทำกำไรได้ในปี 2565
- เราคาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยใน 4Q63 โดยขาดทุนจะลดลงสู่ 4.0 พันลบ. (จาก 4.8 พันลบ. ใน 3Q63) เราคาดว่าธุรกิจยุโรปจะปรับตัวแยกลงใน 4Q63 โดยมีสาเหตุมาจากการล็อกดาวน์รอบสอง ซึ่งจะส่งผลทำให้โรงแรมบางแห่งต้องปิดให้บริการ NHH รายงานอัตราการเข้าพักลดลงจาก 41% ในเดือนก.ย. สู่ 31% ในเดือนต.ค. อย่างไรก็ตาม ผลกระทบน่าจะถูกชดเชยด้วยธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย (การเดินทางท่องเที่ยวภายในประเทศ) และมัลดีฟส์ (กลับมาเปิดให้บริการในเดือนต.ค.) ที่ปรับตัวดีขึ้น และธุรกิจอาหารในประเทศไทย (62% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร) และจีน (17% ของรายได้จากธุรกิจอาหาร) ที่ดีขึ้น
- ท่ามกลางความไม่แน่นอน สำรองสภาพคล่องเป็นสิ่งสำคัญ ณ วันที่ 30 ก.ย. 2563 MINT มีเงินสดในมือ 3.0 หมื่นลบ. และวงเงินกู้ยืมระยะสั้น 2.5 หมื่นลบ. MINT อยู่ในระหว่างการเจรจากับเจ้าหนี้เพื่อขยายระยะเวลาผ่อนผันการทดสอบ debt covenant และมีแนวโน้มที่จะขอปรับเงื่อนไขทางการเงินให้มีความยืดหยุ่นมากขึ้นในอนาคต MINT มีสินทรัพย์ที่มีคุณภาพมูลค่ากว่า 1 แสนลบ. อยู่ทั่วโลก และมีความคืบหน้าในการเจรจากับนักลงทุนบางรายเพื่อขายสินทรัพย์มูลค่า 1.0-1.5 หมื่นลบ.

### ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	74,938	118,779	56,592	80,429	95,839
EBITDA	(Btmn)	15,366	21,277	3,636	17,854	26,522
Core profit	(Btmn)	5,728	7,060	(19,129)	(6,052)	2,566
Reported profit	(Btmn)	4,508	10,698	(19,827)	(6,052)	2,566
Core EPS	(Bt)	1.24	1.53	(3.90)	(1.17)	0.50
DPS	(Bt)	0.40	0.00	0.00	0.00	0.20
P/E, core	(x)	19.6	15.9	N.M.	N.M.	49.1
EPS growth, core	(%)	1.7	23.3	N.M.	N.M.	N.M.
P/BV, core	(x)	1.36	1.31	1.43	1.66	1.65
ROE	(%)	8.6	8.4	(22.6)	(7.6)	3.4
Dividend yield	(%)	1.6	0.0	0.0	0.0	0.8
FCF yield	(%)	(67.5)	9.8	(20.7)	(1.9)	3.9
EV/EBIT	(x)	23.5	17.1	N.M.	N.M.	30.4
EBIT growth, core	(%)	36.0	28.2	N.M.	N.M.	N.M.
EV/CE	(x)	1.0	1.0	0.7	0.8	0.8
ROCE	(%)	3.7	5.0	(3.7)	0.2	2.4
EV/EBITDA	(x)	14.7	9.9	N.M.	13.2	8.8
EBITDA growth	(%)	37.0	38.5	N.M.	N.M.	48.6

### ประมาณการผลประกอบการของ MINT



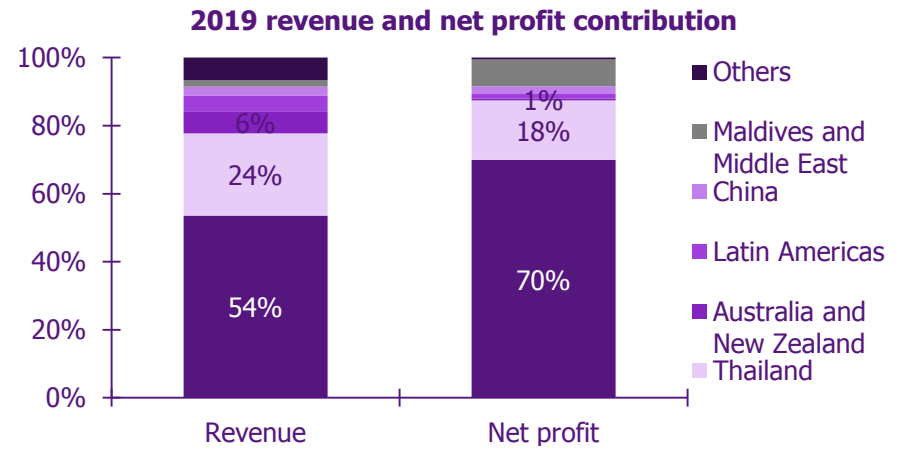
Source: SCBS Investment Research

# ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT)

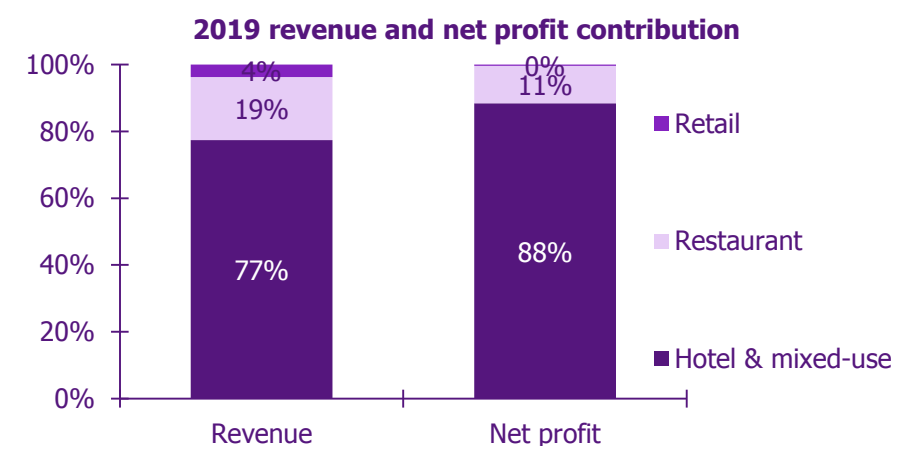
TP 24 บาท

## ประกอบธุรกิจต่อไปได้ในช่วงเวลาที่ยากลำบาก

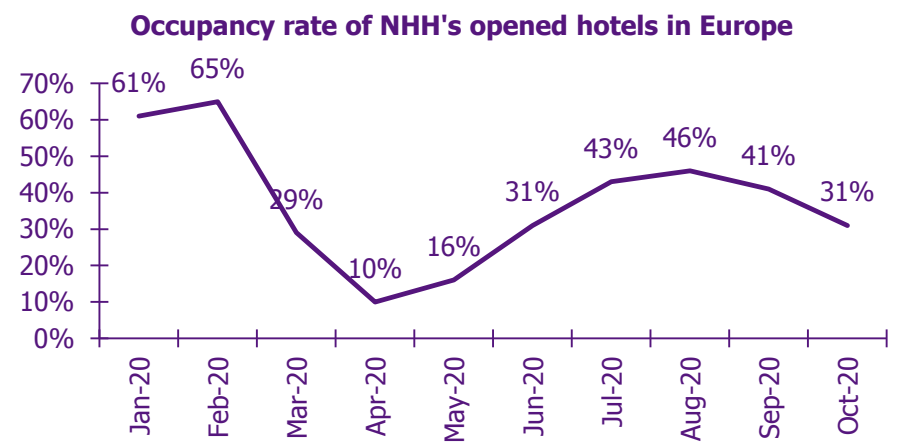
### โครงสร้างรายได้ของ MINT



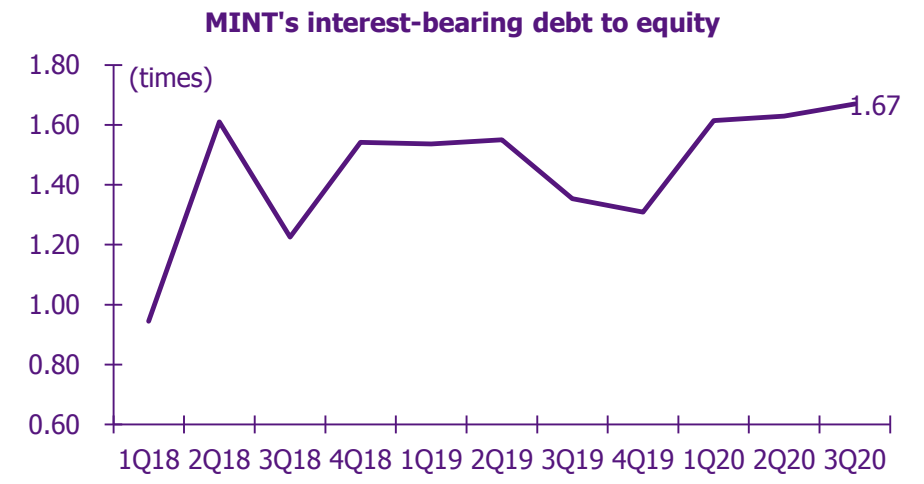
### โครงสร้างรายได้ของ MINT



### อัตราการเข้าพักโรงแรมของ NHH ลดลงในเดือนต.ค.



### อัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนของ MINT



Source: Company data, SCBS Investment Research

# ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP) ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น

TP 114 บาท

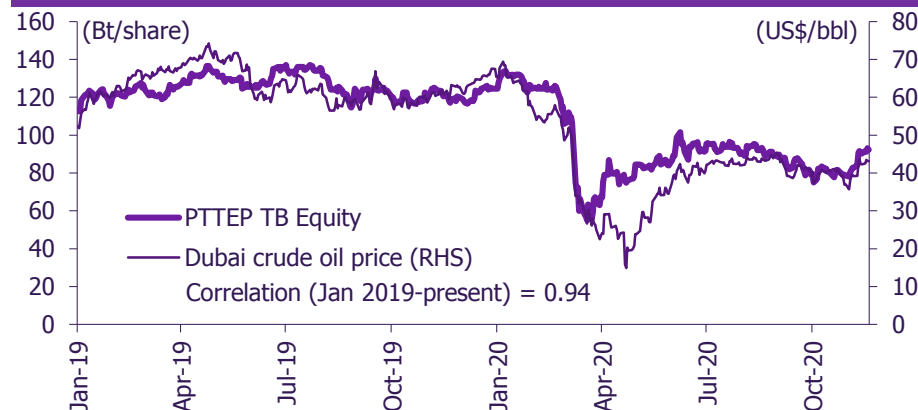
## ประเด็นการลงทุน

- PTTEP เป็นหุ้นตัวแทนราคาน้ำมัน เนื่องจากราคาหุ้นมีค่า correlation กับราคาน้ำมันดิบดูไบสูงถึง 0.94
- ราคาน้ำมันน่าจะปรับขึ้นในปี 2564 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์และอุปทานที่อยู่ในภาวะสมดุลมากขึ้น แนวโน้มเช่นนี้จะส่งผลดีต่อปริมาณการขาย 30% ของ PTTEP ซึ่งจะเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 6.7% ต่อปี ในระยะ 4 ปีข้างหน้า
- ปัจจัยสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อนให้ปริมาณการขายเติบโต คือ โครงการ Sabah H ในมาเลเซีย กำลังการผลิต 28kBOED หรือคิดเป็น 70% ของปริมาณการขายส่วนที่เพิ่มขึ้นจากปี 2563
- ราคาก๊าซเฉลี่ยมีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงเมื่อสัญญาแบ่งปันผลผลิต (PSC) ของแปลง G1/61 (เอราวัณ) และ แปลง G2/61 เริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี 2565-66 แต่จะได้รับการชดเชยจากต้นทุนต่อหน่วยที่ลดลง
- PTTEP ตั้งเป้าลดต้นทุนต่อหน่วยลงจาก US\$30/BOE สู่ US\$25/BOE หลังๆ เมื่อ PSC ฉบับใหม่เริ่มมีผลบังคับใช้
- งบดุลแข็งแกร่ง โดยอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อทุนอยู่ที่ 0.1 เท่า (ณ 3Q63) ซึ่งจะเปิดโอกาสให้บริษัททำ M&A เพิ่มท่ามกลางสภาวะราคาน้ำมันระดับต่ำ
- ความเสี่ยง downside จากการรับรู้ขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์มีจำกัด เนื่องจากบริษัทได้รับรู้ขาดทุนจากการด้อยค่าของธุรกิจ oil sand ในแคนาดาเต็มจำนวนแล้ว แต่บริษัทยังมีสินทรัพย์ที่จับต้องได้และบริษัทย่อในแคนาดา
- ราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ของเราที่ 114 บาท/หุ้น อิงกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบระยะยาวที่ US\$43/bbl และราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่ US\$45/bbl ตั้งแต่ปี 2564 เป็นต้นไป

## ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	171,809	191,053	160,258	178,678	199,462
EBITDA	(Btmn)	127,315	139,517	110,912	121,449	134,601
Core profit	(Btmn)	36,291	48,844	22,285	25,525	31,065
Reported profit	(Btmn)	36,206	48,803	27,115	25,525	31,065
Core EPS	(Bt)	9.14	12.30	5.61	6.43	7.82
DPS	(Bt)	5.00	6.00	3.23	3.18	3.40
P/E, core	(x)	10.3	7.6	16.7	14.6	12.0
EPS growth, core	(%)	(5.5)	34.6	(54.4)	14.5	21.7
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	9.5	13.1	6.1	6.8	7.9
Dividend yield	(%)	5.3	6.4	3.5	3.4	3.6
FCF yield	(x)	(0.3)	29.4	(0.2)	(2.1)	(2.8)
EV/EBIT	(x)	6.0	4.3	5.0	9.1	9.1
EBIT growth, core	(%)	44.1	30.5	13.6	(42.3)	4.9
EV/CE	(x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
ROCE	(%)	8.8	8.0	9.2	4.5	5.0
EV/EBITDA	(x)	2.3	2.7	3.6	3.5	3.3
EBITDA growth	(%)	(1.4)	18.2	9.6	(20.5)	9.5

## PTTEP vs. ราคาน้ำมันดิบดูไบ

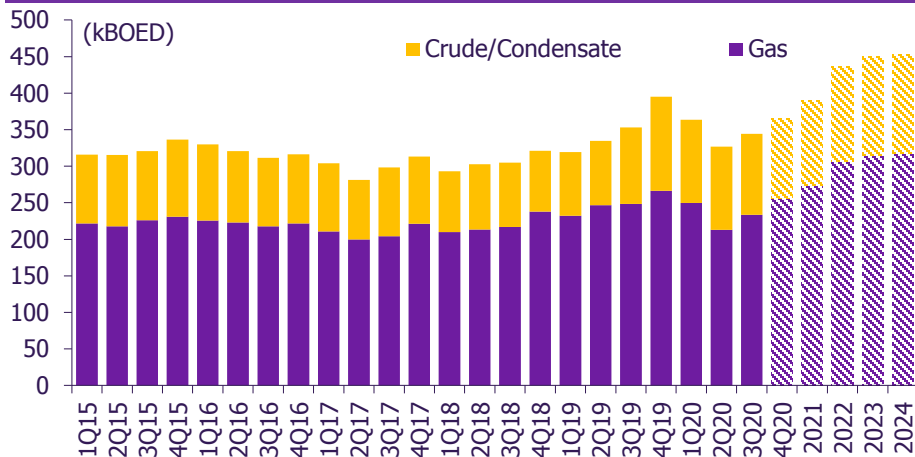


Source: SCBS Investment Research

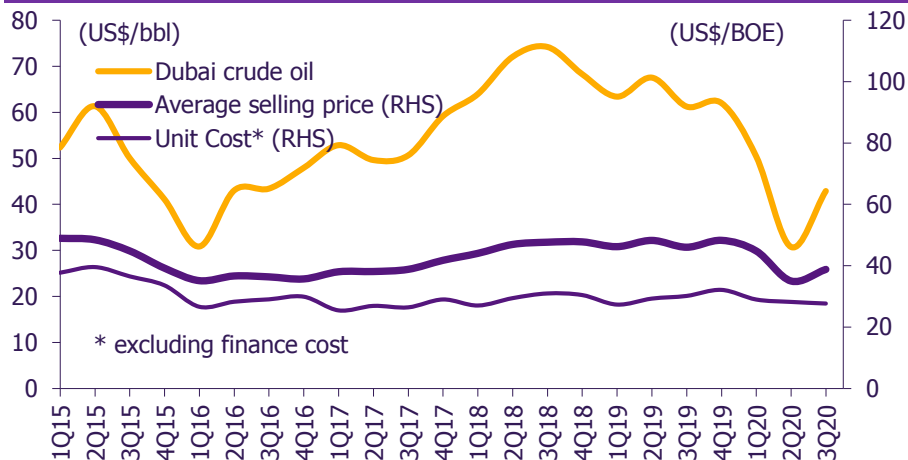
# ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP) ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น

TP 114 บาท

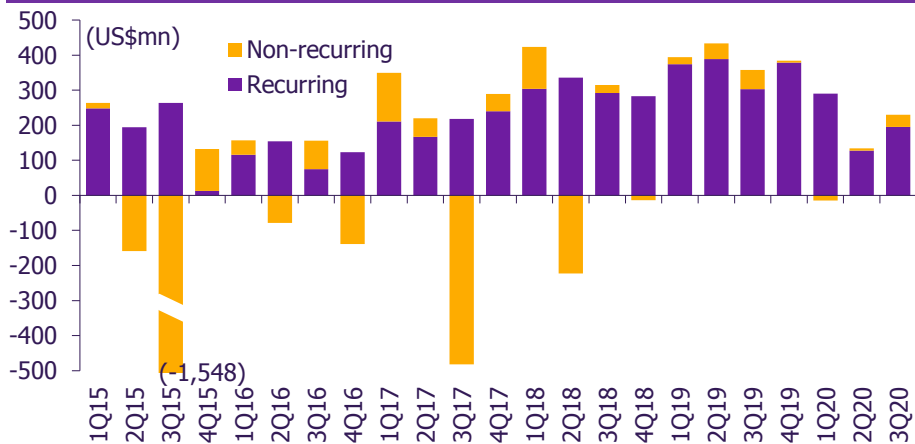
## PTTEP – ปริมาณการขาย



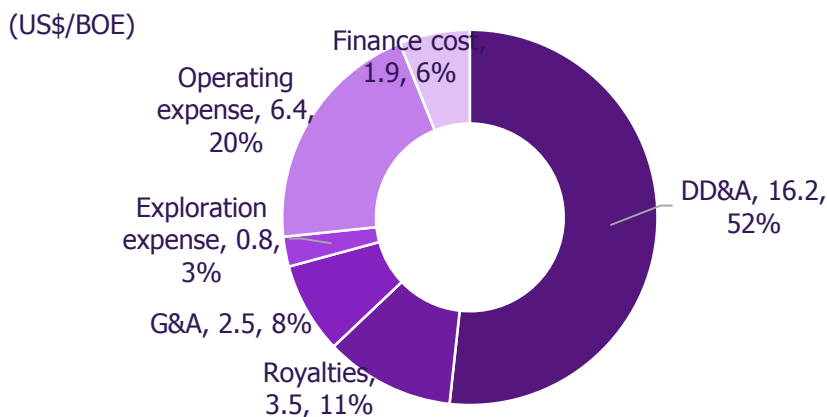
## PTTEP – ราคาขายเฉลี่ย vs. ต้นทุนต่อหน่วย



## PTTEP – ผลการดำเนินงานรายไตรมาส



## PTTEP – โครงสร้างต้นทุน (12 เดือนที่ผ่านมา)



Source: Company data, SCBS Investment Research

## ต้นทุนแข่งขันได้ และงบดุลแข็งแกร่ง

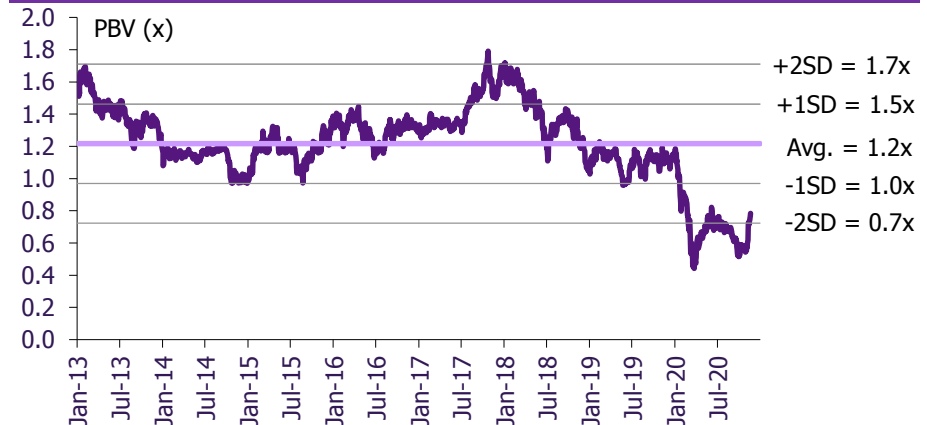
### ประเด็นการลงทุน

- TOP จะยังคงมีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนท่ามกลางค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ไม่แน่นอนซึ่งมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ในตลาดโลกที่ลดลง
- ผลการดำเนินงานของบริษัทจะได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่มีเสถียรภาพของธุรกิจผลิตไฟฟ้า (15% ของกำไร) แม้ขายหุ้นบางส่วนใน GPSC ออกไป
- อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน) ที่ปรับตัวดีขึ้นจะช่วยผลักดันให้ market GRM ปรับตัวเพิ่มขึ้น ถ้ากิจกรรมทางเศรษฐกิจและการเดินทางทางอากาศฟื้นตัวกลับสู่ภาวะปกติหลังจากวัคซีนโควิด-19 ได้รับอนุมัติให้วางจำหน่าย
- อัตราการใช้กำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับเกือบปกติในปี 2564 ด้วยปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลั่น 275kbd เพื่อรองรับอุปสงค์ภายในประเทศซึ่งให้อัตรากำไรดีกว่าตลาดส่งออก TOP ขายผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปส่วนใหญ่ของบริษัทให้กับ PTT ซึ่งมีเครือข่ายสถานีบริการน้ำมันที่แข็งแกร่ง
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์น่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY เมื่อพิจารณาจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากโรงงาน PTA แห่งใหม่ในจีน
- งบดุลของ TOP ยังคงแข็งแกร่ง โดยมีอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อทุนอยู่ที่ 0.7 เท่า (ณ 3Q63) การลงทุนในโครงการ CFP ใช้แหล่งเงินทุนทั้งหมดจากสภาพคล่องที่เพิ่มขึ้นจากการขายหุ้นบางส่วนใน GPSC จำนวน 5.9 พันลบ. (หลังจากหักเงินที่นำไปใช้ซื้อหุ้น Thaioil Power จาก PTT)
- ราคาเป้าหมาย 50 บาท/หุ้น อิงกับ PBV เป้าหมายตามหลักอนุรักษนิยมที่ 0.8 เท่า เนื่องจากแนวโน้ม GRM ยังไม่แน่นอน เทียบกับ PBV เฉลี่ยที่ 1.2 เท่า เราประเมิน BV (สิ้นปี 2564) ได้ที่ 59.6 บาท/หุ้น

### ประมาณการและ valuation

Year to 31 Dec	Unit	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Revenue	(Btmn)	392,166	364,327	240,670	276,088	291,292
EBITDA	(Btmn)	20,698	12,971	(2,854)	16,952	18,257
Core profit	(Btmn)	10,343	4,143	(3,305)	8,176	9,411
Reported profit	(Btmn)	10,149	6,277	(3,975)	8,176	9,411
Core EPS	(Bt)	5.07	2.03	(1.62)	4.01	4.61
DPS	(Bt)	2.65	1.50	0.25	1.50	1.75
P/E, core	(x)	9.6	24.0	(30.1)	12.2	10.6
EPS growth, core	(%)	(52.6)	(59.9)	(179.8)	(347.4)	15.1
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8
ROE	(%)	8.2	3.3	(2.7)	6.7	7.3
Dividend yield	(%)	5.4	3.1	0.5	3.1	3.6
FCF yield	(x)	(7.2)	33.2	(80.5)	(10.1)	12.9
EV/EBIT	(x)	7.4	23.2	(17.4)	21.6	19.9
EBIT growth, core	(%)	(52.9)	(56.2)	n.a.	n.a.	12.7
EV/CE	(x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
ROCE	(%)	10.0	3.1	(4.8)	3.8	4.1
EV/EBITDA	(x)	4.8	10.5	(61.1)	12.4	12.0
EBITDA growth	(%)	(42.8)	(37.3)	(122.0)	(693.9)	7.7

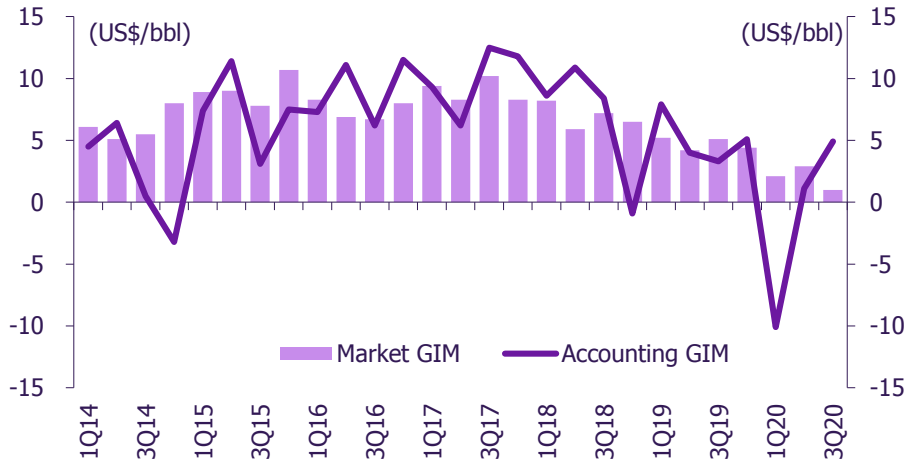
### TOP – PBV Band



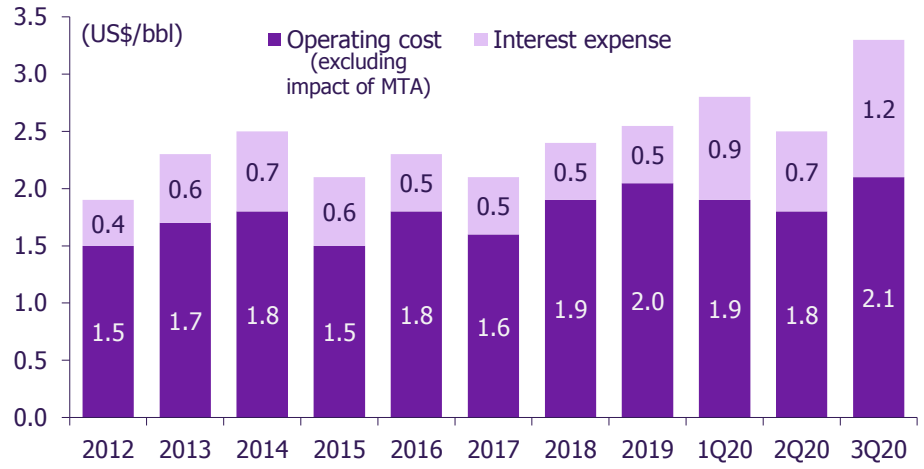
Source: SCBS Investment Research

## ต้นทุนแข่งขันได้ และงบดุลแข็งแกร่ง

### Integrated margin

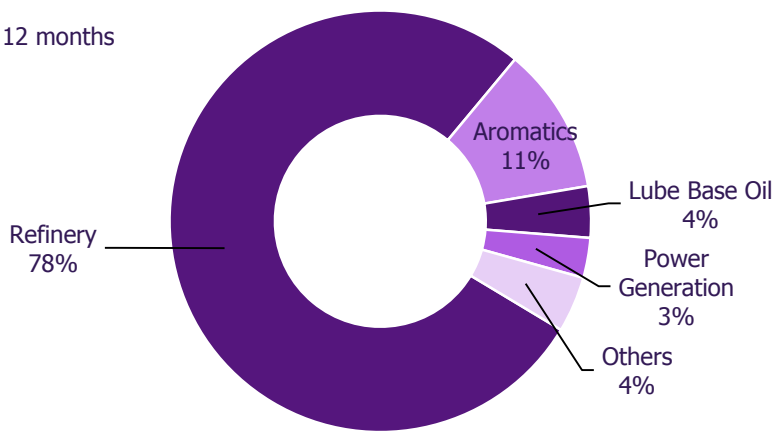


### ต้นทุนเงินสดของกลุ่มบริษัท

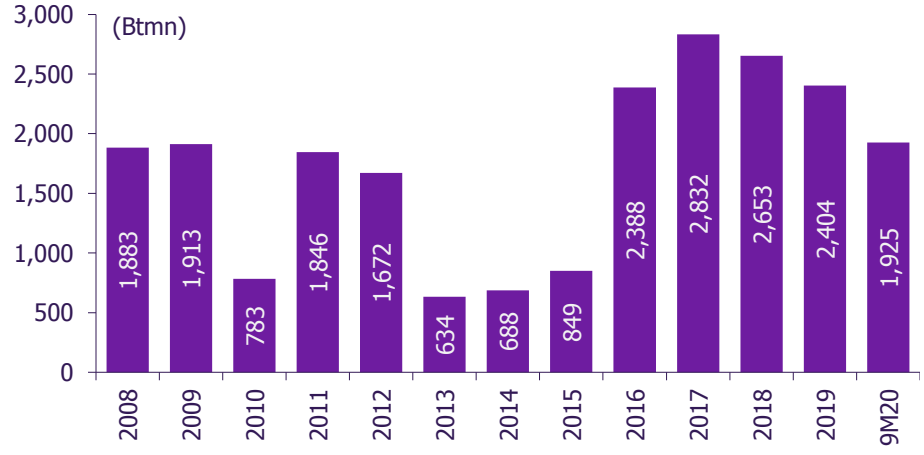


### โครงสร้างรายได้ (9M63)

\* last 12 months



### EBITDA จากธุรกิจผลิตไฟฟ้า



Source: Company data, SCBS Investment Research

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมรรถนะของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณ ด้งนี้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใด ๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBS) และ บริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน ไทยพาณิชย์ จำกัด (SCBAM) เป็นบริษัทย่อยที่ธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (SCB) ถือหุ้นทั้งหมด

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลจัดการตลาด (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 หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุมาจากการใช้หรือการเชื่อถือข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาของของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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 ได้ทำหน้าที่เป็นผู้จัดการการจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย 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 ย่อมไม่ต้งรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของของตนเองในการตัดสินใจลงทุน 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 ซีพีออลล์ 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 ย่อมไม่ต้งรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว โดยธนาคารฯ ได้ทำหน้าที่เป็นที่ปรึกษาทางการเงิน 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 ย่อมไม่ต้งรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของของตนเองในการตัดสินใจลงทุน 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 ความเห็น ข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้งรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายที่เวอริสและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะจะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายที่เวอริสและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสิทธิภาพในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายที่เวอริสและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้อื่นนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS เป็นการล่วงหน้า

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์





## CG Rating 2020 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ADVANC, AF, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BGRIM, BIZ, BKI, BLA, BOL, BPP, BRR, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO\*, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COL, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, DV8, EA, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI\*, III, ILINK, INTUCH, IRPC, IVL, JKN, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MFEC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, NCH, NCL, NEP, NKI, NOBLE\*, NSI, NVD, NYT, OISHI, ORI, OTO, PAP, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTPE, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SDC, SEAFSCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMPC, SNC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASC, TAPAC, TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TNL, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, UAC, TTA, UBIS, TTCL, UV, TTW, VGI, TU, VIH, TVD, WACOAL, TVI, WAVE, TVO, WHA, TWPC, WHAUP, U, WICE, WINNER

### Companies with Very Good CG Scoring

2S, ABM, ACE, ACG, ADB, AEC, AEONTS, AGE, AH, AHC, AIT, ALLA, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASN, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAM, BBL, BFIT, BGC, BJ, BJCHI, BROOK, BTW, CBG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHG, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CMC, COLOR, COM7, CPL, CRC, CRD, CSC, CSP, CWT, DCC, DCON, DDD, DOD, DOHOME, EASON, EE, ERW, ESTAR, FE, FLOYD, FN, FORTH, FSS, FTE, FVC, GENCO, GJS, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GPI, GULF, GYT, HPT, HTC, ICN, IFS, ILM, IMH, INET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, ITEL, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KGI, KIAT, KOOL, KTIS, KWC, KWM, L&E, LALIN, LDC, LHK, LOXLEY, LPH, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MBAX, MEGA, META, MFC, MGT, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, MVP, NETBAY, NEX, NINE, NTV, NWR, OCC, OGC, OSP, PATE, PB, PDG, PDI, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PPP, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RPI, RWI, S11, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SEG, SFP, SGK, SHR, SIAM, SINGER, SK, SKR, SKY, SMIT, SMT, SNP, SPA, SPC, SPG, SR, SRICHA, SSS, SFS, STANLY, STI, STPI, SUC, SUN, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TCMC, TEAM, TEAMG, TFG, TIGER, TITL, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMT, TNITY, TNP, TNR, TOG, TPA, TPAC, TPCORP, TPOLY, TPS, TRITN, TRT, TRU, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UWC, VL, VNT, VPO, WIIC, WP, XO, YUASA, ZEN, ZIGA, ZMICO

### Companies with Good CG Scoring

7UP, A, ABICO, AJ, ALL, ALUCON, AMC\*, APP, ARIN, AS, AU, B52, BC, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BKD, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BSM, BTNC, CAZ, CCP, CGD, CITY, CMAN, CMO, CMR, CPT, CPW, CRANE, CSR, D, EKH, EP, ESSO, FMT, GIFT, GREEN, GSC\*, GTB, HTECH, HUMAN, IHL, INOX, INSET, IP, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KKC, KUMWEL, KUN, KWG, KYE, LEE, MATCH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MM, MORE, NC, NDR, NER, NFC, NNCL, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PMTA, POST, PPM, PRAKIT, PRECHA, PRIME, PROUD, PTL, RBF, RCI, RJH, ROJNA, RP, RPH, RSP, SF, SFLEX, SGP, SISB, SKN, SLP, SMART, SOLAR, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TIW, TNH, TOPP, TPCH, TPIPP, TPLAS, TTI, TYCN, UKEM, UMS, VCOM, VRANDA, WIN, WORK, WPH

### 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 2019 to 19 November 2020) is publicized.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งกรใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

### 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, PATE, DV8, EASON, ECF, EEC, EMC, EMO, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTE, 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, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NRF, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, RT, S, S11, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCGP, SCM, SCP, SDC, SEAFSCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFT, SFG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SO, SOLAR, SOKIN, SPA, SPCG, SPG, 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, TITL, 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, WGE, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YGG, YUASA, ZMICO

#### 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

3K-BAT, 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, 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, CCS, CTW, CWT, D, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DTCTI, DV8, EASON, ECF, EEC, EMC, EMO, ESSO, ETC, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTE, 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, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATCH, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MJD, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPIC, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NPK, NRF, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PR9, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROUD, PTL, RAM, RBF, RCI, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, RT, S, S11, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCGP, SCM, SCP, SDC, SEAFSCO, SEG, SF, SFLEX, SFP, SFT, SFG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SIS, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMT, SO, SOLAR, SOKIN, SPA, SPCG, SPG, 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, TITL, 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, WGE, 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.