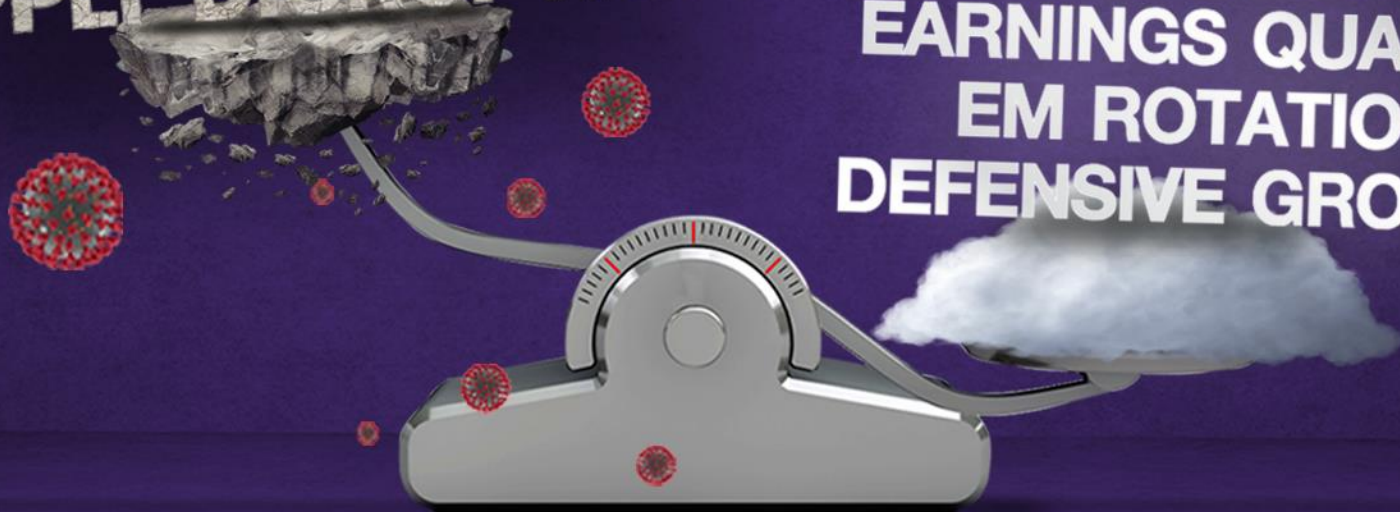


# MARKET STRATEGY

# 4Q 2021

**PAST PEAK  
QE TAPERING  
STAGFLATION  
MARGIN PRESSURE  
SUPPLY DISRUPTION**

**DOMESTIC REOPENING  
EARNINGS QUALITY  
EM ROTATION  
DEFENSIVE GROWTH**



# 4Q21 SCBS Strategy – สร้างสมดุลระหว่างความเสี่ยงและผลตอบแทน

**ความกังวลภาวะ stagflation** เราพบสัญญาณของภาวะ stagflation (ภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัว แต่เงินเฟ้อปรับเพิ่มขึ้น) เนื่องจากต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ฝั่งอุปสงค์ถูกกดดันจากปัจจัยลบบางอย่าง เช่น การเกิดขึ้นของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตา และการคุมเข้มนโยบายเศรษฐกิจมากขึ้น Equity returns และ Sharpe Ratios มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในช่วงนี้ เนื่องจากส่วนผสมของการเติบโต อัตราเงินเฟ้อ และมาตรการกระตุ้นดัดน้อยลง กลุ่มที่คาดว่าจะปรับตัว outperform ในรอบนี้ คือ สาธารณูปโภค เทคโนโลยี REIT กลุ่ม beta ต่ำ หุ้นที่มีคุณภาพ และหุ้นขนาดใหญ่

**การลด QE ไม่เคยเป็นเรื่องง่ายสำหรับตลาดการเงิน** ประธานเฟดส่งสัญญาณปรับลดวงเงินมาตรการ QE (QE tapering) ในปีนี้ แต่จะไม่รีบขึ้นดอกเบี้ย เนื่องจากเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นเพียงชั่วคราว เราคาดว่าเฟดจะเริ่มลด QE จริงใน 4Q21 การทำ QE tapering อาจส่งผลทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลงและเพิ่มความเสี่ยงให้กับสินทรัพย์ทางการเงิน เมื่อสินทรัพย์รวมของธนาคารกลางปรับตัวลดลง ผลตอบแทนของตลาดจะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างต่ำ นอกจากนี้เมื่อ yield curve เปลี่ยนเป็น Bear หรือ Bull flattening ผลตอบแทนโดยรวมของสินทรัพย์เสี่ยง (รวมถึง SET) ยังคงเป็นบวก แต่จะลดลงสู่ตัวเลขหลักเดียว และหุ้นเชิงรับอย่างกลุ่มพาณิชย์ อาหารและเครื่องดื่ม และการแพทย์น่าจะปรับตัว outperform

**ไม่มีการล็อกดาวน์อีกต่อไป** เราพบว่าการฉีดวัคซีนมีความคืบหน้าอย่างรวดเร็วในหลายๆ ภูมิภาคและประเทศไทย เรายังคงเชื่อว่าไวรัสสายพันธุ์เดลตาจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจลดน้อยลงเมื่อภูมิคุ้มกันสูง เศรษฐกิจมีแนวโน้มที่จะเติบโตสูงขึ้นเมื่อมีการผ่อนคลายข้อจำกัดต่างๆ ผลกระทบหลักๆ คือ การฟื้นตัวในระยะยาวต่อมา เราคาดว่าประเทศไทยจะผ่อนคลายข้อจำกัดเกี่ยวกับการเดินทางภายในประเทศในเดือน พ.ย. 2021 และระหว่างประเทศใน 1Q22

**ความซับซ้อนเพิ่มขึ้นเนื่องจากเศรษฐกิจชะลอตัวและความหวังเกี่ยวกับมาตรการกระตุ้นลดน้อยลง** ความกังวลอยู่ที่องค์ประกอบที่ทำให้เศรษฐกิจชะลอตัวลง ซึ่งรวมถึงความเสี่ยงจากไวรัสสายพันธุ์เดลตาและเงิน และการเริ่มปรับลดวงเงิน QE ของเฟด กรณีดังกล่าวมีความซับซ้อนมากขึ้น เพราะเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มที่จะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง เนื่องจากแรงกระตุ้นจากการเปิดประเทศและมาตรการการคลังจะเริ่มแผ่วลง และธนาคารกลางจะหันมาให้ความสนใจกับการปรับนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ

**เปลี่ยนกลุ่มเล่นจาก DM ไปยัง EM** หุ้นในตลาดเกิดใหม่ (EM) มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจาก 4 ปัจจัย: 1) การเติบโตที่แข็งแกร่งมากขึ้น 2) กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น 3) DM มีแรงต้านทางเศรษฐกิจมหภาค และ 4) valuation ของ EM ถูกกว่า DM โดย P/E อยู่ที่ 13 เท่า เทียบกับ DM ที่ 19 เท่า

**กลุ่ม global cyclical ทำจุดสูงสุดไปแล้ว? กลุ่ม domestic ถึงจุดต่ำสุด?** การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และการฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็ว จะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวและส่งผลทำให้กำไรทำจุดต่ำสุดใน 3Q21 ดังนั้นหุ้นที่มี exposure กับเศรษฐกิจภายในประเทศสูง น่าจะปรับตัว outperform หุ้นกลุ่ม global cyclical ซึ่งราคาปรับตัวขึ้นมาค่อนข้างมากแล้วหลังจาก rally ขึ้นมาหลายปีด้วยกัน แต่เราคาดว่าจะทำจุดสูงสุดใน 4Q21 เราชอบหุ้น domestic reopening มากกว่า tourism play เพราะ: 1) ฟื้นตัวเร็วกว่า 2) งบดุลแข็งแกร่งกว่า 3) ราคาหุ้นฟื้นตัวขึ้นมาต่ำกว่า และ 4) valuation ถูกกว่า tourism play

**แนวโน้มปี 2022** แนวโน้มการเติบโตและนโยบายน่าจะเป็นมิตรน้อยลง การเติบโตของภาคบริการจะช่วยชดเชยการเติบโตของภาคการผลิต เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 9% YoY ในปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจาก GDP ที่เติบโต 3.6%

**เป้า SET Index** เป้า SET Index ปี 2022 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,600 จุด เราเชื่อว่า core portfolio ควรจะเป็นหุ้นเชิงรับที่กำไรมีแนวโน้มเติบโต และโฟกัสมากขึ้นที่ conviction idea จากชิมการฟื้นตัวหลังสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลาย เช่น นวัตกรรมทางเทคโนโลยี และเศรษฐกิจสีเขียว พร้อมกับ tactical call กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ และโรงกลั่น

**โฟกัสที่หุ้นเชิงรับ domestic reopening มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง และกำไรมีคุณภาพ** เราแนะนำหุ้นเชิงรับที่: 1) มี exposure กับเศรษฐกิจภายในประเทศสูง และมีปัจจัยขับเคลื่อนที่ชัดเจนและมีเอกลักษณ์เฉพาะตัว 2) ยังมีความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว 3) กำไรเติบโตหรือฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง และ 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรืองบดุลแข็งแกร่ง และ 5) laggard หุ้นแนะนำใน 4Q21 ของเรา คือ BEM, KCE, OSP, SECURE และ ZEN



# เศรษฐกิจ



# สรุป: สถานการณ์เศรษฐกิจโลก

ในไตรมาส 3 ของปีนี้ ภาวะเศรษฐกิจและการลงทุนทั่วโลกดูแย่ลงหลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในช่วงครึ่งปีแรก GDP ในหลายๆ ประเทศทำจุดสูงสุดไปแล้วในไตรมาส 2 ในขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อ (โดยเฉพาะในประเทศที่พัฒนาแล้ว) ปรับตัวแย่ลง โดย PMI ของจีนหดตัวลงสืบเนื่องมาจากการล็อกดาวน์รอบใหม่ สำหรับประเทศที่เศรษฐกิจเติบโตอย่างแข็งแกร่งก่อนหน้านี้ เช่น สหรัฐฯ และจีน พบว่าตัวเลขเศรษฐกิจล่าสุดออกมาน่าผิดหวัง เช่น ตัวเลขการจ้างงานในสหรัฐฯ และยอดค้าปลีกในจีน เราคาดว่าโมเมนตัมจะชะลอตัวลงต่อเนื่องในไตรมาส 4

ในขณะที่เดียวกัน แรงกดดันด้านเงินเฟ้ออันเป็นผลมาจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์หลายๆ อย่างที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น ก็มีให้เห็นในประเทศที่พัฒนาแล้วหลายประเทศด้วยกัน โดยในสหรัฐฯ ดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ในเดือนส.ค. (แม้อลดลง) ยังอยู่ในระดับสูง ในขณะที่ดัชนีราคาผู้ผลิต (PPI) อยู่ที่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ส่งผลทำให้ความแตกต่างระหว่างสองดัชนีมีมากขึ้น ส่วนในจีน มีหลักฐานที่แสดงให้เห็นถึงความรุนแรงที่มากกว่า เนื่องจากเงินเฟ้อของผู้ผลิตปรับตัวเพิ่มขึ้นสูงมาก แต่เงินเฟ้อของผู้บริโภคยังอยู่ในระดับต่ำ บ่งชี้ว่ามาร์จิ้นของผู้ผลิตจะหดตัวลง ซึ่งส่งสัญญาณถึงภาวะ Stagflation เนื่องจากต้นทุนการผลิตมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ในขณะที่ฝั่งอุปสงค์ถูกกดดันจากปัจจัยลบหลายอย่างด้วยกัน เช่น การเกิดขึ้นของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตา และการคุมเข้มนโยบายเศรษฐกิจมากขึ้น

ในสหรัฐฯ รัฐบาลเสนอแผนขึ้นภาษี ในขณะที่ประธานธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ประกาศว่าจะเริ่มปรับลดวงเงินโครงการซื้อพันธบัตร (QE Tapering) ในปีนี้ ในจีน ภาวะเปราะบางที่เข้มงวดมากขึ้นของสถาบันการเงินส่งผลกระทบต่อกลุ่มธุรกิจที่มีความเสี่ยง โดยเฉพาะภาคอสังหาริมทรัพย์ ตัวอย่างเช่น การล่มสลายของ Evergrande ซึ่งเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่อันดับสองในจีน มีความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระหนี้มากกว่า 2 ใน 3 ของหนี้คงค้าง 300,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เนื่องจากตั้งแต่ปี 2020 รัฐบาลจีนได้พยายามจำกัดการกู้ยืมของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการรณรงค์ต่อต้านการก่อหนี้ในวงกว้าง ส่งผลทำให้บริษัทอสังหาริมทรัพย์หลายบริษัท รวมถึง Evergrande มีความเสี่ยงในการผิดนัดชำระหนี้

นอกจากนี้รัฐบาลจีนก็ออกมาตรการคุมเข้มธุรกิจอื่นๆ อย่างต่อเนื่อง เช่น Fintech, บริการยานพาหนะผ่านทางแอปพลิเคชัน, เกมออนไลน์ และกิจการสอนพิเศษออนไลน์ โดยล่าสุดประกาศนโยบายใหม่ "ความเจริญรุ่งเรืองร่วมกัน" (Common Prosperity) ซึ่งมุ่งเน้นการสร้างความเท่าเทียมด้วยการกระจายความมั่งคั่งไปสู่ประชาชนทุกคน เก็บภาษีคนรวยและธุรกิจใหญ่ และเพิ่มสวัสดิการสังคมส่วนรวม แม้นโยบายนี้จะส่งผลดีต่อสังคมในระยะยาว แต่จะส่งผลกระทบต่อภาพรวมเศรษฐกิจและการลงทุนของจีนในระยะกลาง

# สรุป: สถานการณ์เศรษฐกิจไทย

ตัวเลขเศรษฐกิจไทยล่าสุดแสดงถึงการปรับตัวดีขึ้นบ้างหลังจากยอดผู้ติดเชื้อโควิด-19 รายใหม่เริ่มปรับตัวลดลงสู่ 13,000-15,000 รายต่อวัน ในขณะที่อัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องที่ระดับมากกว่า 500,000 คนต่อวัน ส่งผลทำให้รัฐบาลประกาศผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในจังหวัดพื้นที่สีแดง อย่างไรก็ตาม ตัวเลขเศรษฐกิจในเดือนก.ค. ส่งสัญญาณถึงการปรับตัวแยลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของ การอุปโภคบริโภคภายในประเทศ ดังนั้นเราจึงยังคงประมาณการอัตราการขยายตัวของเศรษฐกิจไทยไว้ที่ประมาณ 1% ในปีนี้ ลดลงจากที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 2% โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์รอบล่าสุด เราเชื่อว่าแนวโน้มเศรษฐกิจไทยขึ้นอยู่กับสถานการณ์โควิด-19 ปัจจุบันสถานการณ์โควิด-19 และการทยอยยกเลิกดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจใกล้เคียงกับโมเดลของเรา

แม้แนวโน้มของภาพรวมเศรษฐกิจไทยในระยะสั้นเริ่มดูดีขึ้น แต่เรายังคงเชื่อว่าเศรษฐกิจไทยจะฟื้นตัวช้ามากเนื่องจากรัฐบาลไม่ได้ปรับเปลี่ยนนโยบายเศรษฐกิจมากนัก ผู้ว่าการธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) เสนอให้กระทรวงการคลังกู้เงินเพิ่มเติมอีก 1 ล้านล. เพื่อกลบ "หลุมรายได้" ที่มีสาเหตุมาจากรายได้จากการจ้างงานที่หายไปประมาณ 1.3 ล้านล. ตั้งแต่ปีที่ผ่านมา และอาจเพิ่มขึ้นสู่ 2.6 ล้านล. ในปีหน้า

ในเรื่องนี้ เรามีมุมมองเหมือนกับผู้ว่าการธปท. เนื่องจากเรามองว่ามาตรการทางการคลังในปัจจุบันมีขนาดค่อนข้างเล็ก (ประมาณ 1 แสนล.) เมื่อเทียบกับมาตรการก่อนหน้านี้ ด้วยหนี้สาธารณะในปัจจุบันที่ 8.8 ล้านล. (56% ของ GDP) เรามองว่ารัฐบาลยังสามารถกู้ยืมเพิ่มได้อีก เราเชื่อว่าหากรัฐบาลกระตุ้นการใช้จ่ายอีก 1 ล้านล. ตามที่ผู้ว่าการธปท. แนะนำ อาจช่วยกลบหลุมรายได้และทำให้ GDP ปีนี้มี upside ได้ถึง 1.4% อย่างไรก็ตาม เรายังเชื่อว่านโยบายการเงินสามารถช่วยสนับสนุนเพิ่มเติมได้ เนื่องจากยังมีช่องสำหรับการปรับอัตราดอกเบี้ยลงได้อีก ในขณะที่ไม่มีความเสี่ยงด้านเงินเฟ้อ การประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) ครั้งล่าสุดซึ่งมีกรรมการบางท่านลงมติให้ลดอัตราดอกเบี้ย ชี้ให้เห็นว่ากรรมการบางท่านมีมุมมองเหมือนกันกับเรา

อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า ธปท. จะคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ไม่เปลี่ยนแปลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ เนื่องจากสมาชิก กนง. ส่วนใหญ่ มองว่ามาตรการทางการเงิน ได้แก่ เงินกู้พิเศษ โครงการโกดังพักหนี้ และมาตรการอื่น ๆ ของสถาบันการเงินเฉพาะกิจ (SFIs) จะมีประสิทธิผลมากกว่าการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ต่ำอยู่แล้วอีก

# สารบัญ

## เศรษฐกิจโลก: ปัจจัยที่จะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการลงทุนโลกใน 4Q21

- ไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตา (Delta Variant)
- ความกังวลภาวะ Stagflation
  - (เพิ่มเติม) ประมาณการราคาน้ำมัน/อัตราเงินเฟ้อ/อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปี 2021-22
- ประเด็นกฎระเบียบจะเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจและการลงทุนมากขึ้น

## เศรษฐกิจไทย: : ปัจจุบันใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ อนาคตขึ้นอยู่กับสถานการณ์โควิด-19 เป็นสำคัญ

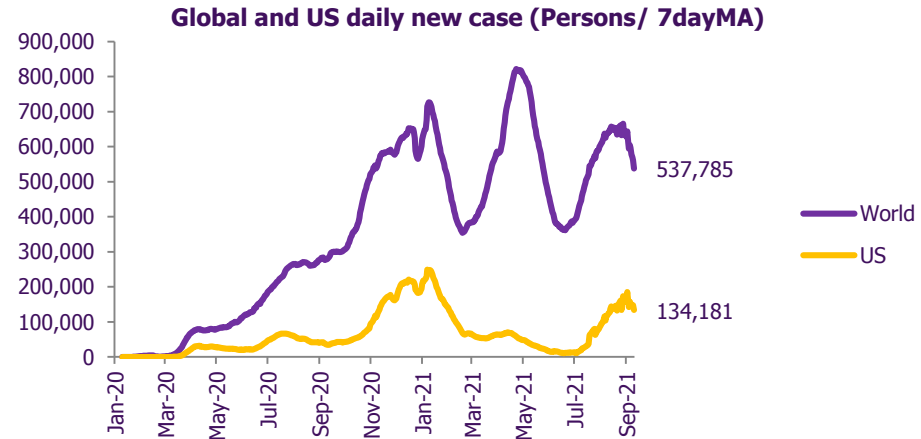
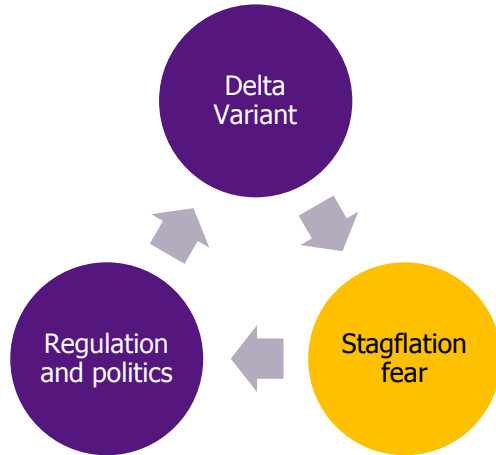
- ตัวเลขเศรษฐกิจไทย 2Q21 สะท้อนความเสี่ยง
  - ตัวเลขเศรษฐกิจไทยเดือนก.ค. ส่งสัญญาณปรับตัวแย่ลงอย่างมีนัยสำคัญ
- เศรษฐกิจไทยระยะต่อไป ขึ้นอยู่กับการระบาดเป็นสำคัญ
  - สถานการณ์การระบาดและการคลายล็อกดาวน์ใกล้เคียงกับ Model ของเรา เราจึงคงประมาณการเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 1% ในปีนี้
- ปัจจัยที่ต้องจับตา
  - การกลับมาระบาดอีกครั้งหลังคลายล็อกดาวน์
  - การฉีดวัคซีน และ
  - มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ
- ประมาณการเศรษฐกิจไทยล่าสุดของทางการเทียบกับ SCBS
- ประเด็นพิเศษ: คาดการณ์ค่าเงินบาท

# เศรษฐกิจโลก

# ปัจจัยที่จะมีผลกระทบต่อเศรษฐกิจและการลงทุนโลกในไตรมาส 4

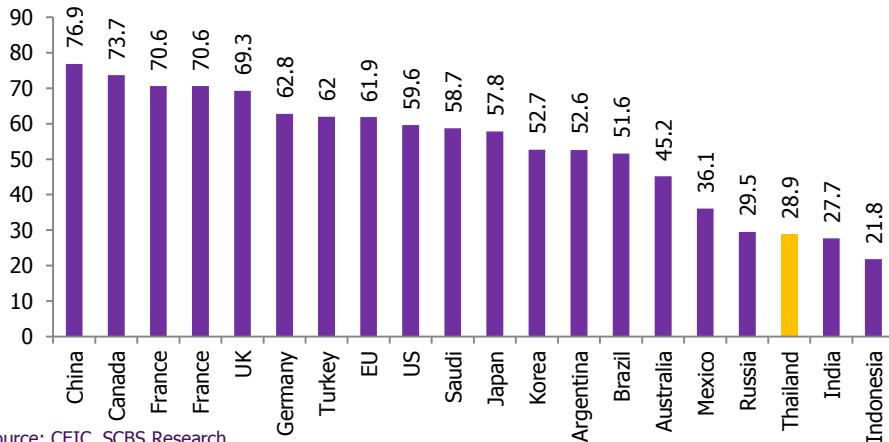
(1) Delta Variant ทำให้เศรษฐกิจทั่วโลกเผชิญความเสี่ยงอีกครั้ง แต่กลุ่ม DM ที่ฉีดวัคซีนได้ดีทำให้ไม่ต้อง Lockdown รุนแรงเท่า EM Asia

220,620,772 4,577,575



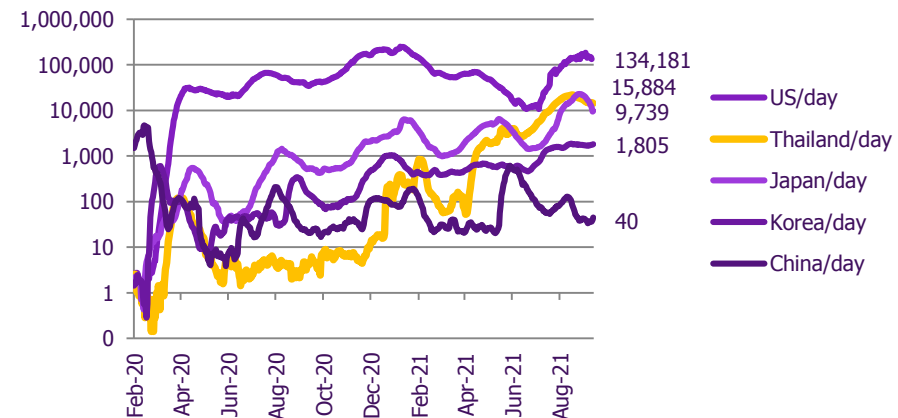
Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Research

**No. of people vaccinated with 1 dose (% of population)**



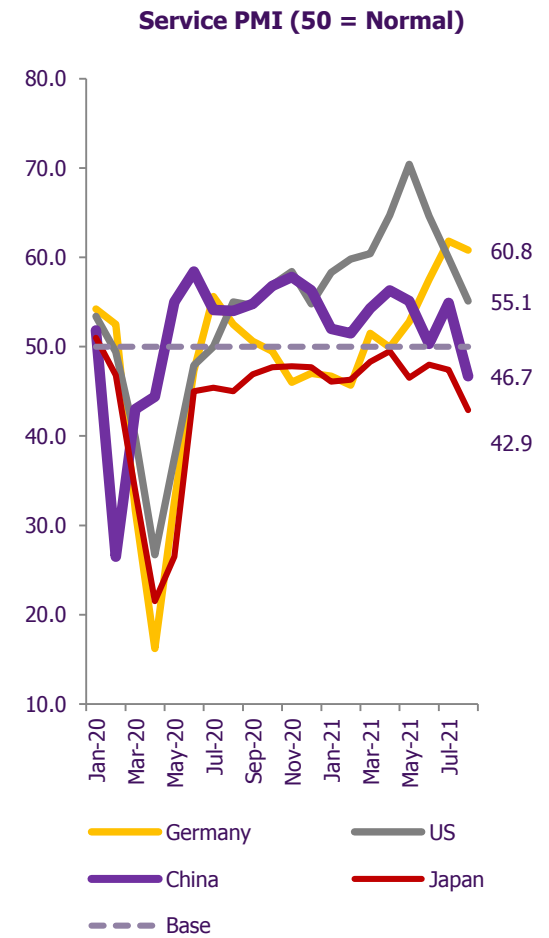
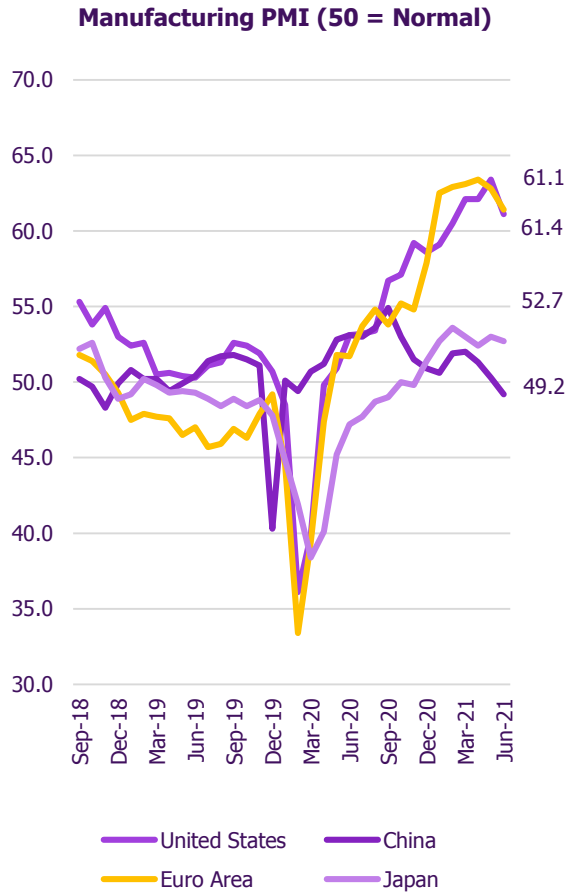
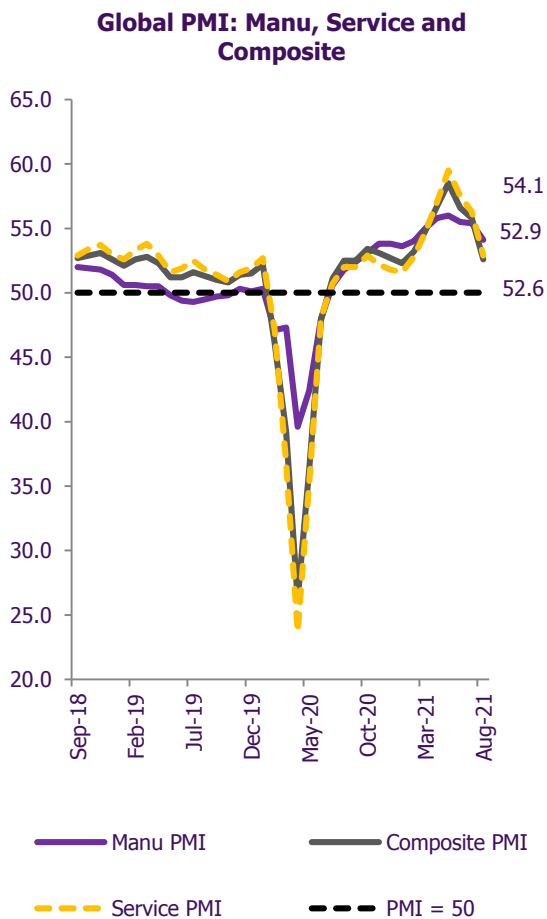
Source: CEIC, SCBS Research

**Daily new cases in selected countries (persons/7day avg.)**





# ภาพ PMI ทั่วโลกสะท้อนการชะลอตัวลงเช่นเดียวกัน



Source: CEIC, Various Sources, SCBS Research

# การขยายตัวและประมาณการเศรษฐกิจของเศรษฐกิจโลกที่สำคัญ

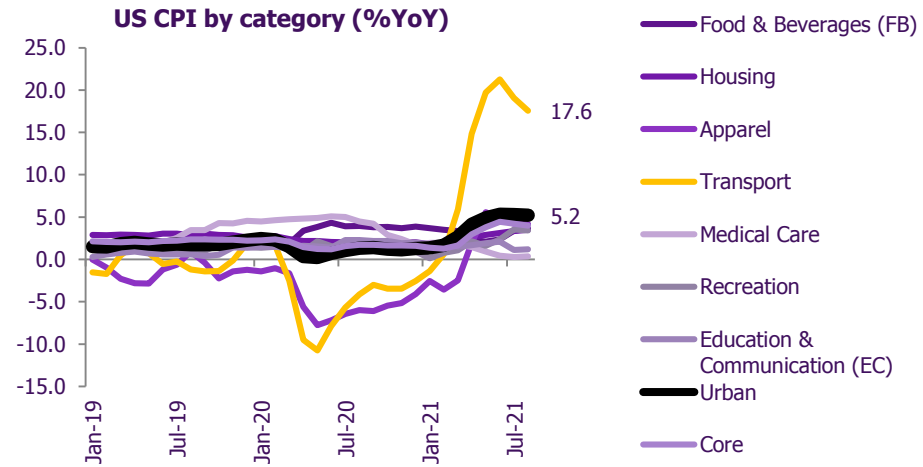
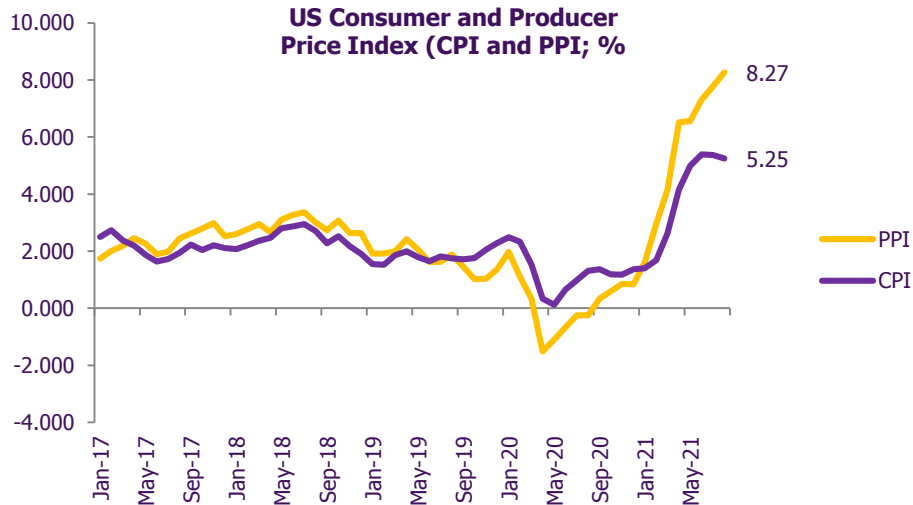
บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจ 2H21 และ 2022 ที่จะชะลอลงทั้งจาก 1) ปัจจัยฐาน 2) นโยบายการเงินการคลังชะลอลง และ 3) ความเสี่ยงต่างๆ

Major Economies' GDP Growth	Actual (YOY%)				IMF (Jul'21)	
	2019	2020	1Q21f	2Q21	2021f	2022f
Global GDP	2.8	-3.2	N/A	N/A	6.0	4.9
Advanced economies	1.6	-4.6	N/A	N/A	5.6	4.4
Emerging economies	3.7	-2.1	N/A	N/A	6.3	5.2
US	2.2	-3.5	0.3	12.5	7.0	4.9
Eurozone	1.3	-6.5	-1.2	13.8	4.6	4.3
Japan	0.0	-4.7	-1.3	7.6	2.8	3.0
China	6.0	2.3	18.3	7.9	8.1	5.7
Thailand	2.3	-6.1	-2.6	7.6	2.1	6.1

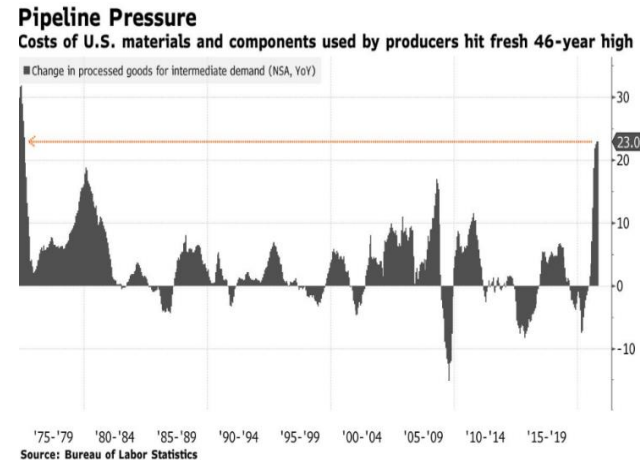
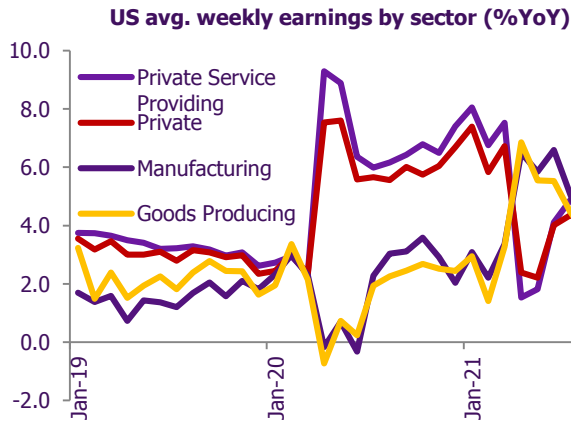
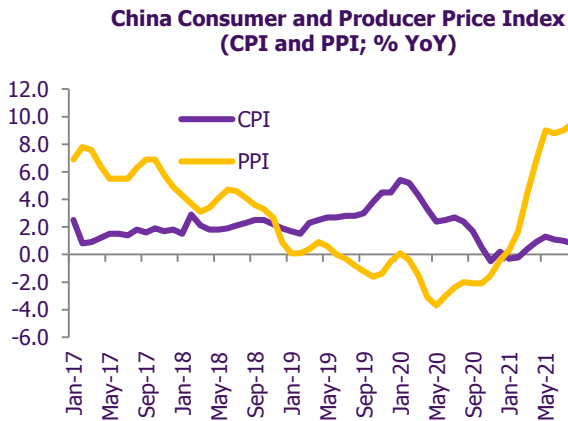
Source: IMF, SCBS Research

# ภาวะ Stagflation คือความเสี่ยงใหญ่ที่สุดในปัจจุบัน

ความแตกต่างระหว่างเงินเฟ้อ PPI ที่สูง (จากต้นทุนที่สูงขึ้น) กับเงินเฟ้อ CPI ที่เพิ่มขึ้นปานกลาง (จากอุปสงค์ที่อ่อนแอในเชิงเปรียบเทียบ) บ่งชี้ถึง Margin ของผู้ผลิตที่หดตัวลง (ส่งสัญญาณถึงภาวะ stagflation)

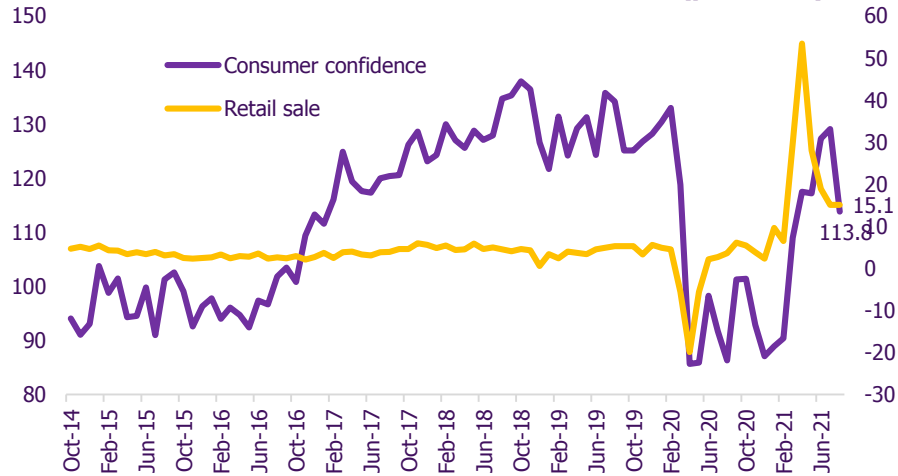


Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Research

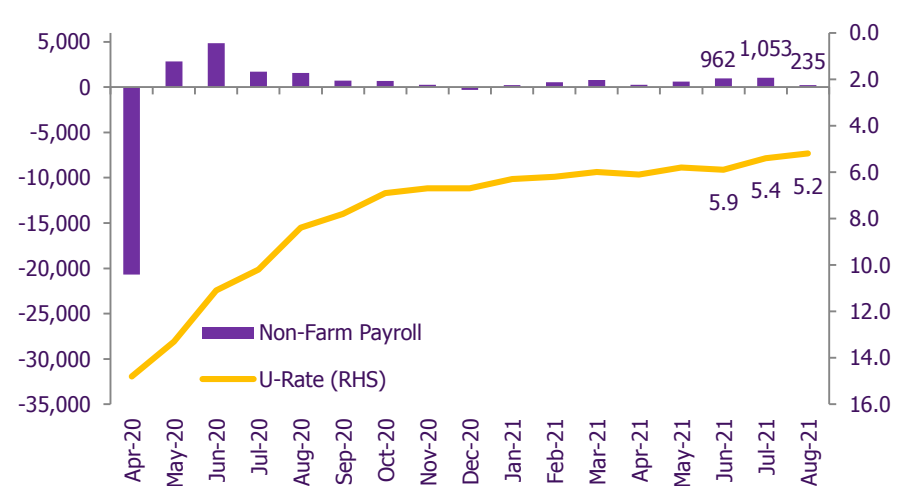


# เครื่องชี้เศรษฐกิจสหรัฐฯ และจีนที่อ่อนตัวลงในระยะหลังนี้ สะท้อนถึงภาวะ stagflation (ปานกลาง)

US CB Consumer confidence and Retail Sales (pt, %YoY)

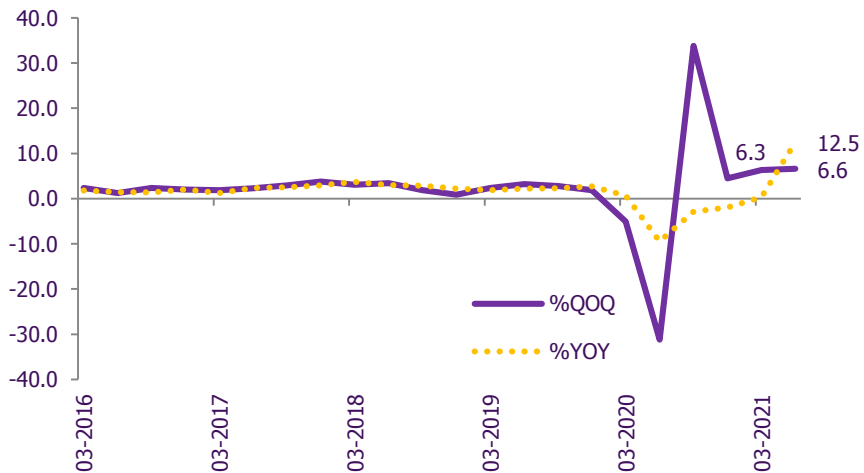


US NFP and U-rate ('000, %) (%)

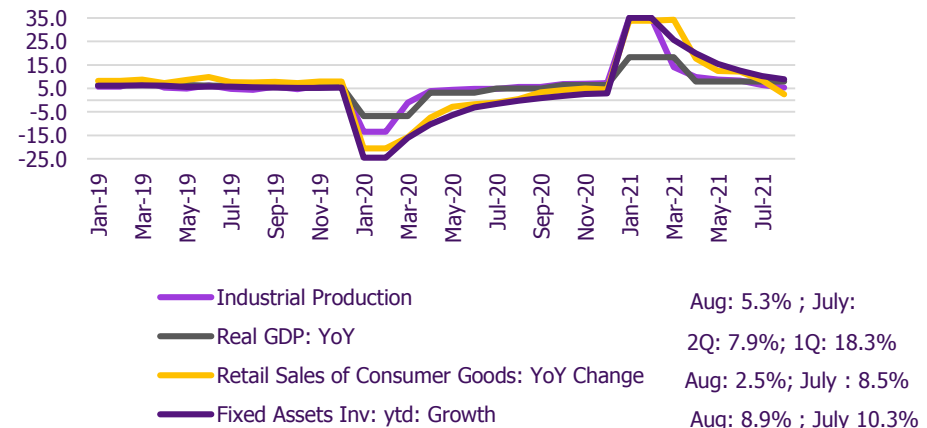


Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Research

US GDP Growth (% , QoQ, SAAR vs YoY)



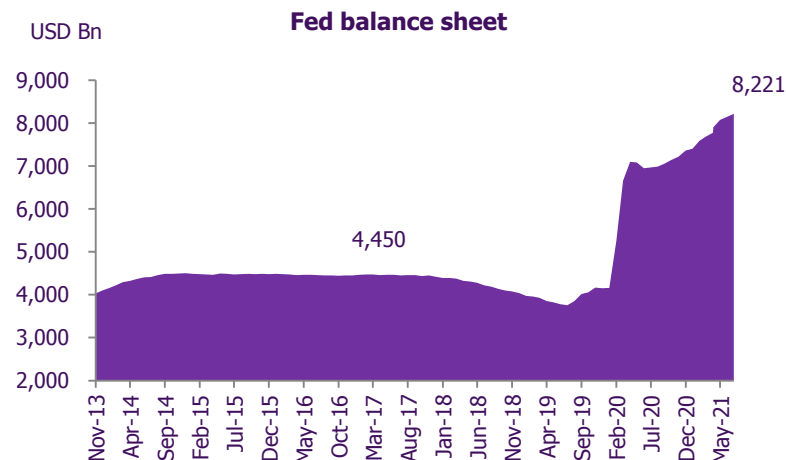
China GDP growth, retail sales, fixed asset investment and industrial production (% YoY)



# สัญญาณจาก Jackson hole เป็นไปตามที่ตลาดคาด

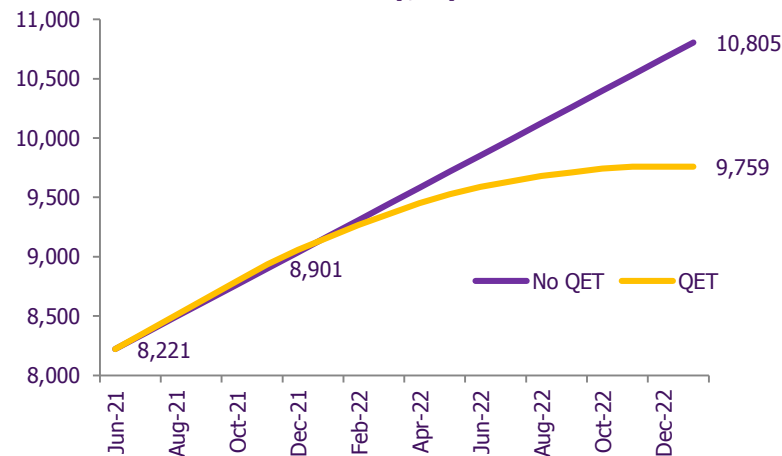
ประธาน Fed ส่งสัญญาณจะลด QE ในปีนี้แต่ไม่รีบขึ้นดอกเบี้ย และส่งสัญญาณว่าเงินเฟ้อจะเป็นเพียงชั่วคราว โดยเรา มองว่า Fed จะลดทอน QE จริงในปลายปีนี้

Meeting	Treasury reduction	MBS reduction	Net balance (\$bn)
Nov. 2-3, 2021	-	-	8,936
Dec. 14-15, 2021	-10	-5	9,064
Jan. 25-26, 2022	-10	-5	9,177
Mar. 15-16, 2022	-10	-5	9,290
May. 3-4, 2022	-10	-5	9,569
Jun. 14-15, 2022	-10	-5	9,637
Jul. 26-27, 2022	-10	-5	9,690
Sep. 20-21, 2022	-10	-5	9,781
Nov. 1-2, 2022	-10	-5	9,759
Dec. 13-14, 2022	0	0	9,759
Jan., 2023	0	0	9,759



Source: CEIC, Various Sources, SCBS Research

**SCBS projection of Fed B/S after QE tapering (\$bn)**

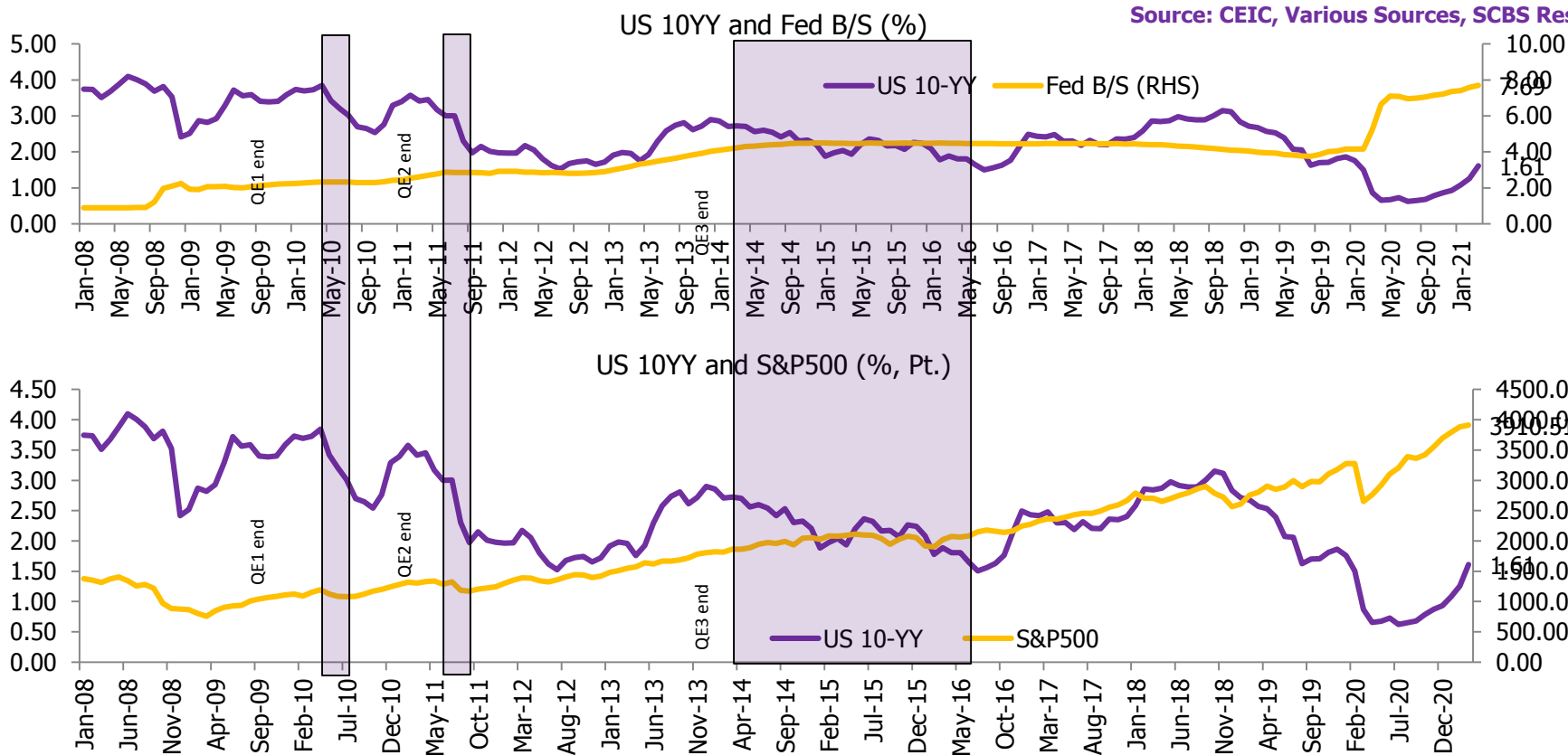


## การคาดการณ์พัฒนาการของงบดุล Fed และ QE Tapering

- ในช่วงที่ผ่านมา งบดุลของ Fed เพิ่มขึ้นเดือนละ \$136bn
- เรามองว่า QE Tapering จะเริ่มในเดือน ธ.ค. 2021
- เราคาดว่าปริมาณการลดทอน QE ต่อการประชุม: \$10bn สำหรับพันธบัตร, \$5bn สำหรับ MBS
- QE Tapering จะเกิดขึ้นในแต่ละเดือนที่มีการประชุม FOMC
- การเพิ่มขึ้นของงบดุลของ Fed จะลดลงจาก +\$136bn/mth ในปัจจุบัน สู่ +\$121bn/mth ในเดือน ธ.ค. 2021 ไปสู่ 0 ในเดือน ธ.ค. 2022
- งบดุลของ Fed ณ สิ้นปี 2022 จะอยู่ที่ \$9,759bn (แทนที่จะเป็น \$10,805bn หากไม่มีการทำ QE Tapering)

# ความเสี่ยงต่างๆ จะทำให้ตลาดผันผวนในอนาคต

	B/S chg			S&P chg			10YY chg			FMS biggest risk
	Start	End	Chg	Start	End	chg	Start	End	chg	
1/2010 - 9/2010	2.25	2.35	+0.10	1124	1112	-12	3.73	2.65	-1.1	End of QE, budget deficit
6/2011 - 9/2011	2.87	2.85	-0.02	1287	1173	-114	3.00	1.98	-1.0	EU fiscal debt crisis
3/2014 - 7/2016	4.23	4.46	+0.23	1864	2149	+285	2.72	1.50	-1.2	China hard landing



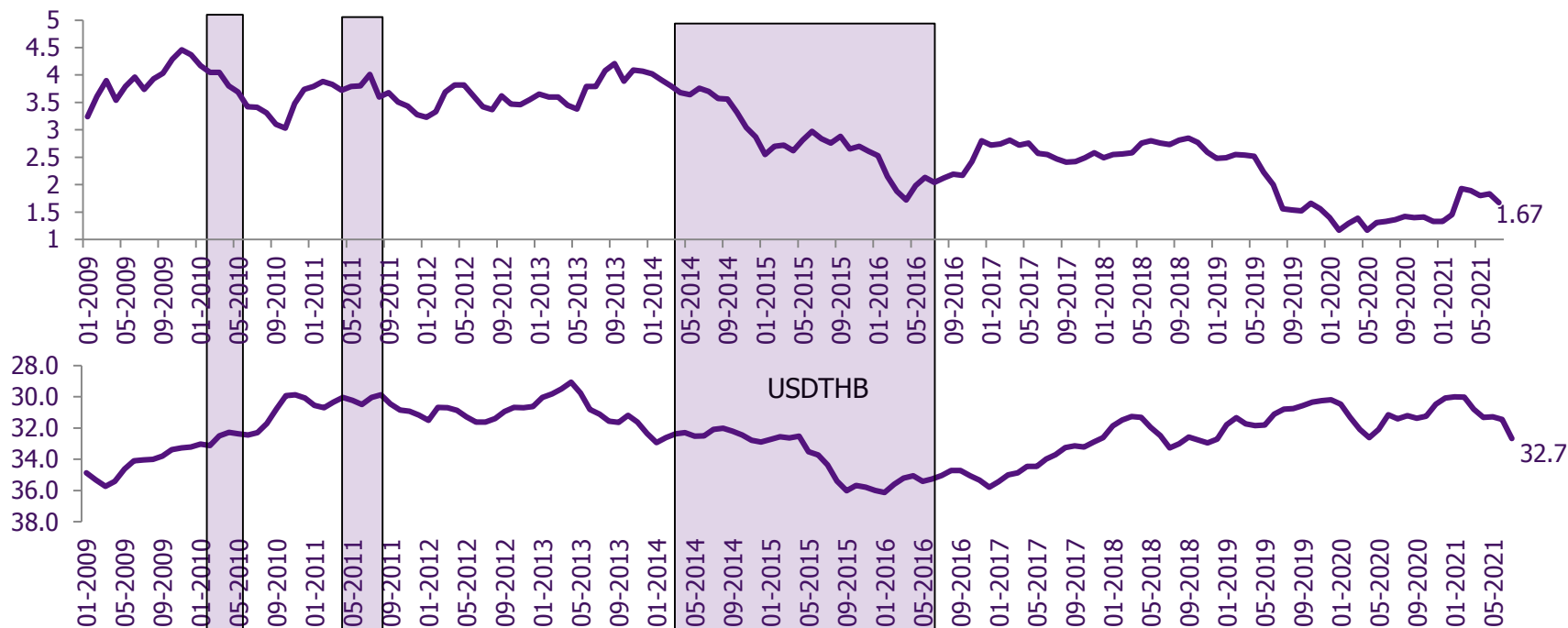
# QE Tapering: ผลกระทบต่อเศรษฐกิจและตลาดการเงินไทย

## หุ้นอาจจะไม่ได้รับผลกระทบมากนัก แต่เงินบาทอาจจะอ่อนค่าลง yield อาจจะลดลง

	SET			USDTHB			TH10YY chg			Thai Market Risk
	Start	End	Chg	Start	End	Chg (%)	Start	End	chg	
1/2010 - 9/2010	696	975	+279	33.0	30.8	+6.6	4.17	3.10	-1.1	EU fiscal debt crisis
6/2011 - 9/2011	1,041	916	-125	30.5	30.5	+0	3.80	3.68	-0.1	EU fiscal debt crisis
3/2014 - 7/2016	1,376	1,524	+148	32.4	35.0	-8.0	3.80	2.04	-1.8	Political Crisis/ NCPO

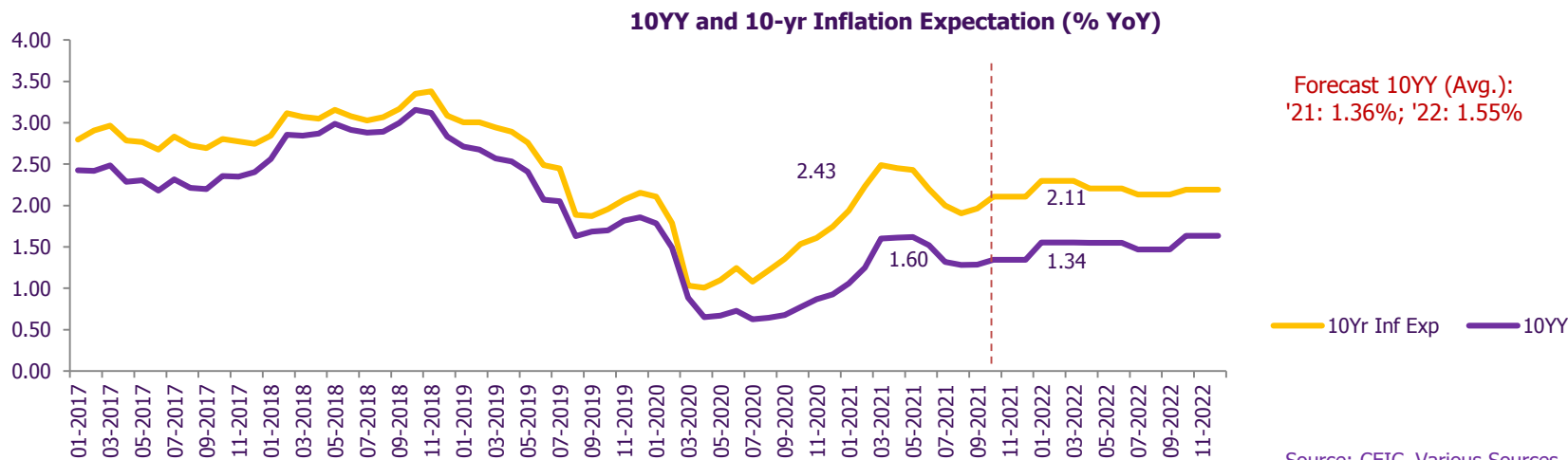
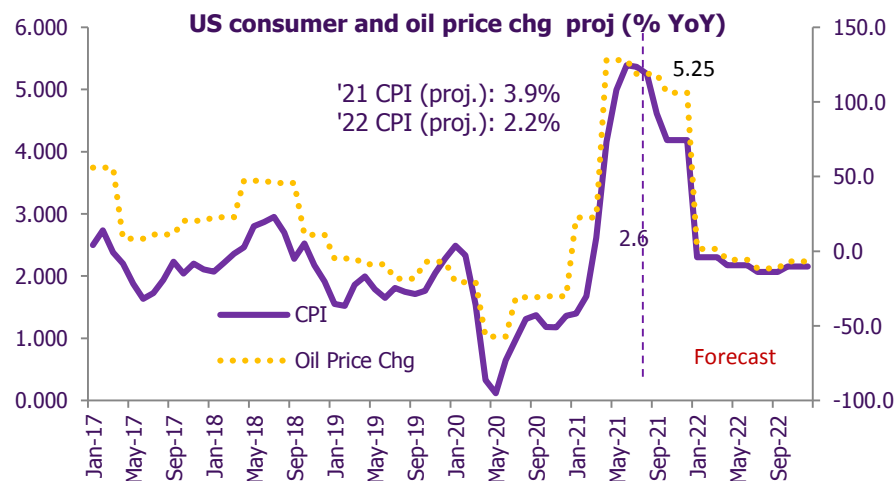
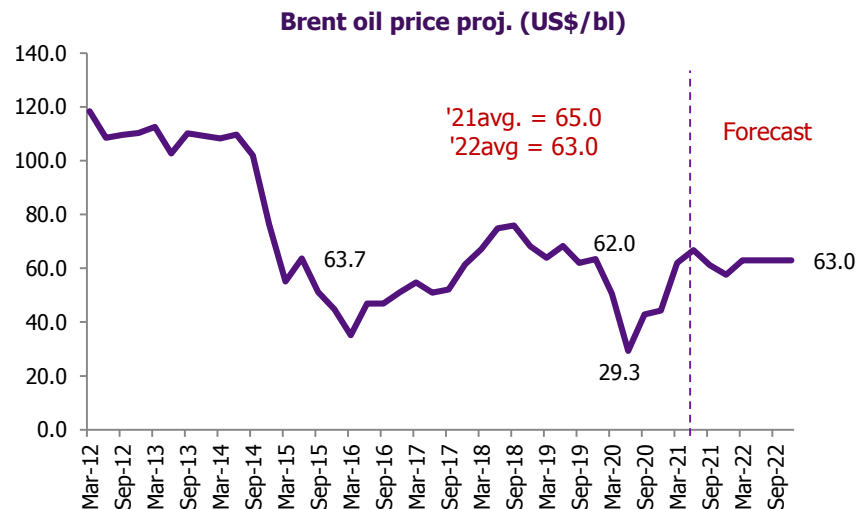
Thailand's 10-Yr Bond yield (%)

Source: CEIC, Various Sources, SCBS Research



# ประมาณการราคาน้ำมัน/อัตราเงินเฟ้อ/อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลปี 2021-22:

การคาดการณ์เบื้องต้นของเรามองว่า ราคาน้ำมันในปีหน้าอาจย่อตัวลงเล็กน้อยจากปีนี้จาก Demand & Supply ที่เข้าสู่สมดุลมากขึ้น ทำให้เงินเฟ้อจะชะลอลงบ้างจากในปีนี้ และทำให้ Yield พันธบัตร 10 ปีทรงตัวในระดับต่ำ



Source: CEIC, Various Sources, SCBS Research



### 3) จีน: ประเด็นกฎระเบียบจะเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจและการลงทุนมากขึ้น

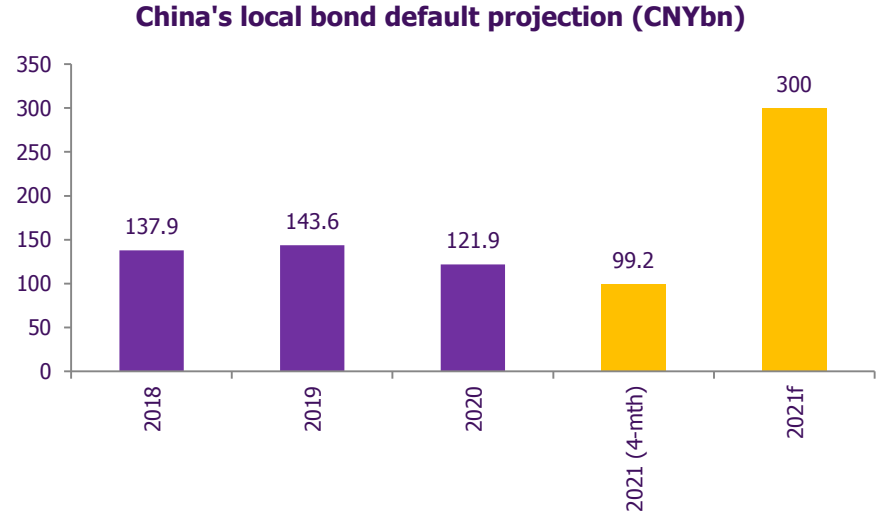
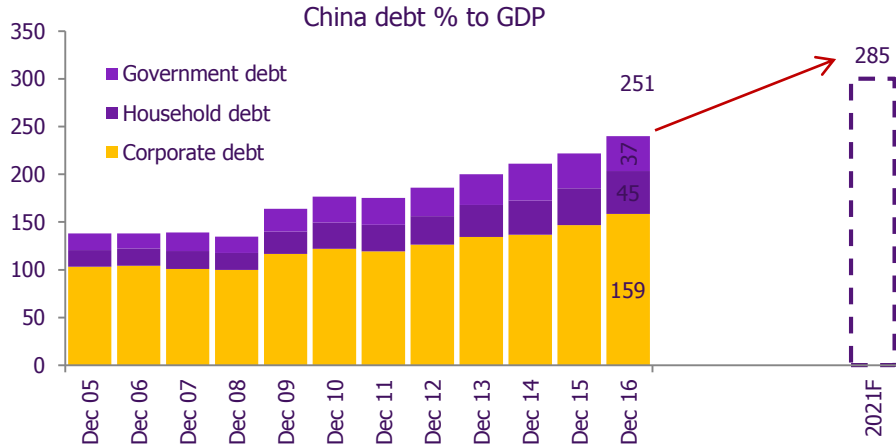
เราเชื่อว่ากฎระเบียบที่ควบคุมธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ Online เช่น Fintech, Delivery, VDO Game, สันทนาการ, กิจการสอนพิเศษ จะถูกคุมเข้มมากขึ้นกว่าระดับปัจจุบัน

เดือน/ปี	การออกกฎระเบียบที่สำคัญ
พ.ย. 20	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ออกกฎ Anti-monopoly "Picking one from two"</li> <li>- ออกกฎคุมเข้ม Micro-lending License</li> <li>- SH&amp;HKSE ห้าม Ant group's IPO</li> </ul>
ธ.ค. 20	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ปรับ บ. Tech ยักษ์ใหญ่ เช่น Alibaba, China Literature ข้อหาไม่รายงาน Market concentration ใน internet</li> </ul>
ก.พ. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ออกกฎคุมการปล่อย Online Lending</li> </ul>
มี.ค. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ปรับ Meituan ข้อหา Monopoly</li> <li>- ปรับ บ. Tech ยักษ์ใหญ่ เช่น Tencent, Baidu, ByteDance, Didi, Alibaba, JD, Meituan ข้อหาไม่รายงาน Market concentration</li> </ul>
เม.ย. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ปรับ Alibaba CNY18bn ข้อหา Monopoly</li> <li>- สอบสวน Meituan ข้อหา "Picking one from two"</li> </ul>
พ.ค. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ปรับ บ. ลูกของ Alibaba และ Tencent CNY2.5mn ข้อหา Misleading price และ False Marketing</li> <li>- CAC สอบสวนและประกาศว่า 189 apps มีการละเมิดข้อมูลส่วนบุคคล เช่น Tencent, Baidu</li> </ul>
มิ.ย. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- CAC สอบสวนและประกาศว่า 129 apps มีการละเมิดข้อมูลส่วนบุคคล เช่น Tencent, Baidu, Keep, Huya (VDO game)</li> <li>- PBOC เรียกธนาคารและ Payment company ให้ยุติการปล่อยสินเชื่อสกุล Cryptocurrency</li> </ul>
ก.ค. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ห้ามการ Merge ระหว่าง Huya และ Douyu International (VDO live streaming)</li> <li>- CSRC ประกาศให้ทุกบริษัทที่จะ IPO ต่างประเทศต้องขออนุญาตก่อน</li> <li>- PBOC ประกาศใช้กฎระเบียบด้านเงินทุนสถาบันการเงินกับธุรกิจ Fintech ทุกธุรกิจเช่นเดียวกับ Ant</li> <li>- CAC ถอด Didi ออกจาก App Store หลัง IPO ในต่างประเทศ</li> <li>- ประกาศให้ธุรกิจสอนพิเศษเป็นกิจการที่ไม่แสวงหากำไร</li> </ul>
ส.ค. 21	<ul style="list-style-type: none"> <li>- (สื่อของรัฐ) ประกาศว่าธุรกิจเกมเป็น "ฝิ่นทางจิตวิญญาณ" (Opium of the mind)</li> <li>- รัฐบาลอนุญาตให้เยาวชนสามารถเล่นเกมได้ 3 ชั่วโมงต่อสัปดาห์</li> <li>- รัฐบาลและพรรคคอมมิวนิสต์ประกาศแนวนโยบาย Common prosperity หรือการเน้นความเท่าเทียมกัน โดยจะกระจายความมั่งคั่งให้กับประชาชนทุกคน โดยรัฐบาลส่งสัญญาณว่าจะมีการเก็บภาษีกลุ่มคนที่มีรายได้สูงมากขึ้น และกำกับดูแลไม่ให้ทรัพย์สินส่วนใหญ่ในประเทศกระจุกตัวอยู่กับคนรวยกลุ่มน้อย</li> </ul>

Source: GS, Various Sources, SCBS Research

# จีน: ความเสี่ยงด้านการเงินเป็นอีกความเสี่ยงหนึ่งที่ต้องจับตา แต่เราเชื่อว่าน่าจะบริหารจัดการได้

หนี้ประชาชาติพุ่งขึ้นสูงถึงเกือบ 300% ของ GDP ในยุคนี้ จีนจึงคุมเข้มการปล่อยสินเชื่อเพื่อจำกัดความเสี่ยงฟองสบู่แตกในอนาคต แต่ก็ทำให้เกิดความเสี่ยงมากขึ้นใน 3 จุด คือ บริษัทของรัฐบาลท้องถิ่น ภาคอสังหาฯ และกลุ่มเหมืองแร่ ทำให้ธุรกิจหลัก ๆ ของกลุ่มอุตสาหกรรมเหล่านี้ประสบปัญหาในช่วงที่ผ่านมา



Source: IMF, CEIC, Bloomberg, SCBS Research

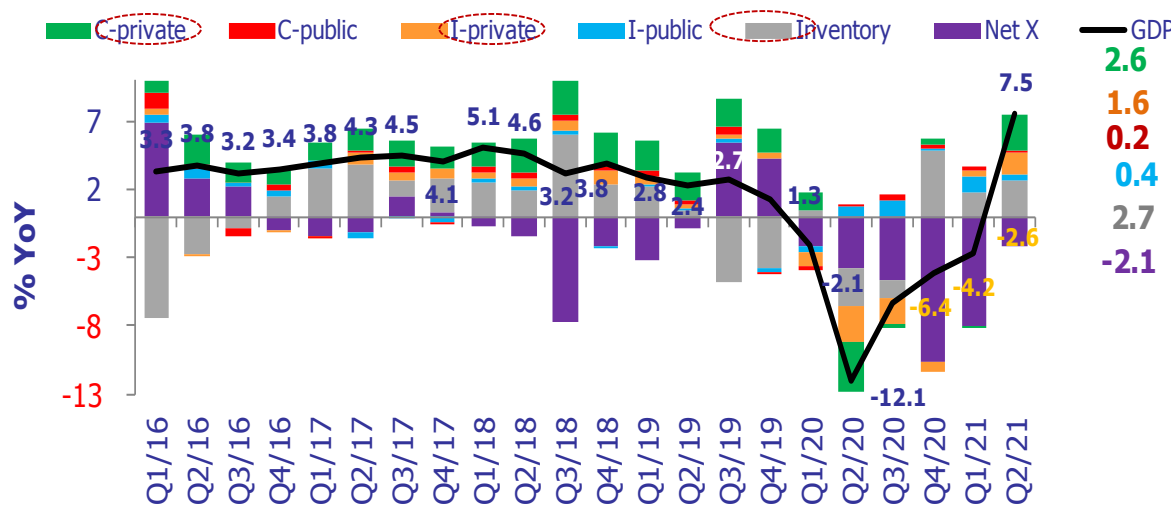
อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า ทางการเงินจะมีการบริหารจัดการให้บริษัทที่ประสบปัญหาทางการเงินที่มีขนาดใหญ่และหากปล่อยให้ล้มละลายโดยไม่เข้าบริหารจัดการแล้ว อาจเกิดความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic Risk) ได้ โดยเข้าไปดูแล ทำ Haircut และจ่ายคืนผู้ถือหุ้นอย่างเป็นธรรม โดยปัจจุบันทางการเงินเข้าช่วยเหลือธุรกิจที่มีปัญหาแล้ว อันได้แก่ Huarong Asset Management ขณะที่ต้องจับตาระยะของ Evergrande ซึ่งเป็นบริษัทอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่อันดับ 2 ในจีน (โดยปัจจุบันทั้งสองมีภาระหนี้ที่ครบกำหนดในปีนี้รวมกว่า 5 แสนล้านดอลลาร์สหรัฐ)



# เศรษฐกิจไทย

# GDP ไทย 2Q21 ขยายตัว 7.5% YoY เท่ากับที่เราคาดและสูงกว่าตลาดคาดที่ 6.4% แต่ NESDC ปรับประมาณการเศรษฐกิจไทยลง

### Contribution to Thailand's GDP Growth

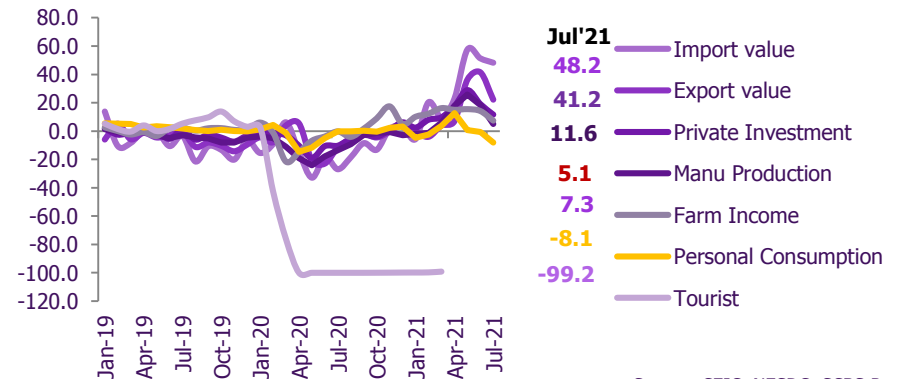


- เศรษฐกิจไทยใน 2Q21 ขยายตัวดี (YoY) จากฐานต่ำเป็นหลัก โดยการบริโภคเอกชน การลงทุนเอกชน และ Inventory เป็นองค์ประกอบสำคัญ ขณะที่ส่งออกสินค้าและบริการ น้อยกว่านำเข้า (จากส่งออกบริการที่หายไป) ทำให้ส่งออกสุทธิเป็นลบ
- Inventory ที่เพิ่มขึ้นจากสินค้าส่งออกเป็นหลัก เช่น เครื่องประดับ อัญมณี พลาสติก ยางสังเคราะห์ คอมพิวเตอร์ ยานยนต์ ส่วน Inventory ที่ลดลงได้แก่สินค้าเกษตรเป็นหลัก บ่งชี้ว่าอาจยังไม่ต้องกังวลประเด็นสินค้าส่งออกขาดตลาดจากการระบาดของ COVID มากนัก

การขยายตัวรายไตรมาสบ่งชี้ว่า ศก. ไทยยังไม่เข้าภาวะถดถอย แต่การบริโภคและลงทุนภาคเอกชนเข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว (ติดลบ 2 ไตรมาสติดกัน) โดยตัวเลขเดือนก.ค. ปรับตัวแยกลงอย่างมีนัยสำคัญ

%QoQ_SA	1Q2021	2Q2021
Priv. cons.	-0.6	-2.5
Public cons.	-0.3	1.2
Priv. inv.	-0.5	-2.5
Public inv.	17.5	3.3
X of G&S	8.9	10.8
M of G&S	12.5	4.7
<b>GDP</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>

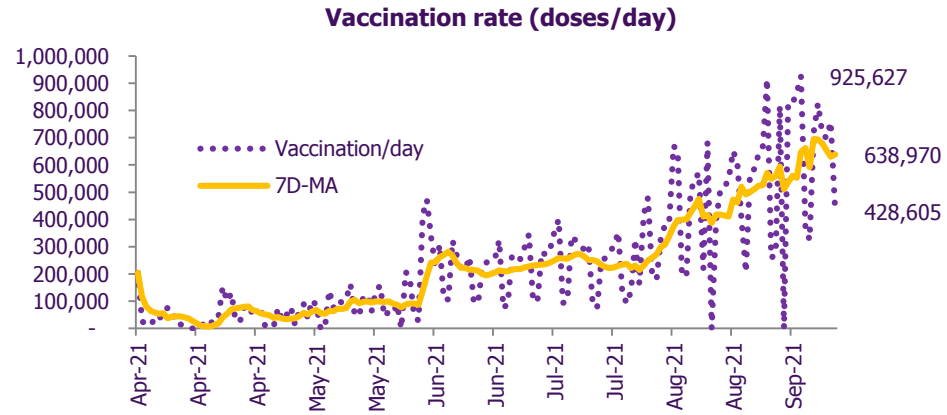
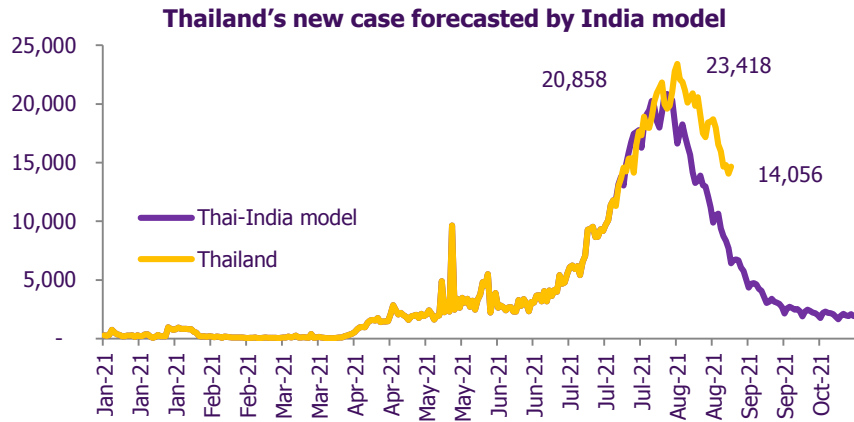
### Thailand's important monthly econ indicators (% YoY)



Source: CEIC, NESDC, SCBS Research

# เศรษฐกิจไทยระยะต่อไป ขึ้นอยู่กับการระบาดเป็นสำคัญ

ณ ปัจจุบัน สถานการณ์การระบาดและการคลายล็อกดาวน์ใกล้เคียงกับ Model ของเรา เราจึงคงประมาณการเศรษฐกิจไทยไว้ที่ 1% ในปีนี้

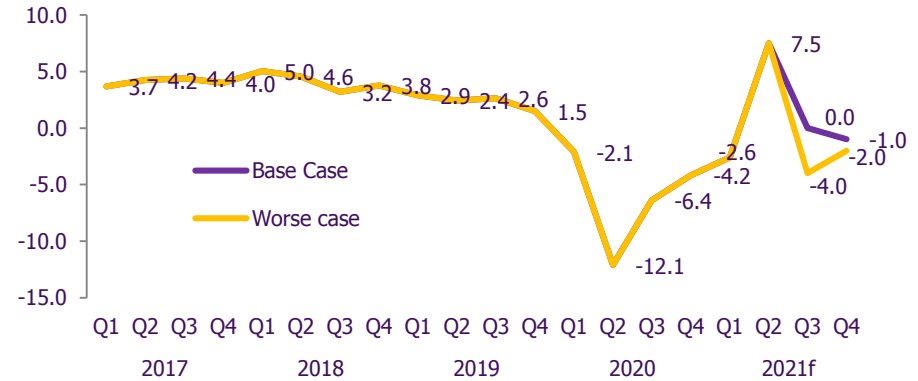


Source: CEIC, NESDC, SCBS Research

ในปัจจุบัน สถานการณ์ COVID-19 ใกล้เคียงกับสมมติฐานของเรา (India model) โดย

1. จำนวนผู้ป่วยลดลงสู่ระดับ 13,000-15,000 คนต่อวัน ขณะที่ India model อยู่ที่ประมาณ 8,000-10,000 คนต่อวัน
2. อัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ช่วยลดแรงกดดันด้านสาธารณสุขได้ในระยะต่อไป
3. การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ ณ ต้นเดือน ก.ย. เป็นไปตามที่เราคาดการณ์ ซึ่งหากการระบาดไม่กลับมารุนแรงอีกครั้ง จะทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจจะกลับมาในไตรมาส 4

## 2021 Thai GDP growth momentum: base and worst (%)



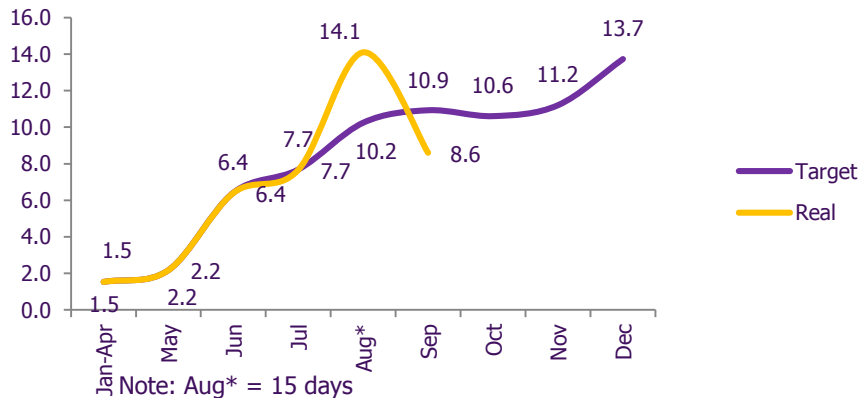
- เรายังคงประมาณการ GDP ไทยปีนี้ที่ 1.0% โดยมีความเสี่ยงเลวร้ายที่ -0.3% หากสถานการณ์การระบาดกลับมารุนแรงอีกครั้ง
- ความเสี่ยงด้านลบที่เศรษฐกิจจะขยายตัวในระดับติดลบได้จาก 3 ปัจจัย คือ (1) หากการระบาดในต่างจังหวัดและในพื้นที่สีแดงเข้มกลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง (2) จำนวนวัคซีนที่คาดว่าจะได้รับในไตรมาส 4 โดยเฉพาะวัคซีน Pfizer และ Moderna ล่าช้า และ (3) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจไม่ได้มีการปรับเพิ่มขึ้นจากปัจจุบัน โดยเรามองว่าเม็ดเงินที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจในรอบนี้ต้องมีอย่างน้อย 3 แสนล้านบาทต่อการล็อกดาวน์ 1 เดือน (ปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 1.41 แสนล้านบาท)

# ปัจจัยที่ต้องจับตา:

1) การกลับมาระบาดอีกครั้งหลังคลายล็อกดาวน์ (2) การฉีดวัคซีน และ (3) มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจภาครัฐ

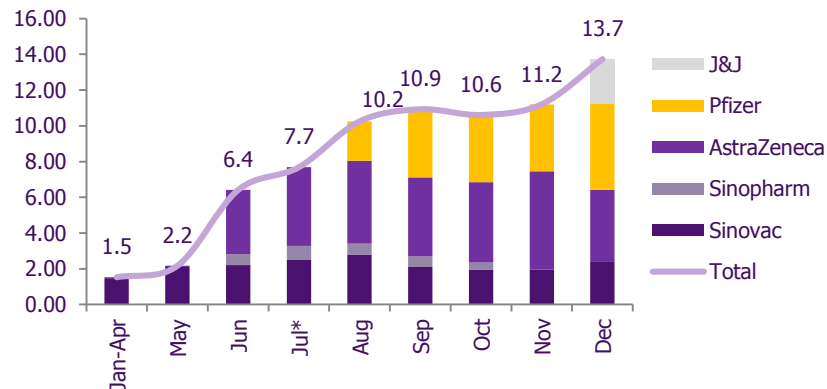
## การฉีดในระดับปัจจุบันเกินกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในไตรมาส 2

Vaccination rate: real vs model (2021 total: 74.4mn)



## ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการการฉีดวัคซีนไว้ที่ 74.5 ล้านโดส

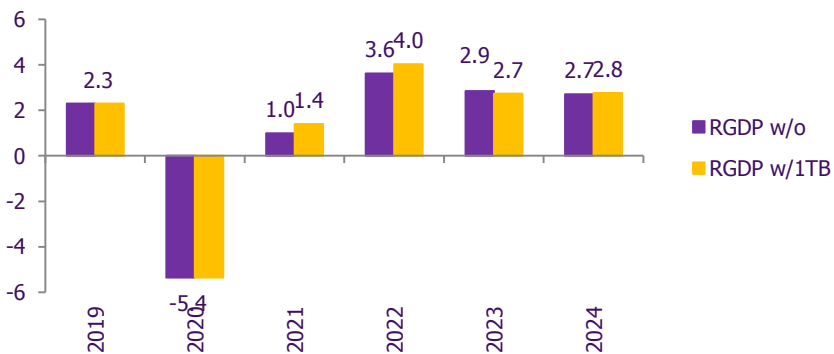
Forecast vaccination rate in 2021 (mn doses)



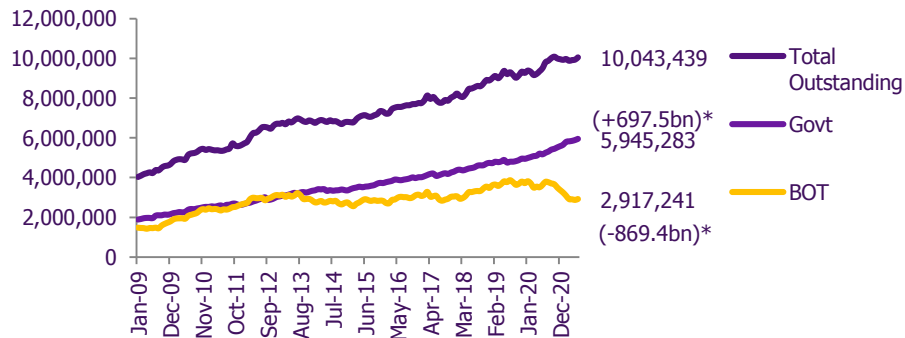
เราเชื่อว่าหากรัฐบาลกระตุ้นเพิ่มเติม 1 ล้านลบ. ตามที่ผู้ว่าฯ ธปท. กล่าว อาจช่วยกลบ "หลุมรายได้" และทำให้ GDP ปีนี้มี upside ได้ถึง 1.4%

ส่วนนโยบายการเงิน ที่ผ่านมา ธปท. ได้ทำนโยบายการเงินผ่อนคลาย โดยพอดีนัยในระดับหนึ่ง (โดยการลดการออกพันธบัตร) แต่หากผ่อนคลายเพิ่มเติมได้ จะเป็นส่วนช่วยเศรษฐกิจไทยเพิ่มเติมได้

SCBS's RGDP projection with and without Bt1trn decree (% YoY)



Total debt outstanding, govt and BoT bond (Btmn)



Source: BOT, \*since Jul 2020

Source: CEIC, Various Sources, BOT, SCBS Research

## ประมาณการเศรษฐกิจไทยล่าสุดของทางการเทียบกับ SCBS

Macro growth projection	Actual	Actual	FPO (Jun'21)	NESDC (Aug'21)	BOT (Jul'21)	SCBS (Jul'21)	SCBS (Jul'21)
	2019	2020	2021f	2021f	2021f	2021f	2022f
GDP growth	2.3	-6.1	1.3	1.0	0.7	1.0	3.6
Private investment	2.7	-8.4	4.1	4.7	N/A	3.9	7.3
Public investment	0.1	5.7	9.5	8.7	N/A	9.1	5.1
Private consumption	4.0	-1.0	2.5	1.1	N/A	1.2	4.2
Public consumption	1.7	0.8	9.5	4.3	N/A	3.1	2.5
Export value in US\$ terms (%)	-3.3	-6.6	16.6	16.3	N/A	15.0	2.0
Import value in US\$ terms (%)	-5.6	-13.5	23.5	20.1	N/A	18.2	3.3
Current account to GDP (%)	7.0	3.3	-0.5	-2.0	N/A	-2.0	3.5
Headline inflation (%)	0.7	-0.8	1.2	1.3	N/A	1.2	1.4
USD/THB	31.0	31.3	31.5	31.8	N/A	31.5	32.0
Policy rate (%)	1.25	0.50	0.50	N/A	N/A	0.50	0.50
No. of inbound tourists (mn)	39.8	6.7	0.3	0.2	0.2	0.3	8.0

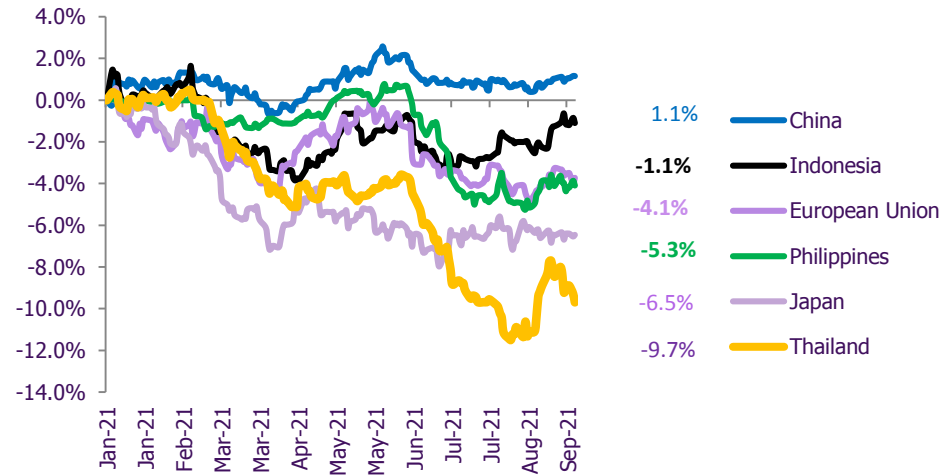
Source: CEIC, NESDC, BOT, FPO, SCBS Research

# สถานการณ์ค่าเงินบาทและการคาดการณ์แนวโน้มในปี 2021 (1)

## สถานการณ์ค่าเงินบาท

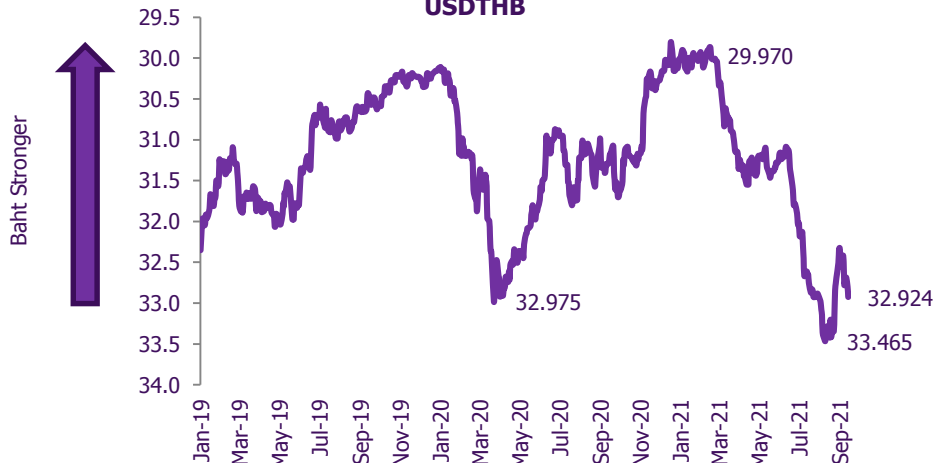
1. YTD บาทอ่อนค่ามากที่สุดที่ -9.7% เมื่อเทียบกับภูมิภาค ขณะที่เพื่อนบ้านและ EUR อ่อนค่าในระดับ -1 ถึง -6.5% (เฉลี่ยประมาณ -5.5%) ไม่รวมหยวนที่แข็งขึ้นเล็กน้อยจากเศรษฐกิจและการส่งออกที่แข็งแกร่ง
2. สาเหตุที่เงินภูมิภาคอ่อนเป็นเพราะดอลลาร์แข็งจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและแนวโน้มนโยบายการเงินของ Fed ซึ่ง YTD ดอลลาร์ (DXY) แข็งไป 2.9%
3. เรามองว่าบาทอ่อนมากกว่าภูมิภาคเนื่องจาก (1) นโยบายการเงินที่ผ่อนคลายขึ้น (เห็นได้จากการลดทอนการเข้าซื้อพันธบัตรของ ธปท. ซึ่งเป็นการเพิ่มสภาพคล่องให้ระบบ) และ (2) การขาดดุลบัญชีเดินสะพัด ผลจากรายได้จากการท่องเที่ยว (Service account) ที่หายไป (Slide ถัดไป)

Local currency against USD (% since Jan 1, 2021)

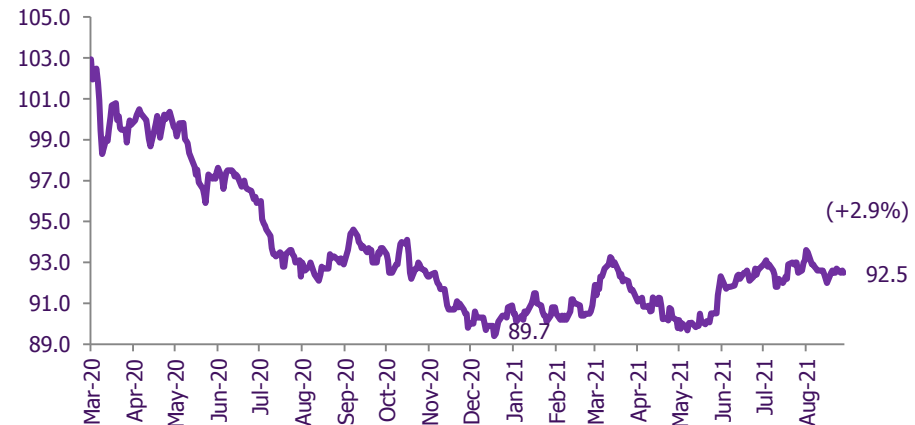


Source: CEIC, Bloomberg, CNBC, SCBS Research

USDTHB



Dollar Index (DXY)

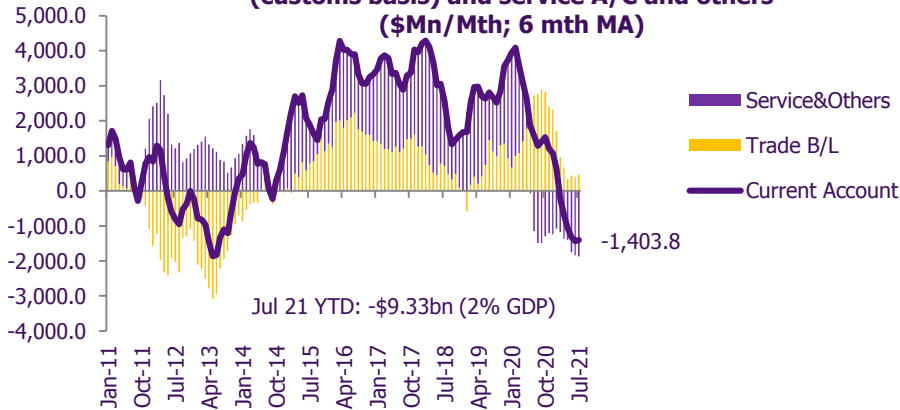




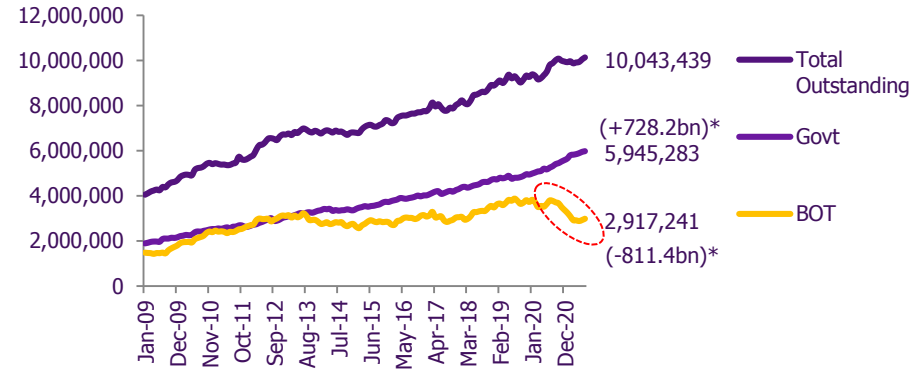
# สถานการณ์ค่าเงินบาทและการคาดการณ์แนวโน้มในปี 2021 (2)

เราปรับประมาณการค่าเฉลี่ยเงินบาทในปีนี้อาจจาก 30.5 เป็น 31.5 โดยเรามองว่า (1) ค่าเงินบาทในครึ่งปีหลังมีแนวโน้มอ่อนลงจากครึ่งปีแรก (YTD ค่าเงินบาทเฉลี่ยอยู่ที่ 31.4) จากปัจจัยข้างต้น แต่ (2) เงินบาทไม่น่าจะอ่อนค่าลงแรงกว่าภูมิภาคมากนัก เนื่องจากหากอ่อนเกินไปอาจกระทบต่อเงินเฟ้อ ดังนั้น ธปท. จึงน่าจะเข้าดูแลเงินบาทมากขึ้น (โดยล่าสุด ระดับทุนสำรอง + Forward กลับมาปรับเพิ่มขึ้นที่ 185 ล้านดอลลาร์เมื่อเทียบกับ 6 เดือนก่อน หลังจากเคยหดตัวถึงกว่า 1.35 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐ บ่งชี้ว่า ธปท. เข้าดูแลเงินบาทมากขึ้น) เราจึงมองว่าค่าเงินบาทเฉลี่ยครึ่งหลังของปีน่าจะอยู่ที่ประมาณ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

**Thailand's Current Account and Trade Balance (customs basis) and service A/C and others (\$Mn/Mth; 6 mth MA)**

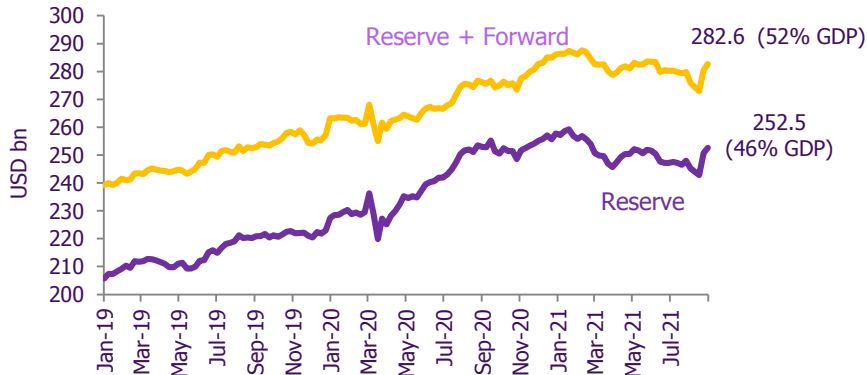


**Total debt outstanding, govt and BoT bond (Btmn)**

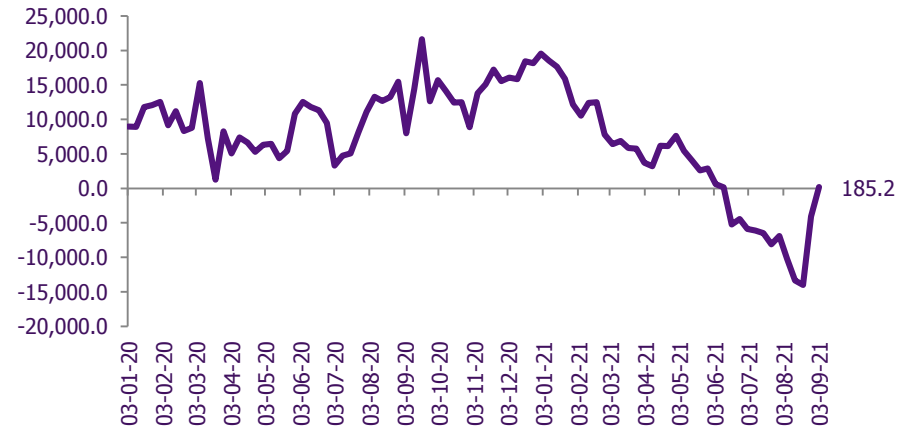


Source: BOT \*since Jul 2020

**Thailand's official reserve and forward position**



**6-mth chg in reserve (US\$m)**



Source: CEIC



# กลยุทธ์การลงทุน



# สรุปกลยุทธ์การลงทุนใน 4Q21

		สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		เนื่องจากแรงส่งเศรษฐกิจเริ่มแผ่วลง เราจึงคาดว่าโมเมนตัมจะชะลอตัวลงต่อเนื่องใน 4Q21 มีแรงต้านเศรษฐกิจมหภาค 4 ประการ ใน 4Q21 ได้แก่ 1) ภาวะ Stagflation 2) แผนขึ้นภาษีของสหรัฐฯ 3) QE Tapering และ 4) ภาวะเบียดที่เข้มงวดมากขึ้นจากรัฐบาลจีน แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาคของประเทศไทยปรับตัวดีขึ้น
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ		กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ กลุ่มที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง โลจิสติกส์ กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการส่งออก รถยนต์ไฟฟ้า ประเทศที่พัฒนาแล้ว (DM) ส่วนใหญ่จะเข้าสู่ช่วงท้ายของการขยายตัว (late expansion) ใน 4Q21 ควบคู่กับความกังวลเกี่ยวกับภาวะ stagflation ภาคบริการจะช่วยสนับสนุนการเติบโตใน 4Q21-2022 ประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ (EM) จะเข้าสู่ช่วงเริ่มแรกของการขยายตัวใน 4Q21 โดยมีสาเหตุมาจากการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และการกระจายวัคซีน อุปสงค์และอุปทานในหลายๆ กลุ่ม จะมีความสมดุลมากขึ้นในปี 2022
วัฏจักรเศรษฐกิจ		วัฏจักรตลาดอยู่ใน growth phase ซึ่งให้ความสำคัญกับการเติบโตของกำไรมากกว่าการเพิ่มขึ้นของ valuation ขณะที่ yield curve น่าจะมีลักษณะการปรับตัวสูงขึ้นแบบความชันลดลง (bear flattener) ไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่ง แต่ครั้งนี้อาจจะแตกต่างออกไป เนื่องจากแรงส่งเศรษฐกิจเริ่มแผ่วลง กำไรที่เติบโตถึงจุดสูงสุดมีแนวโน้มที่จะส่งผลสัญญาณว่าหุ้นจะมี performance ที่ต่ำกว่ามาตรฐาน
วัฏจักรตลาด		EPS ปี 2021 ของหุ้นภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS จะเพิ่มขึ้น 61% YoY แต่กำไรยังต่ำกว่าระดับก่อนโควิด-19 ระบาด และมีแนวโน้มที่จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาดในปี 2022 ด้วยอัตราการเติบโต 9% YoY สำหรับ 2H21 เรามีความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันต่อมาร์จิ้นจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานและต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น
แนวโน้มกำไร		Equity returns และ Sharpe Ratios มีแนวโน้มที่จะปรับตัวลดลงในช่วงนี้ เนื่องจากส่วนผสมของการเติบโต อัตราเงินเฟ้อ และมาตรการกระตุ้นดัดน้อยลง คำแนะนำของเราในช่วงที่เกิดภาวะ stagflation ใน 4Q21 คือ การเลือกลงทุนมากขึ้นในกลุ่ม สาธารณูปโภค, เทคโนโลยี, REIT, beta ต่ำ, หุ้นที่มีคุณภาพ และหุ้นขนาดใหญ่ที่กำไรเติบโต
Reflation สู่ Stagflation		เราคาดว่าเม็ดเงินจะไหลเข้าสู่ EM เนื่องจากนักลงทุนจะมองหาโอกาสใหม่ๆ หุ้นในตลาดเกิดใหม่มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2022 โดยมีสาเหตุมาจากการเติบโตที่แข็งแกร่งมากกว่า และ valuation ที่ถูกกว่า DM ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ taper tantrum
เม็ดเงินไหลออกจาก DM สู่ EM		การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและผลกระทบจากฐานสูงอาจกดดันการปรับตัวขึ้นของตลาด เราคาดว่ากำไรเติบโตมีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใน 3Q-4Q21 เนื่องจากคาดว่าปัญหาการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานจะคลี่คลายในปี 2022 ในขณะเดียวกัน กำไรของหุ้น domestic play จะปรับตัวลดลงทั้ง HoH และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากการเปิดประเทศช้ากว่าคาดและมีแนวโน้มที่จะทำจุดต่ำสุดใน 3Q21 การฉีดวัคซีนได้เร็วจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง
Global cyclical ทำจุดสูงสุด, Domestic ทำจุดต่ำสุด		เราแนะนำให้เปลี่ยนจุดโฟกัสจากการเติบโตของ DM มาถึงการฟื้นตัวของ EM, ภาวะ Reflation สู่ภาวะ Stagflation, Global cyclical play สู่ Domestic reopening, และ Hope สู่ Growth อำนาจในการกำหนดราคาสูงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนความอยู่รอด ผลตอบแทนตลาดจะขึ้นอยู่กับกำไรแทนที่จะเป็นการเพิ่มขึ้นของ valuation
กลยุทธ์การลงทุน 4Q21		การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET Index ปี 2022 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,600 จุด เราคาดว่า SET จะย่อตัวเล็กน้อยใน 4Q21 โดยมีเป้ากรอบการซื้อขายในช่วง 1,500-1,600 จุด
เป้า SET Index		
Sector	Overweight Neutral Underweight	พาณิชย์, อิเล็กทรอนิกส์, การแพทย์, ขนส่งทางบก และสาธารณูปโภค ธนาคาร, เครื่องดื่ม, พลังงาน, โรงแรม, เงินทุน, ปีโตรเคมี, อสังหาริมทรัพย์ และสื่อสาร ธุรกิจการเกษตร, ยานยนต์, ขนส่งทางอากาศ, วัสดุก่อสร้าง, บันเทิง/สื่อ, เติร์เรียม และอาหาร
คำแนะนำ		แนะนำหุ้นเชิงรับที่ 1) มี exposure กับเศรษฐกิจภายในประเทศสูง 2) รักษาความสามารถในการแข่งขันในระยะยาวไว้ได้ 3) กำไรเติบโตหรือฟื้นตัวต่อเนื่อง 4) ความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรืองบดุลแข็งแกร่ง และ 5) ราคาปรับขึ้นน้อย (laggard) หุ้นเด่นใน 4Q21 ของเราคือ BEM, KCE, OSP, SECURE และ ZEN

# หุ้นแนะนำใน 3Q21 ของเราปรับตัว outperform SET อยู่ 9% โดยได้แรงหนุนจาก SFT, GPSC, RJH และ PM

3Q21 ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยยังสามารถปรับตัวขึ้นได้อย่างต่อเนื่อง (+2.4%) จาก 2Q21 แม้กิจกรรมทางเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง แต่จำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 ภายในประเทศส่งสัญญาณปรับตัวลดลงจากการฉีดวัคซีนได้เร็วขึ้น นอกจากนี้ก็ยังไม่มียสัญญาณที่แสดงถึงผลกระทบที่รุนแรงจากสถานการณ์ขาดแคลนชิ้นส่วนสำหรับการผลิตรถยนต์และอิเล็กทรอนิกส์ ดังนั้นการส่งออกไทยจึงเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 3Q21 ด้วยเหตุนี้ ตลาดหุ้นไทยจึงปรับตัว outperform เมื่อเทียบกับตลาดเกิดใหม่ (-7%) และตลาด Asia Ex Japan (-8%) เนื่องจากการเติบโตในหลายๆ ประเทศชะลอตัวลง อันเป็นผลมาจากการล็อกดาวน์และกฎระเบียบที่เข้มงวดของจีน ในขณะเดียวกัน ตลาดหุ้นไทยยังปรับตัวขึ้นได้น้อยกว่าตลาดที่พัฒนาแล้ว เพราะฉีดวัคซีนได้ช้ากว่าและการฟื้นตัวอ่อนแอกว่าตลาดที่พัฒนาแล้ว

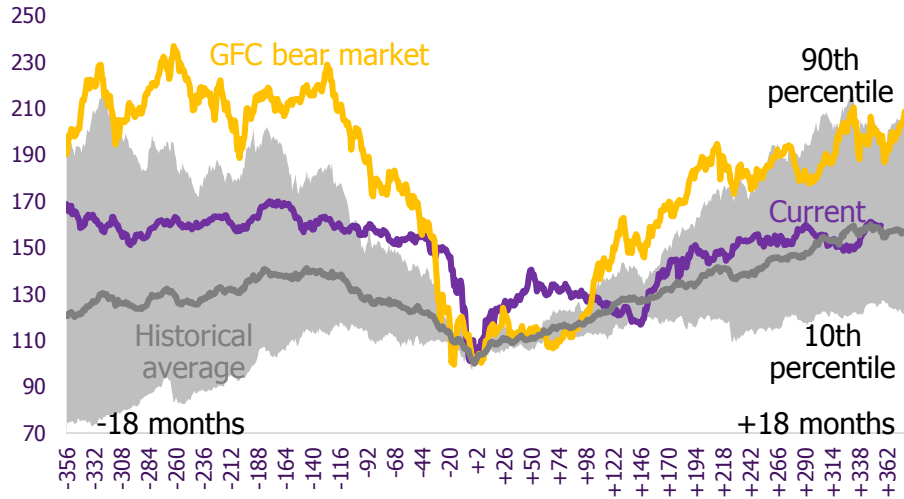
ใน 3Q21 เราพบว่าหุ้นขนาดใหญ่ หุ้นเชิงรับ หุ้นเทคโนโลยี และหุ้นเติบโต ปรับตัว outperform หุ้นขนาดเล็ก หุ้นวัฏจักร (ไม่รวมเทคโนโลยี) และหุ้นคุณค่า การลงทุนส่วนใหญ่ให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม นอกจากนี้การเปลี่ยนท่าทีของธนาคารกลาง การใช้กฎระเบียบที่เข้มงวดมากขึ้นในจีน การเติบโตที่ชะลอตัวลง การล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการระบาดของโควิด-19 และต้นทุนที่สูงขึ้น ส่งผลทำให้ความต้องการหุ้นเชิงรับมีมากขึ้น ในทางกลับกัน หุ้นกลุ่ม global cyclical ยังคงน่าสนใจโดยได้รับการสนับสนุนจากภาคการผลิตที่ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง

แม้ตลาดหุ้นไทยให้ผลตอบแทนเป็นบวกใน 3Q21 แต่กลุ่มหลักๆ ที่ช่วยสนับสนุนการปรับตัวขึ้นมีเพียง 3 กลุ่ม คือ สื่อสาร พาณิชยกรรม และสาธารณูปโภค และหุ้น 4 ตัวจากกลุ่มเหล่านี้ เช่น ADVANC GULF INTUCH และ MAKRO คิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของการปรับตัวเพิ่มขึ้นของตลาด ในขณะที่กลุ่มธนาคารและกลุ่มพลังงานให้ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นอกจากนี้นักลงทุนต่างชาติก็ขายสุทธิหุ้นไทยรวม 83 ล้านดอลลาร์สหรัฐใน 3Q21 ซึ่งน้อยกว่ายอดขายสุทธิ 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐใน 1Q21 และ 1.5 พันล้านดอลลาร์สหรัฐใน 2Q21 อย่างมาก

หุ้นแนะนำของ SCBS ซึ่งโพกัสที่ซื้อหุ้นเชิงรับใน 3Q21 ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 9.8% และหุ้นแนะนำของ SCBS ทุกตัว ยกเว้น CRC ให้ผลตอบแทนเป็นบวก โดยให้ผลตอบแทนสูงกว่าตลาดเกือบ 9% โดยได้รับการสนับสนุนจาก PM (+25%), SFT (+23%), RJH (+8%) และ GPSC (+3%) ในขณะที่ CRC (-9%) ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด โดยมีสาเหตุมาจากการระบาดระลอกใหม่ของโควิด-19

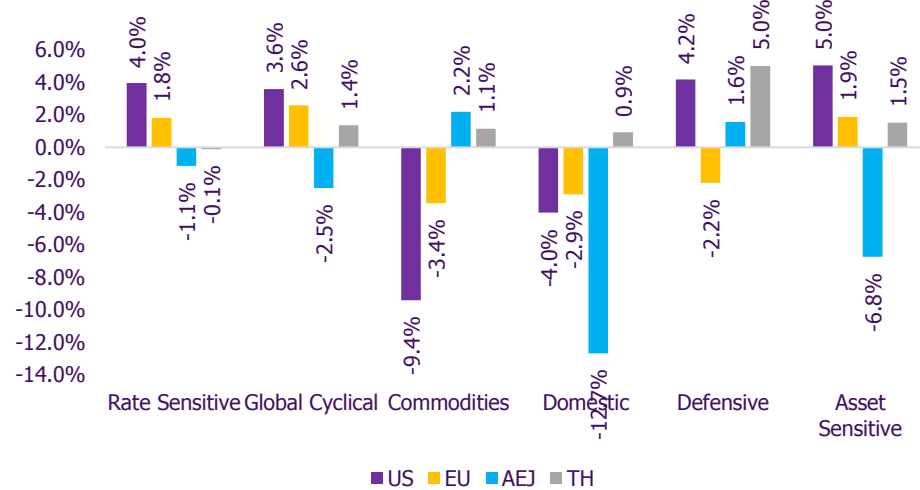
# หุ้นเซิร์บ และ global cyclical ปรับตัว outperform ใน 3Q21

## SET rally is not too hot and not too cold



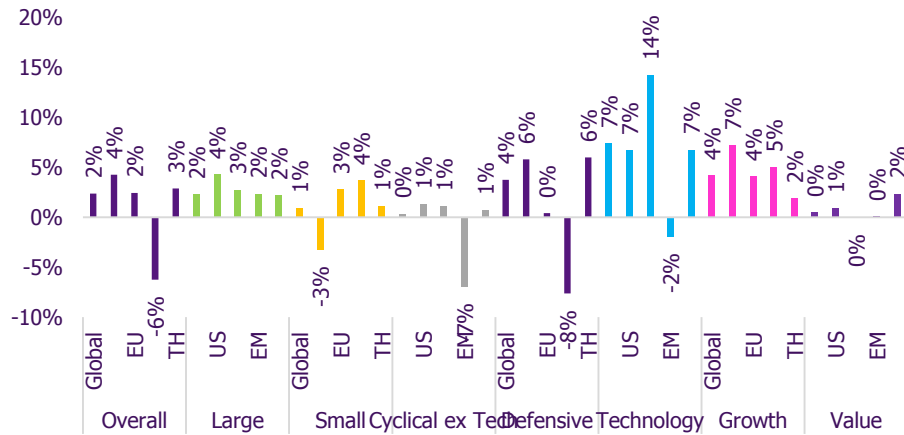
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

## Defensives and global cyclicals are key drivers in 3Q21



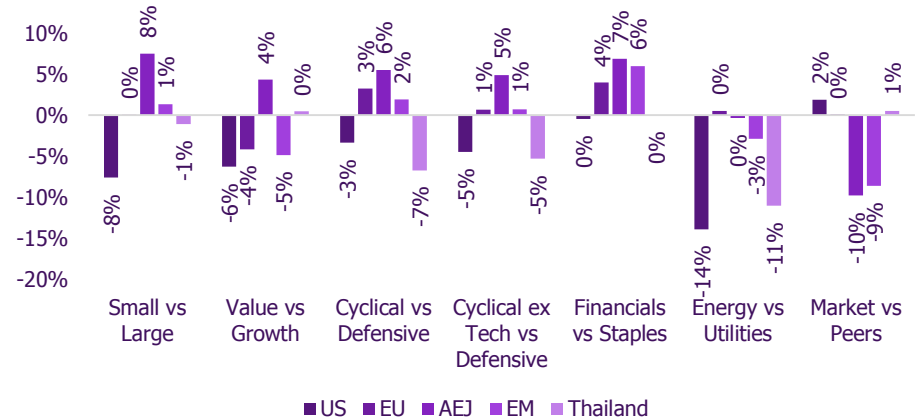
Source: SET, SCBS Investment Research

## Performance comparison in 3Q21 (as of 17 Sep 21)



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

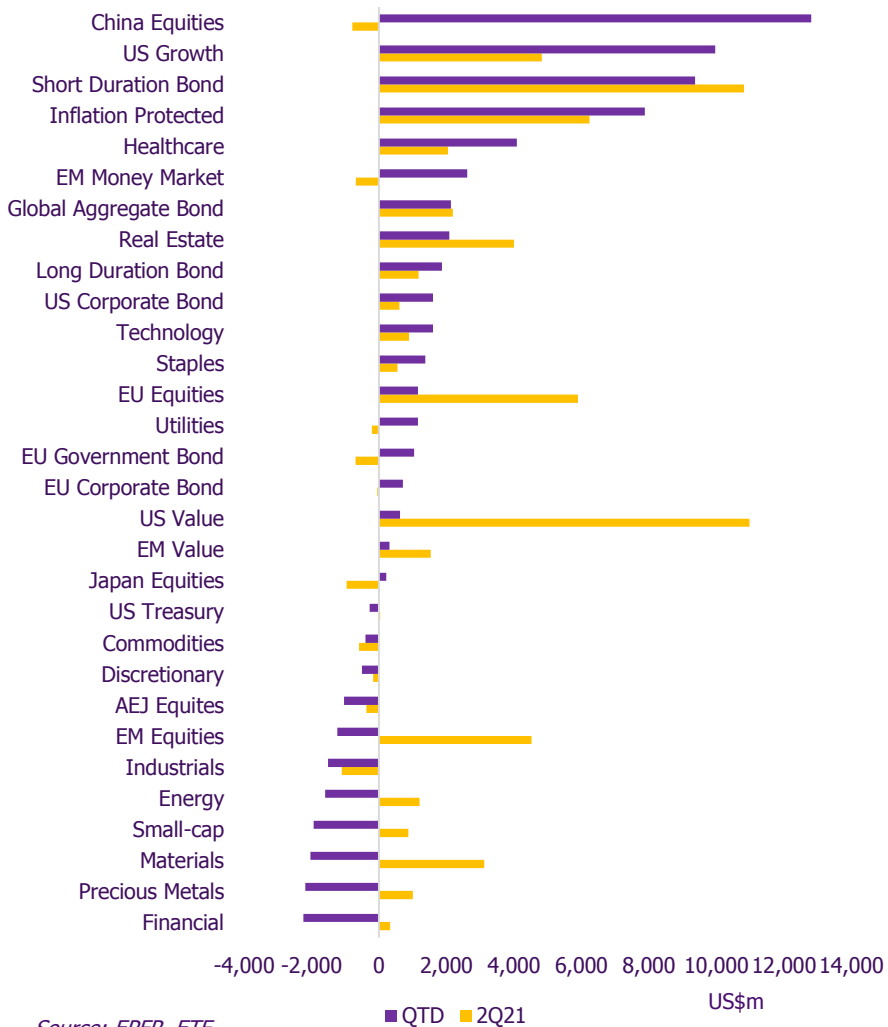
## Thailand outperformed peers in 3Q21, supported by Telecom and Commerce



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

# เม็ดเงินไหลไปลงทุนในพันธบัตรและหุ้นเชิงรับเพิ่มขึ้น; คาดเห็นการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนอีกรอบใน 4Q21

2Q21 and 3Q21 ETF Flows

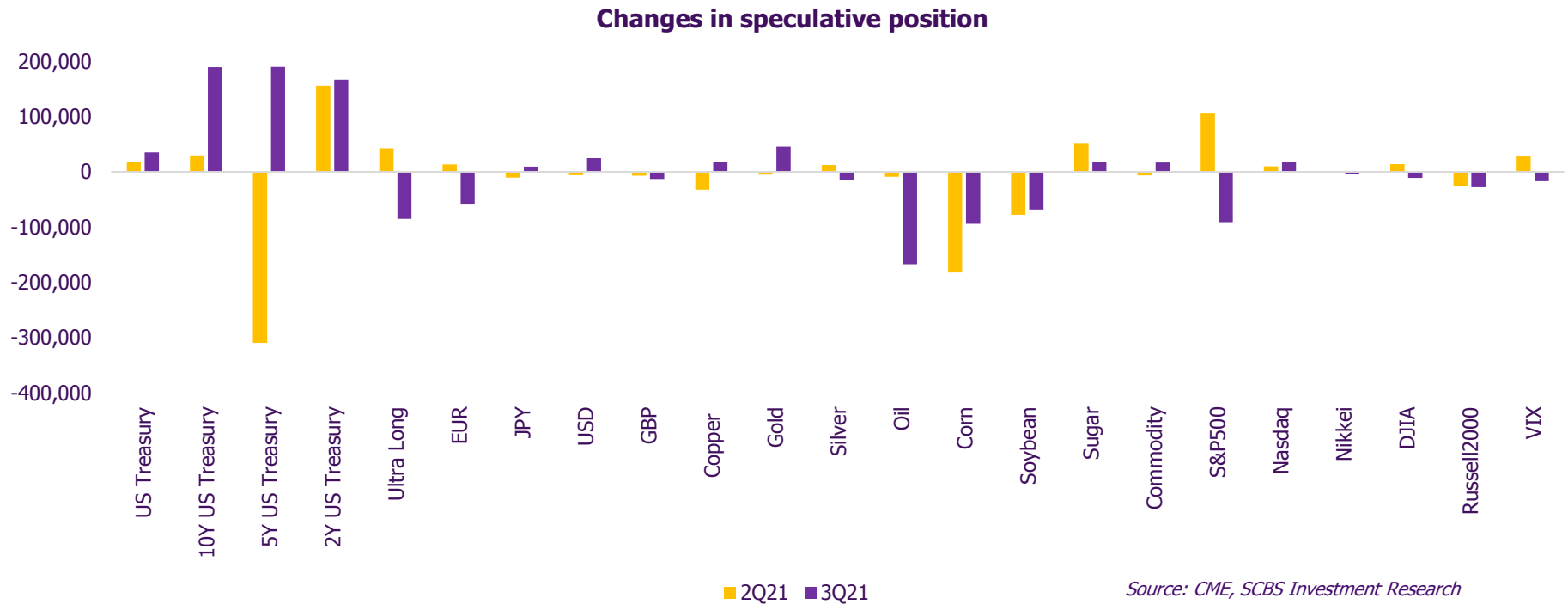


Source: EPFR, ETF

ข้อมูลที่ได้จาก ETF และ EPFR พบว่ามีเม็ดเงินไหลออกจากกลุ่มวัฏจักร เช่น พลังงาน สินค้าอุตสาหกรรม วัสดุก่อสร้าง ใน 3Q21 หลังจากมีเม็ดเงินไหลเข้าใน 2Q21 เนื่องจากการเติบโตทั่วโลกผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว และยอดผู้ติดเชื้อโควิด-19 กลับมาเพิ่มขึ้นอีกครั้ง ตีมี reflation (-5.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เริ่มแผ่วลง เนื่องจากธนาคารกลางต่างๆ เริ่มเปลี่ยนท่าทีจากผ่อนคลายมาเป็นคุมเข้มนโยบายการเงิน และใช้มาตรการกระตุ้นทางการคลังลดน้อยลง โดยพบว่าเม็ดเงินไหลเข้ามากที่สุดในกลุ่มเทคโนโลยี (1.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และกลุ่มหุ้นเชิงรับ (6.6 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) เช่น สินค้าจำเป็น การแพทย์ และสาธารณสุขไปโรค เนื่องจาก yield เปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย นักลงทุนลงทุนเพิ่มในพันธบัตรป้องกันเงินเฟ้อ (7.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และพันธบัตรระยะสั้น (9.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่ลดการลงทุนในหุ้นและกลุ่มที่มี beta สูง เนื่องจากมีความกังวลเกี่ยวกับแรงกดดันด้านมาร์จิ้น และความผันผวนจาก QE tapering

หุ้นจีนและหุ้นเติบโตของสหรัฐฯ มีเม็ดเงินไหลเข้า 14.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และ 7.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ หลังจากปรับฐานใน 2Q21 อย่างไรก็ตาม เราพบว่ากลุ่มโลหะมีค่าและสินค้าโภคภัณฑ์มีเม็ดเงินไหลออกสุทธิรวม 2.2 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ และ 0.4 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ สวนทางกับเม็ดเงินไหลเข้าสุทธิใน 2Q21 เราคิดว่า core portfolio ยังคงเป็นหุ้นเชิงรับ ในขณะที่เราคาดว่าจะเห็นการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนอีกรอบใน 4Q21

# นักเก็งกำไรเปลี่ยนท่าที่เป็น selective และเต็มพ้นในทิศทาง



จากรายงาน CFTC Commitment of Traders พบว่านักเก็งกำไรเริ่มซื้อสะสมพันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ และเพิ่มการถือครองดอลลาร์สหรัฐฯ และทองคำมากขึ้น ในขณะที่ลดการถือครองน้ำมันและสินค้าเกษตรหลังจากปรับตัวขึ้นแรง YTD นอกจากนี้ นักเก็งกำไรยังทำ short position ในตลาดหุ้นสหรัฐฯ และตลาดหุ้นญี่ปุ่นด้วย เราคิดว่านักลงทุนระยะสั้นอยู่ในภาวะ risk off และเตรียมพร้อมรับมือกับตลาดที่ผันผวนในช่วงที่เหลือของปีนี้ นักเก็งกำไรไม่ได้กลัวตลาด แต่เปลี่ยนท่าที่เป็น selective เนื่องจากนักเก็งกำไรเริ่มขายทำกำไรสินค้าโภคภัณฑ์และมองหาโอกาสเข้าซื้อสินทรัพย์ที่ยัง underperform เช่น ทองคำ

# 5 คீมหลักและบทเรียนจากผลประกอบการ 2Q21

เรารวบรวมหลักฐานที่ได้จากการสังเกตการณ์เกี่ยวกับปัจจัยพื้นฐานจากงบการเงินและทิศทางจากแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนไทย โดยในไตรมาสล่าสุด เราสรุปคี่มหลักได้ 5 คี่มดังนี้:

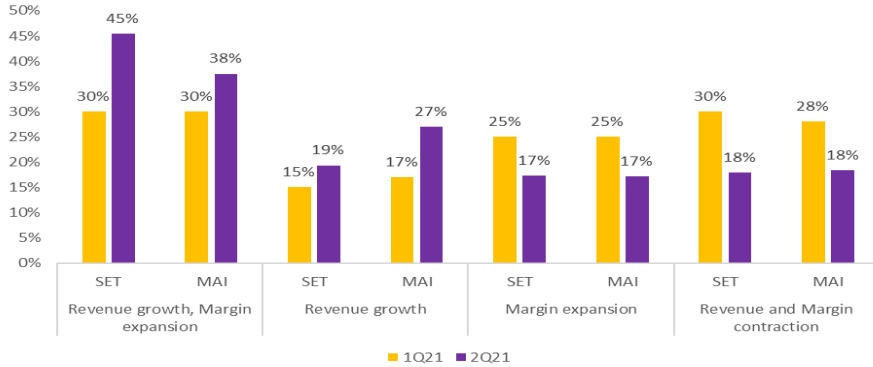
- 1) กลุ่ม global cyclical ดีกว่าคาด, กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการผลิตและการอุปโภคบริโภคภายในประเทศแยกว่าคาด** กลุ่ม cyclical ได้รับประโยชน์จากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวดีขึ้น ขณะที่กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการผลิตและการอุปโภคบริโภคภายในประเทศได้รับผลกระทบจากยอดผู้ติดเชื้อโควิด-19 ที่เพิ่มสูงขึ้น มาตรการล็อกดาวน์ และต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ในขณะเดียวกันกลุ่มการแพทย์ได้ประโยชน์จากการระบาดระลอกใหม่ของโควิด-19
- 2) แรงกดดันด้านต้นทุน** เราเริ่มเห็นแรงกดดันด้านต้นทุนใน 2Q21 และคาดว่าแรงกดดันดังกล่าวจะเพิ่มสูงขึ้น การหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกในช่วงที่อุปสงค์ฟื้นตัวส่งผลทำให้การส่งมอบใช้ระยะเวลาานกว่าปกติและต้นทุนสูงขึ้น ต้นทุนการดำเนินงาน เช่น ค่าขนส่ง ราคาน้ำมัน ราคาโลหะ และราคาสินค้าเกษตร มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 3Q21 มาร์จิ้นมีแนวโน้มที่จะหดตัวต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้
- 3) เสถียรภาพทางการเงินคงที่ และสภาพคล่องยังสูง** สถานะทางการเงินของบริษัทจดทะเบียนไทยค่อนข้างคงที่ แทนที่จะปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องใน 2Q21 บริษัทต่างๆ ยังถือเงินสดไว้ในระดับสูง แต่ลดลงจากจุดสูงสุดใน 4Q20 บริษัทส่วนใหญ่กำลังมองหาโอกาสลงทุนใหม่ๆ และลดภาระหนี้สินลง หลังจากผลการดำเนินงานฟื้นตัวใน 1H21
- 4) ระดับสินค้าคงคลังยังไม่สะท้อนการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก** ระดับสินค้าคงคลังของผู้ผลิตได้รับผลกระทบค่อนข้างจำกัดจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน ข้อจำกัดด้านอุปทานในหลายๆ ประเทศ อาจส่งผลกระทบต่อประเทศไทยซึ่งเราคิดว่าจะเกิดขึ้นใน 2H21 โดยจะส่งผลกระทบต่อภาคการผลิตของไทย แต่ยังไม่มียี่ญญานว่าจะส่งผลกระทบต่ออย่างรุนแรง
- 5) บริษัทต่างๆ กำลังมองหาโอกาสเติบโต ขณะที่บางบริษัทเริ่มลดภาระหนี้สินลง** เราพบว่าทั้งบริษัทขนาดใหญ่และเล็กกำลังมองหาโอกาสลงทุนเพื่อรองรับการฟื้นตัวหลังจากสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลาย แทนการรักษาสภาพคล่องเอาไว้ตั้งแต่ 2Q20 บริษัทขนาดใหญ่เร่งลดภาระหนี้สินลงมากกว่าบริษัทขนาดเล็ก เพราะมีกระแสเงินสดจากการดำเนินงานดีกว่า



# ประเด็นสำคัญจากผลประกอบการ 2Q21

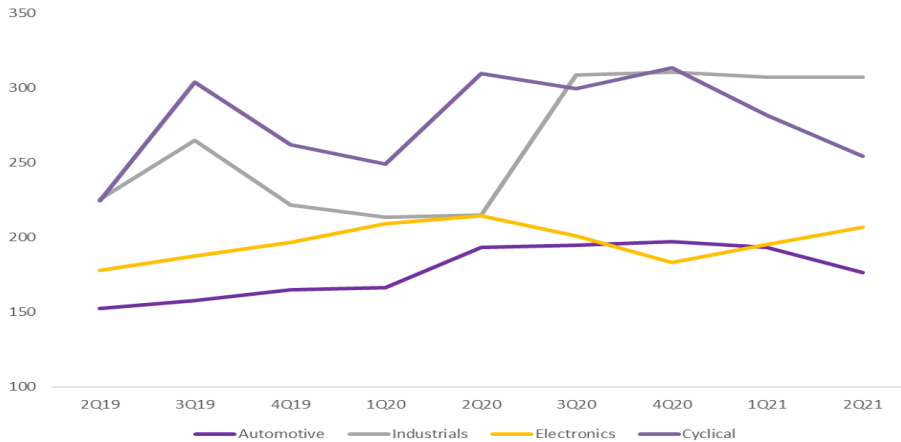
รายได้เพิ่มขึ้น แต่ถูกลดทอนโดยแรงกดดันด้านมาร์จิ้น

% of companies - Growth driver (YoY)



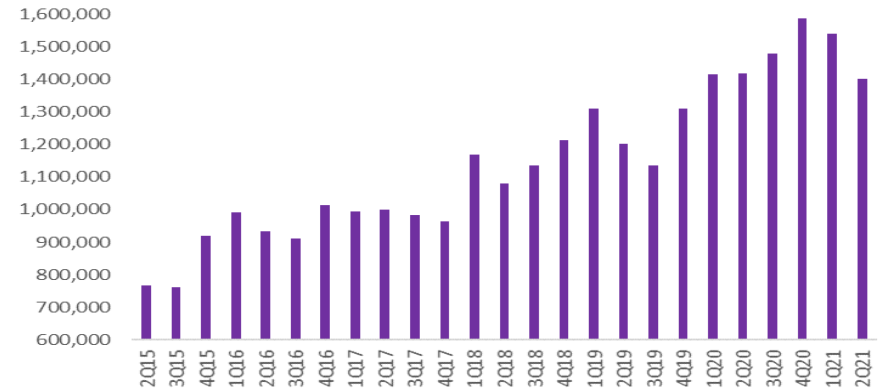
Source: SET, SCBS Investment Research

ระดับสินค้าคงคลังยังไม่สะท้อนการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก



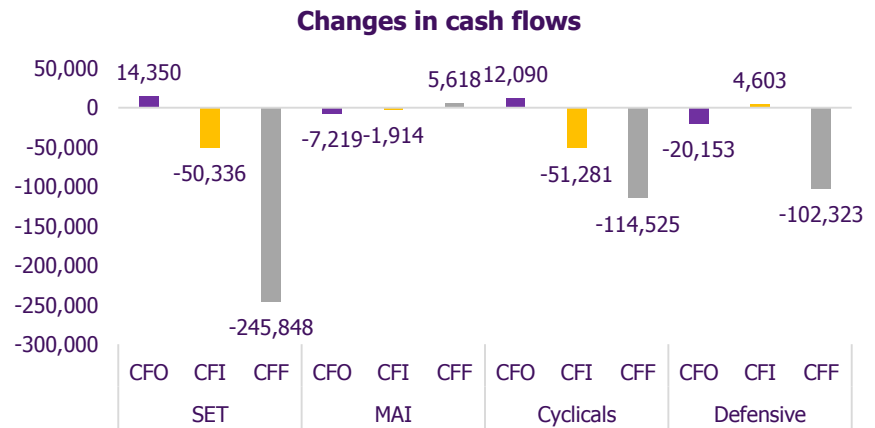
Source: SET, SCBS Investment Research

บริษัทต่างๆ ยังถือครองเงินสดไว้ในระดับสูง ไม่มีสัญญาณความตึงเครียดทางการเงินสำหรับบริษัทจดทะเบียน



Source: SET, SCBS Investment Research

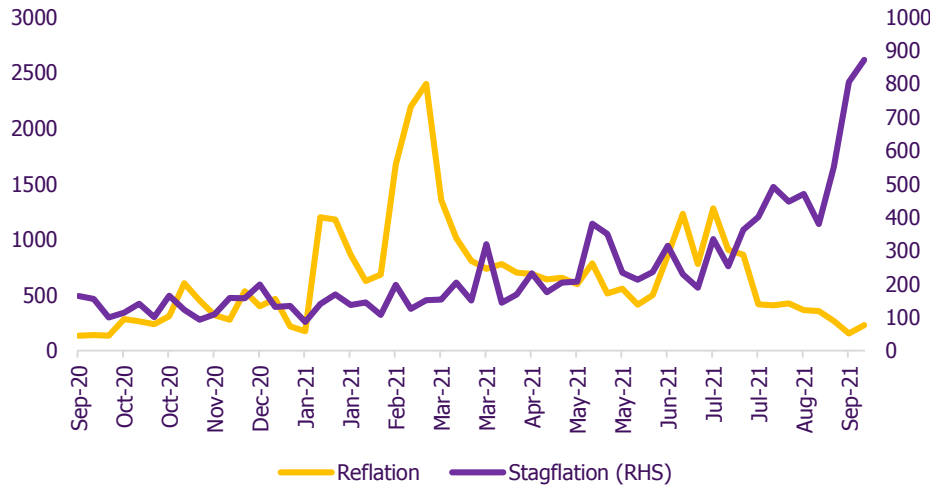
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้นถูกนำไปใช้ลงทุนใหม่และลดภาระหนี้สิน



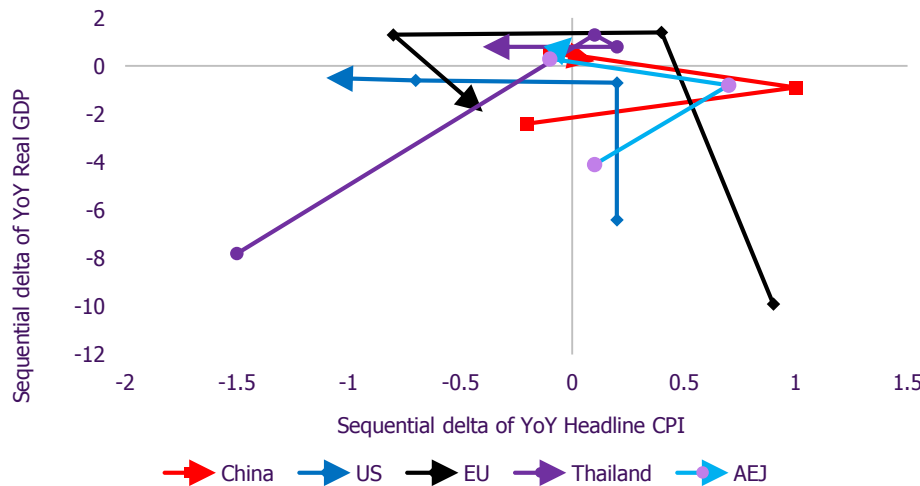
Source: SET, SCBS Investment Research

# เศรษฐกิจกำลังจะเปลี่ยนจากภาวะ reflation สู่ภาวะ stagflation

Market Buzz - Reflation to Stagflation



Source: Twitter, Facebook, Bloomberg SCBS Investment Research



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

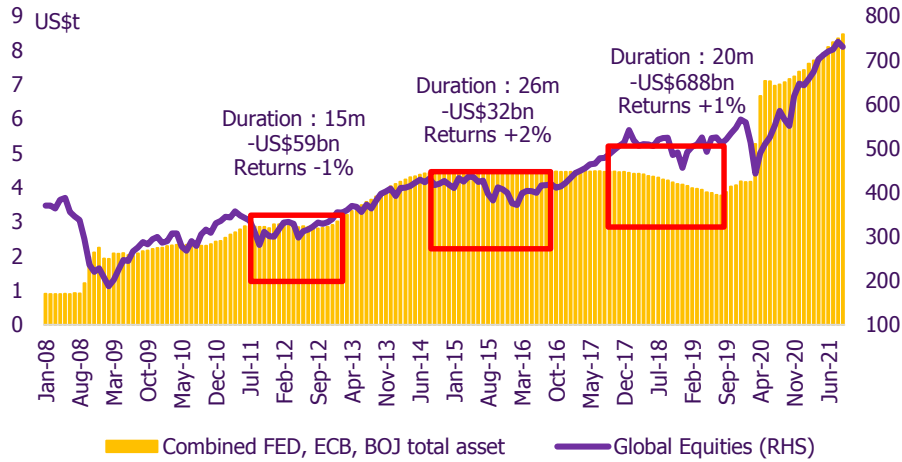
3Q21 เป็นไตรมาสที่ตลาดเผชิญกับความท้าทายจากภาวะ reflation trade ความกังวลส่วนใหญ่อยู่ที่การเติบโตที่ชะลอตัวลงและการเริ่มลดวงเงิน QE ของเฟด ใน 4Q21 เราคิดว่าวัฏจักรเศรษฐกิจจะเปลี่ยนจากภาวะ reflation สู่ภาวะ stagflation สำหรับผู้กำหนดนโยบาย สถานการณ์เช่นนี้ค่อนข้างยุ่งยาก ตลาดปรับลดมุมมองเกี่ยวกับการเติบโตลงโดยมีสาเหตุมาจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตา และการเติบโตของจีน ในขณะที่ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อสืบเนื่องมาจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน

ความเสี่ยงต่อแนวโน้มเศรษฐกิจสืบเนื่องมาจากการเติบโตที่ลดลงและอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นส่วนหนึ่งเกี่ยวข้องกับ cyclical position ของเศรษฐกิจหลักๆ equity returns และ sharpe ratios มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในช่วงนี้ เนื่องจากส่วนผสมของ growth อัตราเงินเฟ้อ และมาตรการกระตุ้น ดูดีน้อยลง

คำแนะนำของเราในช่วงที่เกิดภาวะ stagflation ใน 4Q21 คือ การเลือกลงทุนมากขึ้นในกลุ่มสาธารณูปโภค, เทคโนโลยี, REIT, beta ต่ำ, หุ้นที่มีคุณภาพ และหุ้นขนาดใหญ่ที่กำไรเติบโต

# การลด QE ไม่เคยเป็นเรื่องง่ายสำหรับตลาดหุ้น

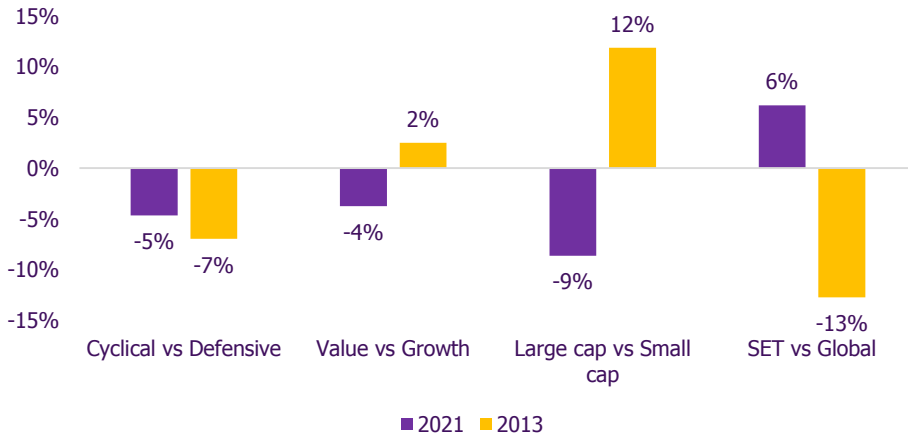
## Markets have been dependent on key central banks



Source: CEIC, SCBS Investment Research

ใน 4Q21 ข้อจำกัดที่เข้มงวดยิ่งขึ้นและกิจกรรมที่ลดลงพร้อมกับผลกระทบที่อาจตามมาจากนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน้อยลง (dovish) จะกลายเป็นกระแสหลัก อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้น แต่โดยทั่วไปแล้วยังไม่ถึงระดับที่เป็นปัญหาซึ่งจะทำให้ธนาคารกลางปรับใช้นโยบายการเงินแบบผ่อนคลายน้อยลง เราคิดว่าการคุมเข้มนโยบายการเงินมากขึ้นทั่วโลกอาจส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของตลาด และ valuation เนื่องจาก yield และดอลลาร์สหรัฐมีแนวโน้มปรับตัวขึ้น นอกจากนี้ การทำ QE tapering อาจส่งผลทำให้การเติบโตชะลอตัวลงและเพิ่มความเสี่ยงให้กับสินทรัพย์ทางการเงินจากข้อมูลในอดีตพบว่า เมื่อสินทรัพย์รวมของธนาคารกลางลดลง ผลตอบแทนของตลาดค่อนข้างต่ำ

## Relative performance before QE tapering announcement

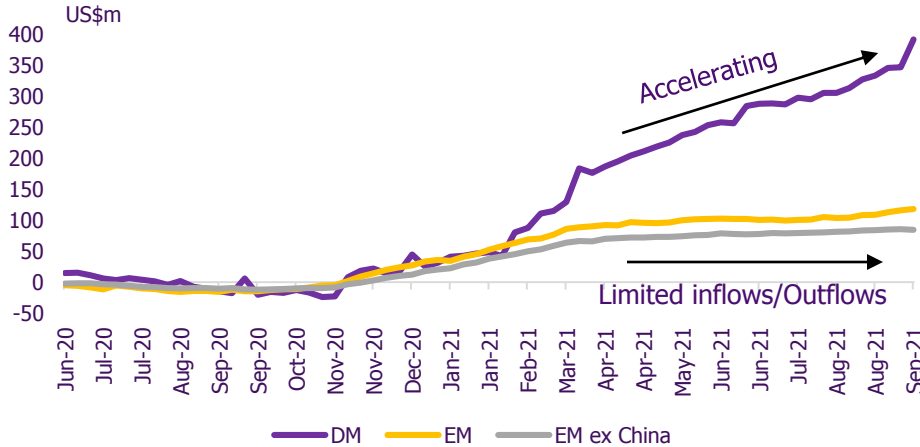


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เนื่องจากภาพเศรษฐกิจมหภาคกรณีดีที่สุดถูกรับรู้ไปแล้วราคาสินทรัพย์จึงมีความอ่อนไหวต่อนโยบายของธนาคารกลางมากขึ้นเมื่อพิจารณาจากการที่ตลาดการเงินพึ่งพาการสนับสนุนของธนาคารกลางมากเกินไป เนื่องจากความตื่นตระหนกต่อการประกาศแผนลด QE และการใช้นโยบายที่เข้มงวดมากขึ้นอาจจะส่งผลทำให้มีการดึงสภาพคล่องกับคืนมาและก่อให้เกิดความผันผวน เราจึงเชื่อว่าวิธีเดียวที่จะนำพาให้ผ่านพ้นสภาพแวดล้อมของตลาดที่ท้าทายนี้ไปได้คือการโฟกัสไปที่บริษัทขนาดใหญ่ในกลุ่มหุ้นเชิงรับที่กำไรมีแนวโน้มเติบโต

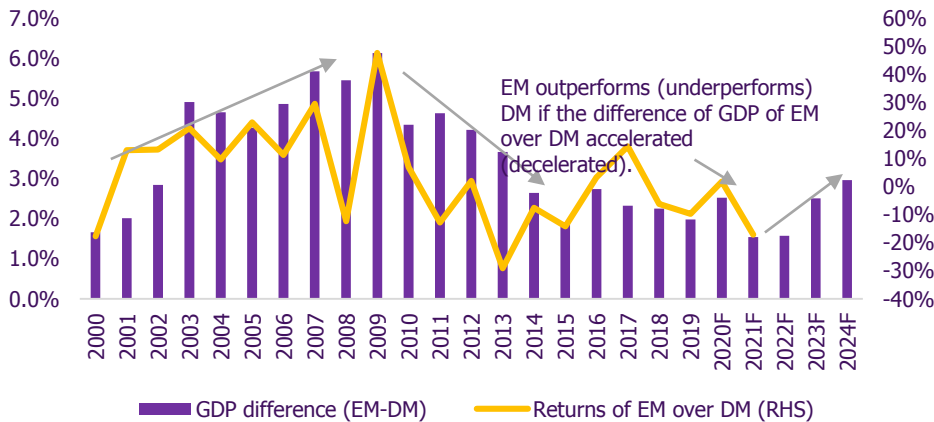
# คาดเม็ดเงินไหลออกจาก DM สู่ EM อย่างน้อยใน 4Q21

Net inflows into DM equity markets accelerated since Feb21



Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Different between EM and DM GDP growth could translate into excess returns of EM over DM



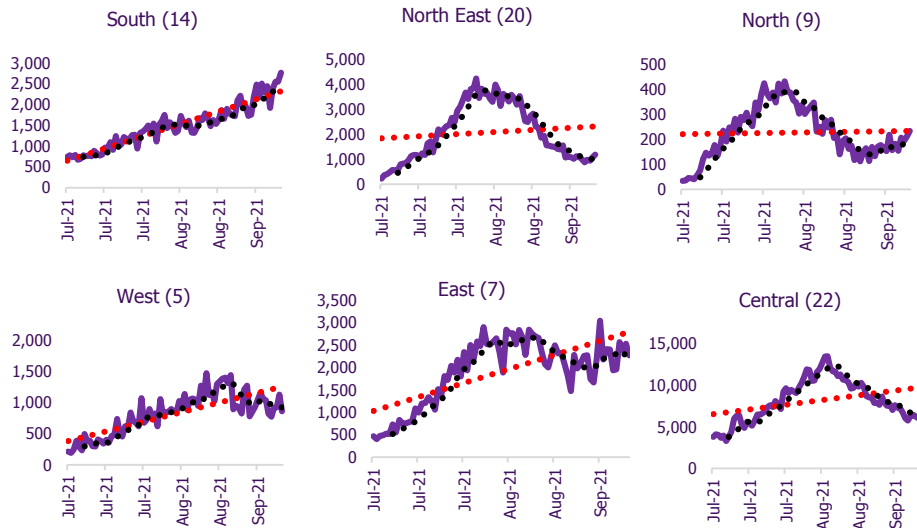
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เราคาดว่าเม็ดเงินจะไหลเข้าสู่ EM เนื่องจากนักลงทุนจะมองหาโอกาสใหม่ๆ ที่ไหลออกไป หุ่นในตลาดเกิดใหม่มีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นได้อย่างแข็งแกร่งในปี 2022 เราขอบตลาดเกิดใหม่ในเอเชียมากกว่าตลาดอื่นๆ โดยมีสาเหตุมาจากเสถียรภาพทางการเงิน โดย YTD เราพบว่าเม็ดเงินยังไหลเข้า EM น้อย ในขณะที่มีเม็ดเงินจำนวนมากไหลเข้า DM

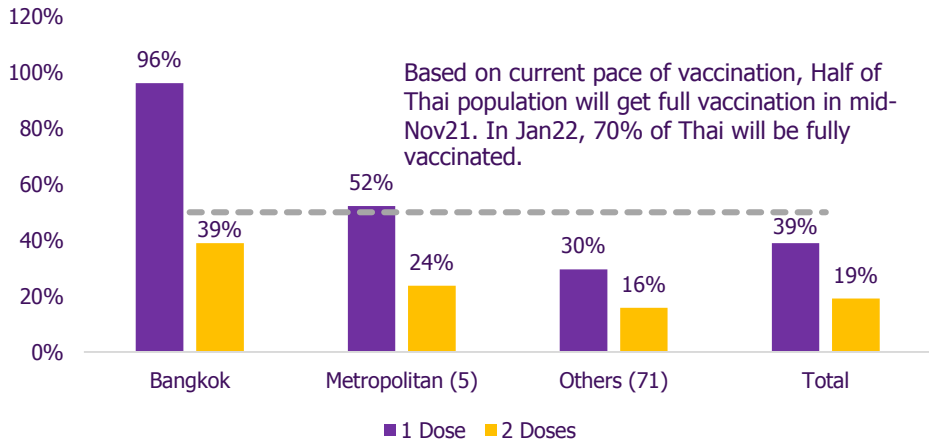
- 1) คาดกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศ EM จะ outperform ประเทศ DM อย่างมากในปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจากการจัดวัคขึ้นอย่างรวดเร็ว
- 2) คาดกำไรของบริษัทในประเทศ EM จะเติบโตกว่า 9% ในปีหน้า เทียบกับ DM ที่เติบโต 6%
- 3) DM มีแรงกดดันด้านเศรษฐกิจมหภาคจากภาษีที่สูงขึ้น QE tapering และการเติบโตผ่านจุดสูงสุดแล้ว ขณะที่ EM จะเริ่มฟื้นตัวจากผลกระทบของโควิด-19 ใน 4Q21.
- 4) Valuation ของสินทรัพย์ EM ดูน่าสนใจ PE ใน EM อยู่ที่ 13 เท่า ต่ำกว่า DM ที่ 19 เท่า

การผ่อนคลายข้อจำกัดเร็วเกินไปอาจส่งผลกระทบต่อผู้ถือเชื่อโควิด-19 กลับมาเพิ่มสูงขึ้นอีกครั้ง ภาวะ taper tantrum ทำให้เงินดอลลาร์แข็งค่า และการใช้กฎระเบียบที่เข้มงวดมากขึ้นในจีนจะส่งผลกระทบต่อเม็ดเงินไหลออกไปยังประเทศ EM

# ไม่มีการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมโควิด-19 อีกต่อไป; เปิดประเทศได้มากขึ้น



## Vaccination rate is accelerating



Source: Ministry of Public Health, SCBS Investment Research

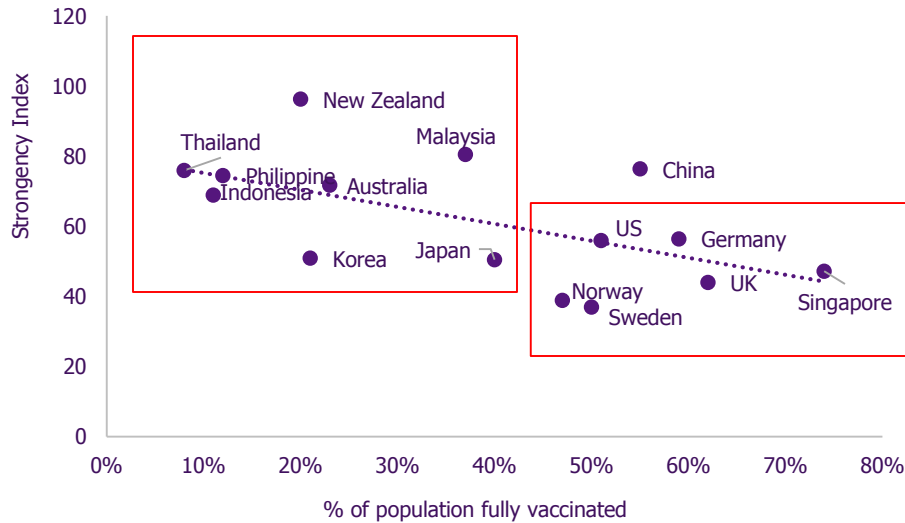
ประเทศไทยเริ่มที่จะก้าวผ่านสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตา จำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่ในหลายๆ ภูมิภาคปรับตัวลดลงสู่ระดับที่สามารถจัดการได้ จำนวนผู้ติดเชื้อในกรุงเทพฯ และปริมณฑลดูเหมือนจะทำจุดสูงสุดไปแล้ว อย่างไรก็ตาม จำนวนผู้ติดเชื้อใหม่รายวันในภาคใต้ทำสถิติสูงสุด ขณะที่ผู้ติดเชื้อรายใหม่ในภาคตะวันออกและภาคเหนือเพิ่มขึ้น ดังนั้นเรามองว่ายังเร็วเกินไปที่รัฐบาลจะผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในสถานการณ์ปัจจุบัน

การฉีดวัคซีนยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยให้หลุดพ้นจากวัฏจักรการระบาดรอบใหม่ของโควิด-19 เราพบว่าการฉีดวัคซีนในประเทศไทยมีความคืบหน้าอย่างรวดเร็ว คนกรุงเทพฯ กว่า 96% ได้รับวัคซีนเข็มแรกแล้ว เมื่ออิงกับอัตราการฉีดวัคซีนในปัจจุบันและแผนกระจายวัคซีนของรัฐบาล ประชากรครึ่งหนึ่งในประเทศไทยจะได้รับการฉีดวัคซีนครบโดสในช่วงกลางเดือนพ.ย. 2021 และในเดือนม.ค. 2022 ประชากร 70% จะได้รับวัคซีนครบโดส

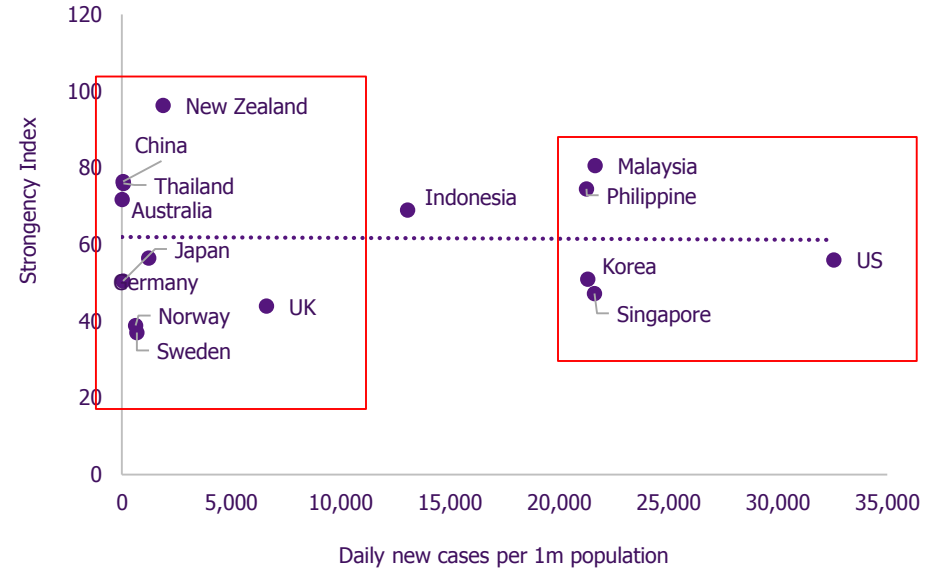
เนื่องจากอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น รัฐบาลจึงไม่น่าจะประกาศใช้มาตรการล็อกดาวน์เพิ่มในช่วงที่เหลือของปีนี้ ดังนั้นกิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศจะเริ่มปรับตัวเพิ่มขึ้นใน 1Q22 หลังจากผ่อนคลายข้อจำกัด

# การฉีดวัคซีนครบโดสครอบคลุมประชากรมากกว่า 50% เป็น trigger point

% of population fully vaccinated vs Stringency Index



Daily new cases per 1m vs Stringency Index

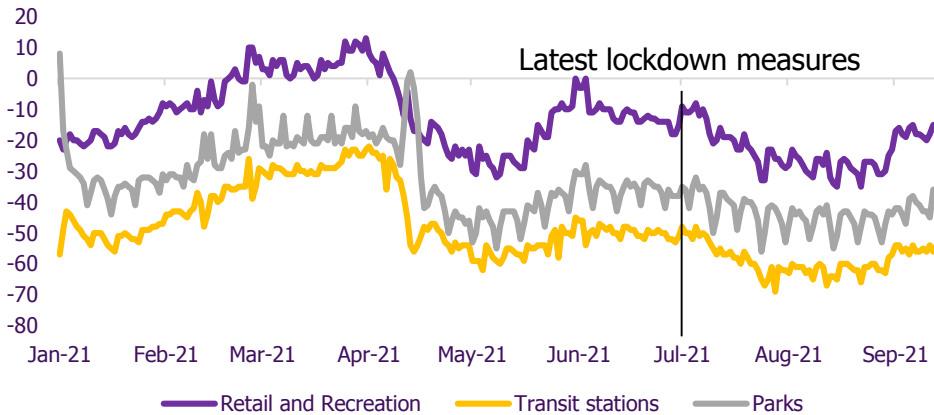


Source: Global Change Data Lab, SCBS Investment Research

การศึกษาของเราพบว่า ประเทศที่มีอัตราการฉีดวัคซีนสูงครอบคลุมประชากรมากกว่า 50% มีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายความเข้มงวดของมาตรการควบคุมโควิด-19 ลง นอกจากนี้ยังไม่มีความแตกต่างของมาตรการควบคุมโควิด-19 ในช่วงที่ยอดผู้ติดเชื้อใหม่รายวันเพิ่มขึ้นระหว่างประเทศที่มีอัตราการฉีดวัคซีนสูงกับประเทศที่มีอัตราการฉีดวัคซีนต่ำ ผลการศึกษาทางวิทยาศาสตร์พบว่าวัคซีนโควิด-19 ทุกชนิดช่วยลดความรุนแรงของการเจ็บป่วย การเข้ารับการรักษาตัวในโรงพยาบาล และอัตราการเสียชีวิต ซึ่งน่าจะช่วยให้ผู้กำหนดนโยบายสามารถเปลี่ยนจุดโฟกัสจากการลดจำนวนผู้ป่วยรายใหม่มาเป็นลดการเข้ารับการรักษาในโรงพยาบาล ซึ่งจะส่งผลทำให้มีการผ่อนคลายข้อจำกัดต่างๆ อย่างต่อเนื่องอย่างที่เราเริ่มเห็นในอเมริกาเหนือและยุโรป ดังนั้นเราจึงไม่คิดว่าประเทศที่มีการฉีดวัคซีนครบโดสครอบคลุมประชากรมากกว่า 50% แล้วจะมีการล็อกดาวน์อีก ประเทศไทยจะเริ่มเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบในช่วงต้นปี 2022 เมื่อพิจารณาจากความเร็วของการฉีดวัคซีนในปัจจุบัน

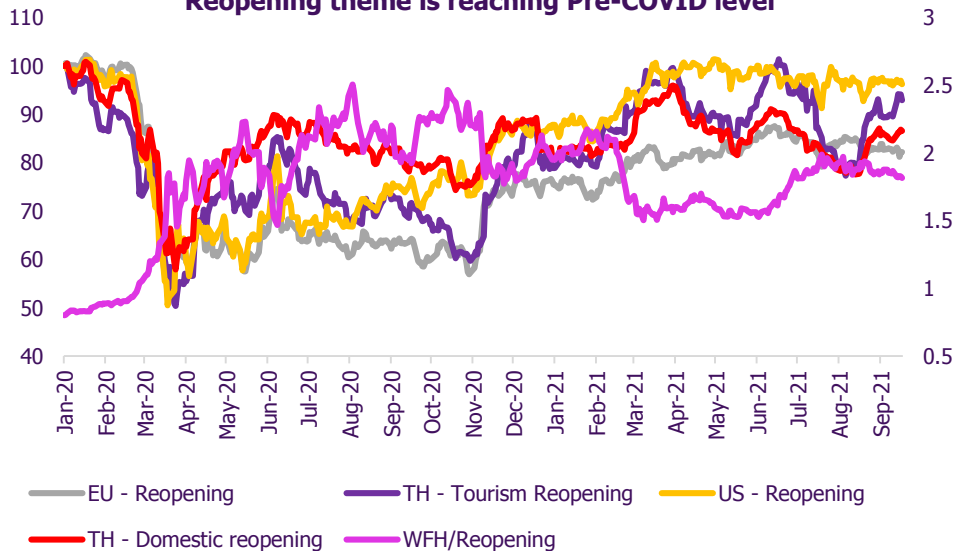
# ชอบหุ้น domestic reopening มากกว่า tourism play

## More rooms to recovery for domestic activities



Source: Google, SCBS Investment Research

## Reopening theme is reaching Pre-COVID level



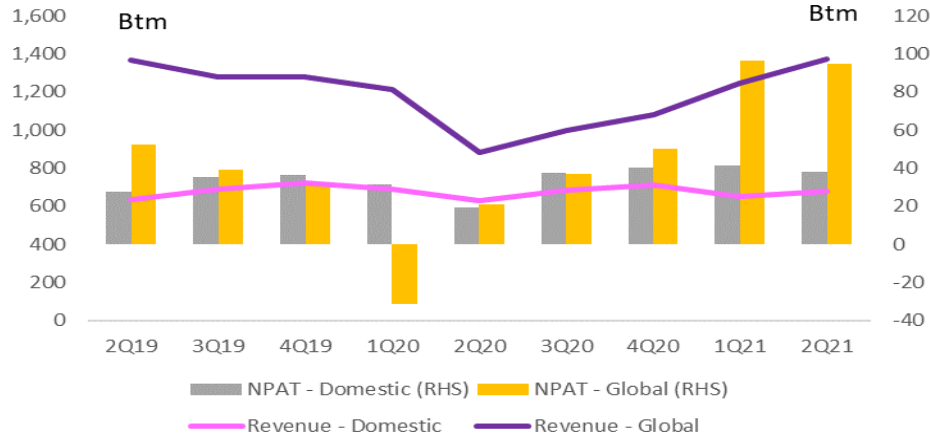
Source: SCBS Investment Research

ในปี 2022 ประชากรไทยมากกว่า 2 ใน 3 จะมีภูมิคุ้มกัน ผ่านทางการติดเชื้อหรือการฉีดวัคซีน โอกาสที่จะเติบโต สูงจากการลดข้อจำกัดยังคงมีอยู่ กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับ บัณฑิตในประเทศค่อนข้างสูงซึ่งได้รับผลกระทบมากที่สุด จากมาตรการล็อกดาวน์ เช่น ขนส่ง ร้านอาหาร สื่อ ค่า ปลีก จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากการเปิด ประเทศ ผลคือการฟื้นตัวในระยะเวลาดังกล่าว ทั้งนี้แม้มี การล็อกดาวน์ใน 3Q21 แต่กิจกรรมภายในประเทศ ปรับตัวดีขึ้น

กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยวก็ได้ประโยชน์จากการ เปิดประเทศ แต่อาจจะต้องใช้เวลาในการฟื้นตัวเพราะมี การนำ teleconference มาปรับใช้ท่ามกลางจำนวน ห้องพักที่เพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ จีน (20-30% ของ traffic การท่องเที่ยวทั้งหมด) น่าจะยังคงจำกัดปริมาณ เที่ยวบินระหว่างประเทศไปจนถึง 1H21 ดังนั้นเราจึง ชอบหุ้นกลุ่ม domestic reopening มากกว่า tourism play เพราะ 1) ฟื้นตัวเร็วกว่า 2) งบดุลแข็งแกร่งกว่า 3) ราคาหุ้นฟื้นตัวขึ้นมาน้อยกว่า และ 4) valuation ถูกกว่า กลุ่ม tourism play

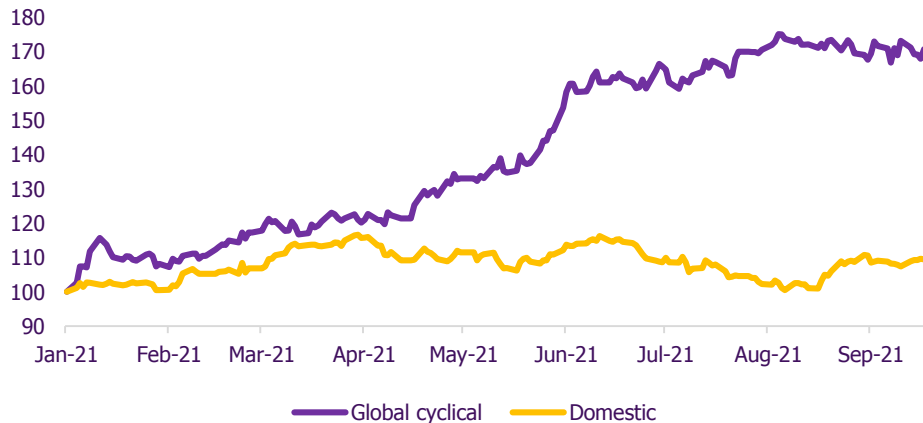
# Global play ทำจุดสูงสุดไปแล้ว? Domestic ถึงจุดต่ำสุด?

Net profit of global cyclicals is better than domestic sectors and expected to continue in 3Q-4Q21



Source: SET, Bloomberg, SCBS Investment Research

Global cyclical outperformed domestic stocks, aligned with revenue and earnings growth as well as lockdown measures



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แนวโน้มเศรษฐกิจและธุรกิจทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้นเป็นฉิมที่ถูกพุดถึงเป็นปกติในปี 2021 ถึงปัจจุบัน ราคาหุ้นกลุ่ม global play ได้แก่ อิเล็กทรอนิกส์ เดินเรือ และยานยนต์ปรับตัวขึ้นอย่างแข็งแกร่งสอดคล้องกับผลการดำเนินงานและฐานะทางการเงินที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ 2Q21 เนื่องจากกิจกรรมทั่วโลกยังเติบโตอย่างแข็งแกร่งและมีการใช้มาตรการล็อกดาวน์อย่างต่อเนื่อง เราจึงคาดว่ากำไรของหุ้นกลุ่ม global cyclical จะเติบโตต่อเนื่องทั้ง HoH และ YoY อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวลงและผลกระทบจากฐานสูงอาจจะสร้างแรงกดดันต่อการ rally ขึ้นต่อ เราคาดว่า การเติบโตมีแนวโน้มที่จะทำจุดสูงสุดใน 3Q-4Q21 ในขณะที่เดียวกัน กำไรของหุ้นกลุ่ม domestic จะลดลงทั้ง HoH และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากการเปิดประเทศช้ากว่าคาดและมีแนวโน้มที่จะทำจุดต่ำสุดใน 3Q21

การผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และการฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็วจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวและผลประกอบการน่าจะถึงจุดต่ำสุดแล้ว ดังนั้นหุ้นที่มี exposure กับเศรษฐกิจภายในประเทศสูง จึงน่าจะปรับตัว outperform หุ้นกลุ่ม global cyclical ซึ่งราคาปรับตัวขึ้นมาค่อนข้างมากแล้วหลังจาก rally ขึ้นมาหลายปีด้วยกัน

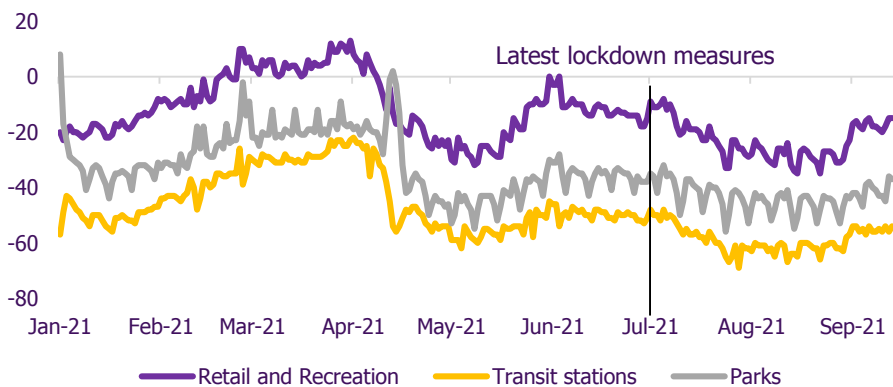


# ปัญหาห่วงโซ่อุปทานหยุดชะงักน่าจะคลี่คลายลงได้

ภาคการผลิตกำลังเผชิญกับความท้าทายจากปัญหาคอขวดในการผลิตและการจัดจำหน่ายที่เกิดขึ้นกับซัพพลายเออร์รายหลักๆ อุปสงค์แข็งแกร่งมากกว่าคาด ในขณะที่ผู้ผลิตไม่ได้ลงทุนเร็วพอที่จะตอบสนองความต้องการ เราคิดว่ามาตรการควบคุมโควิด-19 ส่งผลกระทบบังคับให้การผลิตและการขนส่งทำได้จำกัด การขนส่งทางทะเลและชิ้นส่วนเซมิคอนดักเตอร์เป็นองค์ประกอบที่สำคัญในห่วงโซ่อุปทานสำหรับอุตสาหกรรมปลายน้ำ

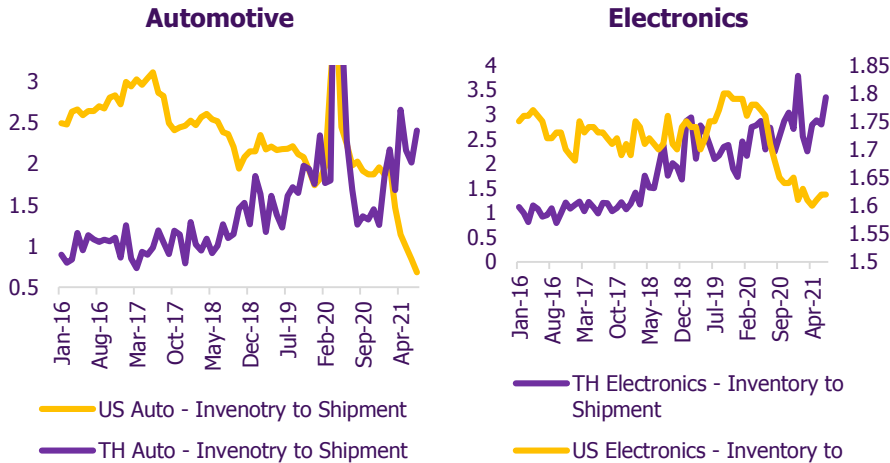
เราเชื่อว่าการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานจะเกิดขึ้นชั่วคราวแทนที่จะเกิดขึ้นอย่างถาวรหรือเกิดการเปลี่ยนแปลงทางโครงสร้าง โดยผลกระทบน่าจะเกิดขึ้นแค่ช่วงสั้นๆ แนวโน้มความตึงเครียดของห่วงโซ่อุปทานขึ้นอยู่กับสถานการณ์โควิด-19 และแนวโน้มในการเปิดประเทศ เราอยู่ท่ามกลางอุปสงค์ที่ท่าจุดสูงสุดตามฤดูกาลปกติ การฉีดวัคซีนอย่างรวดเร็ว และมาตรการควบคุมโควิด-19 (ปัจจัยสำคัญที่ทำให้การขนส่งล่าช้า) ซึ่งมีแนวโน้มที่จะผ่อนคลายลงอีกในอีกไม่กี่เดือนข้างหน้า ด้วยเหตุผลเหล่านี้ ความล่าช้าในการจัดส่งจึงดูเหมือนจะเป็นปัญหาลดลง เราน่าจะเห็นสถานการณ์คลี่คลายลงได้บ้างใน 4Q21 เราคาดว่าอัตราค่าระวางขนส่งสินค้าแห่งเทกองและตู้คอนเทนเนอร์จะลดลงหลังจากเพิ่มขึ้นมากกว่า 100-200% YoY นอกจากนี้ ราคาสินค้าเกษตรจะทำสูงสุดใน 3Q21 และลดลงสู่ระดับปกติในปี 2022 ในทางกลับกัน กลุ่มโลหะอุตสาหกรรมคาดว่าจะประสบปัญหาขาดแคลนอุปทานสืบเนื่องมาจากนโยบายพลังงานสะอาดในระยะยาวของประเทศหลักๆ

More rooms to recovery for domestic activities

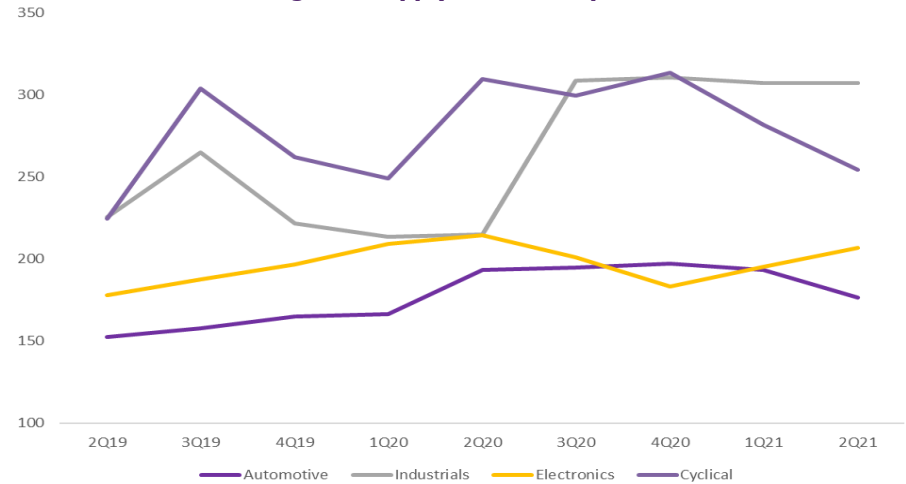


# ...ประเทศไทยได้รับผลกระทบน้อยที่สุดนับถึงปัจจุบัน

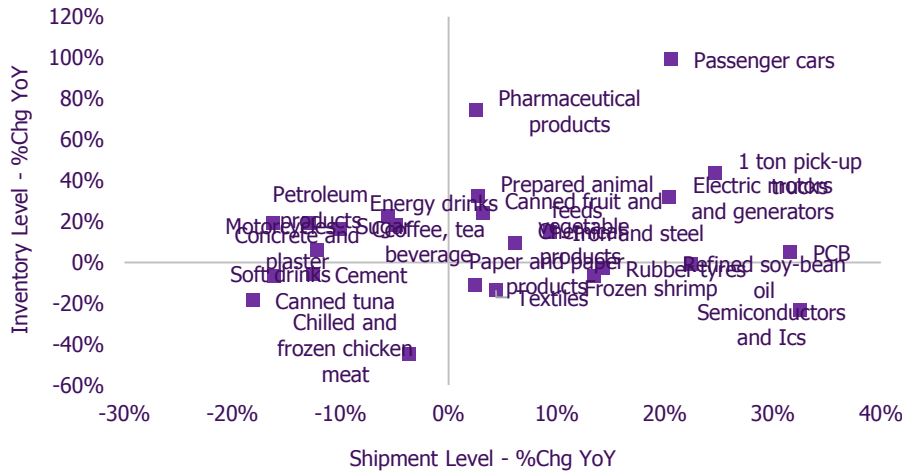
US auto and electronics sectors hit multi-years low, while Thai I/S is on the rise



Inventory level for key manufacturers in Thailand has not reflected recent global supply chain disruption



There is no sign of severe impacts from supply disruption to Automotive and Electronics

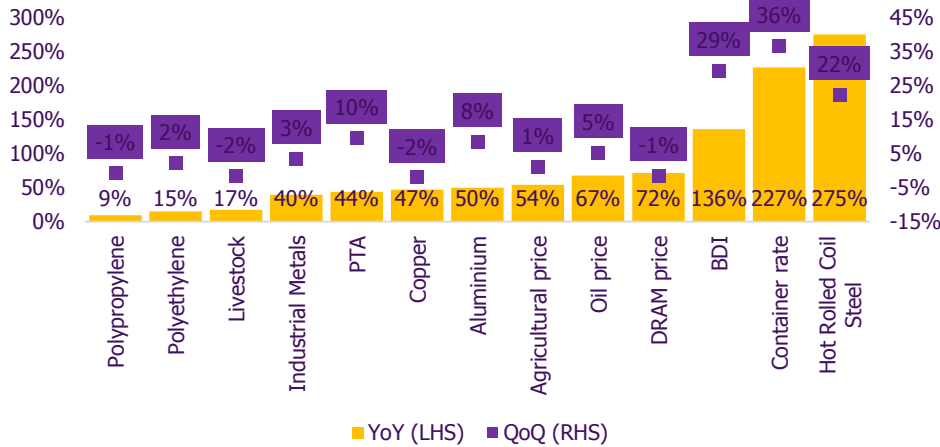


Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

แม้หลายๆ ประเทศกำลังเผชิญกับปัญหาด้านการผลิต แต่ประเทศไทยยังคงเป็นหนึ่งในประเทศที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากการหยุดชะงักของการผลิต สัดส่วนสินค้าคงคลังต่อสินค้าจัดส่ง (inventory to shipment ratio) ของผู้ผลิตรถยนต์และอิเล็กทรอนิกส์แตกต่างจากสหรัฐฯ และเอเชียระดับสินค้าคงคลังของบริษัทจดทะเบียนในภาคการผลิตยังทรงตัว ปัญหาการหยุดชะงักของอุปทานอาจส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตไทยผ่านทางความล่าช้าในการผลิตหรือแรงกดดันด้านต้นทุน เรามองว่าไม่มีผลกระทบที่รุนแรงหรือก่อให้เกิดความเสี่ยงที่เป็นระบบ ในสถานการณ์ปัจจุบันดูเหมือนว่าการหยุดชะงักของอุปทานในประเทศไทยอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ใน 2H22

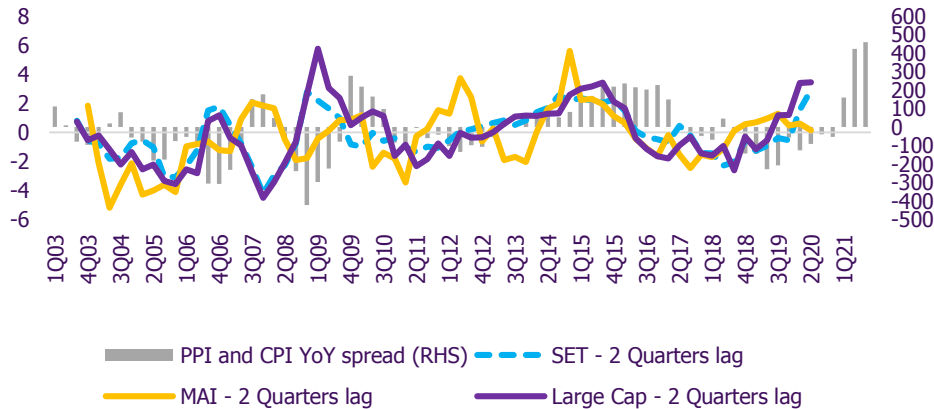
# หาโอกาสเพิ่มมาร์จิ้น

Most of key raw material prices continue rising



Source: CEIC, Bloomberg, SCBS Investment Research

Widening spread of PPI-CPI could lead to margin pressure, Small caps are more vulnerable



Source: CEIC, SET, SCBS Investment Research

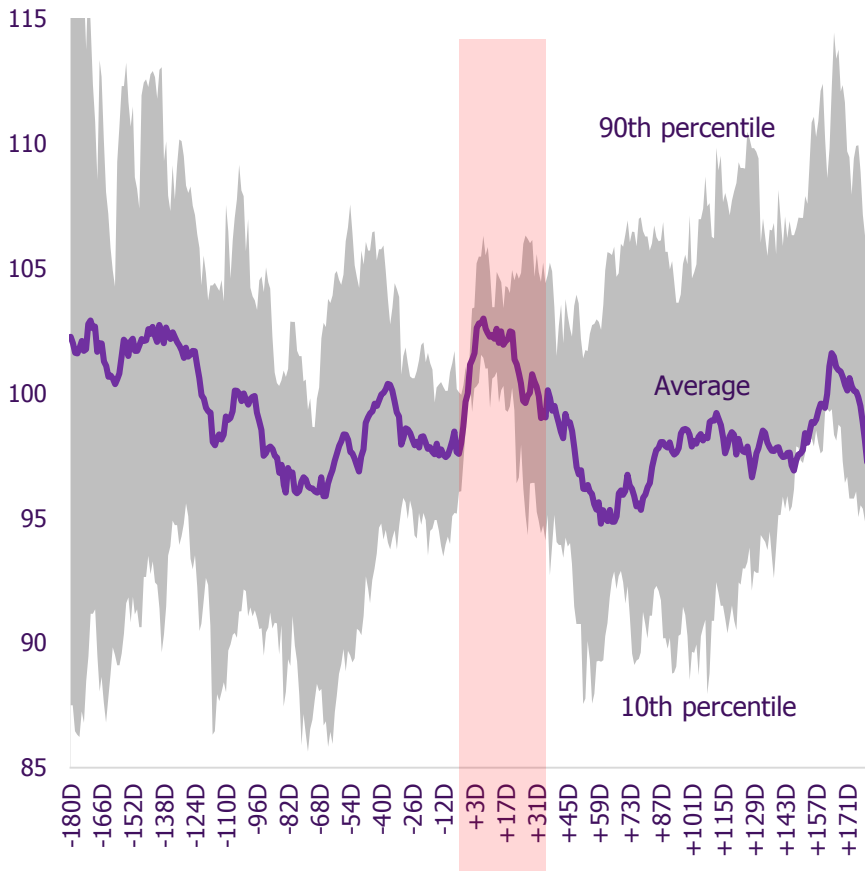
การหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกท่ามกลางอุปสงค์ที่ฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ส่งผลทำให้การส่งมอบใช้ระยะเวลา นานกว่าปกติและต้นทุนสูงขึ้น ผลกระทบจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกคาดว่าจะเริ่มมีให้เห็นใน 2H21 เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างระหว่าง PPI กับ CPI ที่เพิ่มขึ้นใน 3Q21 ซึ่งบ่งชี้ว่าบริษัทต่างๆ ไม่สามารถส่งผ่านต้นทุนได้ หุ่นขนาดเล็กมีความอ่อนไหวและมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นมากกว่าหุ่นขนาดใหญ่

เมื่อมองต่อไปข้างหน้า แนวโน้มของมาร์จิ้นดูตรงไปตรงมาน้อยลง เนื่องจากอุปสงค์ในหลายๆอุตสาหกรรมยังแข็งแกร่ง ขณะที่ยังคงมีแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิตจากต้นทุนสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้น การขาดแคลนแรงงาน และปัญหาคอขวดด้านห่วงโซ่อุปทาน เราชอบหุ่นขนาดใหญ่มากกว่าหุ่นขนาดเล็กในภาวะที่มีแรงกดดันด้านมาร์จิ้น และชอบบริษัทที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง

# สถิติเกี่ยวกับการเลือกตั้งที่ผ่านๆ มาบอกอะไรบ้าง?

	SET	Energy & Utilities	Energy	Utilities	Commerce	Bank	Transportation	ICT	Food	Property	Electronics	Financials	Healthcare	Con Mat	Petrochem	Packaging	PF & REIT	Media	Insurance	Con Service	Agribusiness	Tourism	Automotive
-3M	3.0%	3.1%	3.5%	5.2%	2.0%	2.3%	-5.4%	2.3%	4.7%	-1.1%	2.5%	3.7%	-4.3%	-0.7%	-3.1%	-2.3%	2.0%	6.6%	2.8%	2.7%	-1.1%	2.5%	1.0%
-1M	2.4%	1.3%	0.9%	-0.2%	-0.1%	2.5%	0.5%	2.3%	0.9%	0.8%	2.0%	4.2%	-0.4%	0.9%	1.2%	-1.7%	0.4%	2.3%	-1.2%	0.2%	-2.3%	2.7%	2.1%
+1D	0.7%	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.4%	0.2%	0.1%	0.0%	0.2%	0.7%	-0.6%	-0.9%	-0.3%	0.2%	0.2%	-0.3%	0.3%	1.5%	-0.1%	2.3%	0.0%	-0.3%	-0.7%
+1M	-0.6%	1.5%	2.3%	3.1%	3.5%	-3.0%	-1.1%	-0.5%	2.9%	0.1%	-0.1%	-3.0%	2.2%	-1.3%	-2.2%	0.2%	2.3%	3.0%	2.3%	6.5%	1.8%	4.4%	-0.8%

SET Index performance before and after election date since 1992



Source: SCBS Investment Research

มีแหล่งข่าวหลายแหล่งด้วยกันระบุว่านายกรัฐมนตรีอาจจะกำลังวางแผนใช้ความได้เปรียบทางการเมืองยุบสภาและจัดให้มีการเลือกตั้งใน 1H22

เราไม่มีมุมมองเกี่ยวกับประเด็นการเมืองภายในประเทศและการเลือกตั้งทั่วไปที่กำลังจะมาถึง เราพบว่าตลาดมีปฏิกิริยาตอบรับที่น่าสนใจก่อนและหลังการเลือกตั้งตั้งแต่ปี 1992 ตามสถิติที่ผ่านมา 60% ของหุ้นที่จดทะเบียนใน SET มีปฏิกิริยาตอบรับเชิงบวกในช่วง 3 เดือนก่อนการเลือกตั้ง โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 3% ในทางกลับกันผลตอบแทนเฉลี่ยภายหลังการเลือกตั้ง 1 เดือนอยู่ที่ -0.7% กลุ่มที่ปรับตัว outperform ก่อนและหลังการเลือกตั้ง คือ พาณิชยกรรม อาหารและเครื่องดื่ม สื่อ บริการรับเหมาก่อสร้าง

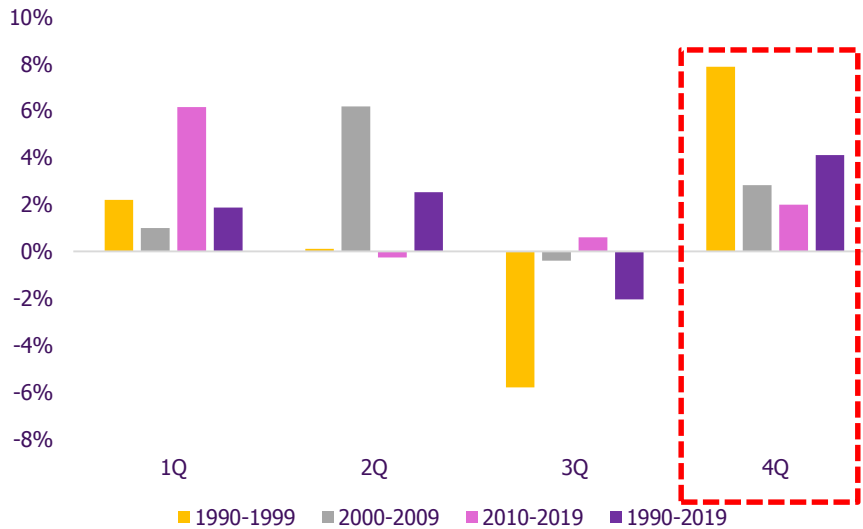
ในขณะที่แนวโน้มดังกล่าวอาจจะดูน่าสนใจ แต่นักลงทุนไม่ควรนำสถิติดังกล่าวมาใช้เป็นข้ออ้างในการจับจังหวะลงทุน การเลือกตั้งไม่ได้ทำให้เกิดความแตกต่างในแง่ของผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาว

# โดยปกติแล้วไตรมาส 4 เป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งที่สุด; หุ่นขนาดเล็กและหุ้นวัฏจักรมักปรับตัวขึ้นได้ดีในไตรมาส 4 แต่ครั้งนี้อาจจะแตกต่างออกไป

ในทศวรรษที่ผ่านมา ไตรมาส 4 เป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งที่สุด โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 4% และปรับตัวเพิ่มขึ้นเกือบ 60% ในช่วงเวลาดังกล่าว เมื่ออิงกับข้อมูลในอดีต ไตรมาส 4 มีแนวโน้มที่จะเป็นไตรมาสที่แข็งแกร่งและผลตอบแทนเป็นบวกต่อเนื่องมาถึงไตรมาส 1 นอกจากนี้ไตรมาส 4 ยังเป็นไตรมาสที่ดีที่สุดสำหรับหุ้นที่มี beta สูง เช่น หุ้นขนาดเล็ก หุ้นคุณค่า และหุ้นวัฏจักร ทั้งนี้ในปีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น SET Index ทำจุดสูงสุดของปีในไตรมาส 4 ประมาณ 56% ของช่วงเวลาดังกล่าว ในทางสถิติ เพียง 30% ของผลตอบแทนติดลบในไตรมาส 4 เกิดขึ้นหลังจากปรับตัวขึ้นแรงในช่วง 9 เดือนแรก

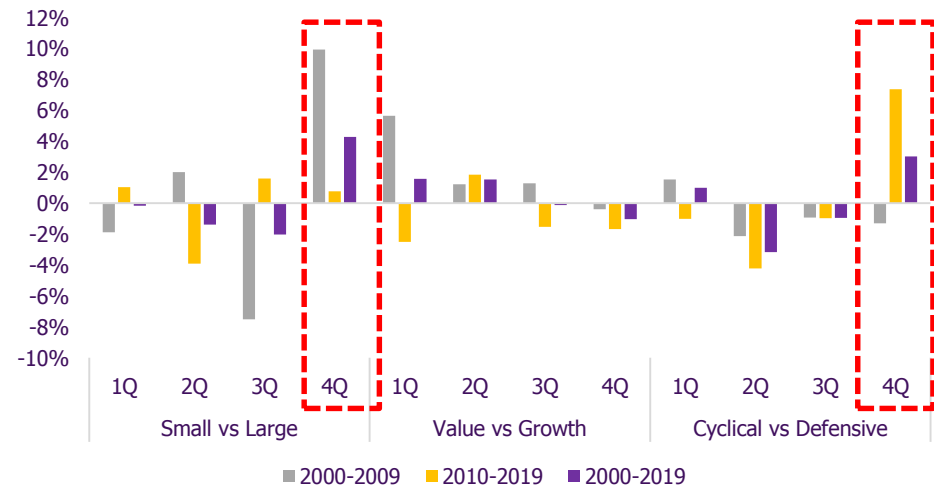
อย่างไรก็ตาม ปีนี้อาจจะแตกต่างออกไปจากสถิติที่ผ่านมา โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับภาวะ stagflation แรงกดดันด้านมาร์จิ้น QE tapering และความเสี่ยงด้านการเมืองที่สูงขึ้นซึ่งอาจทำให้ตลาดเกิดความผันผวนใน 4Q21 ดังนั้นเพื่อเตรียมรับมือกับความผันผวนที่เพิ่มขึ้น เราจึงแนะนำให้คงการถือครองหุ้นขนาดใหญ่และกลุ่มหุ้นเชิงรับที่กำไรมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่งและงบดุลแข็งแกร่งเพื่อลดความผันผวนและป้องกันผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิด

4Q has tended to be strong and likely to continue in 1Q



Source: SET, SCBS Investment Research

Small-cap, Value style and Cyclical tend to outperform in 4Q



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

# การเติบโตของกำไรใน 2H21 จะแย่กว่า 1H21

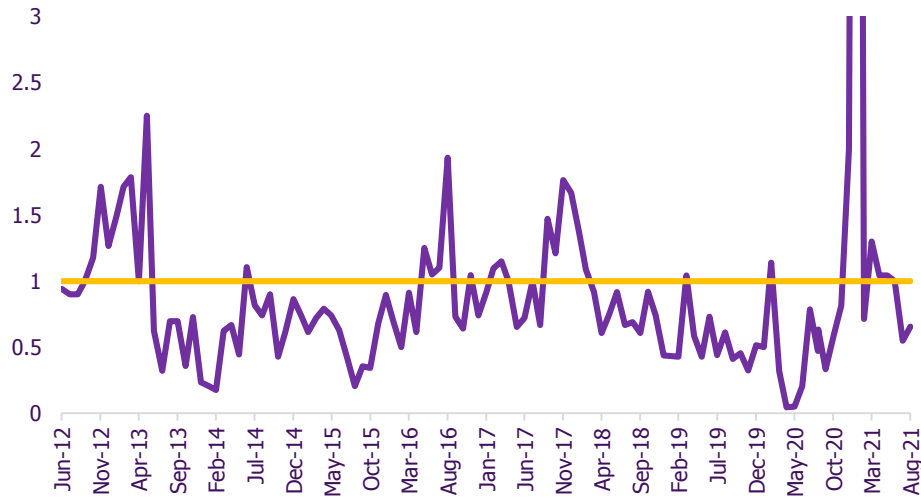
	Average 1H (2014-2019)	1H21 % of FY21	Average 2H (2014-2019)	2H21 % of FY21	%Chg HoH	%Chg YoY
AGRI	46%	58%	54%	42%	-27%	0%
AUTO	52%	44%	48%	56%	27%	-6%
BANK	51%	58%	49%	42%	-29%	12%
COMM	45%	45%	55%	55%	21%	-2%
CONMAT	55%	68%	45%	32%	-53%	-23%
CONS	48%	60%	52%	40%	-34%	-7%
ENERG	71%	54%	29%	46%	-16%	36%
ETRON	51%	44%	49%	56%	27%	22%
FIN	46%	48%	54%	52%	10%	21%
FOOD	50%	40%	50%	60%	47%	25%
HEALTH	52%	42%	48%	58%	36%	23%
ICT	61%	51%	39%	49%	-4%	-11%
MEDIA	68%	10%	32%	90%	826%	397%
PAPER	48%	52%	52%	48%	-8%	1%
PERSON	39%	61%	61%	39%	-36%	-15%
PETRO	57%	81%	43%	19%	-77%	1%
PF&REIT	50%	51%	50%	49%	-3%	1%
PKG	56%	49%	44%	51%	4%	71%
PROP	43%	49%	57%	51%	6%	-10%
STEEL	51%	27%	49%	73%	166%	539%
TOURISM	58%	64%	42%	36%	-44%	65%
TRANS	58%	-48%	42%	148%	-410%	65%
<b>Total</b>	<b>56%</b>	<b>59%</b>	<b>44%</b>	<b>41%</b>	<b>-31%</b>	<b>54%</b>

Source: SET, SCBS Investment Research

เมื่ออิงกับประมาณการของ consensus กำไร 2H21 จะลดลง 31% จาก 1H21 โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องและแรงกดดันด้านต้นทุนจากการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลก ในขณะที่คาดว่ากำไร 2H21 จะเติบโต 54% YoY จากฐานต่ำใน 3Q20 เมื่อเปรียบเทียบกับประมาณการของ SCBS เราเล็งเห็นความเสี่ยง downside ในประมาณการกำไร 2H21 ของ consensus ในกลุ่มขนส่ง พาณิชยกรรม เงินทุน ทองเที่ยว และอสังหาริมทรัพย์ ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบจากมาตรการล็อกดาวน์และการเปิดเมืองที่ช้ากว่าคาดทั้งในตลาดภายในประเทศและตลาดต่างประเทศ ถ้าวาน้ำมันโดยเฉลี่ยต่ำกว่า US\$70/bbl ในเดือนก.ย. 2021 ถึง 4Q21 ประมาณการกำไรของกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับพลังงานมีแนวโน้มที่จะถูกลดลง ในขณะที่คาดว่ากลุ่มยานยนต์และกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์จะถูกปรับประมาณกำไรเพิ่มขึ้น ในกรณีที่ผลกระทบจากปัญหาขาดแคลนวัตถุดิบมีจำกัด

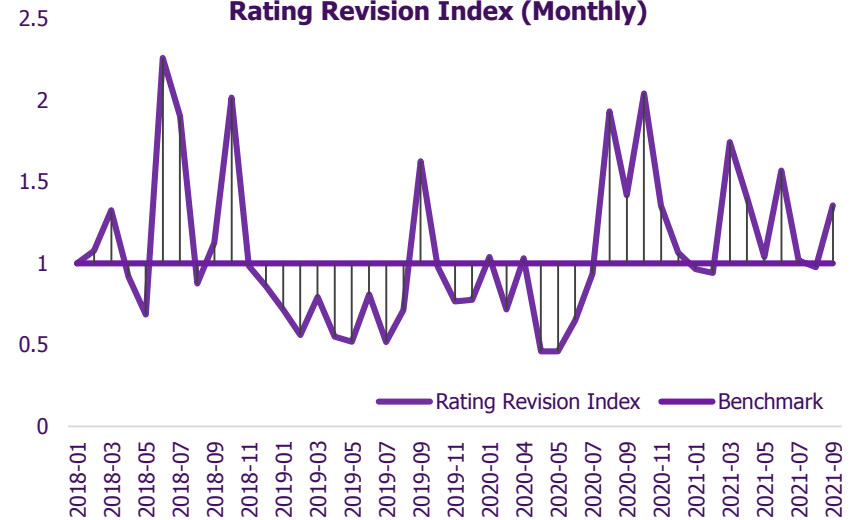
# เด่นจนกว่าเพลงจะหยุด

Earnings Revision Ratio



Source: SCBS Investment Research

Rating Revision Index (Monthly)

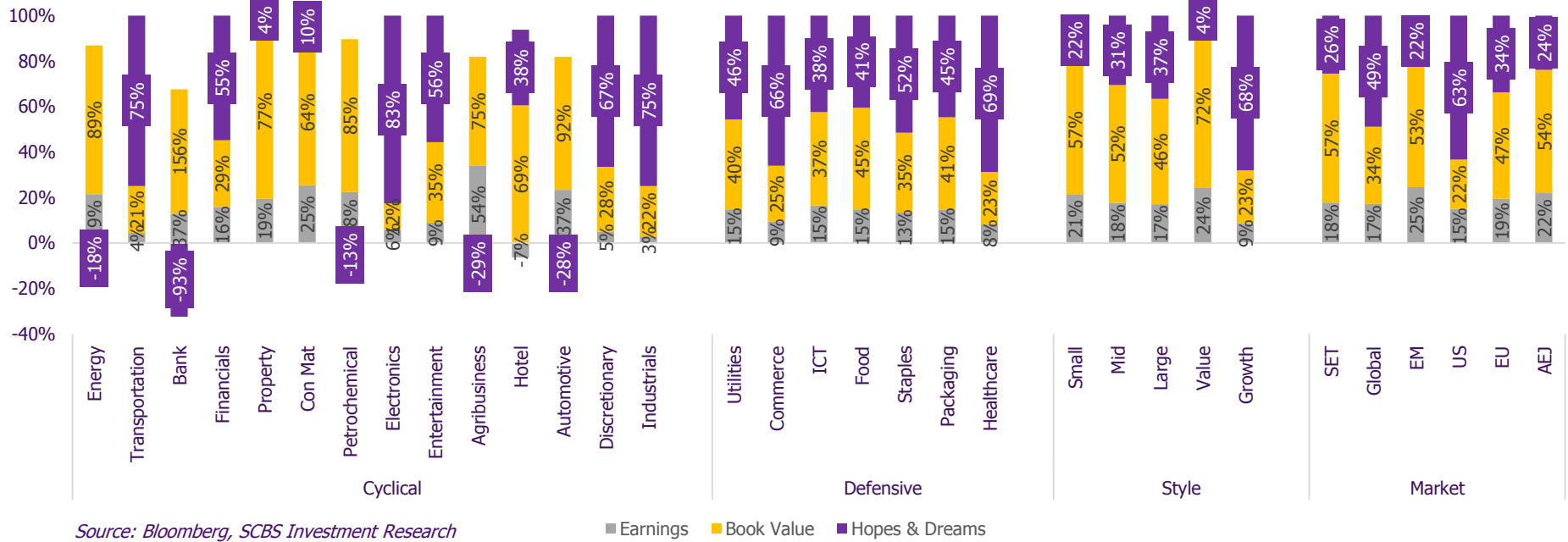


Source: SCBS Investment Research

ประมาณการ EPS ปี 2021 ของ consensus ถูกปรับขึ้นมาแล้ว 1.1% QTD (13% YTD) การปรับประมาณการ EPS รายกลุ่มอุตสาหกรรมและการเคลื่อนไหวของราคาหุ้นมีทิศทางแตกต่างกัน เช่น กลุ่มพลังงาน วัสดุก่อสร้าง ขนส่ง ธุรกิจการเกษตร อิเล็กทรอนิกส์ และยานยนต์ ถูกปรับประมาณการกำไรเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่ราคาหุ้นลดลง แม้กลุ่มสาธารณูปโภค พาณิชย อสังหาริมทรัพย์ และท่องเที่ยว กำลังเผชิญกับการถูกปรับประมาณการกำไรลดลง โดยมีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์ที่เข้มงวด แต่ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจาก consensus เล็งเห็นโอกาสที่จะเปิดประเทศใน 4Q21 เมื่อพิจารณาจากการฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็ว ภาพรวมเรตติ้งของนักวิเคราะห์มีแนวโน้มที่จะถูกปรับขึ้นใน 3Q21 หลังจากปรับลดลงใน 2Q21 แม้ consensus ปรับประมาณการกำไรของกลุ่มอุตสาหกรรมส่วนใหญ่ลดลง แต่เรตติ้งโดยรวมมีแนวโน้มปรับขึ้น ซึ่งชี้ให้เห็นถึงการมองข้ามข่าวร้ายในระยะสั้นและมองไปข้างหน้าถึงการฟื้นตัวหลังสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลายในปี 2022 ดังนั้นเราคิดว่าปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวอาจจะส่งผลทำให้ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้นได้มากกว่าปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคใน 4Q21

# การตั้งความคาดหวังทำได้ง่าย แต่ทำให้เป็นจริงได้ยาก

It is still hoping driving stocks, while earnings show a gradual recovery amid economic growth past peak



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

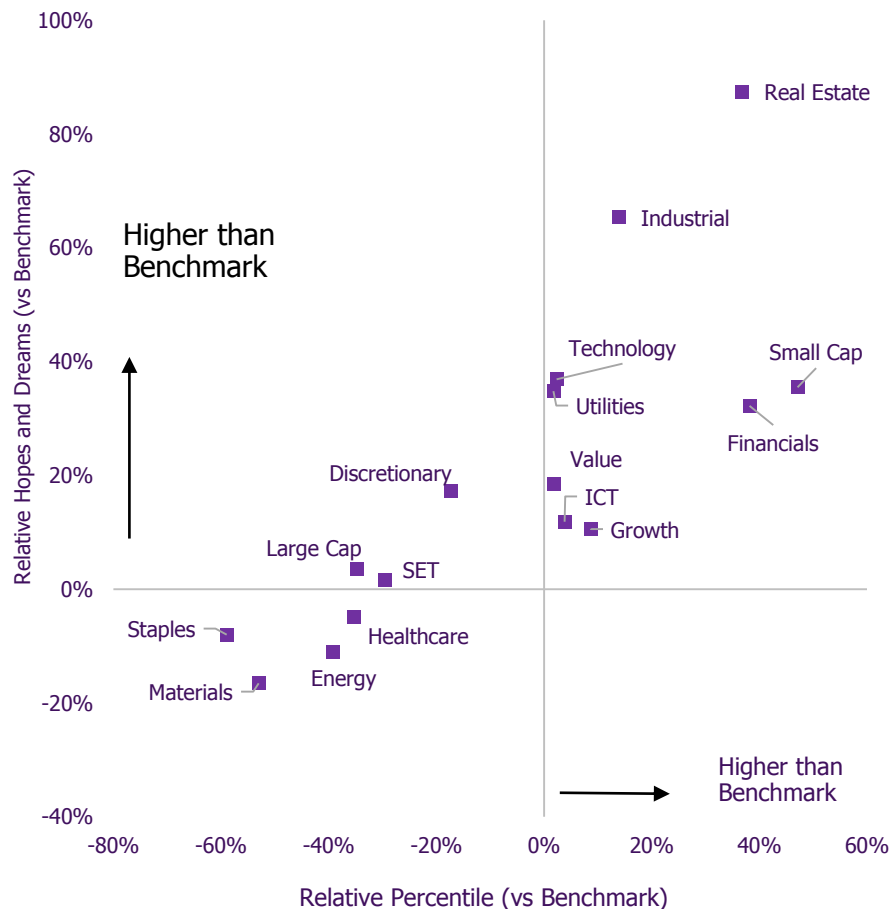
■ Earnings ■ Book Value ■ Hopes & Dreams

จากการคำนวณของเรา เราจัดทำประมาณการ EPS ในระยะ 3 ปีข้างหน้า พร้อมกับมูลค่าทางบัญชีในปัจจุบัน และการคาดการณ์หรือความคาดหวังและความผัน ซึ่งแสดงให้เห็นว่า SET มีความคาดหวังประมาณ 26% เพิ่มขึ้นจาก 24% ใน 2Q21 แต่ยังต่ำกว่า 28% ใน 1Q21 นอกจากนี้ตลาดหุ้นไทยยังมีความคาดหวังสูงกว่าตลาด EM และ AEJ ที่ 22-24% สัดส่วนของความคาดหวังและความผันที่สูงขึ้นบ่งชี้ถึงความ bullish ของตลาด ในขณะเดียวกัน สถานการณ์ปัจจุบันของภาวะเศรษฐกิจมหภาคค่อนข้างยากลำบากเพราะมีแรงต้านรออยู่ข้างหน้า อย่างไรก็ตาม หุ้นวัฏจักรบางตัวถูกและมี contribution จากกำไรและมูลค่าทางบัญชีค่อนข้างสูง ซึ่งเราคิดว่าเป็นกับดักมูลค่า เนื่องจากแนวโน้มผลประกอบการจะได้รับผลกระทบจากความพลิกผันทางธุรกิจครั้งใหญ่ earnings visibility ต่ำ และเผชิญกับอุปสรรคทางเศรษฐกิจมหภาคอย่างมีนัยสำคัญ ณ จุดนี้ เราชอบหุ้นที่ผลประกอบการมีคุณภาพและ valuation สูงขึ้น และหุ้นเชิงรับมากกว่าหุ้นที่เกี่ยวข้องกับเศรษฐกิจมหภาคและ valuation ลดลง

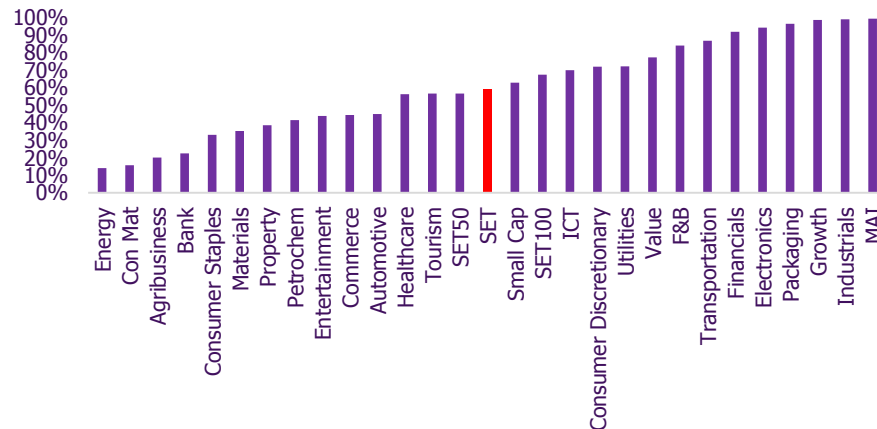


# ความคาดหวังที่สูงเกินไปไม่ได้เกิดจากประเด็นเทคโนโลยีเพียงอย่างเดียว

Sector Hopes and Dream comparison with Benchmark



List of sector level hopes and dream percentiles since 2010



เมื่อพิจารณาที่สัดส่วนความคาดหวังและความฝัน (H&D) รายกลุ่มอุตสาหกรรมเป็นเปอร์เซ็นต์ไทย พบว่าค่าผิดปกติ (outlier) ที่เห็นได้ชัดเจนที่สุดในที่นี้ คือ กลุ่มพลังงาน โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม ESG และพลังงานสะอาด ขณะที่กลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม อิเล็กทรอนิกส์ บรรจภัณฑ์ และขนส่ง มีสัดส่วน H&D มากกว่า 90% เมื่อเปรียบเทียบกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันในตลาดภูมิภาค เราคิดว่ากลุ่มสินค้าอุตสาหกรรม เทคโนโลยี และการเงิน ซื้อขายบนความคาดหวังสูงกว่าหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาค ในขณะที่กลุ่มสินค้าจำเป็น การแพทย์ วัสดุก่อสร้าง และพลังงาน ซื้อขายที่ระดับ discount จากหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคสอดคล้องกับ valuation ของกลุ่ม ภาพดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า valuation ที่แพงของตลาดหุ้นไทยไม่ได้เกิดจากประเด็นเกี่ยวกับเทคโนโลยีหรือการส่งออกเพียงแค่นั้น

Source: SCBS Investment Research

# SET Index เต็มมูลค่าแล้ว; สูงกว่า 1,600 จุดถูกขับเคลื่อนด้วยความหวัง

SET เทรดที่อัตราส่วน P/B 1.75x สูงกว่าอัตราส่วน P/B ตามปัจจัยพื้นฐานของเราที่ 1.7x ซึ่งอิงกับ ROE รายกลุ่มอุตสาหกรรม อัตราการจ่ายเงินปันผล และอัตราการเติบโตระยะยาว อยู่เล็กน้อย การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET index ปี 2022 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,600 จุด สอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่ากำไรสุทธิในปี 2022 จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนโควิด-19 ระบาด กรอบการซื้อขายเป้าหมายใน 4Q21 อยู่ที่ 1,500-1,600 จุด เราคิดว่า SET Index เต็มมูลค่าแล้วในแง่ปัจจัยพื้นฐาน เรามีมุมมองระยะยาวมากขึ้นเมื่อ SET อยู่ที่ระดับสูงกว่า 1,600 จุด เพราะเราเชื่อว่าแนวโน้มธุรกิจหลังโควิด-19 ของบริษัทจดทะเบียนยังไม่มี ความชัดเจน เศรษฐกิจโลกชะลอตัวลง อุปทานหยุดชะงัก แรงกดดันด้านมาร์จิ้นใน 4Q21 รวมถึงบาดแผลจากโควิด-19 อาจสร้างแรงกดดันต่อแนวโน้มการเติบโต และเหตุการณ์เกี่ยวกับเศรษฐกิจมหภาคที่เปรียบเสมือนระเบิดเวลา SET Index ที่ระดับสูงกว่า 1,600 จุด ถูกขับเคลื่อนโดย sentiment กระแสข่าว และการคาดการณ์ แทนที่จะเป็นปัจจัยพื้นฐาน และ valuation ที่สมเหตุสมผล ทีมเปิดประเทศน่าจะเป็นประเด็นที่ช่วยสนับสนุน sentiment

เราคิดว่า การฉีดวัคซีนโควิด-19 ทั่วโลกที่เร็วกว่าคาด และการกลับมาเปิดกิจกรรมภาคบริการในปี 2022 สะท้อนในราคาหุ้นไปบ้างแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการเปิดประเทศปรับตัวขึ้นแรงผ่านระดับก่อนโควิด-19 ระบาดไปแล้ว เมื่อเปรียบเทียบกับแนวโน้มผลประกอบการ การปรับเรตติ้ง และการตอบรับของราคา บ่งชี้ว่า SET Index อยู่ใน bull case scenario ซึ่งตรงกับไหม้ไลน์ผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ในเดือนต.ค. 2021 พอดี

แม้การเติบโตของกำไรและความคาดหวังเป็นปัจจัยหลักที่หนุนให้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรง แต่เรามีความกังวลเกี่ยวกับภาวะ stagflation แรงกดดันด้านมาร์จิ้น สภาพคล่อง และการเติบโตถึงจุดสูงสุด ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันต่อ valuation และความสามารถในการทำกำไร

หุ้นมีมูลค่าสูงในเชิง absolute basis เมื่อเทียบกับในอดีต ดัชนี SET ซื้อขายสูงกว่าเปอร์เซ็นต์ในไทยที่ 90 เมื่ออิงกับตัววัดมูลค่าที่หลากหลาย ได้แก่ P/E, EV/sales, EV/EBITDA, price/book และ market cap/GDP ซึ่งชี้ให้เห็นถึงความจำเป็นต่อระยะยาว เราคาดว่าจะมีการปรับสมดุลใหม่ในการประเมินมูลค่ากลุ่มอุตสาหกรรม การใช้วิธีการประเมินมูลค่าหลายวิธีรวมกัน ชี้ให้เห็นว่า upside ของ valuation จากระดับปัจจุบันมีจำกัด เราแนะนำให้นักลงทุนรอจังหวะซื้อเพื่อเพิ่ม margin of safety โดยมีจุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,500-1,550 จุด

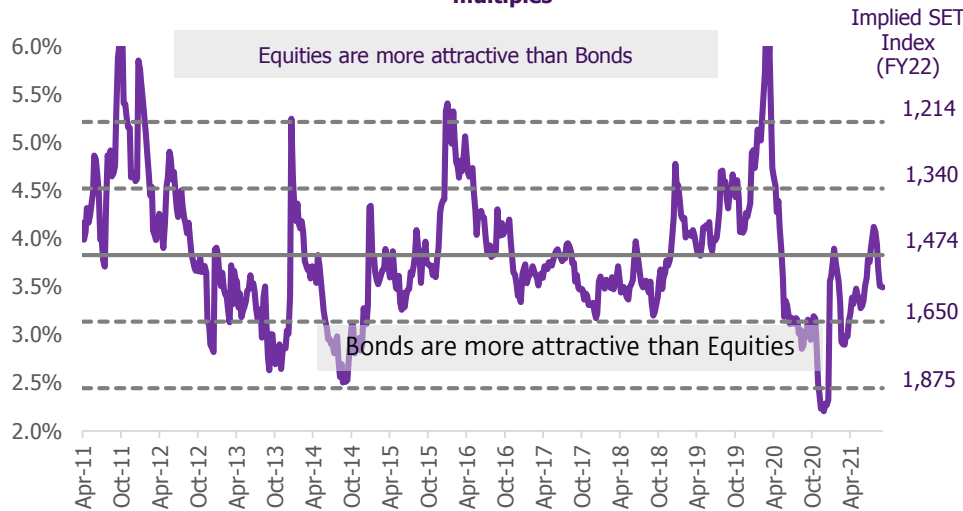
# Bottom-up P/B approach – เป้า SET Index อยู่ที่ 1,600 จุด

	Book value (2022)	Target PB		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
<b>Energy</b>	2,425,012	1.4	1.2	3,454,124	2,910,014
<b>Utilities</b>	282,981	2.7	2.2	771,439	622,557
<b>Bank</b>	2,611,791	0.8	0.7	2,093,709	1,828,254
<b>Trans</b>	317,038	3.4	3.4	1,082,497	1,077,930
<b>ICT</b>	575,626	4.1	3.5	2,373,418	2,037,715
<b>Food</b>	563,468	2.4	2.2	1,352,142	1,239,629
<b>Commerce</b>	432,564	5.3	5.4	2,284,592	2,335,847
<b>Petro</b>	552,189	1.3	1.2	697,012	662,626
<b>Healthcare</b>	186,269	5.5	5.7	1,029,346	1,061,733
<b>Electronics</b>	93,325	4.3	2.6	405,007	242,645
<b>Property</b>	756,466	1.5	1.3	1,131,066	983,406
<b>Tourism</b>	40,828	3.3	2.2	135,901	91,291
<b>Media</b>	63,746	3.6	2.6	226,959	165,740
<b>Con Mat</b>	533,283	2.2	1.6	1,166,093	853,253
<b>Finance</b>	277,780	3.1	3.3	850,393	916,674
<b>Cons</b>	101,671	1.4	0.8	140,303	82,986
<b>Others</b>	1,006,266	1	1	1,006,266	1,006,266
<b>Implied target</b>				1,767	1,605

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

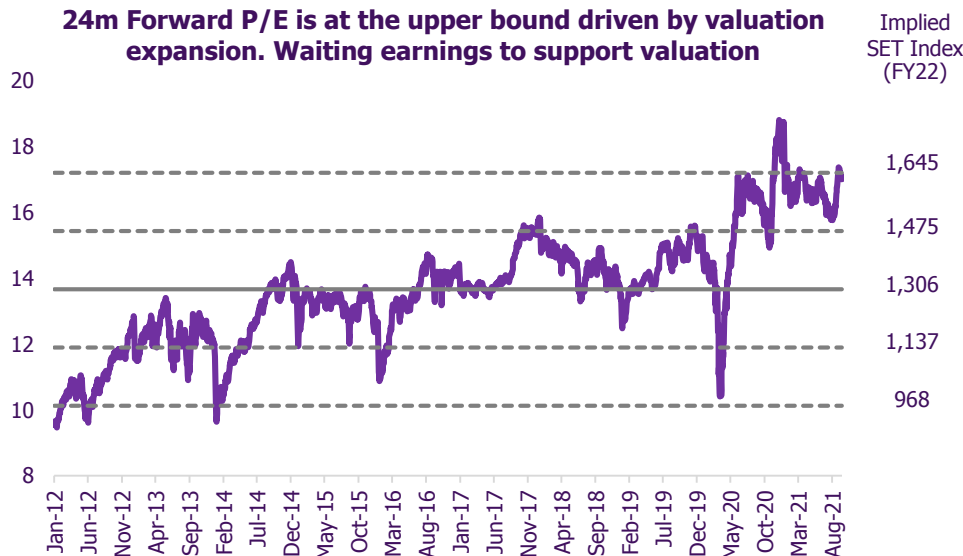
# Valuation ตึงตัว, กำไรที่มีคุณภาพเป็นสิ่งสำคัญ

Thai bond/equity yield gap is at 1SD below average. Rising rate could pressure equity multiples



Source: Bloomberg, ThaiBMA, SCBS Investment Research

24m Forward P/E is at the upper bound driven by valuation expansion. Waiting earnings to support valuation



SET Index เทรดที่ upper band valuation และดูมีมูลค่าแพงทั้งๆ ที่ผลประกอบการฟื้นตัว earnings yield gap ที่ 3.5% ชี้ให้เห็นว่าหุ้นค่อนข้างแพงเมื่อเทียบกับพันธบัตร อย่างไรก็ตาม SET เทรดที่ PE ระดับ 18.9x/16.8x ในปี 2021/2022F ซึ่งเท่ากับระดับ +2SD จากค่าเฉลี่ย 10 ปี ซึ่งดูเหมือนว่าจะเป็น valuation ที่ตึงตัว เราเชื่อว่าการเติบโตที่ชะลอลดตัวลงและนโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นจะส่งผลทำให้เกิดการปรับสมดุลใน valuation และอาจจะทำให้หุ้นดูไม่น่าสนใจเมื่อเทียบกับพันธบัตร เรายังคงเชื่อว่าผลตอบแทนตลาดจะถูกขับเคลื่อนโดยการเติบโตของกำไรแทนที่จะเป็นการเพิ่มขึ้นของ valuation สภาพคล่องที่ลดลงและความผันผวนสูงจะสร้างแรงกดดันต่อการ re-rate valuation เพิ่มเติม ดังนั้น valuation จึงดูเหมือนจะปรับเพิ่มขึ้นได้จำกัด กำไรที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งด้วยคุณภาพสูงจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนราคาหุ้นและ valuation

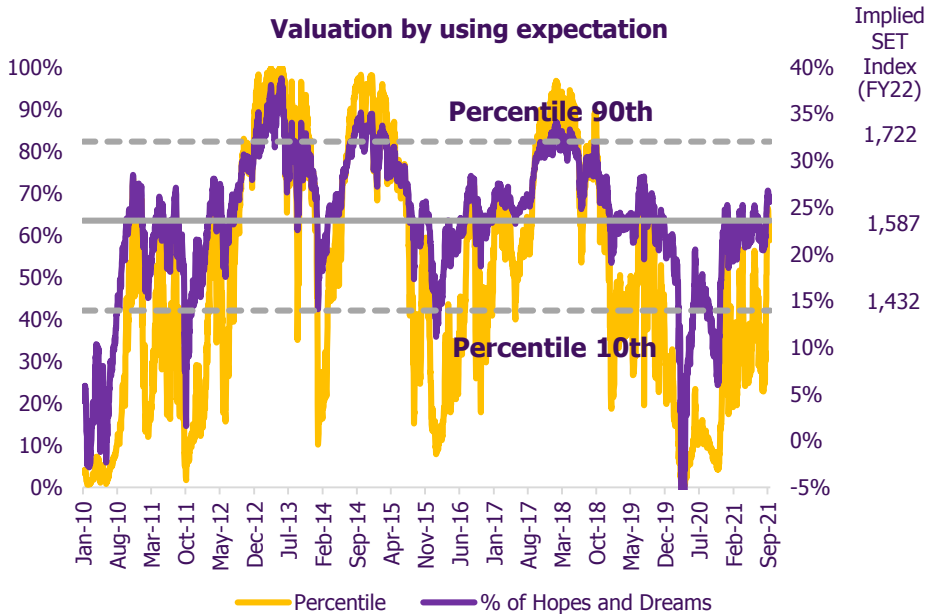
จุดโฟกัสใน 4Q21 ของเราจะมุ่งไปที่มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน และประเด็นเกี่ยวกับการเติบโตครั้งใหม่แทนที่จะไปเติมพื้กับการเพิ่มขึ้นของ valuation การไหลเข้าของเม็ดเงินต่างชาติ และการเคลื่อนไหวของ yield

# เรามองไปในทาง Bear case มากกว่า Bull case

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	17.0	16.7	1,596	-2%	18.8	1,797	11%	15.4	1,472	-9%
P/B and ROE	1.7	1.7	1,636	1%	1.9	1,788	10%	1.6	1,503	-8%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 0.5%	ERP 6.5% / Rf 0.5%	1,593	-2%	ERP 6% / Rf 1%	1,738	7%	ERP 7.5% / Rf 0.25%	1,471	-10%
Earnings Yield Gap	408	415	1,607	-1%	342	1,831	13%	488	1,431	-12%
Hopes and Dreams	26%	24%	1,587	-2%	32% (Percentile 90%)	1,722	6%	14% (Percentile 10%)	1,432	-12%
		<b>Average</b>	<b>1,604</b>	<b>-1%</b>		<b>1,775</b>	<b>9%</b>		<b>1,462</b>	<b>-10%</b>
		<b>Median</b>	<b>1,596</b>	<b>-2%</b>		<b>1,788</b>	<b>10%</b>		<b>1,471</b>	<b>-10%</b>

SOURCE: SCBS INVESTMENT RESEARCH

Valuation by using expectation



Source: SCBS Investment Research

วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัด การใช้ค่าเฉลี่ยของทั้ง 5 วิธีบ่งชี้ว่า valuation มี downside 1% ซึ่งคิดเป็น P/E เป้าหมายได้ที่ 17 เท่า เราประเมินกรณี bull case และ bear case ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation มี upside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 10% และมี downside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 9% จากระดับปัจจุบัน เมื่อเทียบกับเป้าหมายที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานของ SET ที่ 1,600 จุด ควบคู่ไปกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ ด้วย margin of safety ที่ 10% จากระดับปัจจุบัน แม้เรามีมุมมองเป็นลบ แต่เราคาดว่าจะเห็น SET ย่อตัวลงเพียงเล็กน้อยที่ประมาณ 5% เนื่องจากสภาพคล่องยังสูง และคาดว่าจะสามารถฟื้นตัวได้อย่างแข็งแกร่ง

# โรดแมปการลงทุนใน 4Q21 และปี 2022

## 4Q21

เราคิดว่าภาวะ Goldilocks ที่เกิดจากการกระจายวัคซีนและการระบาด ของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตาในระดับที่สามารถจัดการได้ กิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้น และการฟื้นตัวของประกอบการ สะท้อนในราคาหุ้นไปเรียบร้อยแล้ว สำหรับช่วงที่เหลือของปีนี้ การเติบโตของเศรษฐกิจในประเทศหลักๆ ผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว แม้ระดับ ของการเติบโตยังคงแข็งแกร่ง เศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มที่จะเติบโตใน อัตราชะลอตัวลง เนื่องจากแรงกระตุ้นจากการเปิดประเทศและมาตรการ การคลังจะเริ่มแผ่วลง และธนาคารกลางจะหันมาให้ความสนใจกับการ ปรับนโยบายการเงินกลับสู่ภาวะปกติ แนวโน้มที่เฟดจะเปลี่ยนมาใช้ นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นเร็วกว่าคาดอาจจะส่งผลทำให้ yield curve มีลักษณะแบนราบมากขึ้น และดอลลาร์แข็งค่ามากกว่าที่เรา คาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน นอกจากนี้ แรงหนุนจากนโยบายการคลังก็จะ ลดลงทั่วโลก การขาดแคลนวัตถุดิบจะสร้างแรงกดดันต่อความสามารถ ในการทำกำไรใน 4Q21 การมีปฏิสัมพันธ์ระหว่างมุมมองเกี่ยวกับทำที่ที่ เข้มงวดมากขึ้นของเฟดกับการเติบโตของตลาดจะยังคงครอบงำมุมมอง ความเสี่ยงด้านวัฏจักรต่อไป ดังนั้นแนวโน้มตลาดจึงเป็นลบ แต่เราคาด ว่า SET จะย่อตัวลงเพียงเล็กน้อยเนื่องจากยังมีสภาพคล่องจำนวนมาก และความคาดหวังถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นในปี 2022

เราแนะนำให้เปลี่ยนจุดโฟกัสจากการเติบโตของ DM มายังการฟื้นตัว ของ EM, ภาวะ Reflation สู่ภาวะ Stagflation, Global cyclical play สู่ Domestic reopening, และ Hope สู่ Growth อำนาจในการกำหนด ราคาสูงเป็นปัจจัยสำคัญที่จะช่วยสนับสนุนความอยู่รอด ผลตอบแทน ตลาดจะขึ้นอยู่กับกำไรแทนที่จะเป็นการเพิ่มขึ้นของ valuation

## 2022

ในอนาคตข้างหน้า และโดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อเราก้าวเข้าสู่ปี 2022 แนวโน้มการเติบโตและนโยบายน่าจะเป็นมิตรน้อยลง เรา คาดว่าผลกระทบทางเศรษฐกิจจากการระบาดของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์ใหม่จะอยู่ในแง่ของการปรับเปลี่ยนเวลาในการเปิด ประเทศในอีกไม่กี่ไตรมาสข้างหน้ามากกว่าที่จะทำให้วิถีทาง เปลี่ยนไป ไวรัสเดลต้าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยน้อยลง สืบเนื่องจากการสร้างภูมิคุ้มกันได้เพิ่มขึ้นจากการฉีดวัคซีนอย่าง รวดเร็ว เราเห็นความเสี่ยงที่มีนัยสำคัญมากขึ้นต่อกลุ่มวัฏจักร สิ่ง สำคัญที่สุดคือ เศรษฐกิจโลกน่าจะเติบโตในอัตราชะลอตัวลง เนื่องจากแรงส่งหลายอย่างด้วยกันเริ่มแผ่วลง นอกจากนี้ ปัญหา การหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานทั่วโลกคาดว่าจะคลี่คลายลงในปี 2022 โดยเฉพาะอย่างยิ่งการขนส่งทางทะเลและชิ้นส่วนเซมิคอน ดักเตอร์ เงินเฟ้อและแรงกดดันด้านต้นทุนคาดว่าจะลดลง พลังงาน สะอาดยังคงเป็นธีมหลักในปี 2022 เราคาดว่ากำไรจะเติบโต 9% YoY ในปี 2022

เนื่องจาก valuation สูง ตลาดหุ้นไทยจึงมีแนวโน้มที่จะถูก ขับเคลื่อนโดยปัจจัยเศรษฐกิจมหภาคลดน้อยลง เราเชื่อว่า core portfolio ควรจะเป็นหุ้นเชิงรับที่กำไรมีแนวโน้มเติบโต และโฟกัส มากขึ้นที่ conviction idea จากธีมการฟื้นตัวหลังสถานการณ์ โควิด-19 คลี่คลาย เช่น นวัตกรรมทางเทคโนโลยี และเศรษฐกิจสีเขียว เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มพาณิชย์ ขนส่งทางบก นิคม อุตสาหกรรม และอสังหาริมทรัพย์

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4Q21

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
<p>คาดสถานการณ์โควิด-19 ขึ้น pent-up demand จะช่วยผลักดันในการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น</p>	<p>ดี คาดการณ์ดำเนินงานดีกว่า 3Q21 โดยอิงกับมุมมองที่ว่าสถานการณ์โควิด-19 ดีขึ้น ความกังวลเกี่ยวกับมาร์จินน่าจะผ่อนคลายลงหลังจากปรับราคา</p>	<p>คาดสินเชื่อเติบโตเร่งตัวขึ้นตามฤดูกาล ยังตั้งสำรองจำนวนมาก opex เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล</p>	<p>คาด SSS และรายได้ค่าเช่าลดลงในอัตราที่น้อยกว่า 3Q21 โดยมีสาเหตุมาจากกำลังซื้อและความเชื่อมั่นที่เปราะบาง และการลดค่าเช่าอย่างต่อเนื่อง</p>	<p>คาดกำไรทรงตัวโดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นท่ามกลางปริมาณขายที่ดีขึ้น</p>
อิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหาร	การแพทย์
<p>คาดอุปสงค์เติบโตลดลงจากฐานสูง การหยุดชะงักของอุปทานมีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ผลการดำเนินงานเติบโตลดลง</p>	<p>ความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปจะฟื้นตัว QoQ โดยมีการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์และการเดินทางทางอากาศเพิ่มขึ้น เราคาดว่า crack spread ของน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยานจะฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ราคาน้ำมันน่าจะมีความเสถียรมากขึ้น เนื่องจากโอเปกพลัสจะจับตาอุปสงค์อย่างต่อเนื่องเพื่อบริหารจัดการอุปทานที่จะเข้าสู่ตลาดเพิ่มเติม</p>	<p>คาดกำไรทรงตัว QoQ โดยสินเชื่อจะเติบโตเร่งตัวขึ้น NIM ทรงตัว คุณภาพสินทรัพย์แยกลงในระดับที่สามารถจัดการได้</p>	<p>ผู้ประกอบการกลุ่มธุรกิจสัตว์น้ำมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรในระดับทรงตัวหรือปรับตัวดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายและมาร์จินที่แข็งแกร่ง และเงินบาทอ่อนค่า; ผู้ประกอบการกลุ่มธุรกิจสัตว์บกมีแนวโน้มที่รายงานกำไรลดลง YoY โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างที่แคบลงระหว่างราคาและต้นทุนธุรกิจสัตว์บก</p>	<p>คาดรายได้จากบริการเกี่ยวกับโควิด-19 กลับคืนสู่ระดับปกติ โดยอิงกับมุมมองที่ว่าสถานการณ์โควิด-19 ปรับตัวดีขึ้นและอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น</p>
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
<p>คาดสถานการณ์โควิด-19 ปรับตัวดีขึ้น pent-up demand จะช่วยหนุนให้อัตราการเข้าพักและการดำเนินงานของผู้ประกอบการโรงแรมปรับตัวดีขึ้น</p>	<p>คาดรายได้จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ จากการให้บริการ 5G เพิ่มขึ้น (เครื่องโทรศัพท์มือถือ 5G ที่ราคาจับต้องได้มากขึ้นจะวางจำหน่ายใน 2H21) และทำกิจกรรมหลากหลายได้ดีขึ้น (คลายล็อกดาวน์)</p>	<p>เราน่าจะเห็นกำไรฟื้นตัว QoQ เนื่องจากเราคาดว่ารัฐบาลจะผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์เมื่ออัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น</p>	<p>ผลการดำเนินงานจะลดลงต่อเนื่อง QoQ เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์แคบลง และค่าใช้จ่ายจะสูงขึ้นจากการปรับปรุงผลประกอบการเต็มปี</p>	<p>คาดกำไรสูงสุดของปี 2021 ในไตรมาสนี้ โดยเกิดจากโอน backlog จำนวนมากในครึ่งปีหลัง และ pent-up demand จาก 3Q21 คาดเปิดตัวโครงการใหม่ในช่วงครึ่งแรกของ 4Q21</p>

# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2022

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
การฟื้นตัวส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นใน 2H22 ในขณะที่เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในทิศทางฟื้นตัว แต่ความเร็วในการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยเฉพาะในระยะแรก ยังไม่มีความไม่แน่นอน คาดว่าจะเห็นความคืบหน้าของแผนปรับโครงสร้างกิจการสำหรับผู้ประกอบการสายการบิน	คาดกำไรกลับมาเติบโตตามปกติ ในปี 2022 ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตา คือ สถานการณ์ขาดแคลนเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลก	คาดกำไรฟื้นตัวปานกลาง โดยเกิดจากการตั้งสำรองลดลงและสินเชื่อที่เติบโตเพิ่มขึ้นเล็กน้อย มี upside จากการที่ธปท.ขยายระยะเวลาปรับลดอัตราเงินนําส่งเข้ากองทุน FIDF เหลือ 0.23% จาก 0.46% ต่อปี ออกไป	คาดเติบโตโดยได้รับปัจจัยหนุนจาก SSS และรายได้ค่าเช่าที่ฟื้นตัวดีขึ้นจากฐานต่ำในปี 2021 ที่มีสาเหตุมาจากมาตรการล็อกดาวน์ และกำลังซื้อฟื้นตัว	คาดกำไรทรงตัวโดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นท่ามกลางปริมาณขายที่ดีขึ้น
อิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหาร	การแพทย์
ยังเติบโตแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการเปลี่ยนผ่านด้านเทคโนโลยี ในขณะที่เรามีความกังวลเกี่ยวกับอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากการฟื้นตัวหลังจากภาวะอุปทานหยุดชะงักและอุปทานใหม่ นอกจากนี้การทำงานที่บ้านและเรียนออนไลน์น้อยลงจะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตในระยะสั้น	กำไรของธุรกิจน้ำมันและก๊าซจะกลับคืนสู่ระดับปกติหลังจากปรับตัวขึ้นแรงในปี 2021 โดยมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น กำไรของธุรกิจ E&P น่าจะเพิ่มขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น ในขณะที่กลุ่มโรงไฟฟ้าจะรับรู้กำไรจากกำลังการผลิตใหม่อย่างต่อเนื่องทั้งโครงการที่ลงทุนเองและสินทรัพย์ที่ซื้อมา	คาดกำไรฟื้นตัวปานกลาง โดยได้รับการสนับสนุนจากสินเชื่อที่เติบโตเร่งตัวขึ้น	การเติบโตของกำไรจะได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยเฉพาะตัว เช่น การเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ของ GFPT; กำไรของบริษัทอื่นๆ จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัว YoY	BCH และ CHG: คาดกำไรลดลงในปี 2022 จากฐานสูงผิดปกติในปี 2021 ที่เกิดจากบริการเกี่ยวกับโควิด-19 BDMS และ BH: คาดกำไรเติบโต โดยได้รับการสนับสนุนจากการดำเนินงานสำหรับผู้ป่วยคนไทยและต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้น
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
ในขณะที่เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยอยู่ในทิศทางฟื้นตัว แต่ความเร็วในการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย โดยเฉพาะในระยะแรก ยังไม่มีความไม่แน่นอน เนื่องจากความต้องการเดินทางได้รับผลกระทบจากอัตราการฉีดวัคซีนระดับต่ำในบางประเทศ ไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์ใหม่ๆ และมาตรการควบคุมโควิด-19 ของแต่ละประเทศ ผลประกอบการน่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญใน 2H22 โดยอิงกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และโครงสร้างต้นทุนที่ลดลงจะส่งผลทำให้จุดคุ้มทุนต่ำลง	เราน่าจะเห็นรายได้จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ฟื้นตัวเล็กน้อยตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ นอกจากนี้รายได้จากภาคองค์กรและบริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงก็จะเติบโตอย่างต่อเนื่อง.	กำไรจะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง (ได้รับการสนับสนุนจากปริมาณ traffic และจำนวนผู้โดยสารที่ปรับตัวดีขึ้น) ต่อเนื่องในปี 2022 จากฐานต่ำในปี 2021 และเราเชื่อว่าทุกอย่างจะกลับคืนสู่ภาวะเกือบปกติ	กำไรจะลดลง YoY หลังจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นทำสถิติสูงสุดในปี 2021 โดยมีสาเหตุมาจากเหตุการณ์ polar vortex ใน 1Q21 upside ของกำไรจะเกิดจากการซื้อกิจการใหม่ แต่อาจจะไม่สามารถชดเชยผลกระทบของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง YoY ได้	ยอดขายและโครงการเปิดใหม่ฟื้นตัว คาดว่าจะเห็นการเติบโตทั้งในโครงการแนวราบและคอนโด ซึ่งจะช่วยสนับสนุนรายได้ในระยะสั้นและระยะยาว อัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวเล็กน้อย โดยมีสาเหตุมาจากแรงกดดันที่ลดน้อยลงจากการขายสินค้าคงคลัง



# คาดการณ์ไรเติบโตต่อเนื่องในปี 2022

	Mkt. Cap. (Btm)	Net Profit (Btm)				Growth (%)			
		20A	21F	22F	23F	20A	21F	22F	23F
Agribusiness	16,550	1,352	680	919	1,064	13.1	(49.7)	35.2	15.8
Automotive	37,032	1,834	4,222	4,657	5,147	(34.2)	130.2	10.3	10.5
Banking	1,507,855	143,681	169,437	199,233	220,210	(32.1)	17.9	17.6	10.5
Commerce	1,432,566	33,823	27,164	39,400	48,416	(38.2)	(19.7)	45.0	22.9
Construction Materials	596,717	40,628	58,452	58,181	62,607	9.4	43.9	(0.5)	7.6
Energy & Utilities	2,667,063	45,566	197,839	193,431	211,910	(70.6)	334.2	(2.2)	9.6
Finance & Securities	619,750	25,762	29,520	33,218	38,672	(21.8)	14.6	12.5	16.4
Food & Beverage	740,038	17,951	14,575	29,741	41,282	(53.8)	(18.8)	104.1	38.8
Health Care Services	574,453	10,937	13,606	14,509	17,329	(49.1)	24.4	6.6	19.4
Information & Communication Technology	762,315	33,590	28,039	29,631	36,378	(20.5)	(16.5)	5.7	22.8
Insurance	87,720	2,654	5,094	6,172	8,161	(49.1)	91.9	21.2	32.2
Media & Publishing	5,467	312	285	325	354	23.6	(8.9)	14.1	9.1
Packaging	267,234	6,457	8,464	10,109	11,121	22.6	31.1	19.4	10.0
Paper & Printing Materials	11,115	1,011	936	973	1,021	17.2	(7.4)	3.9	5.0
Personal Products & Pharmaceuticals	7,140	168	176	291	374	(11.9)	4.9	65.6	28.3
Petrochemicals & Chemicals	514,671	3,174	69,188	45,642	52,246	(81.4)	2,079.8	(34.0)	14.5
Property Development	381,683	21,024	22,823	25,583	27,657	(32.8)	8.6	12.1	8.1
Tourism & Leisure	60,507	(4,490)	(3,835)	(1,869)	737	(305.1)	(14.6)	(51.3)	(139.4)
Transportation & Logistics	1,211,166	7,589	(12,717)	(555)	26,888	(80.8)	(267.6)	(95.6)	(4,943.3)
<b>SCBS Universe</b>	<b>11,501,043</b>	<b>393,024</b>	<b>633,944</b>	<b>689,589</b>	<b>811,573</b>	<b>(43.8)</b>	<b>61.3</b>	<b>8.8</b>	<b>17.7</b>

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

ตลาดมองข้ามปี 2021 และโฟกัสที่ปี 2022 การเติบโตของภาคบริการจะถูกกดดันโดยการเติบโตของภาคการผลิตที่อ่อนแอลง เนื่องจากการสร้างภูมิคุ้มกันน่าจะนำไปสู่การป้องกันและการยุติมาตรการล็อกดาวน์ ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ภาคบริการฟื้นตัวจากปี 2021 อย่างต่อเนื่อง ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS จะเติบโต 61% YoY ในปี 2021 และเติบโตต่อเนื่องที่ 8.8% YoY ในปี 2022 ประเมินการอัตราการเติบโตของเราต่ำกว่า consensus ซึ่งคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด 113% YoY ในปี 2021 และ 13% YoY ในปี 2022 EPS growth ในปี 2021 จะได้รับการสนับสนุนจากกลุ่มพาณิชย์ อาหารและเครื่องดื่ม ประกัน และบรรจภัณฑ์ ขณะที่คาดว่ากลุ่มท่องเที่ยวและขนส่งจะรายงานขาดทุนลดลงในปี 2022 เราเชื่อว่ากำไรปี 2022 จะเติบโตถึงระดับที่เราคาดการณ์ไว้ ด้วย earnings visibility ที่ดีขึ้นหลังจากฉีดวัคซีนได้อย่างรวดเร็วและการท่องเที่ยวฟื้นตัวใน 2H22

# สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 4Q21

	Analyst score	ปัจจัยกระตุ้น/ปัจจัยเสี่ยง
พาณิชย์	7	ความเชื่อมั่นและกิจกรรมเพิ่มขึ้นจากความคืบหน้าในการฉีดวัคซีนให้กับประชาชนในวงกว้างและการผ่อนคลายมาตรการล็อกดาวน์ ผู้ประกอบการค้าปลีกโมเดิร์น เทคทุกรายจะได้ประโยชน์จากมาตรการกระตุ้น คาดกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง
การแพทย์	7	ได้ประโยชน์ในระยะสั้นจากรายได้จากบริการเกี่ยวกับโควิด-19 ที่เพิ่มสูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากความรุนแรงของการระบาดระลอก 3 ความคืบหน้าในการเปิดประเทศใน 4Q21 จะส่งผลดีต่อบริการผู้ป่วยต่างชาติ อย่างไรก็ตาม ผลกระทบจากฐานสูงในปี 2021 จะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโต
ICT	7	คาดว่ากำไรฟื้นตัว YoY ใน 4Q21 แต่ความกังวลหลัก คือ การใช้บริการ 5G ของภาคองค์กร เราเชื่อว่าความน่าสนใจของกลุ่ม ICT คือการเป็นกลุ่มปลอดภัยในช่วงที่ตลาดปรับตัวลดลง
ประกัน	7	มีความกังวลเกี่ยวกับการเคลมค่าสินไหมประกันโควิด-19 ที่เพิ่มสูงขึ้นใน 3Q21 คาดเบี้ยประกันรับฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป และ combined ratio ปรับตัวดีขึ้นใน 4Q21 ROI มี upside จากภาวะตลาดทุนที่ดีและการออกผลิตภัณฑ์ใหม่ให้มารัฐเงินสูง
ขนส่งทางบก	7	คาดว่าจะเห็น traffic ฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 4Q21 โดยได้รับการสนับสนุนจากการฉีดวัคซีนให้กับประชาชนในวงกว้างและการเปิดประเทศไทยจะเริ่มเปิดประเทศในปี 2022 ซึ่งจะช่วยกระตุ้นให้ traffic ฟื้นตัวต่อเนื่อง
สาธารณูปโภค	7	4Q21 เป็นไตรมาสที่อ่อนแอที่สุด อาจจะมีการประกาศกำลังการผลิตใหม่ และความต้องการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรมจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง คาดฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป
ธนาคาร	6	valuation ไม่แพง แต่แนวโน้มกำไรไม่น่าตื่นเต้น เพราะ NPL จะเพิ่มขึ้น และ credit cost สูง ขณะที่สินเชื่อเติบโตต่ำ และ NIM อ่อนแอ คุณภาพสินทรัพย์ยังน่าเป็นห่วง ในขณะที่ upside คือ แนวโน้มที่จะมีการขยายระยะเวลาปรับลดอัตราเงินนำส่งเข้ากองทุน FIDF
ปิโตรเคมี	6	มีกำลังการผลิตเพิ่ม (ส่วนใหญ่จากจีน) ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลทำให้ spread แคบลง เศรษฐกิจโลกชะลอตัว เข้าสู่โลว์ซีซั่น
พลังงาน	6	ราคาน้ำมันมี upside จำกัด เพราะอุปทานจากโอเปกจะเข้าตลาดมากขึ้น; GRM สูงขึ้น เนื่องจากความต้องการน้ำมันอากาศยานจะเพิ่มขึ้น เพราะอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น
อาหารและเครื่องดื่ม	6	ได้ประโยชน์จากการเปิดเมืองและมาตรการกระตุ้นจากภาครัฐ ตลาดต่างประเทศน่าจะกลับสู่ภาวะปกติในปี 2022 ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น เช่น อลูมิเนียม และน้ำตาล เป็นความกังวลของเรา ก็ยุง ก็ยุง และกระท่อม เป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ
อสังหาริมทรัพย์	6	Backlog ใน 4Q21 ช่วยสนับสนุนกำไร ในขณะที่กำไรใน 3Q21 จะเติบโตน้อย โดยมีสาเหตุมาจากผลกระทบของฐานสูง ความกังวล คือ อัตราการปฏิเสธสินเชื่อสูง และมาตรการกระตุ้นภาคอสังหาฯ ที่ไม่ชัดเจน คาดเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มหลังคลายล็อกดาวน์
ท่องเที่ยว	6	ปัจจัยกระตุ้น คือ ความคืบหน้าในการเปิดประเทศในปี 2022 สิ่งสำคัญที่ต้องจับตา คือ ความต้องการเดินทางที่อาจจะได้รับผลกระทบจากเทคโนโลยีใหม่ ปัจจัยเสี่ยง downside ที่สำคัญ คือ อุปทานห้องพักใหม่ การฟื้นตัวช้าจากตลาดจีน และวัฏจักรการลงทุนรอบใหม่
เงินทุน	5	คาดสินเชื่อเติบโตเร่งตัวขึ้น คุณภาพสินทรัพย์อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ แต่ NIM อ่อนแอลงจากการแข่งขันทางราคาที่สูงขึ้น รายได้ค่าธรรมเนียมจากการทวงถามหนี้ น่าจะลดลง ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบยังคงเป็นสิ่งที่น่ากังวล
อาหาร	4	ต้นทุนอาหารสัตว์และค่าขนส่งสูงขึ้น ท่ามกลางฐานสูงของมาร์จิ้นธุรกิจสัตว์บกใน 3Q20 รวมถึงฐานสูงของมาร์จิ้นธุรกิจอาหารทะเล กำไรและมาร์จิ้นจะลดลง
ยานยนต์	3	กังวลเกี่ยวกับแรงกดดันด้านมาร์จิ้นจากราคาวัตถุดิบที่สูงขึ้น และการดำเนินงานสะดุดจากปัญหาขาดแคลนชิป
วัสดุก่อสร้าง	3	ต้นทุนเชื้อเพลิง (ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ) สูงขึ้นท่ามกลางอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นปานกลาง

Source: SCBS Investment Research

# สรุปน้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มอุตสาหกรรมและ valuation ใน 4Q21

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2020 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 20-23	P/E		P/B		Dividend yield	
					21F	22F		21F	22F	21F	22F	21F	22F
Commerce	Overweight	10%	-13%	15%	-20%	45%	22%	52.7	36.4	4.1	3.9	1.4%	1.6%
Electronics	Overweight	5%	379%	26%	19%	32%	23%	63.8	48.4	6.9	6.3	1.6%	2.0%
Healthcare	Overweight	4%	-16%	18%	24%	7%	17%	42.2	39.6	4.5	4.3	1.8%	1.8%
Land Transportation	Overweight	1%	-27%	4%	-40%	77%	7%	65.4	37.0	2.3	2.3	2.0%	2.9%
Utilities	Overweight	4%	-3%	8%	43%	22%	30%	37.5	30.8	3.8	3.5	1.4%	1.7%
REITs / PF / IF	Neutral	2%	-26%	-2%	21%	5%	8%	12.0	11.4	0.8	0.8	9.1%	9.6%
Food & beverage	Neutral	6%	-3%	15%	-19%	104%	44%	50.8	24.9	1.7	1.7	1.4%	1.5%
Petrochemical	Neutral	3%	5%	9%	2080%	-34%	149%	7.4	11.3	1.1	1.0	5.8%	5.8%
Residential/IE	Neutral	5%	-18%	9%	9%	12%	12%	16.7	14.9	1.2	1.1	3.8%	4.0%
Telecoms	Neutral	8%	-15%	18%	-17%	6%	3%	27.2	25.7	4.1	4.0	3.2%	3.3%
Bank	Neutral	8%	-24%	4%	18%	18%	14%	8.9	7.6	0.6	0.6	3.3%	4.0%
Energy	Neutral	22%	-9%	4%	334%	-2%	68%	13.5	13.8	1.2	1.1	3.3%	3.3%
Hotel	Neutral	1%	-19%	28%	-15%	-51%	n.m.	n.m.	n.m.	4.2	4.8	0.0%	0.0%
Agribusiness	Underweight	1%	62%	30%	-50%	35%	-2%	24.4	18.0	1.1	1.0	1.5%	1.5%
Air Transportation	Underweight	5%	-16%	-2%	-4001%	49%	n.m.	n.m.	n.m.	6.2	6.6	0.0%	0.0%
Automotive	Underweight	0%	11%	18%	130%	10%	44%	8.8	8.0	0.9	0.9	5.1%	5.7%
Building Materials	Underweight	4%	-5%	12%	44%	0%	12%	10.2	10.3	1.2	1.2	5.2%	5.2%
Entertainment / Media	Underweight	1%	-19%	18%	-9%	14%	4%	19.2	16.8	2.0	1.8	2.1%	2.4%

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

# โฟกัสที่หุ้นเชิงรับ, Domestic Reopening, อำนาจในการกำหนดราคาสูง, กำไรมีคุณภาพ; หุ้นเด่นใน 4Q21 ของเรา คือ BEM, KCE, OSP, SECURE และ ZEN

- 1) เราเชื่อว่า valuation ไม่น่าจะปรับขึ้นได้อีกในตลาดที่อาจจะเริ่มถูกคาดการณ์ไว้แล้วถึงกำไรที่ชะลอตัวลงและนโยบายการเงินและการคลังที่เข้มงวดมากขึ้น
- 2) เราแนะนำให้สับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนออกจากหุ้นขนาดเล็กที่ปรับตัว outperform โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่ฟื้นตัวดีขึ้น ไปยังหุ้นขนาดใหญ่และมีอำนาจในการกำหนดราคาสูง รวมถึงมีงบดุลที่แข็งแกร่ง
- 3) เราชอบหุ้นที่กำไรมีแนวโน้มเติบโต โดยที่เราสามารถพบโอกาสเติบโตพร้อมกับมูลค่าสำหรับการเติบโตดังกล่าว
- 4) เนื่องจากประเทศไทยเริ่มที่จะก้าวผ่านภาวะระบาดของไวรัสโควิด-19 สายพันธุ์เดลตาไปได้ด้วยการฉีดวัคซีนอย่างรวดเร็ว เราจึงเราจึงชอบหุ้น domestic ที่เกี่ยวข้องกับการเปิดเมืองมากกว่าหุ้นท่องเที่ยว เนื่องจากการเปิดประเทศต้อนรับต่างชาติอาจจะใช้เวลานานกว่าการเปิดเมืองเพื่อกลับมาดำเนินกิจกรรมภายในประเทศ
- 5) เราคิดว่าตอนนี้เป็นเวลาที่เหมาะโฟกัสไปที่หุ้นที่มีปัจจัยพื้นฐานเฉพาะตัวขับเคลื่อนกำไร มี valuation ที่สมเหตุสมผล มีโอกาสเติบโตใหม่ และพึ่งพาแรงส่งทางเศรษฐกิจมหภาคน้อยมากในการผลักดันให้มีผลตอบแทนสูงกว่าตลาด

เราแนะนำหุ้นเชิงรับที่: 1) มี exposure กับเศรษฐกิจภายในประเทศสูง และมีปัจจัยขับเคลื่อนที่ชัดเจนและมีเอกลักษณ์เฉพาะตัว 2) ยังมีความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว 3) กำไรเติบโตหรือฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง และ 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรืองบดุลแข็งแกร่ง และ 5) laggard หุ้นแนะนำใน 4Q21 ของเรา คือ BEM, KCE, OSP, SECURE และ ZEN

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F	20A	21F	22F
BEM	Outperform	8.90	10.0	12.8	66.4	122.8	37.5	(20)	(46)	227	3.6	3.6	3.4	5	3	9	1.1	0.5	1.6	31.8	46.3	25.7
KCE	Outperform	81.75	100.0	24.4	85.7	38.9	32.6	21	120	19	8.0	7.1	6.6	9	19	21	1.0	2.1	2.5	41.9	25.2	22.0
OSP	Outperform	34.75	40.0	18.6	29.8	27.7	25.7	8	8	8	5.3	5.2	5.0	18	19	20	3.3	3.5	3.7	19.4	16.9	15.8
SECURE	Outperform	29.25	35.0	21.0	98.4	37.6	29.2	(43)	162	29	19.3	20.5	14.4	23	59	56	1.9	1.3	1.7	41.5	28.2	21.8
ZEN	Outperform	11.90	14.5	21.8	n.m.	n.m.	39.4	n.m.	(142)	n.m.	2.9	3.5	3.2	(5)	(12)	8	2.1	0.0	2.0	9.4	13.6	6.8
<b>Average</b>					<b>70.1</b>	<b>56.7</b>	<b>32.9</b>	<b>(9)</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>7.8</b>	<b>8.0</b>	<b>6.5</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>2.3</b>	<b>28.8</b>	<b>26.0</b>	<b>18.4</b>

Source: SCBS Investment Research

## Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณชน ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด ("บริษัท") มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณีสั่ง ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลยพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใดๆ 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") ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ INTUCH.

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้ มีความเป็นไปได้ว่า SCBS อาจได้รับการแต่งตั้งเป็นผู้จัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่ายของหุ้นสามัญเพิ่มทุนต่อประชาชนทั่วไปเป็นครั้งแรก (IPO) ของบริษัท ไทยยูเนี่ยน ฟีดมิลล์ จำกัด (มหาชน) (TFM) ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด ("SCBS") ซึ่งมีธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) ("ธนาคาร") เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว ทั้งนี้ ธนาคารฯ ได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินของ CPALL และอาจได้รับการแต่งตั้งเป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัทต่างๆ ที่กล่าวถึงในเอกสารฉบับนี้ ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

SCBS สงวนสิทธิในการใช้ดุลยพินิจของแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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 บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ ("ข้อมูล") มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ SCBS ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาความเสี่ยงของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย SCBS ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประเมินความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินของท่าน

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, CSC, 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, MFEF, 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, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SDC, SEAFCO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SIRI, SJS, SITHAI, SMK, SPC, SONIC, SORKON, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, SUSCO, SUTHA, SVI, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO, TCAP, TFMAMA, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMB, TMILL, TNDT, TNL, TOA, TOP, TPBI, TQM, SPC, 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, BJC, 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\*, ITTEL, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, MBS, 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, PATO, PB, PDG, PDI, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PPP, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RCL, RICHY, RML, RPC, RWI, S11, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCP, SE, SEG, SFP, SGF, SHR, SIAM, SINGER, SKE, SKR, SKY, SMIT, SMT, SNP, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STI, STPI, SUC, SUN, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBSP, TCM, 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, WIJK, 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, TPPIP, 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 การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้างดังกล่าวประกอบด้วย

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AQUA, ARROW, ASK, AYUD, B, BAFS, BAM, 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, COM7, COTTO, HALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, FVC, GENCO, GIFT, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNKUL, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITTEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBC, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWG, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, META, MFC, MFEF, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NBC, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OCEAN, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RCL, RWI, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBSP, TCAP, TCM, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, VNT, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

### Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

7UP, ABICO, APCO, ASIAN, AWC, BEC, BKD, CPL, CPW, CRC, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, GULF, III, INOX, JR, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MATCH, MILL, NCL, NRF, NUSA, PIMO, PR9, RS, SAK, SCGP, SCM, SIS, STAR, STECH, SUPER, TQM, TTA, VCOM, WIN, YUASA, ZIGA

### N/A

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJ, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALT, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, APEX, APP, APURE, AQ, ARIN, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ASP, ASW, ATP30, AU, AUCTION, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BFIT, BGT, BH, BIG, BIZ, BJC, BLAND, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BYD, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHG, CHO, CI, CITY, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CV, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DMT, DOD, DTCT, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESSO, F&D, FANCY, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GLOCON, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GYT, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IHL, IIG, ILM, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRCP, IT, ITD, J, JAK, JAS, JCK, JCKH, JCT, JMART, JMT, JSP, JTS, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KOOL, KTIS, KUN, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LH, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MACO, MANRIN, MATI, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, MENA, METCO, MGT, MICRO, MIDA, MITSIB, MJD, MK, ML, MODERN, MORE, MPIC, MUD, MVP, NC, NCAP, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NOVA, NPK, NSL, NTV, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OR, OSP, OTO, PACE, PACO, PAE, PAF, PERM, PF, PICO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIME, PRIN, PRO, PROEN, PROUD, PTL, PTTEP, RAM, RATCH, RBF, RCL, RICHY, RJH, ROCK, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S, S11, SA, SABUY, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCI, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SF, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKE, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STGT, STHAI, STI, STOWER, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, SWC, SYNEX, T, TACC, TAPAC, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THL, THMUI, TIGER, TIPH, TITL, TK, TKN, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPCS, TPPIP, TPLAS, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TTI, TTT, TTW, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UP, UPOIC, UREKA, UT, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, W, WAVE, WGE, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, XPG, YGG

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of August 5, 2021) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.