

STAGFL A TION  
RU B LE  
CHI N A  
O I L  
R A T E  
E N D E M I C  
W A R  
I N F L A T I O N

2Q 2022

SCBS 

 SCBS RESEARCH

# 2Q22 SCBS Strategy – เมฆหมอกแห่งความผิดปกติ

**ภาวะผิดปกติใหม่ของเศรษฐกิจโลก** ขณะที่ปี 2022 ยังคงมีเหตุการณ์ความวุ่นวายเกิดขึ้นให้เห็นอย่างต่อเนื่องเริ่มตั้งแต่การระบาดของ COVID-19 จนถึงความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ บั๊จจัยเสี่ยงหลักสองอย่างที่จะส่งผลกระทบต่อภาคเติบโตทางเศรษฐกิจเริ่มปรากฏให้เห็นท่ามกลางฉากหลังของอัตราเงินเฟ้อที่สูงจนน่าตกใจ ซึ่งประกอบด้วยโอกาสที่จะเกิดความผิดพลาดด้านนโยบายการเงิน และการหยุดชะงักของอุปทานสินค้าโภคภัณฑ์จำนวนมาก

**เปลี่ยนจากภาวะ reflation เข้าสู่ภาวะ stagflation** ต้นทุนพลังงานที่พุ่งสูงขึ้นส่งผลทำให้มีการปรับเปลี่ยนมาใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้น มีการปรับลดคาดการณ์การเติบโตลง และทำให้เส้นทางการเติบโตทางเศรษฐกิจมีความไม่แน่นอนมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้วัฏจักรเศรษฐกิจเปลี่ยนจากภาวะ reflation เข้าสู่ภาวะ stagflation ทั้งนี้แม้ว่าโอกาสเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2022 จะมีมากขึ้น แต่จะเกิดภาวะถดถอยที่ไม่รุนแรง เนื่องจากเศรษฐกิจโลกในปัจจุบันไม่ได้มีความไม่สมดุลมากจนต้องแก้ไขให้เกิดความสมดุลควบคู่ไปกับการผ่อนคลายข้อจำกัดการเดินทางและการเปิดประเทศ

**เศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation** วิกฤตพลังงานทำให้เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation ในอีก 3-6 เดือนข้างหน้า นโยบายการเงินที่เข้มงวดมากขึ้นเป็นความเสี่ยงด้านนโยบายที่อาจส่งผลทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะถดถอยในอีก 12 เดือนข้างหน้า เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 3.63% ในขณะที่มีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation มีมากขึ้น

**ความผันผวนทางภูมิรัฐศาสตร์** ตลาดไทยมีแนวโน้มที่จะปรับตัว underperform ตลาดโลกในระดับปานกลางในช่วงที่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์พุ่งสูงขึ้น หุ้นเชิงรับมีแนวโน้มปรับตัว outperform หุ้นวัฏจักร ผลตอบแทนระยะ 6-12 เดือนหลังจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์พุ่งสูงขึ้นดูน่าสนใจมากขึ้นที่ประมาณ 6-10%

**ยังคงเผชิญกับความท้าทาย; ต้องใช้เวลาในการขมิ้มขั้บความเสี่ยง tail-risk** เราคิดว่าความท้าทายสำหรับตลาด คือ การคลี่คลายปัญหาความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ และการลดความ hawkish ทั้งการขึ้นอัตราดอกเบี้ยและการลดขนาดงบดุล ในขณะที่เดียวกันการเติบโตคือความเสี่ยง tail-risk สำหรับตลาด และการทำ hedging เพื่อป้องกันความเสี่ยง tail-risk นั้นมีราคาแพงมาก

**สร้างความสมดุลให้กับพอร์ตลงทุนในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ความวุ่นวาย** ในขณะที่ความเสี่ยงด้านการส่งผ่านทางการเงินมีแนวโน้มที่จะอยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ แต่ความเสี่ยงในการโอนย้ายและการปรับโครงสร้างพอร์ตลงทุนอาจต้องใช้เวลาในการจัดการ เราคิดว่าหุ้นเชิงรับจะปรับตัว outperform ได้อย่างต่อเนื่อง หุ้นพลังงานต้นน้ำเป็นตัวเลือกที่ดีในการป้องกันความเสี่ยงจากภาวะเงินเฟ้อสูง เรายังคงชอบหุ้นคุณภาพที่มีค่า beta ต่ำเพื่อลดผลกระทบจากความผันผวน

**โมเมนตัมการปรับประมาณการกำไรมีแนวโน้มเปลี่ยนแปลง** การปรับประมาณการกำไรของบริษัทไทยอาจส่งผลทำให้แนวโน้มการเติบโตเปลี่ยนไปเป็นແแยงง โดยมีสาเหตุมาจากต้นทุนพลังงานที่พุ่งสูงขึ้นและความเสี่ยงด้านอุปทานที่เพิ่มขึ้น เมื่อพิจารณาผลกระทบของความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ นักวิเคราะห์มีแนวโน้มที่จะปรับประมาณการกำไรลดลง

**รอปรับฐานใน 2Q22; ขึ้นตัวใน 2H22** เป้า SET Index ปี 2022 ของเราซึ่งอิงกับบั๊จจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,660 จุด โดยคาดว่า SET จะปรับฐานเล็กน้อยใน 2Q22 เพื่อขมิ้มขั้บความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation ขณะที่ 2H22 จะมีโมเมนตัมที่ดีขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากการเปิดประเทศและการฟื้นตัวหลัง COVID-19 คลี่คลาย ประกอบกับฐานต่ำของปีก่อน

**ธีม Alpha** เราสรุป 4 แนวคิดการลงทุนสำหรับปี 2022 ซึ่งเน้นไปที่ธีมมหภาคและจุลภาคอันประกอบด้วย: 1) หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง (มาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพ) 2) หุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ 3) หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล และ 4) หุ้นคุณภาพ

**ชอบหุ้น domestic** หุ้นเชิงรับ **หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง และได้ประโยชน์จากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่พุ่งสูงขึ้น** 1) เราคิดว่าควรให้นำหนักการลงทุนในหุ้นเชิงรับเพื่อยึดหลักความระมัดระวังในช่วงที่มีความไม่แน่นอนค่อนข้างสูง 2) เราเชื่อว่าหุ้น domestic ที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงและงบดุลแข็งแกร่งน่าจะได้รับความสนใจมากกว่าหุ้นที่อิงกับวัฏจักรเศรษฐกิจโลกซึ่งมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกหนักกว่าหุ้น domestic 3) นอกจากนี้เรายังมุ่งเน้นไปที่หุ้นที่สามารถรับมือกับราคาน้ำมันและเงินเฟ้อสูง หุ้นเด่นใน 2Q22 ของเราคือ AOT BDMS CRC GULF และ PTTEP

# เศรษฐกิจ

# ประเด็นสำคัญ และสารบัญ

## ประเด็นสำคัญ:

- วิกฤตพลังงานทำให้เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation ในอีก 3-6 เดือนข้างหน้า
- นโยบายการเงินทั่วโลกที่เข้มงวดขึ้นถือเป็นความเสี่ยงด้านนโยบายที่อาจส่งผลทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอีก 12 เดือนข้างหน้า
- เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มที่จะขยายตัวในอัตราต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 3.63% ในขณะที่ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation มีมากขึ้น

## เศรษฐกิจโลกไตรมาส 2 ปี 2022: เมฆหมอกแห่งสงคราม

- สถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบัน - ตัวเลขยังไม่สะท้อนวิกฤตยูเครน
- แนวคิดวิเคราะห์ความสัมพันธ์ผลของสงครามยูเครนต่อเศรษฐกิจ
  - 5 ปัจจัยที่จะส่งผลกระทบต่อตัวเลขเศรษฐกิจในระยะต่อไป ได้แก่ (1) สงครามและการคว่ำบาตร (2) ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์ (3) เงินเฟ้อ (4) นโยบายการเงินและการคลัง (5) ผลต่อเศรษฐกิจ
- การคาดการณ์: ทิศทางราคาน้ำมัน อัตราเงินเฟ้อ ทิศทางนโยบายการเงิน รวมถึงผลต่อเศรษฐกิจ และความเสี่ยงของภาวะ Stagflation

## เศรษฐกิจไทยไตรมาส 2 ปี 2022 : ผลพวงจากสงคราม

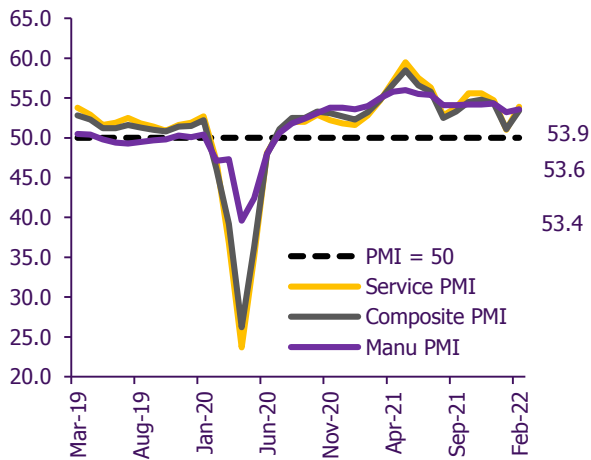
- เศรษฐกิจไทยก่อนวิกฤตยูเครนเริ่มฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้นจากการเปิดประเทศ
- ประเมินการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุดเปรียบเทียบกับ SCBS
- ประเด็นเงินเฟ้อ และการคาดการณ์เงินเฟ้อของไทย

# เศรษฐกิจโลก: สถานการณ์ปัจจุบัน

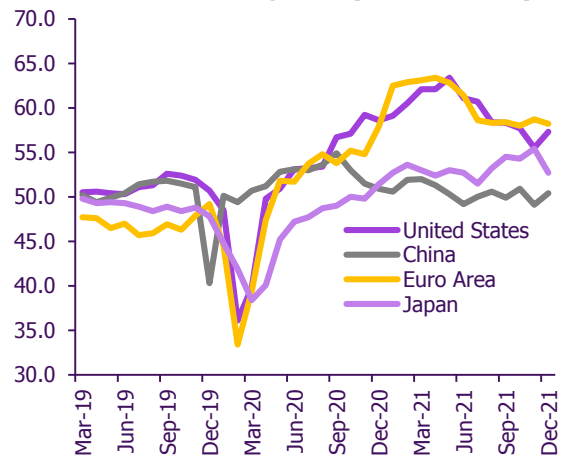
# สถานการณ์เศรษฐกิจปัจจุบัน - ตัวเลขยังไม่สะท้อนวิกฤต ยูเครน

- ณ ปัจจุบัน ตัวเลขเศรษฐกิจยังไม่ได้สะท้อนความเสี่ยงวิกฤตยูเครน โดยตัวเลข PMI ล่าสุดฟื้นตัวจากวิกฤต Omicron และปัญหา Supply chain disruption ที่เริ่มคลี่คลาย ขณะที่ตัวเลขเงินชะลดตัวจาก Zero covid policy

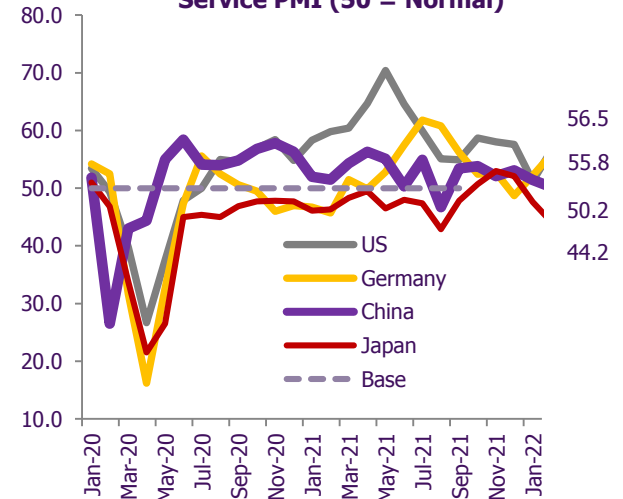
Global PMI: Manu, Service and Composite



Manufacturing PMI (50 = Normal)



Service PMI (50 = Normal)



Source: CEIC, OPEC, SCBS Research

# การวิเคราะห์ความสัมพันธ์ของสงครามยูเครน ต่อเศรษฐกิจ

# แนวคิดวิเคราะห์ความสัมพันธ์ผลของสงครามยูเครนต่อเศรษฐกิจ

- ในระยะถัดไป ผลของวิกฤตยูเครนจะเป็นปัจจัยหลักที่จะส่งผลกระทบต่อภาพเศรษฐกิจโลก เรามองความสัมพันธ์ดังนี้: (1) สงครามรัสเซีย-ยูเครนและการคว่ำบาตรเศรษฐกิจรัสเซียจะส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะน้ำมัน; (2) ราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์จะส่งผลกระทบต่ออัตราเงินเฟ้อ; (3) เงินเฟ้อจะส่งผลกระทบต่อการดำเนินนโยบายการเงินและการคลัง; (4) เงินเฟ้อและนโยบายการเงินจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลก; และ (5) ภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ (รัสเซียและทั่วโลก) ซึ่งเป็นผลมาจากความรุนแรงของสงครามและการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจ จะส่งผลทำให้สงครามยุติลงในที่สุด





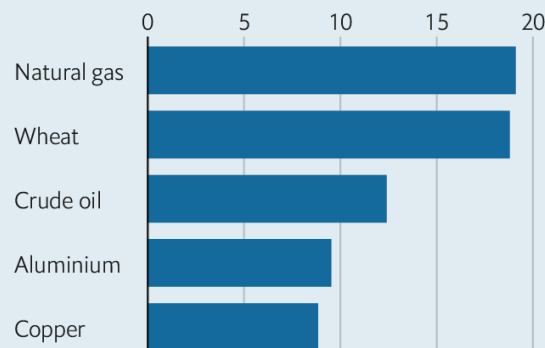
# สงครามรัสเซีย-ยูเครน: การคว่ำบาตรและผลกระทบต่อเศรษฐกิจ

- รูปแบบการตอบโต้ของสหรัฐและพันธมิตรชาติตะวันตก: สหรัฐและชาติตะวันตกได้ตอบโต้ดังนี้
  1. ตัดช่องทาง SWIFT รวมถึงตัดโอกาสที่สถาบันการเงินรัสเซียจะเข้าถึงการทำธุรกรรมรูปดอลลาร์ทุกรูปแบบ ซึ่งจะทำให้ต่างชาติเข้าทำธุรกรรมกับรัสเซียได้ยาก
  2. คว่ำบาตรการทำธุรกรรมกับสถาบันการเงินชั้นนำของรัสเซีย รวมถึงธนาคารกลางรัสเซีย ทำให้ไม่สามารถใช้ทุนสำรองที่มีอยู่ได้
  3. คว่ำบาตรการค้าระหว่างประเทศกับรัสเซีย โดยล่าสุดทางสหรัฐได้มีการคว่ำบาตรการค้าในสินค้าหลักได้แก่เชื้อเพลิง (น้ำมันและก๊าซธรรมชาติ) ซึ่งเป็นสินค้าส่งออกสำคัญ และ
  4. คว่ำบาตรทางการเงินกับ ประธานาธิบดีวลาดิมีร์ ปูติน และผู้บริหารระดับสูง รวมถึงชนชั้นสูงของรัสเซีย

## ผลกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและการคาดการณ์

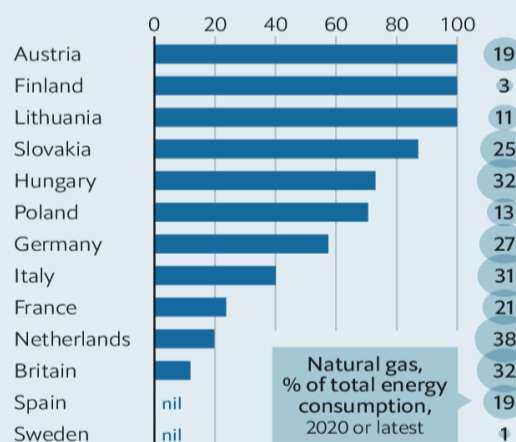
1. ผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์--รัสเซียเป็นผู้ส่งออกก๊าซธรรมชาติอันดับ 1 และน้ำมันอันดับ 2 ในขณะเดียวกันก็เป็นผู้ส่งออกลุมิเนียมและทองแดงรายใหญ่ด้วย ยูเครนและรัสเซียรวมกันคิดเป็น 30% ของการส่งออกข้าวสาลีทั่วโลก ราคาสินค้าโภคภัณฑ์เหล่านี้จะพุ่งขึ้นอย่างรวดเร็วหากเกิดสงครามระหว่างชาติตะวันตกกับรัสเซีย ราคาน้ำมันอาจยืนอยู่ที่ระดับ 130 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ต่อเนื่องเป็นเวลานาน ขณะที่ราคาอลูมิเนียมอาจพุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์
2. ผลต่อเศรษฐกิจโลก--รัสเซียและยูเครนมีสัดส่วนการนำเข้าและส่งออกโลกรวมกัน 2.1% และ 2.0% ตามลำดับ สงครามระหว่างสองประเทศอาจทำให้การค้าโลกขยายตัวลดลงจากประมาณ 6% เป็น 4% เป็นอย่างน้อย โดยกลุ่มประเทศในยุโรปจะได้รับผลกระทบเป็นหลัก โดยเฉพาะก๊าซธรรมชาติ ซึ่งยุโรปพึ่งพารัสเซียเป็นหลัก ซึ่งจะทำให้ราคาก๊าซธรรมชาติพุ่งขึ้นมาก เกิดวิกฤตพลังงาน และทำให้เงินเฟ้อสูง

Russia's exports, share of world total, % 2020



Sources: BP Statistical Review; FAO; World Bureau of Metal Statistics

Gas imports from Russia, % of total 2021, selected European countries

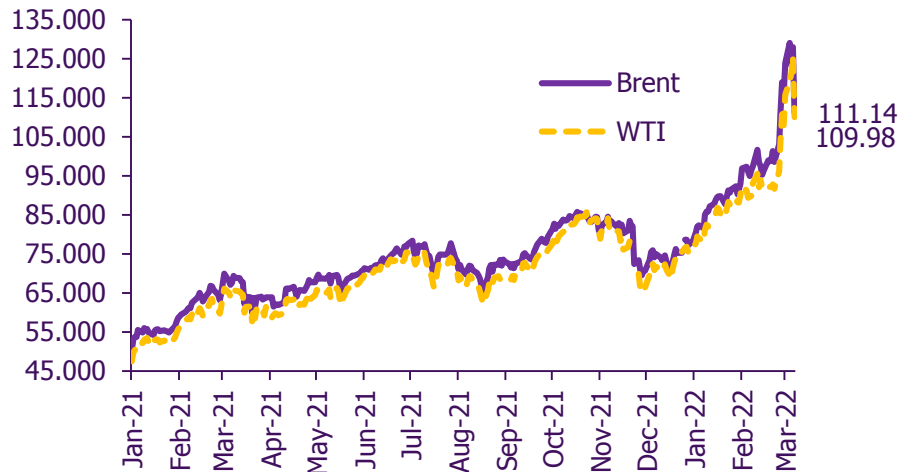


Sources: Eurostat; Rystad

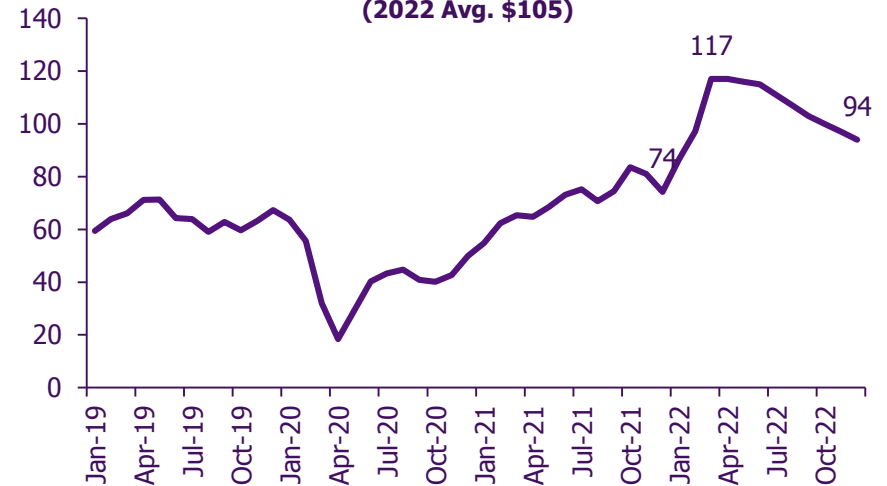
# ผลกระทบของสงครามต่อราคาน้ำมันและสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ

- ความเสี่ยงสงครามและการคว่ำบาตรของชาติตะวันตกทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์โดยเฉพาะน้ำมันพุ่งขึ้นแตะระดับ 130 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ก่อนที่จะเริ่มลดลงหลังมีกระแสข่าวการเจรจาระหว่างรัสเซียและยูเครน
- หลายฝ่ายมองว่าราคาน้ำมันอาจปรับสูงขึ้นเกิน 100 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรลในปีนี้ (US EIA คาดราคาทั้งปีอยู่ที่ 105 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล)

Brent and WTI in 2021-22 (\$/bl.)



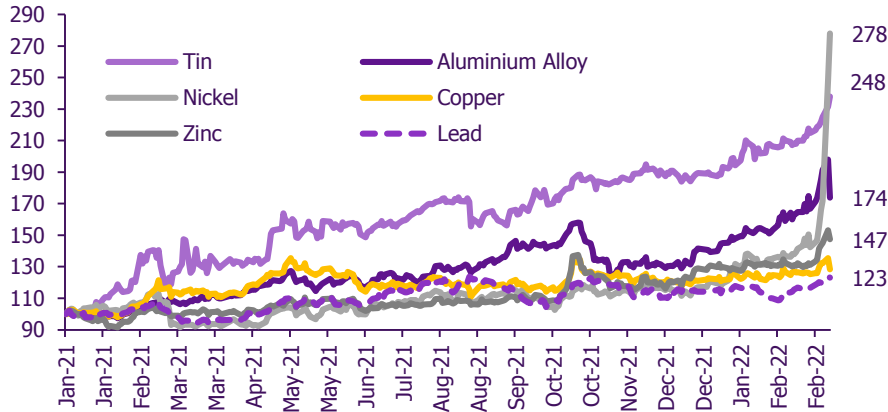
US EIA's Brent forecast (\$/bl.)  
(2022 Avg. \$105)



# (เสริม) ราคาสินค้าโภคภัณฑ์อื่นๆ ปรับตัวขึ้นรุนแรงเช่นกัน

- ทั้งรัสเซียและยูเครนเป็นผู้ผลิตและส่งออกสินค้าโภคภัณฑ์สำคัญ ทั้งสินแร่โลหะ และธัญพืช ภาวะสงครามทำให้ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัวสูงขึ้นมาก

Hard commodity price (Jan 2021: 100)



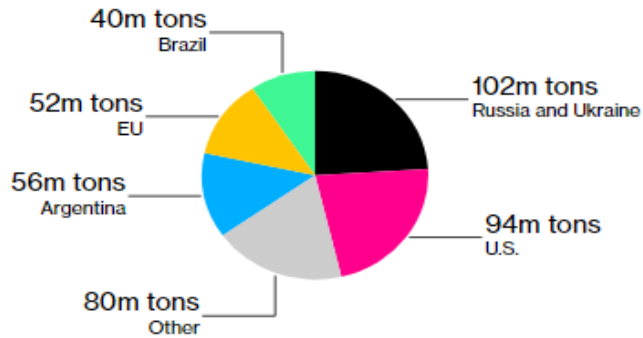
## Blistering Rally

Index of crop prices reached an all-time high last week



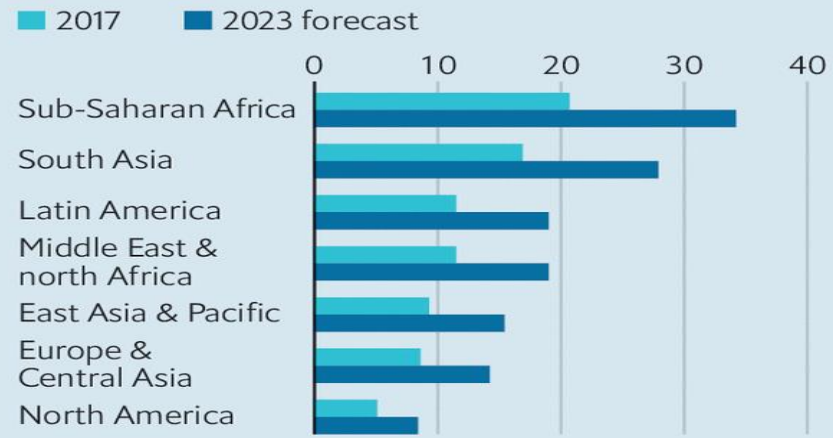
## Breadbasket to the World

Russia and Ukraine account for a quarter of global grains trade



Source: International Grains Council  
Note: Estimates for the 2021-22 season, for wheat and coarse grains

## Food spend as % of individual income

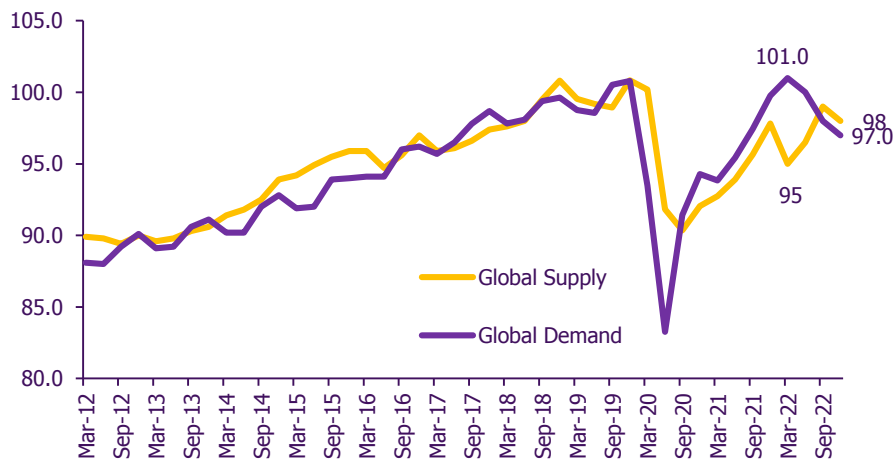


Sources: Rabobank; World Bank

# การคาดการณ์ราคาน้ำมันของ SCBS

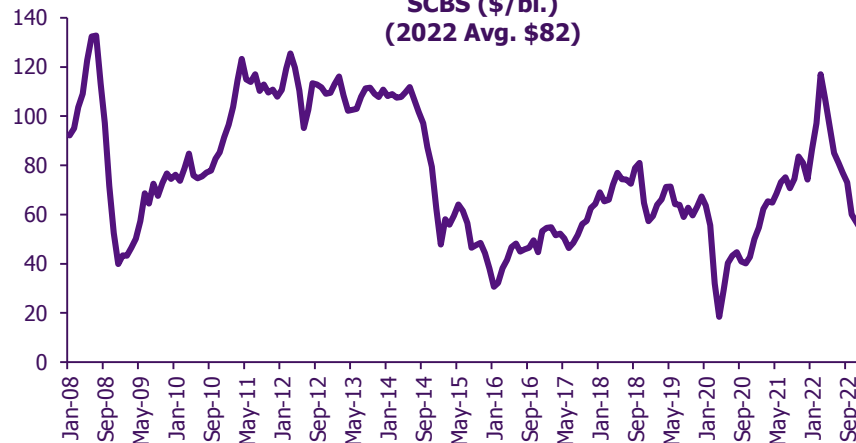
- เรามองว่าความต้องการจะเริ่มลดลงจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวต่ำกว่าคาด ความผันผวนทางเศรษฐกิจและการเงินที่มากขึ้น และการดึงตัวของภาคการเงินจากนโยบายการเงินที่เข้มงวดขึ้น ขณะที่การผลิตจะเพิ่มขึ้นจากแหล่งต่าง ๆ และการยกเลิกการคว่ำบาตร จะทำให้ตลาดน้ำมันเริ่มกลับมาสมดุลในครึ่งปีหลัง และทำให้ราคากลับมาอยู่ที่ระดับ 80-90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลได้

คาดการณ์อุปสงค์และอุปทานน้ำมันทั่วโลก (mb/d)



การคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ของ SCBS (\$/bl.)

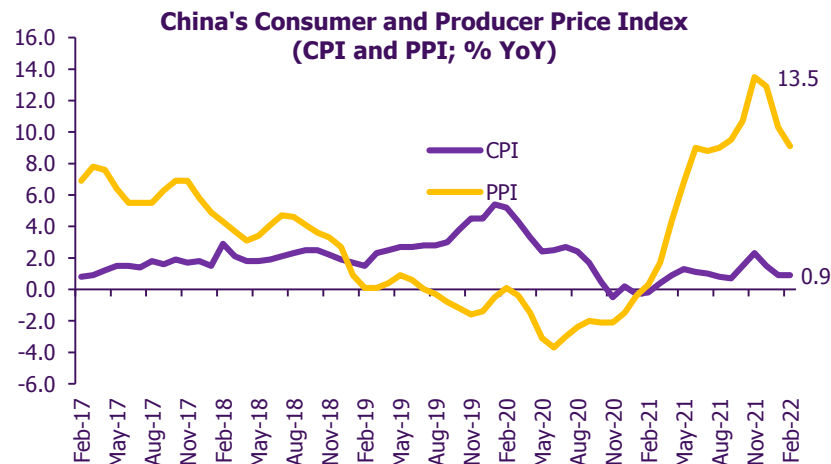
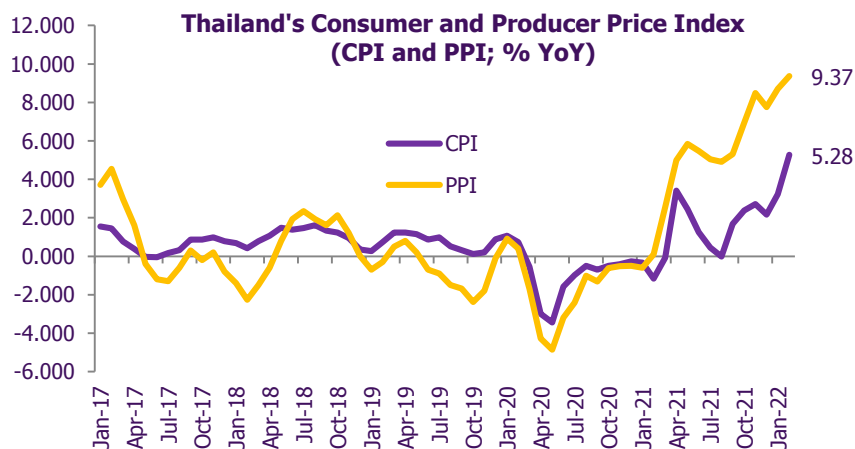
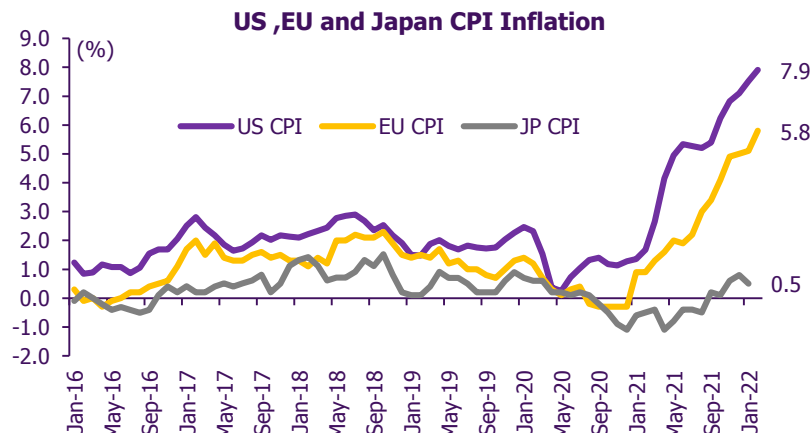
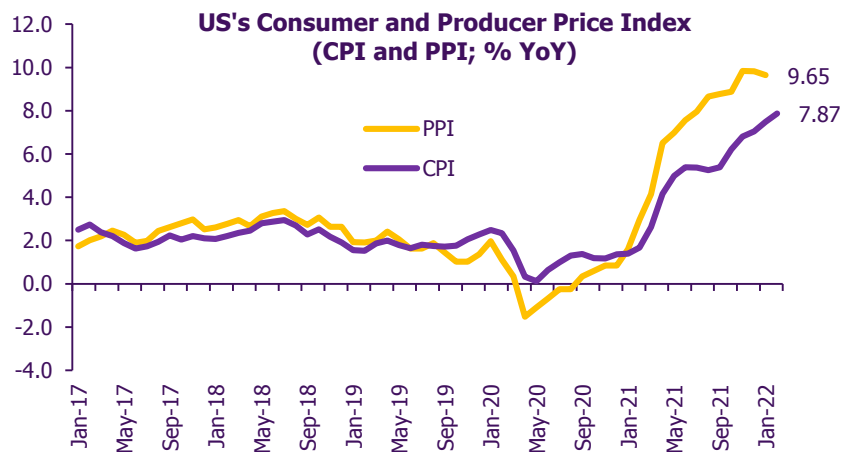
(2022 Avg. \$82)



	3Q2021	4Q2021	1Q2022f	2Q2022f	3Q2022f	4Q2022f
อุปสงค์น้ำมัน	97.4	99.7	101	100	98	97
อุปทานน้ำมัน	95.7	97.8	95	96.5	99	98
อุปสงค์ส่วนเกิน	1.8	1.9	6.0	3.0	-1.0	-1.0
เบรนท์ (\$/bl.)	73.5	79.6	95.0	85.0	75.0	75.0

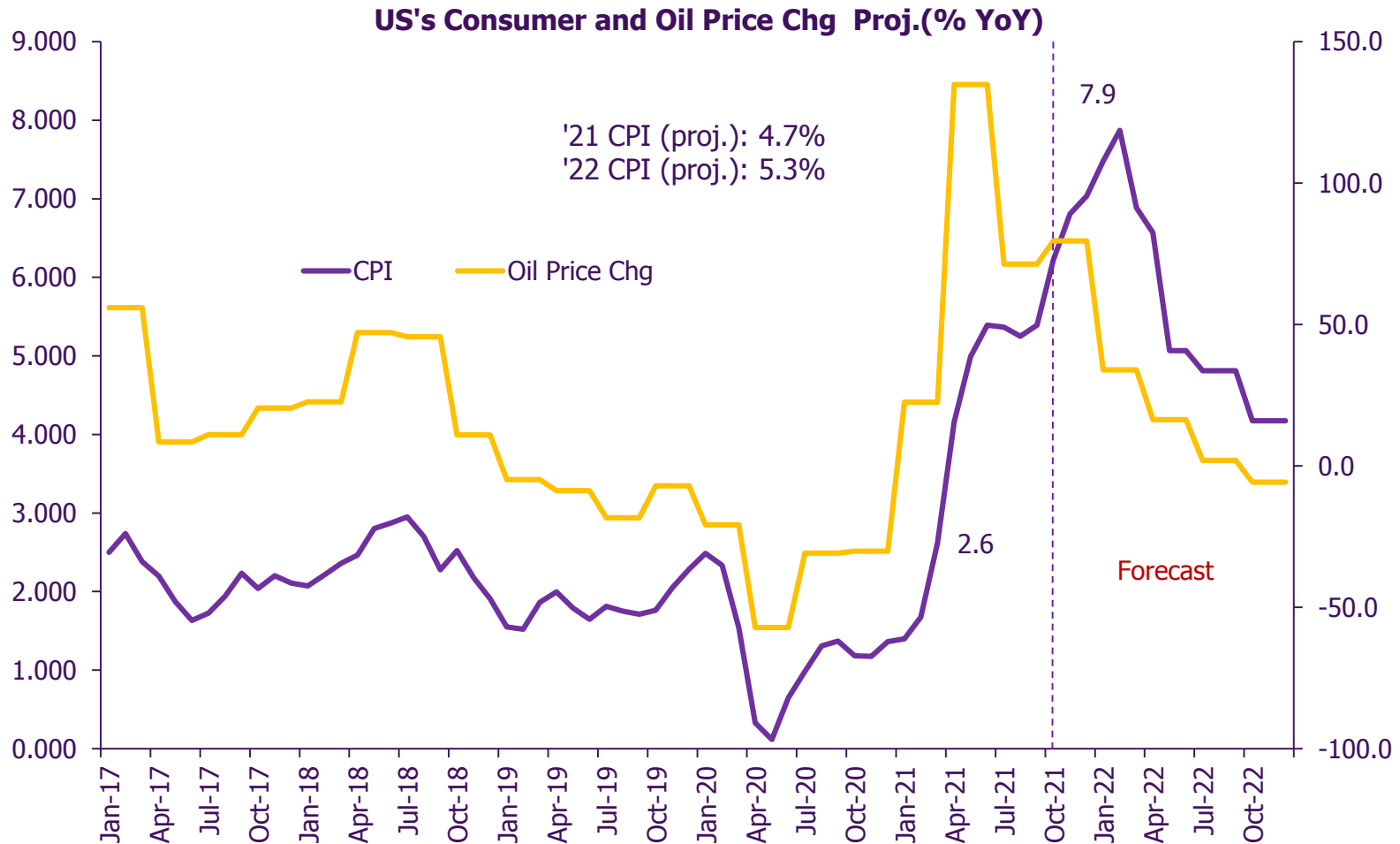
# เงินเพื่อปัจจุบันสูงสุดในรอบกว่า 4 ทศวรรษจากปัญหาสืบเนื่อง จากวิกฤต COVID

- เงินเพื่อในเศรษฐกิจสำคัญ เช่น สหรัฐ และยุโรป รวมถึงไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นในรอบ 4 ทศวรรษ จากปัญหา Supply chain ที่เกี่ยวเนื่องกับ COVID ซึ่งเรามองว่าหากไม่มีวิกฤตยูเครน เงินเพื่อจะปรับลดลง แต่วิกฤตยูเครนทำให้ความเสี่ยงเงินเพื่อมีมากขึ้น



# การคาดการณ์เงินเฟ้อสหรัฐของ SCBS

- เรายังเชื่อว่าเงินเฟ้อทั่วโลกในระยะต่อไปจะปรับลดลงจากปัจจัยฐานที่หมดไปในไตรมาส 2/2022 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยสำคัญที่จะทำให้เงินเฟ้อไม่ลดลง ได้แก่ ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะน้ำมัน



# การศึกษาความอ่อนไหว (sensitivity analysis) ของราคาน้ำมันต่อเงินเฟ้อ เศรษฐกิจ และทิศทางนโยบายการเงิน ในเศรษฐกิจสำคัญ

- จากการคำนวณของเรา เศรษฐกิจที่มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันมากในแง่ของการขยายตัวเศรษฐกิจจากมากไปหาน้อย ได้แก่ ยุโรป สหรัฐ จีน และไทย ขณะที่ในแง่เงินเฟ้อที่อ่อนไหวมากไปหาน้อยจะได้แก่ สหรัฐ ไทย ยุโรป และจีน ตามลำดับ ทำให้เราเชื่อว่า ธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) จะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายรุนแรงขึ้นหากเงินเฟ้อสูงขึ้น ขณะที่ธนาคารกลางยุโรป (ECB) และไทย (BOT) มีโอกาสน้อยกว่า (แต่ก็ยังสามารถปรับขึ้นได้) ขณะที่ธนาคารกลางจีน (PBOC) ไม่น่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในปี
- อย่างไรก็ตาม หากสถานการณ์สงครามรุนแรงยืดเยื้อ จะทำให้ราคาน้ำมันสูงกว่าที่เราคาด ส่งผลต่อเงินเฟ้อให้พุ่งสูงขึ้น และเศรษฐกิจที่ชะลอลงกว่าคาด หรือเกิดภาวะ Stagflation ที่รุนแรง

2022 Avg. Oil Price	\$70	\$80	\$90	\$100	Sensitivity (+\$10: Oil)
US GDP	4.0	3.9	3.8	3.7	-0.1
US CPI	4.5	5.3	6.1	6.9	+0.8
FFR	1.25	1.50	1.75	2.0	+25bps
EU GDP	3.9	3.4	2.9	2.4	-0.5
EU CPI	3.0	3.3	3.6	4.0	+0.3
ECB	-0.5	-0.4	-0.2	0.0	+15bps
CN GDP	4.8	4.7	4.6	4.5	-0.1
CN CPI	2.7	2.9	3.1	3.3	+0.2
PBOC	4.3	4.3	4.3	4.3	nil
TH GDP	3.63	3.55	3.47	3.39	-0.08
TH CPI	1.6	2.1	2.6	3.1	+0.5
RP	0.5%	0.75%	0.75%	1.0%	+12.5bps

# (เสริม) มติของ FOMC ในการประชุมวันที่ 15-16 มี.ค. 2022

มติคณะกรรมการกำกับนโยบายการเงิน (FOMC) ของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) เป็นไปเชิงสนับสนุนการคุมเข้มนโยบายการเงิน (hawkish) อย่างจริงจังมากกว่าที่เราคาด

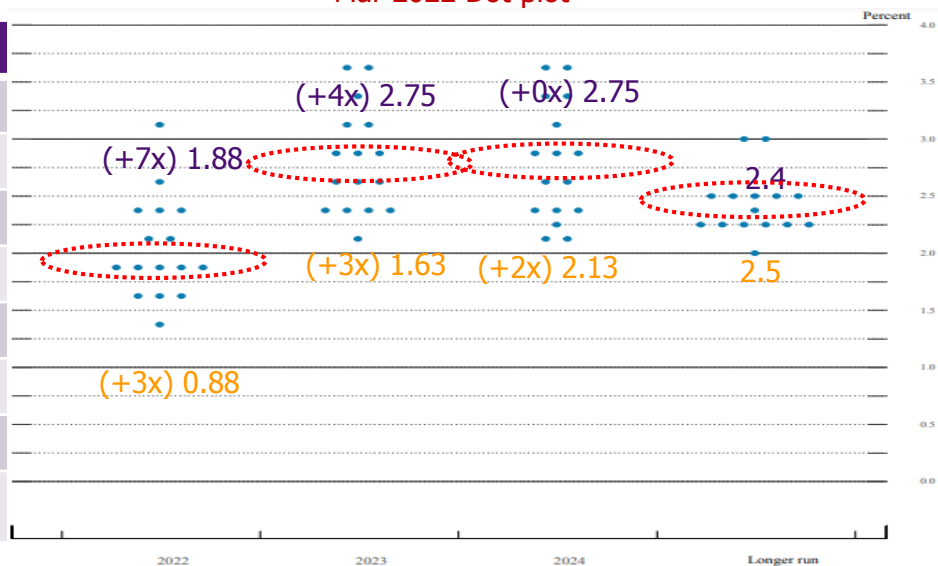
มติของ FOMC มีดังนี้:

1. ขึ้น Fed Funds Rate (FFR) จาก 0-0.25% สู่ 0.25-0.5%, บูลลาร์ด โหวด ให้ปรับขึ้น 0.50%
2. การลดขนาดงบดุล (QT) ทาง Fed จะประกาศรายละเอียดในการประชุมเดือนพ.ค.
3. Dot plot มีโทนออกมาทาง hawkish เพิ่มขึ้น : 7-4-0 vs 3-3-2
4. Fed ปรับลดคาดการณ์ GDP คงคาดการณ์อัตราการว่างงาน ปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ
5. พาวเวลล์: ท่ามกลางฉากหลังของตลาดแรงงานที่ตึงตัวเป็นอย่างมากในภาวะเงินเฟ้อสูง [Fed] คาดว่าการปรับเพิ่มกรอบเป้าหมาย FFR อีกในวันข้างหน้าจะเป็นเรื่องที่เหมาะสม
6. Fed มีโอกาสที่จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยมากกว่า 0.25% และมีความมุ่งมั่นที่จะใช้เครื่องมือทุกอย่างเพื่อให้เศรษฐกิจกลับมาเริ่มเสถียรภาพด้านราคา

Mar 2022 Econ Projection VS Dec 2021

Variable (%)	2022	2023	2024	Longer run
GDP (Dec Proj.)	2.8	2.2	2.0	1.8
	4.0	2.2	2.2	1.8
U-rate (Dec Proj.)	3.5	3.5	3.6	4.0
	3.5	3.5	3.5	4.0
Core PCE (Dec Proj.)	4.1	2.6	2.3	
	2.7	2.3	2.1	
Fed Funds (Dec Proj.)	1.9	2.8	2.8	2.4
	0.9	1.6	1.6	2.5

Mar 2022 Dot plot



## มุมมองของเรา

1. สมมติฐานราคาน้ำมันของ Fed น่าจะสูงกว่า 100 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล
2. Fed มุ่งมั่นที่จะแสดงให้ตลาดเห็นว่าที่ผ่านมานั้นนโยบายตามหลังเงินเฟ้อ (behind the curve) และจะเปลี่ยนมาให้ความสำคัญกับการหยุดเงินเฟ้อ
3. ประมาณการ Dot plot ค่อนข้างแตกต่างกันในครั้งนี้อย่างเห็นได้ชัด ส่วนต่างระหว่างประมาณการอัตราดอกเบี้ยต่ำสุดกับสูงสุดในแต่ละปีมีมากกว่า 1.5% เทียบกับเพียงประมาณ 1% ในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งบ่งชี้ว่า FOMC ไม่มีฉันทามติเกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจ

- ดังนั้นจึงมีโอกาสที่จะเปลี่ยนทิศทางของนโยบายการเงินเป็นแบบผ่อนคลายหรือเข้มงวดขึ้นได้
4. ไม่น่าจะมีการปรับเปลี่ยนประมาณการอัตราการว่างงานหลังจากเกิดเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดหลายเหตุการณ์ เช่น สถานการณ์ยูเครน การระบาดรอบใหม่ของ COVID ในจีน การขึ้นดอกเบี้ยและ QT ของ Fed
5. เราเชื่อว่าเหตุการณ์ครั้งนี้แสดงให้เห็นถึง "ความผิดพลาดเชิงนโยบาย" และมีความเป็นไปได้สูงที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในปี 2023



# การคาดการณ์ทิศทางนโยบายการเงินของ Fed

- ด้วยสมมุติฐานที่เรามองว่าเงินเฟ้อสหรัฐจะอยู่ที่ประมาณ 5.3% ในปีนี้ (โดยจะยังคงระดับสูงในครึ่งปีแรก) ทำให้เรามองว่าเป็นไปได้ที่ Fed อาจจะมี (1) ขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 7 ครั้งในปีนี้ และ (2) ทำ QT ด้วยขนาดเป็น 2 เท่าของครั้งก่อน (\$100bn)

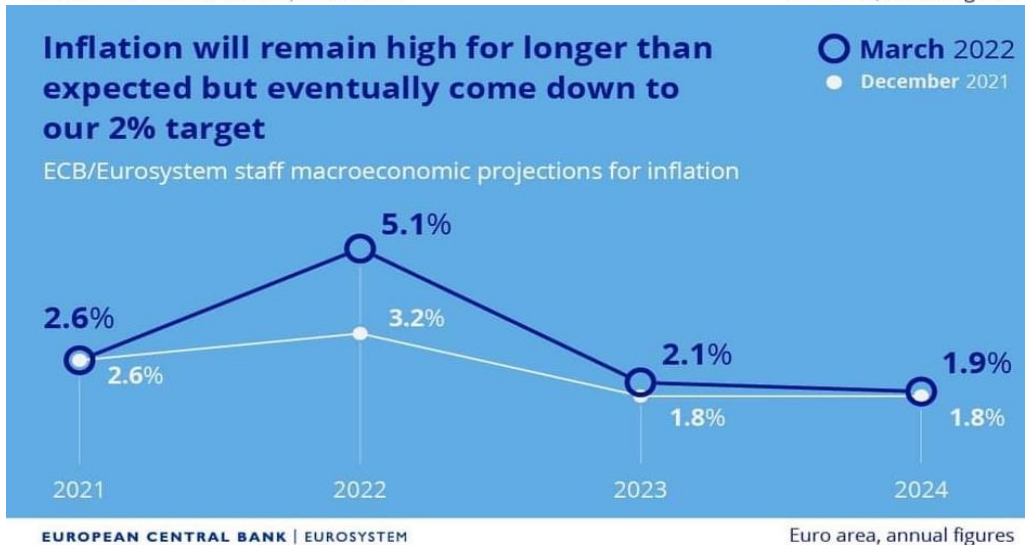
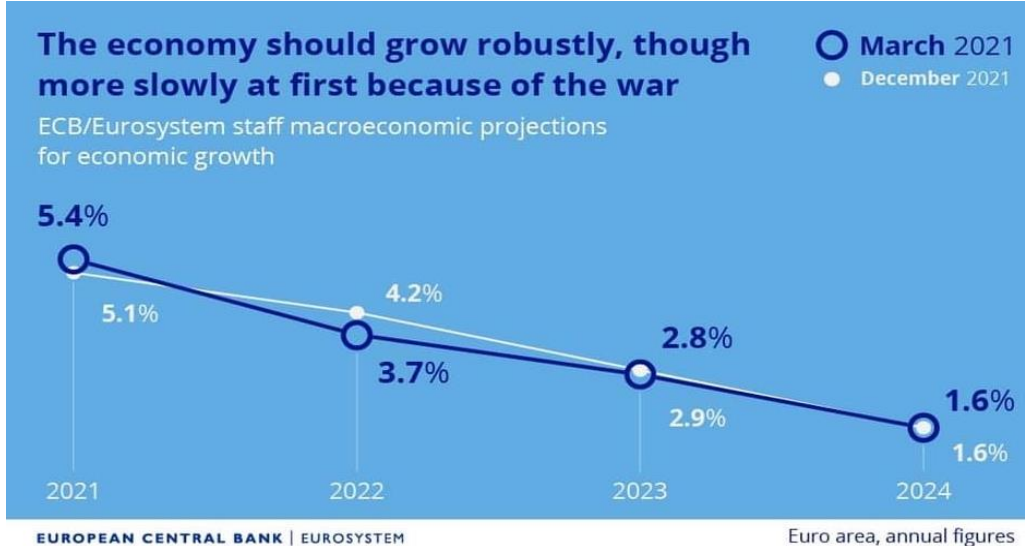
Timing	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1H24	2H24
CPI	7%	6%	3%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%
FFR	0.25%	0.75%	1.25%	1.75%	1.75%	2.00%	2.00%	2.00%	1.5%	1.5%
B/S chg	0	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	-100/mt	0	0	0
B/S (\$tn)	8.9	8.6	8.3	8.0	7.7	7.4	7.1	7.1	7.1	7.1
2YY (1/2FFR)	1.9	2.0	2.1	2.2	2.25	2.35	2.45	2.45	2.00	2.00
10YY (+10bps/\$300bn)	2.15	2.25	2.35	2.45	2.50	2.55	2.60	2.50	2.50	2.50
2-10	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.20	0.35	0.25	0.5	0.5
GDP (%)	2.8%				2.2%				2.0%	

## เราวิเคราะห์ว่า:

- เป็นไปได้ว่าผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปีจะมีแนวโน้มปรับขึ้นต่อเนื่อง จนทำจุดสูงสุดในช่วงครึ่งหลังของปี 2023
- ด้วยสถานการณ์ปัจจุบัน (Fed ขึ้นดอกเบี้ย 7 ครั้งปีนี้ และ 3 ครั้งปีหน้า) จะทำให้ผลตอบแทนพันธบัตร 10 ปี สูงกว่าการขยายตัว GDP ในครึ่งหลังของปี 2023 ทำให้เป็นไปได้ว่าอาจเกิด Economic or Market recession (ภาวะเศรษฐกิจถดถอยระยะสั้น หรือภาวะตลาดตกต่ำรุนแรง) ในครึ่งหลังของปี 2023 ทำให้ Fed ต้องลดดอกเบี้ย + ยุติมาตรการ QT
- อย่างไรก็ตาม หาก Fed ผ่อนคลายการดึงตัวนโยบายการเงินในช่วงครึ่งปีหลัง + ปี 2023 ขณะที่เศรษฐกิจยังมี Momentum ต่อเนื่องในปี 2023 ยังเป็นไปได้ที่จะไม่เกิด Market recession ในปี 2023-24 (แต่โอกาสน้อย)

# (เสริม) การคาดการณ์ทิศทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อของ ECB

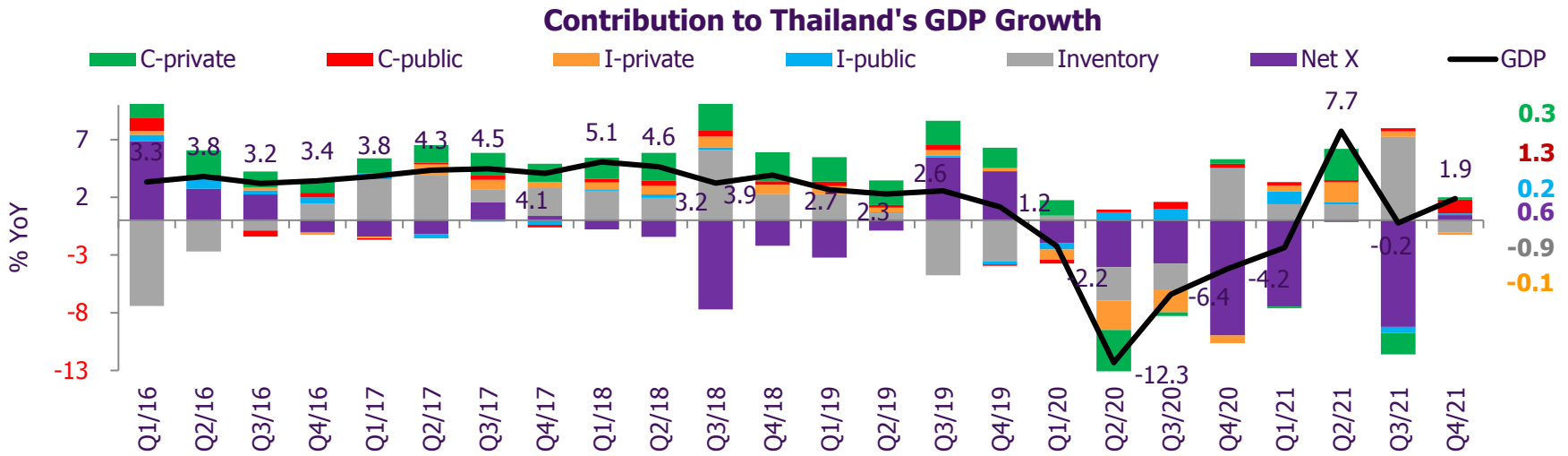
- ECB มีมุมมองทิศทางเศรษฐกิจและเงินเฟ้อแตกต่างจากเรา และนักวิเคราะห์ซีกโลกตะวันตก โดยมองว่าวิกฤตยูเครนจะทำให้เศรษฐกิจชะลอลงไม่มาก (GDP ขยายตัวลดลงจาก 4.2% เป็น 3.7%) ขณะที่มองว่าเงินเฟ้อจะปรับสูงขึ้นมาก (จาก 3.2% เป็น 5.1%) ทำให้ ECB ปรับทิศทางนโยบายการเงินให้เข้มงวดขึ้น
- ECB ประกาศลดทอน QE Tapering ให้สิ้นสุดเร็วขึ้นในเดือน ก.ย. และพร้อมขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้
- ขณะที่เราและนักวิเคราะห์ตะวันตกมองว่า สัญญาณเช่นนี้จะเป็นความเสี่ยงต่อเศรษฐกิจยุโรปต่อไป เพราะจะเผชิญผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่ชะลอลงจากวิกฤตยูเครนและนโยบายการเงินที่ตึงตัวขึ้นจาก ECB
- อย่างไรก็ตาม อีกบทเรียนหนึ่งที่ได้จากการตัดสินใจของ ECB คือหากธนาคารกลางต้องเลือกระหว่างเศรษฐกิจที่ชะลอลงและเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น ธนาคารกลางมักจะเลือกกดดันเงินเฟ้อไม่ให้ขึ้นมาก โดยยอมสูญเสียการเติบโตของเศรษฐกิจมากกว่า



# เศรษฐกิจไทย

# เศรษฐกิจไทยก่อนวิกฤตยูเครนเริ่มฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้นจากการเปิดประเทศ

- เศรษฐกิจไทย 4Q/2021 ขยายตัว 1.9% สูงกว่าคาดการณ์ที่ 0.8% ทั้งปีขยายตัว 1.6% สูงกว่าคาดการณ์ที่ 1.2%



ภาคการผลิตปรับตัวดีขึ้นแทบทุกหมวด

โดยภาคที่เริ่มกลับมาขยายตัวได้แก่ ภาคอุตสาหกรรม ขนส่ง และไฟฟ้า สะท้อนภาคการผลิตที่ดีขึ้น ขณะที่ขายส่งขยายผลิตภัณฑ์ขึ้นต่อเนื่อง

Growth	Share	GDP Growth Production side								
		Yr2018	Yr2019	Yr2020	Yr2021	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	
GDP	100.0%	4.2	2.2	-6.2	1.6	-2.4	7.7	-0.2	1.9	
Agri	9.0%	5.8	-0.6	-3.6	1.4	1	2.1	2.2	0.7	
Manufacturing	26.3%	3.4	-0.7	-5.7	4.9	1.1	17	-0.9	3.8	
Electric	2.3%	2.2	4.6	-8.4	-2.5	-9.1	1	-2.4	2.1	
Construction	2.9%	2.3	1.6	2.3	2.7	13.5	3.1	-4.2	-0.9	
Wholesale, Retail	17.2%	6.4	4.5	-3.7	1.7	-2.4	5	2.7	2.9	
Transport	4.9%	4.0	3.0	-21.0	-2.9	-16.9	10.3	-1.4	3.2	
Hotel & Rest.	3.2%	7.9	7.8	-36.6	-14.4	-36.8	16.4	-19	-4.9	
ICT	2.6%	8.4	12.3	4.6	5.7	4.5	5.6	6.8	5.9	
Financial	8.0%	3.6	2.2	2.7	5.7	6.4	5.9	6.1	4.4	
Real Estate	2.7%	5.4	3.8	1.4	1.7	2.2	2.7	0.7	1.3	

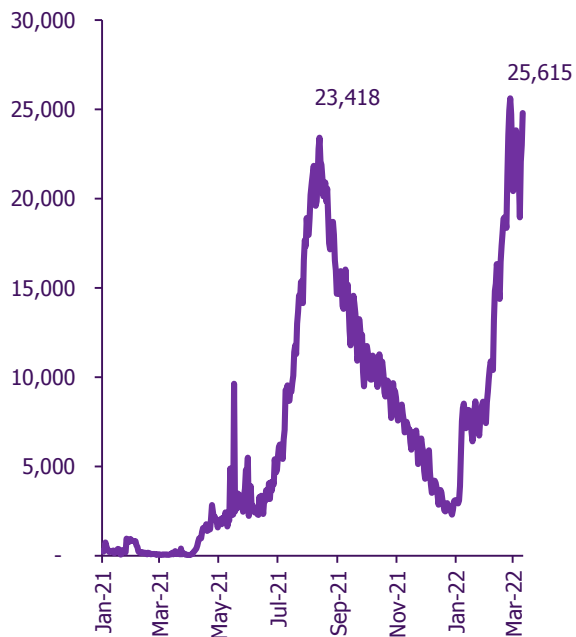
# ปัจจัยสนับสนุน/เสี่ยงต่อการขยายตัวในระยะต่อไป

(1) COVID-19 กลายเป็นโรคประจำถิ่น: แม้ว่าจำนวนผู้ติดเชื้อรายใหม่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากในช่วงการระบาดใหญ่ของ Omicron ในปัจจุบัน แต่จำนวนผู้ป่วยอาการรุนแรงและผู้เสียชีวิตยังทรงตัวในระดับต่ำและไม่เกินศักยภาพของระบบสาธารณสุข เรายังคงสมมติฐานว่า COVID-19 จะกลายเป็นโรคประจำถิ่นในช่วงปีครึ่งหลัง

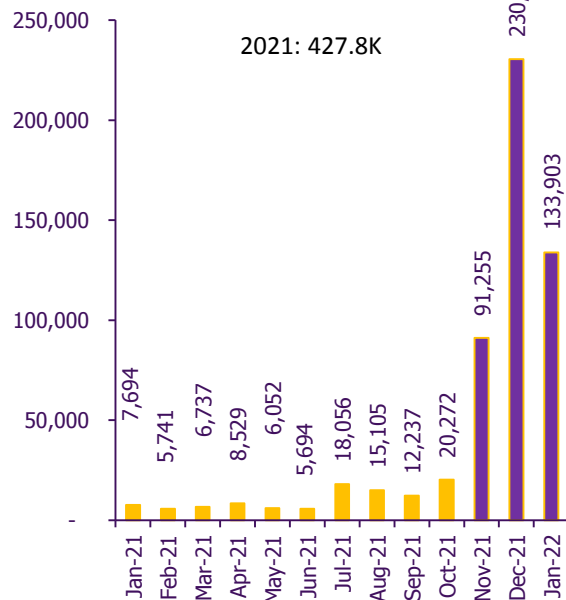
(2) การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว: เรายังคงเชื่อว่าด้วยการที่ COVID-19 จะกลายเป็นโรคประจำถิ่น การสิ้นสุดของสงครามยูเครน และการเปิดประเทศ ทำให้เรายังคงประมาณการนักท่องเที่ยวไว้ที่ 8 ล้านคน

(3) แรงกดดันเงินเฟ้อสูงขึ้นตามปัจจัยทางด้านอุปทานที่ส่งผลให้ราคาสินค้าในหมวดพลังงานและราคาอาหารสดบางประเภทเร่งตัวสูงขึ้น ประกอบกับปัจจัยการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์และภาวะการชะงักงันในห่วงโซ่อุปทานโลก จะสร้างแรงกดดันมากขึ้นต่อต้นทุนการผลิตและค่าครองชีพเมื่อประกอบกับนโยบายการเงินทั่วโลกที่เข้มงวดมากขึ้น อาจส่งผลทำให้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทย

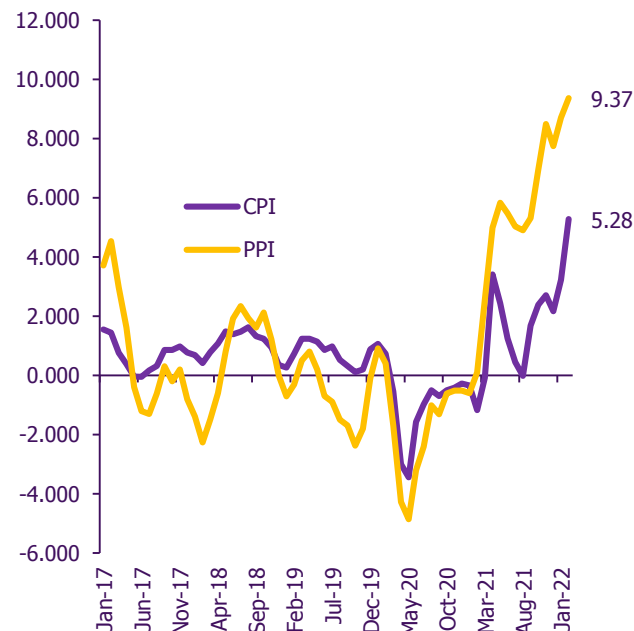
Thailand's New Patient (Persons)



No. of Tourist arrival projection in 2021 (Persons)



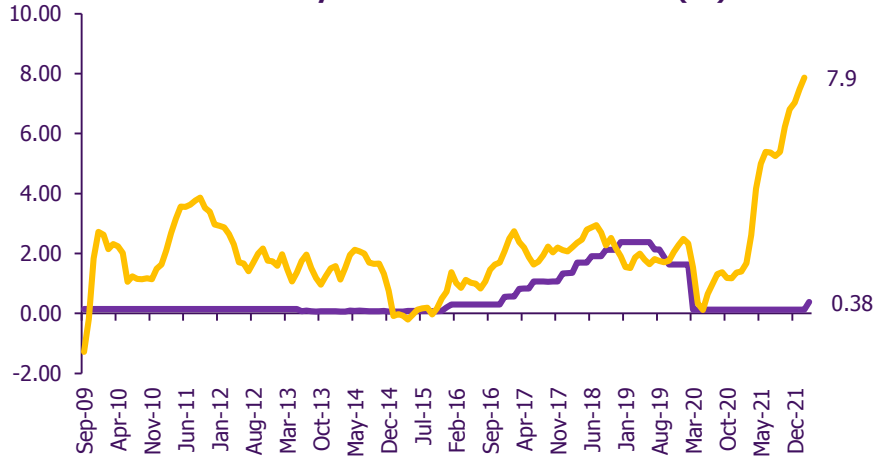
Thailand's Consumer and Producer Price Index (CPI and PPI; % YoY)



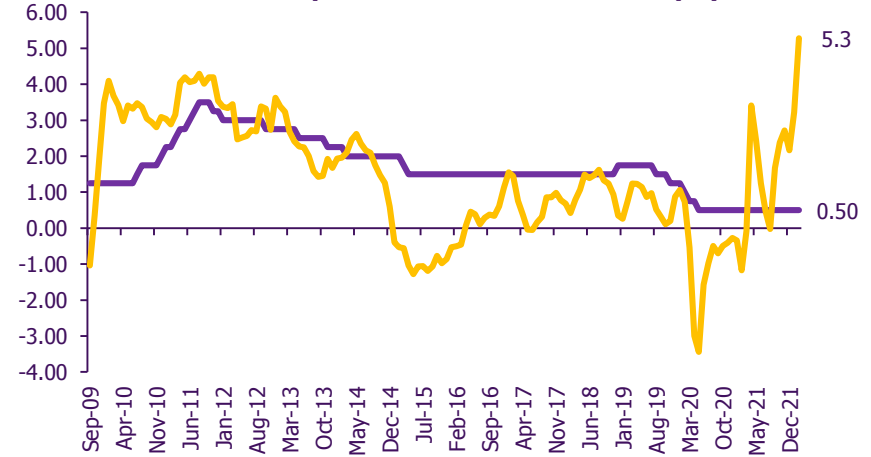
# (เสริม) การวิเคราะห์โอกาสขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายของธนาคารแห่งประเทศไทย

- เนื่องด้วยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงของไทยจะต่ำกว่าสหรัฐถึงกว่า 1 เท่า ณ สิ้นปีนี้ จึงมีความเป็นไปได้สูงที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะต้องขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างน้อยหนึ่งครั้งเพื่อดึงเงินทุน

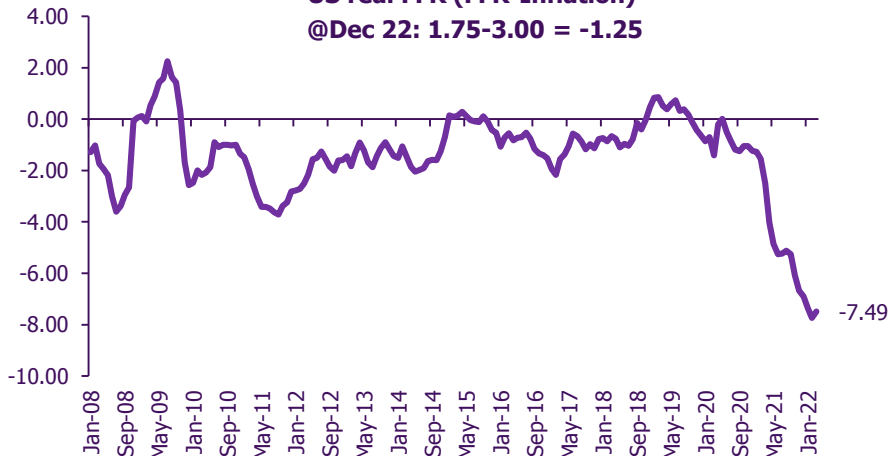
**US's Policy Rate and Headline Inflation (%)**



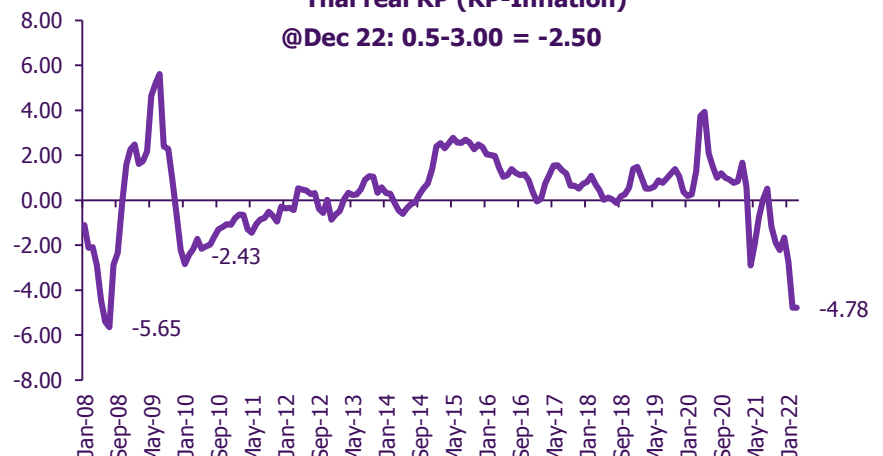
**Thailand's Policy Rate and Headline Inflation (%)**



**US real FFR (FFR-Inflation)  
@Dec 22: 1.75-3.00 = -1.25**



**Thai real RP (RP-Inflation)  
@Dec 22: 0.5-3.00 = -2.50**



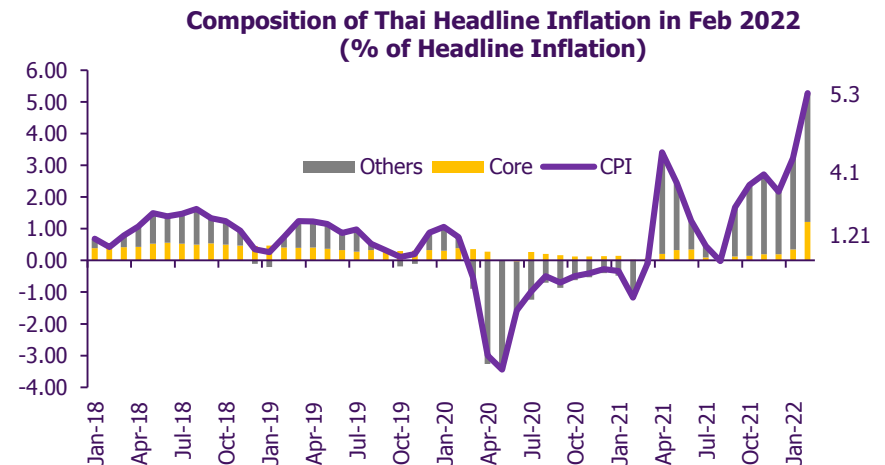
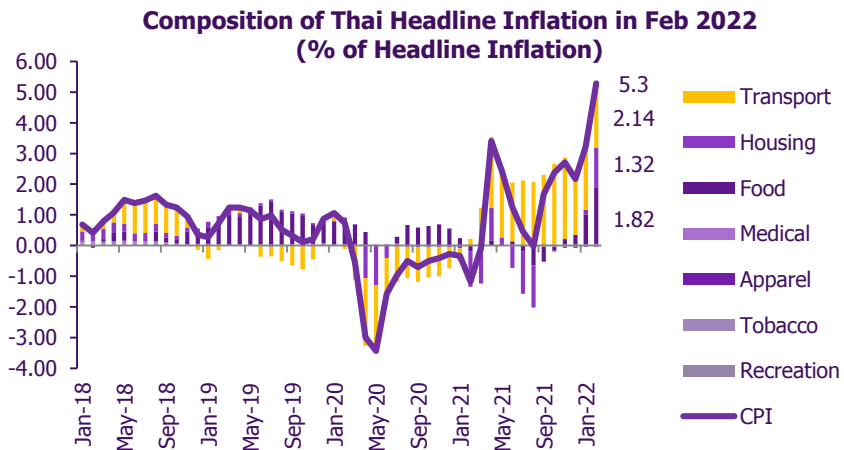
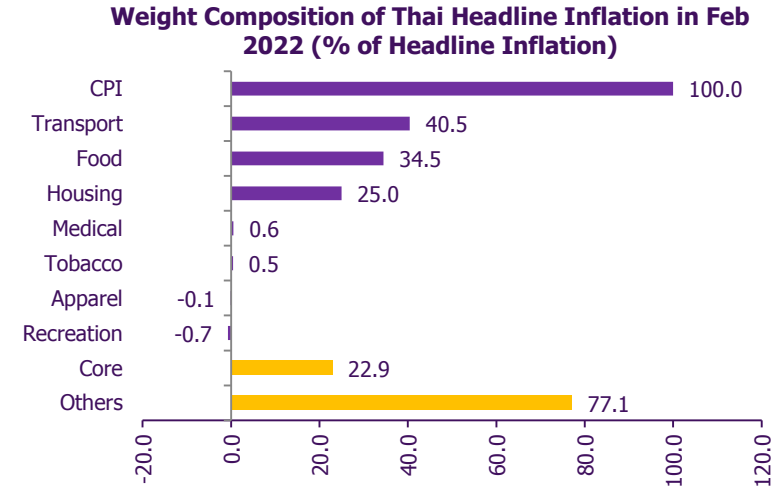
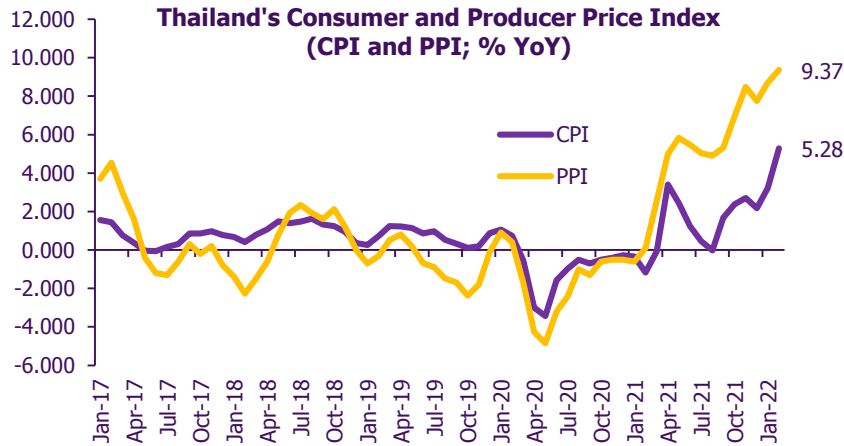
# ประมาณการเศรษฐกิจไทยของหน่วยงานราชการล่าสุด เปรียบเทียบกับ SCBS

Macro growth projection	Actual	Actual	Actual	FPO (Jan'22)	BOT (Dec'22)	NESDC (Feb'22)	SCBS (Feb'22)
	2019	2020	2021	2022f	2022f	2022f	2022f
GDP growth	2.2	-6.2	1.6	4.0	3.4	4.0	3.6
Private investment	2.6	-8.2	3.2	5.0	5.4	3.8	6.3
Public investment	0.1	5.1	3.8	3.7	3.6	4.6	4.1
Private consumption	4.0	-1.0	0.8	4.5	5.6	4.5	4.2
Public consumption	1.6	1.4	3.2	1.2	-0.3	-0.2	2.5
Export value in US\$ terms (%)	-3.3	-6.5	18.8	3.6	3.5	4.9	2.0
Import value in US\$ terms (%)	-5.6	-13.8	15.0	5.4	4.8	5.9	2.8
Current account to GDP (%)	7.0	4.2	-2.2	0.1	0.7	1.5	2.5
Headline inflation (%)	0.7	-0.8	1.2	1.9	1.7	2.0	2.1
USD/THB	31.0	31.3	32.0	33.1	N/A	32.5	32.0
Policy rate (%)	1.25	0.50	0.50	0.5	N/A	0.5	0.50
No. of inbound tourists (mn)	39.8	6.7	0.43	7.0	5.6	5.5	8.0

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

# อัตราเงินเฟ้อไทยในเดือนก.พ. อยู่ที่ 5.28% สูงสุดในรอบ 13 ปี

- เงินเฟ้อที่สูงขึ้นเป็นผลจาก (1) ราคาพลังงานโดยเฉพาะน้ำมันเชื้อเพลิง (น้ำมันดิบเบรนท์เดือน ก.พ. 2022 = 97.1 ดอลลาร์ สูงขึ้น 56% จาก ก.พ. 2021 ที่ 62.2 ดอลลาร์) และค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้น (2) ราคาอาหาร (อาหารสด อาหารสำเร็จรูป เครื่องประกอบอาหาร) ที่สูงขึ้น และ (3) ค่าใช้จ่ายเกี่ยวกับที่พักอาศัยที่สูงขึ้น

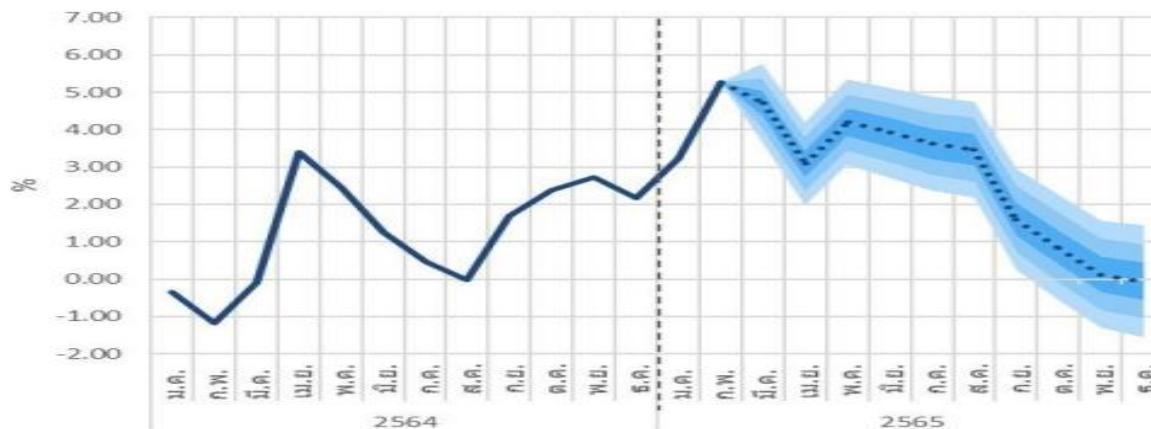




# การคาดการณ์เงินเฟ้อของไทยในปี 2022

- มุมมองของเรา สอดคล้องกับกระทรวงพาณิชย์ ที่ว่าเงินเฟ้อของไทยในปี 2022 จะอยู่ที่ประมาณ 2.1% โดยตั้งสมมติฐานราคาน้ำมันที่ประมาณ 80 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้การตรึงราคาน้ำมันดีเซลที่ 30 บาทต่อลิตรสามารถทำได้ถึงประมาณเดือน พ.ค. และคาดว่าจะไม่มีการขึ้นค่าจ้างขั้นต่ำในปีนี้ และค่าเงินบาทจะอยู่ที่ประมาณ 32 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ (ไม่อ่อนค่าลงมากจากปัจจุบัน)

Ministry of Commerce inflation projection (2022: approx. 2%)



2022 Avg. Oil Price	\$70	\$80	\$90	\$100	Sensitivity (+\$10: Oil)
TH GDP	3.63	3.55	3.47	3.39	-0.08
TH Consumption	4.20	4.12	4.06	3.98	-0.07
TH CPI	1.6	2.1	2.6	3.1	+0.5
RP	0.5%	0.75%	0.75%	1.0%	+12.5bps

# (เสริม) ผลกระทบด้านเศรษฐกิจไทยกรณีสงครามรัสเซีย-ยูเครน

- ผลกระทบด้านเศรษฐกิจไทยจากวิกฤตรัสเซียโดยตรงอาจไม่มากนัก แต่ผลกระทบโดยอ้อมผ่านราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจะกระทบกับเงินเพื่อและนโยบายการเงินมากกว่า

## ผลกระทบด้านเศรษฐกิจไทยกรณีสงครามรัสเซีย-ยูเครน

ไทย-รัสเซีย	ส่งออก	นำเข้า	ลงทุน (FDI)	ท่องเที่ยว
% จากทั้งหมด	0.4%	0.6%	0.2%	6.0% (470,000)
\$bn	1.0	1.7	0.46	\$1.1bn (B36bn) หรือ 0.2% GDP

## ผลกระทบด้านการคว่ำบาตรเศรษฐกิจ

ประเด็นด้านการเงิน	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ผลกระทบปานกลาง</li> <li>• ธนาคารพาณิชย์ไทยอาจประกาศระงับการปล่อยสินเชื่อ Trade Finance ให้กับธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับรัสเซีย (เช่น ส่งออก นำเข้า)</li> </ul>
ประเด็นด้าน SWIFT	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ผลกระทบน้อย</li> <li>• ยังไม่มีคำสั่งจากทาง ธปท. ในการห้ามธนาคารพาณิชย์แลกเปลี่ยนสกุลบาทกับสกุลรูเบิล (เนื่องจากหลังบ้านต้องแลกเปลี่ยนสกุลดอลลาร์ก่อน) แต่โดยปกติการแลกเปลี่ยนระหว่างบาทเป็นรูเบิลจะน้อยมาก</li> </ul>

# กลยุทธ์

# สรุปประเด็นสำคัญสำหรับกลยุทธ์การลงทุนใน 2Q22

		สรุปมุมมองของเรา
แนวโน้มเศรษฐกิจมหภาค		การเติบโตทางเศรษฐกิจทั่วโลกจะได้รับผลกระทบจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน อัตราเงินเฟ้อยังอยู่ในระดับสูงจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นส่งผลให้มีการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเร็วกว่าคาด ประเทศไทยได้รับผลกระทบจำกัดจากความขัดแย้งในปัจจุบัน เราคาดว่า ธปท. จะขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอย่างน้อย 25bps ใน 2H22
จุดสว่าง (bright spot) ทางเศรษฐกิจ		กลุ่มที่เกี่ยวข้องกับภาคบริการ กลุ่มที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง การอุปโภคบริโภคภายในประเทศ
วัฏจักรเศรษฐกิจ		การผ่อนคลายข้อจำกัดล็อกดาวน์ส่งผลทำให้เศรษฐกิจฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป แต่ความเร็วในการฟื้นตัวอาจช้ากว่าคาด เนื่องจากต้นทุนพลังงานพุ่งสูงขึ้น การหยุดชะงักของสินค้าโภคภัณฑ์อาจส่งผลทำให้เกิดปัญหาห่วงโซ่อุปทานเพิ่มซึ่งจะสร้างความเสี่ยง upside ให้กับเงินเฟ้อ วัฏจักรเศรษฐกิจกำลังเปลี่ยนจากภาวะ reflation สู่ภาวะ stagflation
ความเสี่ยง stagflation		ความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation มีมากขึ้นหลังจากเกิดความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน ผลตอบแทนตลาดมีแนวโน้มชะลอตัวและคาดว่าหุ้นเชิงรับจะให้ผลตอบแทนดีกว่าตลาด หุ้นที่มีมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพน่าจะ outperform เนื่องจากหุ้นเหล่านี้มีแนวโน้มที่จะป้องกันความเสี่ยงจากการชะลอตัวได้ดีและมีความอ่อนไหวต่ำต่อปัญหาเศรษฐกิจและเงินเฟ้อ
การเปิดประเทศและโรคประจำถิ่น		ประเทศส่วนใหญ่ให้ความสำคัญกับการตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการระบาดและป้องกันการหยุดชะงักของธุรกิจ อัตราการเสียชีวิตที่ลดลงบ่งชี้ว่าเรากำลังเข้าสู่ระยะเปลี่ยนผ่านสู่โรคประจำถิ่น เรามีความหวังสูงต่อการเปิดประเทศใน 2H22 แต่ความกังวลหลักของเราคือนโยบาย zero COVID ของจีนที่อาจขัดขวางการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง
การปรับลดประมาณการกำไร		ต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นอาจส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโต การเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของราคาน้ำมันช่วยสนับสนุนผลประโยชน์ของกลุ่มพลังงานในระยะสั้น แต่จะส่งผลกระทบต่อกลุ่มธุรกิจปลายน้ำหลายกลุ่มด้วยกัน กลุ่มที่ได้รับผลกระทบจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นมากที่สุด ได้แก่ ขนส่ง ยานยนต์ วัสดุก่อสร้าง และบรรจภัณฑ์
ธีม Alpha		เราสรุป 4 แนวคิดการลงทุนสำหรับปี 2Q22 ซึ่งเน้นไปที่ธีมมหภาคและจุลภาคอันประกอบด้วย: 1) หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง 2) หุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ 3) หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล และ 4) หุ้นเติบโตที่มีคุณภาพ
กลยุทธ์สำหรับ 2Q22		คาดว่า SET Index จะเคลื่อนไหวในกรอบแคบ โดยมีความเสี่ยง downside จากการปรับลดประมาณการกำไรใน 2Q22 เราแนะนำให้โฟกัสที่หุ้นเชิงรับ แนวโน้มมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพ หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล และหุ้นคุณภาพที่มีงบดุลและ FCF แข็งแรง ผลตอบแทนของตลาดจะขึ้นอยู่กับกำไรมากกว่าการเพิ่มขึ้นของ valuation
Sell in May and go away?		มีโอกาสสูงที่จะเกิดเหตุการณ์ sell in May แต่เศรษฐกิจไทยไม่ได้มีความไม่สมดุลมากนัก รวมถึงผู้ได้ประโยชน์หลักจากการเปิดประเทศ การ pullback เป็นโอกาสที่ดีในการสร้าง position สำหรับ 2H22 ที่ดูเหมือน reflation cycle
เป้า SET Index		การคำนวณของเราพบว่าเป้า SET Index ปี 2022 ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานอยู่ที่ 1,660 จุด จุดเข้าซื้อที่สำคัญอยู่ที่ 1,550-1,600 จุด ขณะที่ระดับขายทำกำไรอยู่ที่สูงกว่า 1,780 จุด
น้ำหนักการลงทุนรายกลุ่มใน 2Q22	<b>Overweight</b> <b>Neutral</b> <b>Underweight</b>	พาณิชยกรรม การแพทย์ ท่องเที่ยว ธนาकार เครื่องดื่ม พลังงาน เงินทุน ปีโตรเคมี อสังหาริมทรัพย์ และสื่อสาร ธุรกิจการเกษตร วัสดุก่อสร้าง บ้านเชิง/สื่อ สายการบิน
คำแนะนำ		เราแนะนำหุ้นที่ 1) ได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจาก macro headwind 2) ได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากกิจกรรมเปิดประเทศ 3) กำไรเติบโตหรือฟื้นตัวและมีอำนาจในการกำหนดราคา 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรืองบดุลแข็งแกร่ง และ 5) มี valuation สมเหตุสมผล หุ้นเด่นใน 2Q22 ของเราคือ AOT BDMS CRC GULF และ PTTEP

## หุ้นแนะนำใน 1Q22 ของเราปรับตัว outperform SET อยู่ 11%

1Q22 ใกล้จะสิ้นสุดลงแล้ว โดยตลาดหุ้นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+1.3%) แต่ outperform ตลาดอื่นๆ ในภูมิภาค และตลาดโดยรวมอยู่ 10% และ 8% ตามลำดับ ความคาดหวังต่อการเปิดประเทศหลังจากฉีดวัคซีน COVID-19 เข้ม กระตุ้นได้มากขึ้นและเร่งสร้างภูมิคุ้มกันหมู่ โดยอัตราการเสียชีวิตลดลงเหลือ 0.2% ต่ำกว่า 4Q21 ที่ 0.8% รวมถึงไม่มี ข้อจำกัดใหม่ในการควบคุมการระบาดของ COVID-19 เป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ นอกจากนี้ ผลกระทบโดยตรงของความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนยังมีน้อยมากสำหรับบริษัทจดทะเบียนไทย เนื่องจากรัสเซียและยูเครนมีส่วนต่ำเมื่อเทียบกับการค้าไทยและการค้าโลก

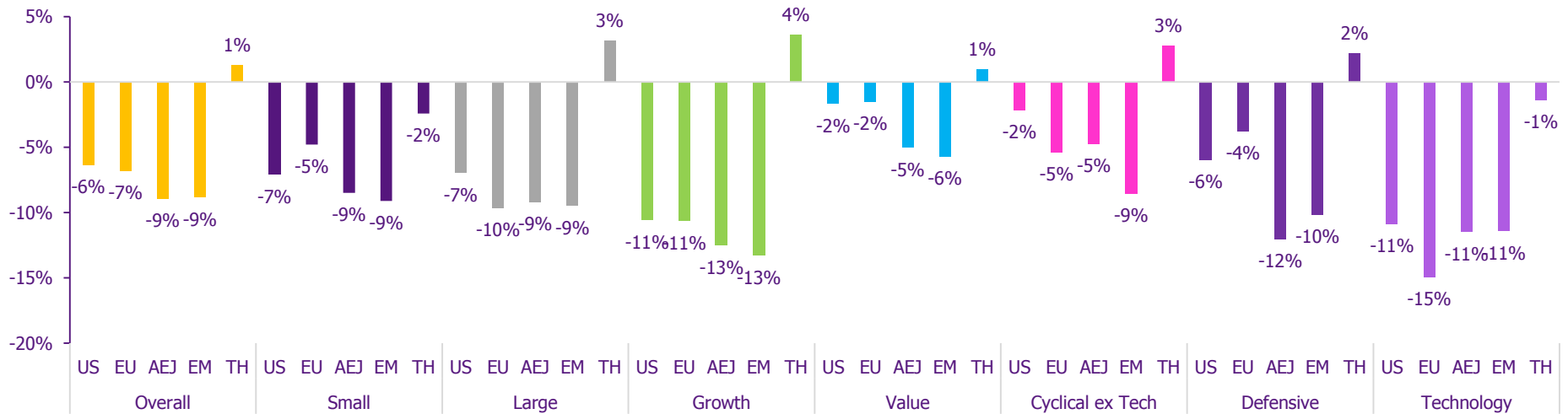
ใน 1Q22 เราพบว่าหุ้นคุณค่า เช่น หุ้นกลุ่มการเงินและพลังงาน และหุ้น non-tech ปรับตัว outperform หุ้นเติบโต และ หุ้นวัฏจักรทั่วโลก กลุ่มหุ้น rate-sensitive และสินค้าโภคภัณฑ์ ปรับตัว outperform กลุ่มหุ้น asset-sensitive และ domestic หุ้นที่มีความเชื่อมโยงกับเงินเฟ้อยังคงเป็น bright spot เนื่องจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนจะ ส่งผลกระทบต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นสะท้อนภาวะอัตรา ดอกเบี้ยขาขึ้นและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่สูงขึ้นไปบ้างแล้ว

ตลาดหุ้นไทยเคลื่อนไหว sideways ในขณะที่ตลาดอื่นๆ ให้ผลตอบแทนติดลบใน 1Q22; contribution ของดัชนีตลาด กระจุกตัวอยู่ใน 4 กลุ่ม: การแพทย์ สื่อสาร พาณิชยกรรม และธนาคาร ในขณะที่กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์และบรรจภัณฑ์ให้ ผลตอบแทนที่น่าผิดหวัง นักลงทุนต่างชาติซื้อสุทธิหุ้นไทย 2.9 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ QTD ต่อเนื่องจากที่มียอดซื้อสุทธิ จำนวนมากใน 4Q21 ที่ 845 ล้านดอลลาร์สหรัฐ การเคลื่อนย้ายเม็ดเงินลงทุนของต่างชาติมีทิศทางเดียวกันกับตลาดอื่นๆ ในอาเซียน เช่น อินโดนีเซีย (1.7 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ) และมาเลเซีย (1.3 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ)

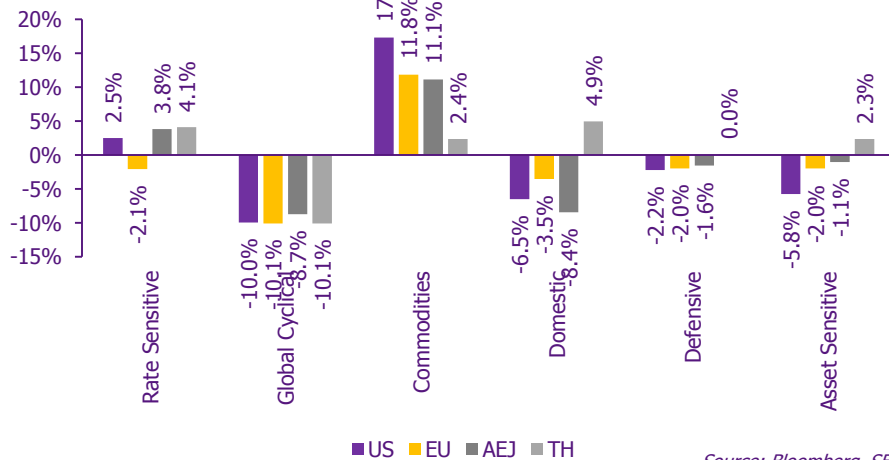
หุ้นเด่นของ SCBS ซึ่งมุ่งเน้นที่อำนาจในการกำหนดราคา งบดุลแข็งแกร่ง และ valuation สมเหตุสมผล ให้ผลตอบแทน เฉลี่ย 16% สะท้อนถึงผลตอบแทนที่สูงกว่าตลาดอยู่ 11% เนื่องจากหุ้นเด่นของเราทุกตัวปรับตัว outperform ตลาด หุ้น beta plays ของเรา เช่น ADVANC (+10%) และ KBANK (+18%) ให้ผลตอบแทนมากกว่าหุ้น large cap อยู่ 13% นอกจากนี้หุ้น alpha plays ของเรา เช่น AH (+9%) BLA (+36%) และ NYT (+8%) ก็ปรับตัว outperform ตลาดอย่างมาก

# กลุ่มหุ้น rate-sensitive & สินค้าโภคภัณฑ์ปรับตัว outperform ใน 1Q22

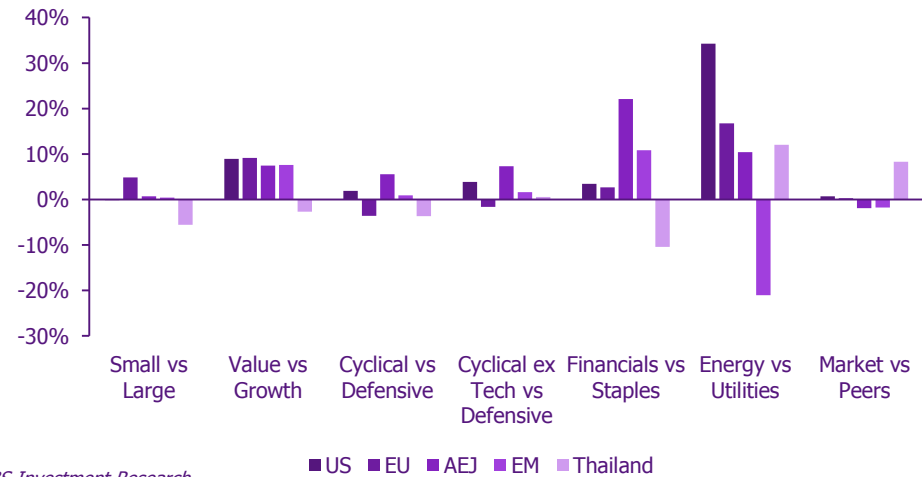
Performance comparison in 1Q22 (as of 18 Mar 22)



Rate sensitive and commodities outperformed



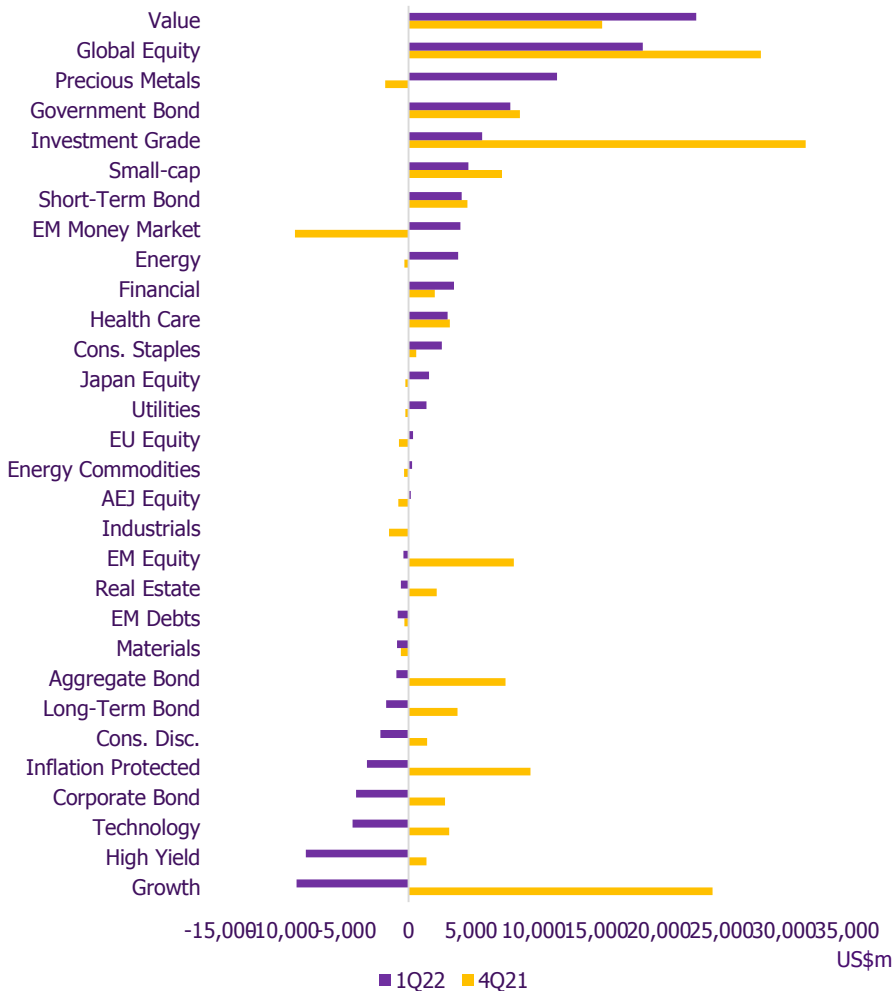
Relative performance



Source: Bloomberg, SET, SCBS Investment Research

# ความสนใจของนักลงทุน: กำลังทำอะไรอยู่ในตอนนี้?

4Q21 and 1Q22 ETF Flows



Source: EPFR, ETF

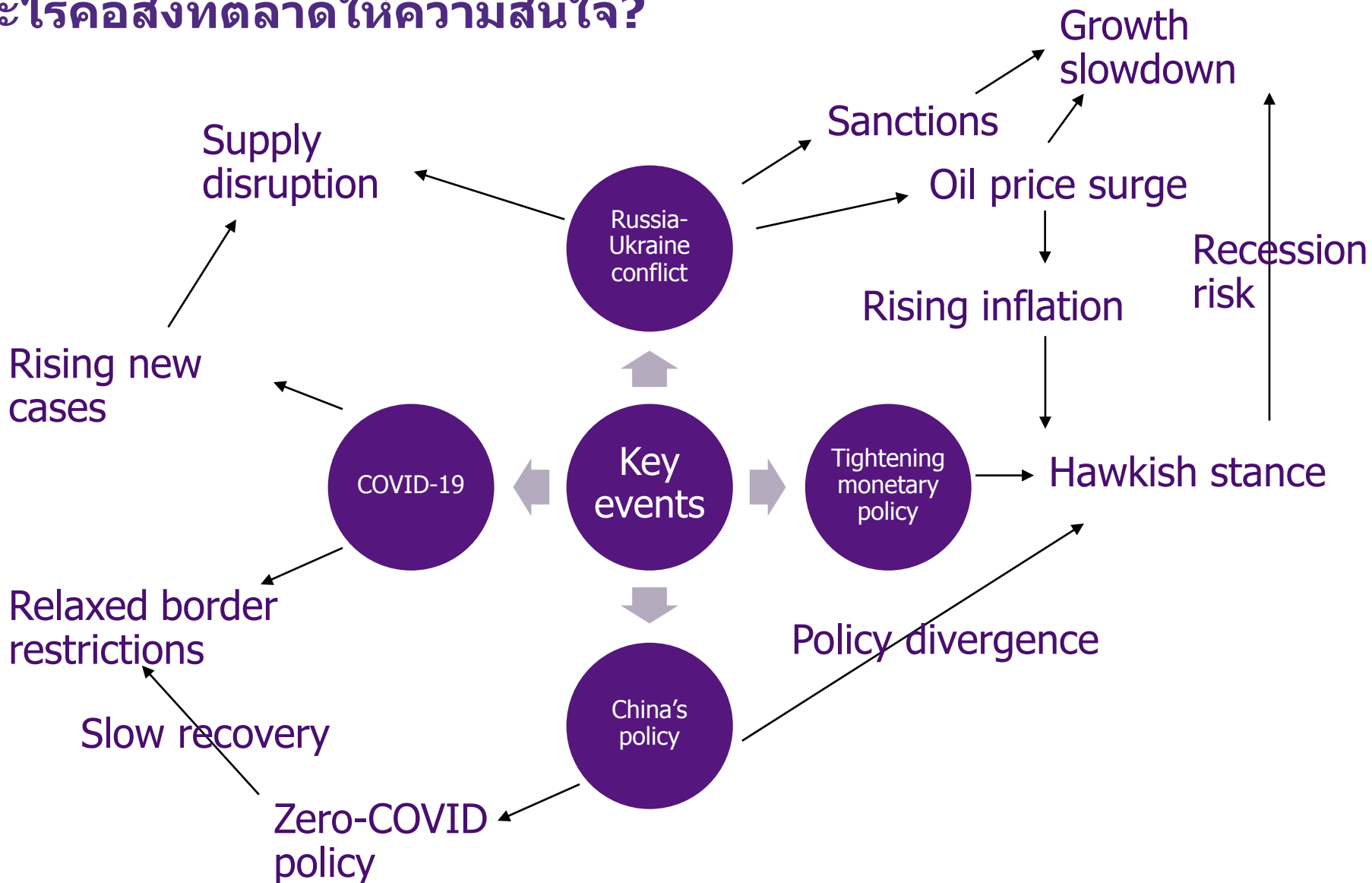
เม็ดเงินที่ไหลเข้าผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับ ETF ใน 1Q22 เทียบกับ 4Q21 สะท้อนถึงประเด็นสำคัญที่อยู่ในใจของนักลงทุนระยะยาว โดยมีรายละเอียดดังนี้:

ในขณะที่ตลาดหุ้นมีเม็ดเงินไหลเข้าใน 1Q22 โดยได้แรงหนุนจากหุ้นคุณค่า นักลงทุนก็มีการลดความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน และความเข้มงวดมากขึ้นของนโยบายการเงินทั่วโลก โดยมีเม็ดเงินไหลออกสุทธิจำนวนมากในหุ้นเติบโตรวมถึงกลุ่มเทคโนโลยี ซึ่งเป็นการพลิกกลับจาก 4Q21 แรงกดดันด้านต้นทุนและต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นเป็นสาเหตุทำให้เกิดการเทขายกลุ่ม high yield นอกจากนี้ก็มีเม็ดเงินไหลเข้าหุ้นสินค้าโภคภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับพลังงานจำกัด ทั่วๆ ที่ราคาพุ่งขึ้นแรง

นอกจากนี้เรายังพบว่าความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัย เช่น โลหะมีค่า และพันธบัตรรัฐบาล เพิ่มสูงขึ้น หุ้นเชิงรับ เช่น หุ้นกลุ่มการแพทย์ และสินค้าอุปโภคบริโภค มีเม็ดเงินไหลเข้าอย่างต่อเนื่อง ซึ่งบ่งชี้ว่านักลงทุนลดความเสี่ยงของพอร์ตการลงทุนผ่าน asset allocation มากกว่า sector rotation

เม็ดเงินที่ไหลออกตราสารหนี้ในระยะหลังนี้คล้ายกับช่วงอื่นๆ ที่อัตราดอกเบี้ยปรับขึ้น โดยได้แรงหนุนจากการคาดการณ์นโยบายของ Fed ในเชิง hawkish มากขึ้น

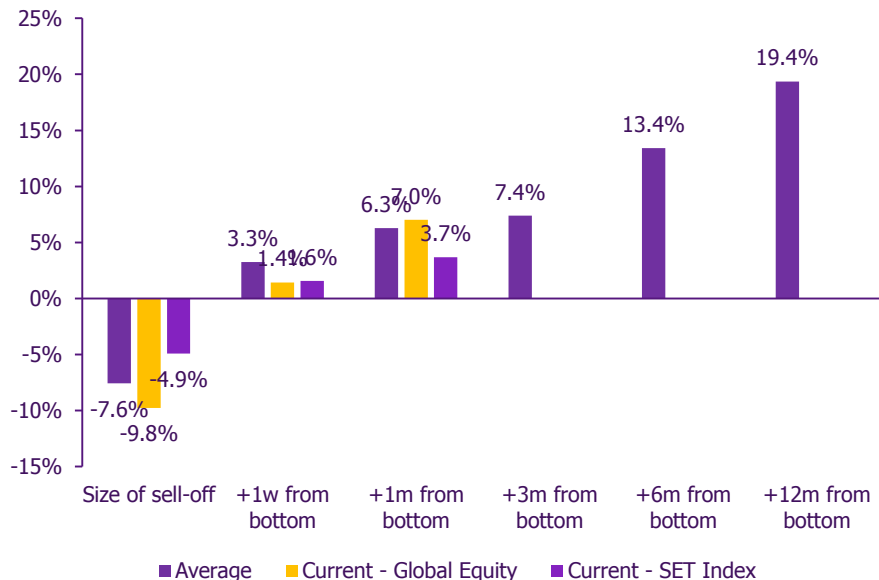
# อะไรคือสิ่งที่ตลาดให้ความสนใจ?



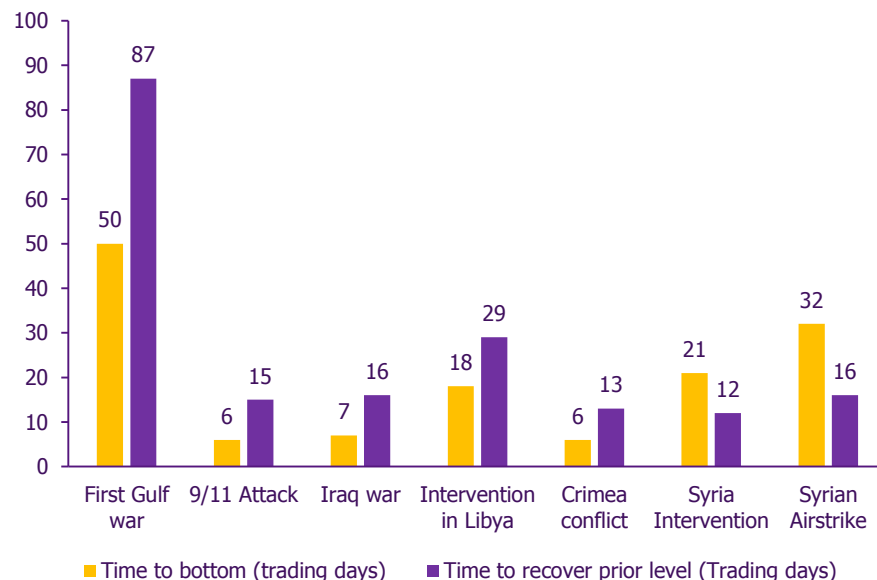


# ตลาดมีท่าทีอย่างไรหลังจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์พุ่งสูงขึ้น?

Equity market sell-offs and recoveries around geopolitical events (oil events)

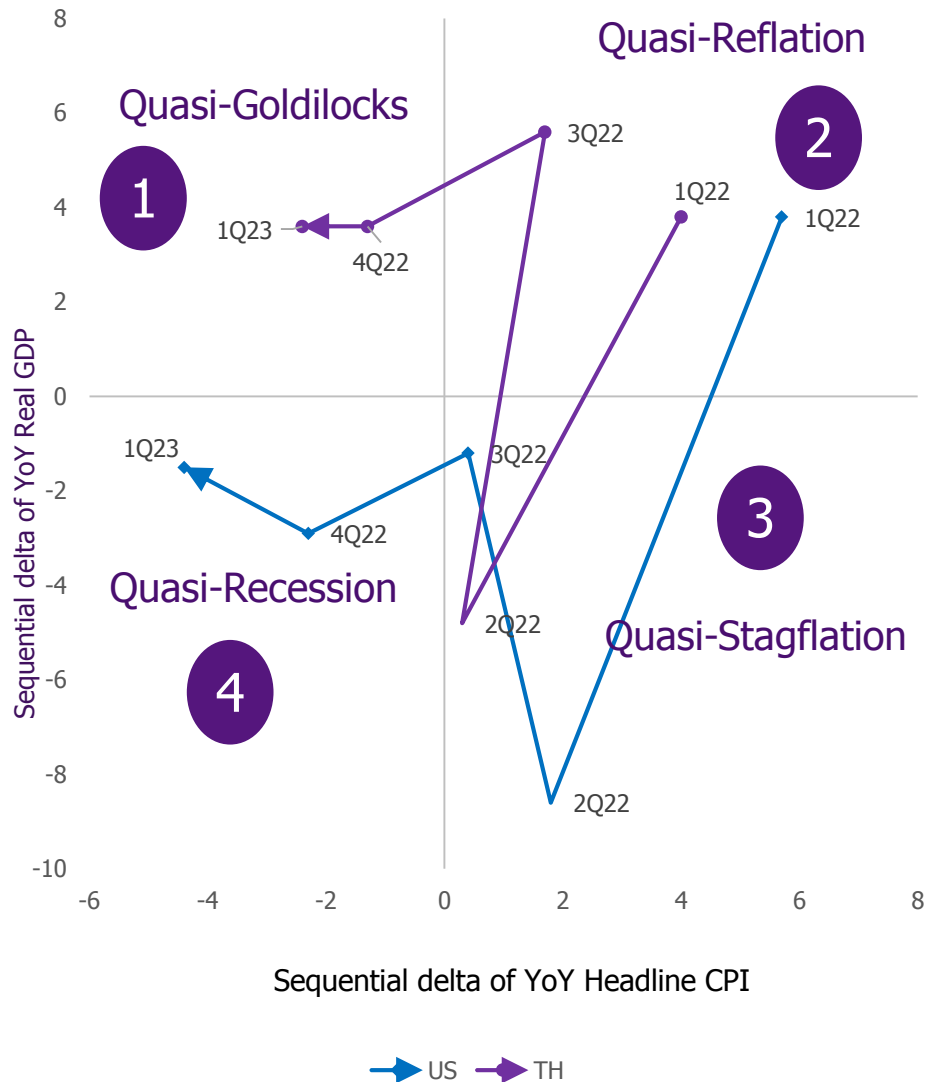


Sell-off and recovery timeframe during past geopolitical conflicts



ท่ามกลางความท้าทายจากการปรับตัวลดลงของตลาดหุ้นทั่วโลกในปัจจุบัน การฟื้นตัวของราคาหุ้นหลังจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์พุ่งสูงขึ้นเป็นสิ่งที่ถูกคาดหวัง โดยทั่วไปแล้ว ตลาดและกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ มีแนวโน้มที่จะทรงตัวเป็นเวลา 1-3 เดือนหลังจากความเสี่ยงพุ่งสูงขึ้น แต่หลังจากนั้นจะฟื้นตัวและกลับมาทำกำไรได้ภายใน 6 เดือน และทำกำไรได้มากยิ่งขึ้นภายใน 12 เดือนหลังจากเกิดเหตุการณ์ geopolitical shock เปอร์เซ็นต์ของผลตอบแทนที่เป็นบวกหลังจากปรับฐาน 6 เดือน และ 12 เดือน อยู่ที่ 60% และ 72% แม้ว่าการฟื้นตัวของราคาหุ้นยังเปราะบาง แต่การเคลื่อนไหวของหุ้นวัฏจักร/หุ้นเชิงรับบ่งชี้ว่าการเติบโตที่ลดลงเล็กน้อยสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว นอกจากนี้ ความเร็วในการฟื้นตัวจากจุดต่ำสุดยังสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยในอดีต ความขัดแย้งที่ยืดเยื้อและการคว่ำบาตรจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวอย่างเปราะบาง และทำให้เกิดการคาดการณ์ถึงเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลทำให้ราคาหุ้นฟื้นตัวช้ากว่าค่าเฉลี่ยใน 6-12 เดือนหลังจากเกิดเหตุการณ์

# ความเสี่ยง stagflation



Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

ความกังวลเพิ่มมากขึ้นเกี่ยวกับความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation อันเป็นผลมาจากเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดจากกรณีรัสเซียบุกยูเครน โดยคาดว่าอัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้น ทรานไคที่สงครามและการคว่ำบาตรยังคงดำเนินต่อไป เราคาดว่าราคาสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลกที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจส่วนใหญ่ ดังนั้น ทุกภูมิภาคจึงมีแนวโน้มที่จะเปลี่ยนจากภาวะ reflation เข้าสู่ภาวะ stagflation เรามีมุมมองระยะมัถระวังต่อ US และ EU ใน 2H22 แต่ EM จะดีขึ้นใน 2H22 เศรษฐกิจของ US และ EU อาจเข้าสู่ภาวะกึ่งถดถอยกึ่งใน 4Q22-1Q23

ทั้งนี้เราสามารถสรุปนัยสำคัญด้านการลงทุนได้ 3 ประการ จากกรอบแนวคิดเกี่ยวกับการเติบโตและราคา

- ผลตอบแทนของตลาดมีแนวโน้มที่จะชะลอลดลง หุ้นเชิงรับและหุ้นที่มีความผันผวนต่ำและคุณภาพสูงคาดว่าจะปรับตัว outperform
- ใน 2Q22 การปรับตัวขึ้นแรงของราคาพลังงาน (เงินเฟ้อสูงขึ้น) ส่งผลทำให้นักวิเคราะห์เริ่มปรับลดคาดการณ์การเติบโตลง และทำให้มีความไม่แน่นอนมากขึ้นเกี่ยวกับเส้นทางการเติบโตนับจากนี้ไป
- ใน 2H22 คาดว่า EM จะ outperform DM เพราะภาคบริการเริ่มฟื้นตัว เนื่องจากการเติบโตจะเร่งตัวขึ้น กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยและการเงินจะเป็นผู้ชนะ
- มีแนวโน้มที่จะเห็นการปรับลดประมาณการกำไร เรามองว่ามีความเสี่ยงที่เศรษฐกิจ US และ EU จะเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีหน้า ด้วยความเป็นไปได้ 30-50% ในปัจจุบัน

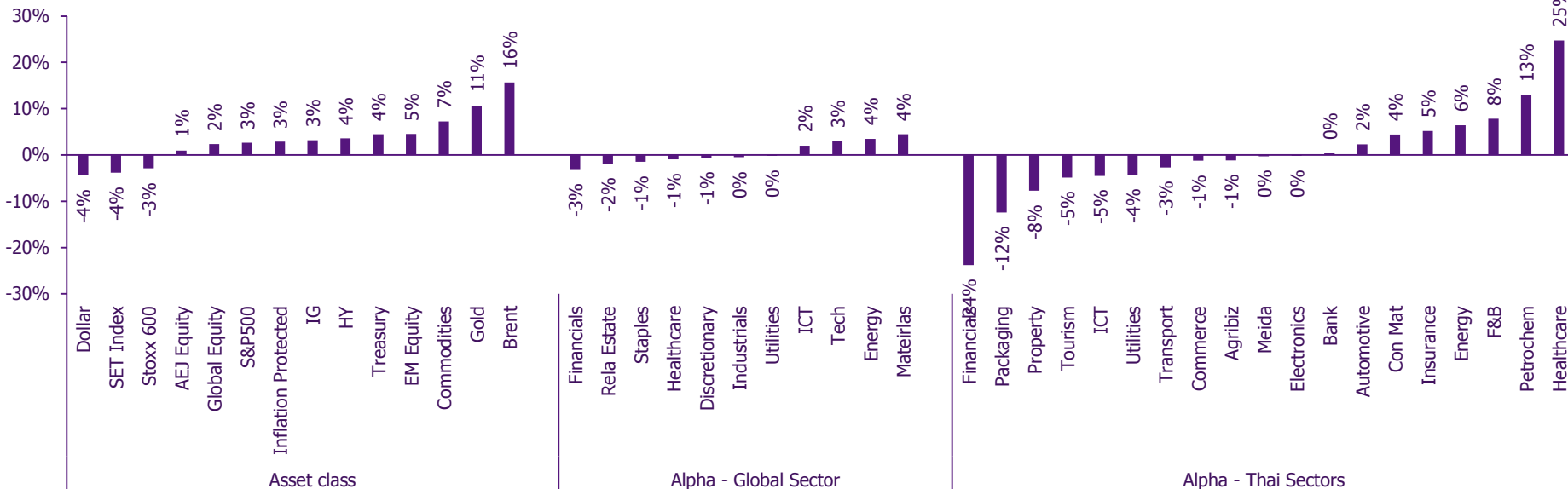
# โรดแมปการลงทุนจากมุมมองมหภาค

	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
US	<b>3 Stagflation</b> Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sectors - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		<b>4 Recession</b> Bonds over stocks Style - Low beta, quality, defensive, dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG	
EU	<b>3 Stagflation</b> Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		<b>4 Recession</b> Bonds over stocks Style - Low beta, quality, defensive, dividend yield Sector - Consumer Staples, Utilities, REIT, Healthcare, Telecom Fixed Income - Long duration, IG	
China	<b>3 Stagflation</b> Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		<b>2 Reflation</b> Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	
EM	<b>3 Stagflation</b> Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		<b>2 Reflation</b> Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	<b>1 Goldilocks</b> Stocks over bonds Style - Secular growth, High beta, mid-caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY, EM debt
Thailand	<b>3 Stagflation</b> Bonds over stocks Style - Secular growth, quality, low beta Sector - Utilities, Tech, Energy Fixed Income - Long duration, TIPS		<b>2 Reflation</b> Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, small cap, cyclical growth Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Financials Fixed Income - HY	<b>1 Goldilocks</b> Stocks over bonds Style - Secular growth, high beta, mid-caps Sector - Tech, Discretionary, Industrials, Telecom, Materials Fixed Income - HY, EM debt

Source: SCBS Investment Research

# การป้องกันความเสี่ยงจากภาวะ Quasi-Stagflation

Returns during Quasi-Stagflation (6 episodes during 2002-2019)



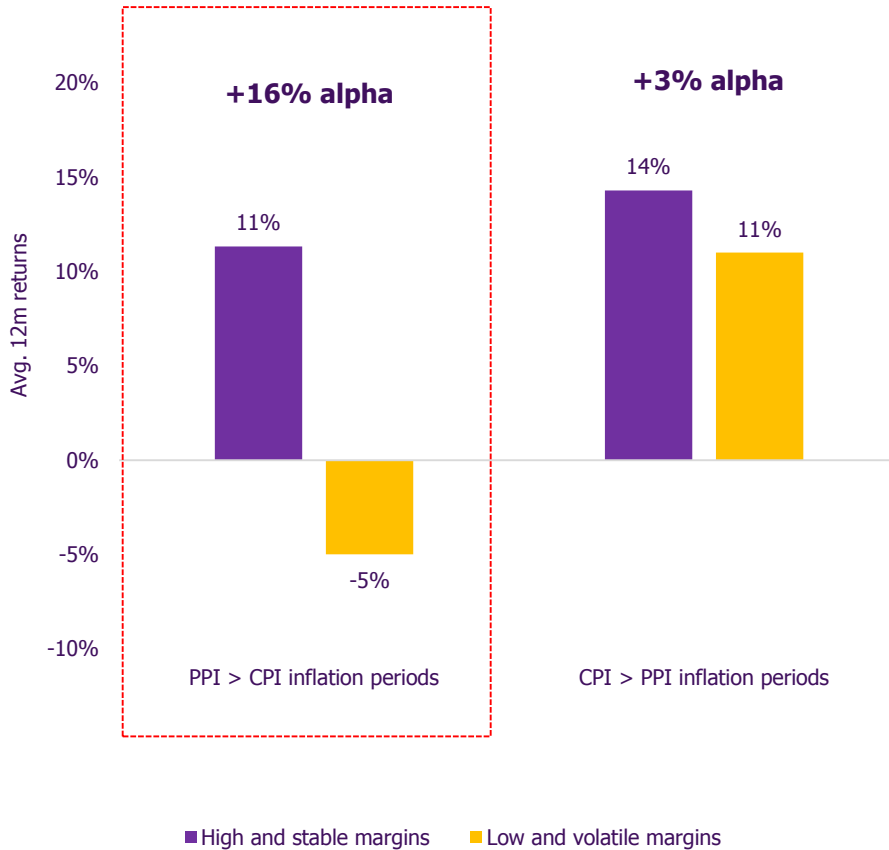
Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

Note: Six episodes are including Aug-Nov02, Jun-Nov04, Aug07-Jul08, Sep-Dec10, Jun-Sep15, Aug-Dec19

ในช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมา ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation มีน้อยและห่างไกล โดยได้รับการสนับสนุนจากสภาพคล่องที่เพียงพอ นโยบายสนับสนุนของธนาคารกลาง และการพัฒนาเทคโนโลยี อย่างไรก็ตาม มี 6 ช่วงเวลาที่เกิดภาวะ quasi-stagflation การปรับลดประมาณการการเติบโตพร้อมกับการปรับเพิ่มคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อ ซึ่งคล้ายกับความเสี่ยงในปัจจุบัน ช่วงเวลาในอดีตถูกแบ่งเป็น mid-cycle slowdowns (2002, 2004, 2010, 2019) ซึ่งดูเหมือนจะไม่เป็นอันตรายในแง่ของผลตอบแทนของสินทรัพย์ แต่ late-cycle slowdowns ในปี 2007 และปี 2015 พบว่ามีผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้น ผู้ผลิตสินค้าโภคภัณฑ์ outperform ตลาดนำเข้าสินค้าโภคภัณฑ์ขนาดใหญ่ในเอเชียและยุโรป เมื่อมองที่กลุ่มอุตสาหกรรม พบว่ากลุ่มพลังงาน วัสดุ และเคมีภัณฑ์ ปรับตัว outperform เนื่องจากราคาน้ำมันสูงขึ้น ในขณะที่กลุ่มการเงินและอสังหาริมทรัพย์ปรับตัว underperform เนื่องจากต้นทุนพลังงานสูงอาจส่งผลกระทบต่อแนวโน้มการเติบโต สำหรับตลาดไทย กลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพปรับตัว outperform เช่นเดียวกับกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับพลังงาน

# โฟกัสหุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงและมีมาร์จิ้นมีเสถียรภาพ

High and stable margins outperform during input cost pressure



จากการวิเคราะห์ในระดับบริษัท หุ้นที่มีมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพมากกว่าคู่แข่งสามารถปรับตัว outperform หุ้นที่มีมาร์จิ้นต่ำและผันผวนในช่วงที่เผชิญกับแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิต (PPI>CPI) ที่น่าสนใจคือ หุ้นให้ผลตอบแทนในช่วงที่มีความต้องการซื้อสินค้าและบริการมากขึ้น (CPI>PPI) สูงกว่าในช่วงที่มีแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิต อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะทำให้ผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับมาร์จิ้นมากขึ้นและทำให้มาร์จิ้นมีความผันผวนลดลง ดังนั้น จุดโฟกัสหลักจึงอยู่ที่บริษัทที่มีอำนาจในการกำหนดราคาที่ดี และบริษัทที่สามารถรักษามาร์จิ้นและส่งผ่านต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น

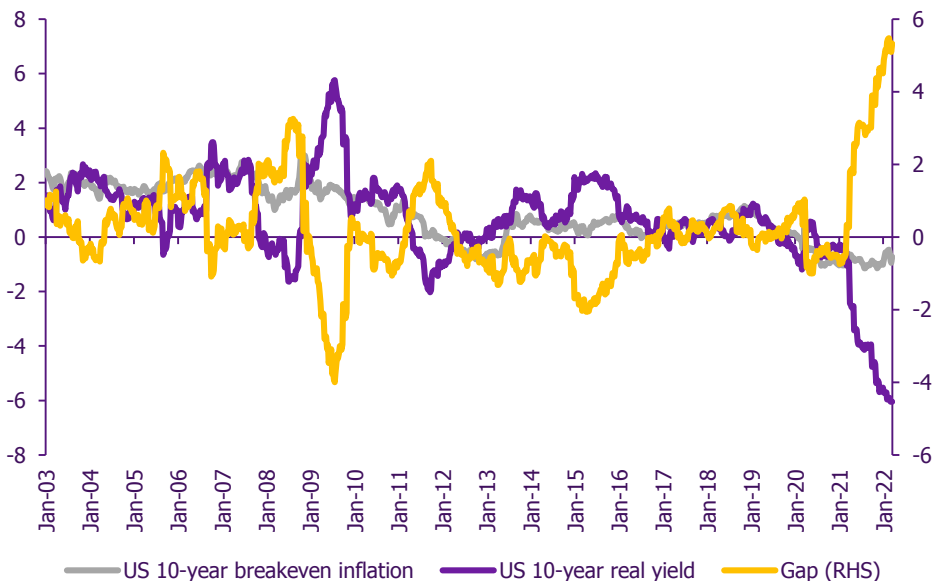
เมื่ออิงกับการศึกษาระหว่าง PPI-CPI spread กับการเปลี่ยนแปลงของมาร์จิ้น พบว่ากลุ่มที่อัตรากำไรขั้นต้นมีแนวโน้มขยายตัวในช่วงที่มีแรงกดดันด้านต้นทุนการผลิต ได้แก่ พาณิชยกรรม การแพทย์ บริการเฉพาะกิจ และวัสดุอุตสาหกรรมและเครื่องจักร

หากเศรษฐกิจเริ่มชะลอตัว เราเชื่อว่ากลุ่มเหล่านี้น่าจะยังคงปรับตัว outperform ได้อย่างต่อเนื่อง เพราะเป็นกลุ่มที่มีลักษณะค่อนข้าง defensive และมีแนวโน้มที่จะป้องกันความเสี่ยงจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจได้ดี กลุ่มเหล่านี้มีงบดุลที่แข็งแกร่งและมีความอ่อนไหวต่อปัญหาเศรษฐกิจและเงินเฟ้อต่ำ

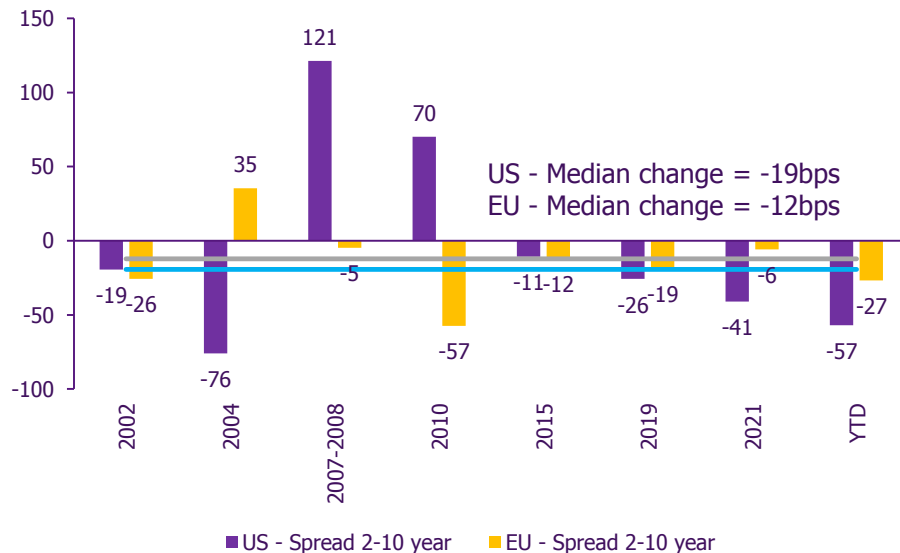
Source: Bloomberg, CEIC, SCBS Investment Research

# yield curve จะสะท้อนความเสี่ยงจากภาวะ stagflation อย่างไร?

Markets are pricing in higher risk of stagflation



Government bond futures curve becomes more flattened during quasi-stagflation

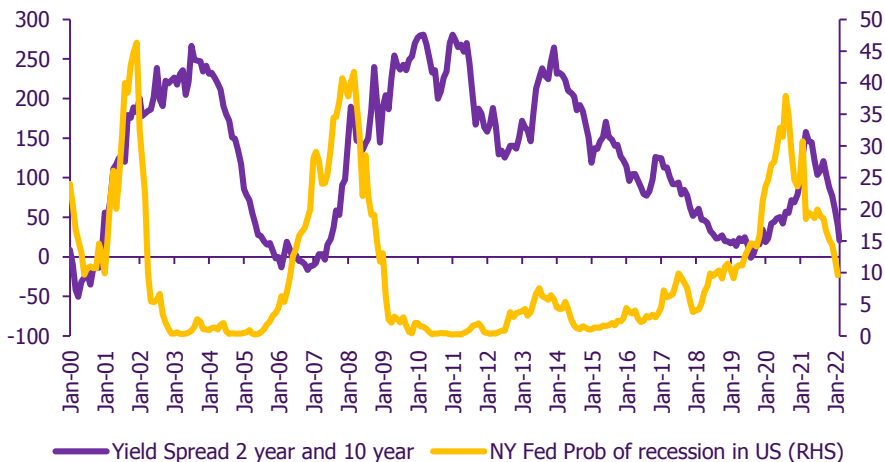


แม้อัตราดอกเบี้ยมีความผันผวนสูง แต่อัตราดอกเบี้ยของ US และ EU อยู่ที่ระดับสูงกว่าก่อนเกิดความขัดแย้ง หลังจากรัสเซียบุกยูเครน ผลกระทบด้านเงินเฟ้อมีแนวโน้มที่มีน้ำหนักมากกว่าผลกระทบด้านการเติบโต ต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วและการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานอาจเพิ่มความเสี่ยง upside ให้กับเงินเฟ้อ

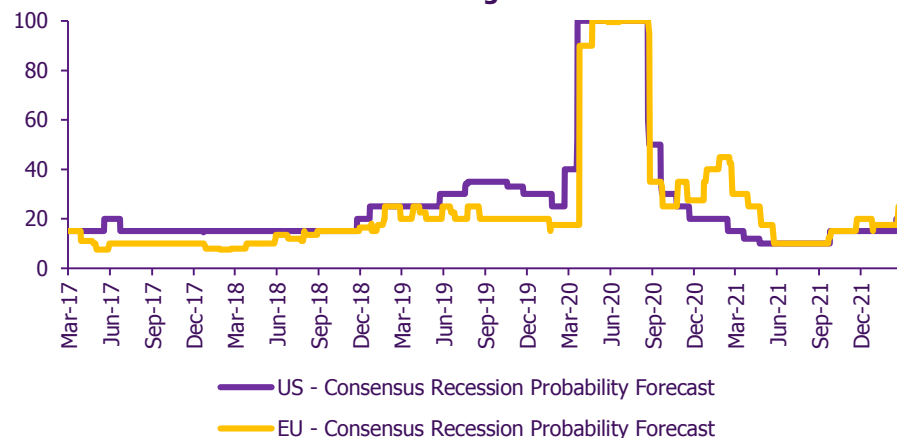
การเกิด inverted inflation curves อย่างรุนแรงทำให้มีโอกาสมากขึ้นที่จะเกิด nominal curve inversion เนื่องจากการคาดการณ์อัตราเงินเฟ้อระยะกลางยังคงอยู่ในระดับต่ำ ตลาดกำลังรับรู้ภาวะ stagflation shock โดย real yields ไกล่เคียงกับระดับต่ำสุดมากขึ้น แม้ว่า nominal yields จะอยู่ที่หรือใกล้ระดับสูงสุดล่าสุด นอกจากนี้ ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลระหว่าง 2 ปีกับ 10 ปี ก็แคบลงในช่วงที่เกิดภาวะ quasi-stagflation ที่ผ่านมา ส่วนต่างระหว่าง US 10 years breakeven inflation กับ 10 years real yields บ่งชี้ว่าตลาดกำลังรับรู้ความเป็นไปได้สูงขึ้นที่จะเกิดภาวะ stagflation

# อะไรจะทำให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยครั้งต่อไป?

**Inverted yield curve leads to higher probability of recession**



**Odds of a recession in the next 12m in US and EU are rising**



ต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นจะทำให้ทิศทางของนโยบายการเงินในอนาคตมีความเข้มงวดมากขึ้น แม้ว่าเศรษฐกิจที่มีจุดอ่อนด้านคุณภาพภายนอกอย่างมากอาจไม่มีทางเลือกอื่นนอกจากต้องขึ้นดอกเบี้ยเชิงรุกเพื่อปกป้องค่าเงินและ capital flow ทั้งนี้ นอกเหนือจากสงครามและความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับ COVID แล้ว การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยอย่างพร้อมเพรียงกันโดยธนาคารกลางทั่วโลกยังทำให้เกิดคำถามตามมาว่าเศรษฐกิจโลกจะเข้าสู่ภาวะถดถอยเมื่อใด ขณะที่เศรษฐกิจกำลังจะเข้าสู่ช่วง late cycle ในปี 2023 ซึ่งส่งสัญญาณให้เห็นจาก yield curve ที่เริ่มแบนราบ (flattening) รวมถึงส่วนต่างที่แคบลงระหว่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรระยะสั้นกับระยะยาว

เมื่ออิงกับ Bloomberg consensus และการสำรวจของ CNBC พบว่าความน่าจะเป็นที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในสหรัฐเพิ่มขึ้นเป็น 20-33% ในอีก 12 เดือนข้างหน้า เพิ่มขึ้น 10-15% จากการสำรวจเมื่อวันที่ 1 ก.พ. โอกาสที่จะเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในยุโรปอยู่ที่ 25-50% เพิ่มขึ้นจาก 15% เมื่อวันที่ 1 ก.พ. ทั้งนี้เมื่ออิงกับข้อมูลจากสื่อและ Twitter ระบุว่า Fed มีท่าที hawkish ในการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย โดยมีเงื่อนไขว่าเศรษฐกิจสหรัฐต้องไม่เข้าสู่ภาวะถดถอย ในขณะที่ราคาน้ำมันและก๊าซ การคว่ำบาตร และความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนอาจเป็นตัวขับเคลื่อนหลักที่ทำให้เศรษฐกิจ EU เข้าสู่ภาวะถดถอยครั้งต่อไป อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าผลกระทบของภาวะเศรษฐกิจสหรัฐถดถอยไม่น่าจะรุนแรง เนื่องจากเศรษฐกิจสหรัฐไม่มีความไม่สมดุลที่สำคัญใดๆ ที่จะต้องคลี่คลาย และมีตลาดแรงงานที่แข็งแกร่ง

# เปลี่ยนผ่านจากการเติบโตของรายได้สู่มาร์จิ้นที่มีเสถียรภาพ

	Mkt. Cap. (Btm)	Net Profit (Btm)			Growth (%)		
		21A	22F	23F	21A	22F	23F
Agribusiness	15,297	209	903	1,081	(84.5)	331.5	19.7
Automotive	39,267	4,043	4,482	5,143	120.4	10.9	14.7
Banking	1,828,609	184,405	203,562	220,084	30.2	10.4	8.1
Commerce	1,742,182	39,101	47,009	60,912	15.6	20.2	29.6
Construction Materials	563,131	54,691	53,324	58,584	34.6	(2.5)	9.9
Energy & Utilities	2,888,055	209,893	211,012	233,108	360.6	0.5	10.5
Finance & Securities	608,359	28,486	31,999	38,094	10.6	12.3	19.0
Food & Beverage	699,452	14,139	22,553	35,170	(21.2)	59.5	55.9
Health Care Services	637,195	21,214	18,133	17,651	94.0	(14.5)	(2.7)
Information & Communication Technology	974,392	28,850	30,255	36,444	(14.1)	4.9	20.5
Insurance	102,150	3,828	5,384	7,979	44.3	40.6	48.2
Media & Publishing	4,070	179	213	227	(42.6)	18.9	6.4
Packaging	253,282	8,294	9,009	10,041	28.4	8.6	11.5
Paper & Printing Materials	10,920	917	973	1,021	(9.3)	6.0	5.0
Personal Products & Pharmaceuticals	4,500	119	138	174	(29.0)	16.2	25.9
Petrochemicals & Chemicals	500,985	71,601	62,353	70,899	2,155.8	(12.9)	13.7
Property Development	429,366	25,753	27,119	29,337	17.2	5.3	8.2
Tourism & Leisure	64,763	(3,784)	(1,686)	872	(15.7)	55.4	151.7
Transportation & Logistics	1,255,980	(19,071)	(7,186)	21,787	(351.3)	62.3	403.2
<b>Total</b>	<b>12,621,956</b>	<b>672,868</b>	<b>719,550</b>	<b>848,608</b>	<b>71.7</b>	<b>6.9</b>	<b>17.9</b>

Source: SCBS Investment Research

ผลประกอบการของบริษัทจดทะเบียนไทยเติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 33% QoQ และ 187% YoY ใน 4Q21 หลังจากนั้นก็เกิดการเปลี่ยนแปลงอย่างมากในปัจจัยมหภาคใน 1Q22 เราเชื่อว่าเรากำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านจากช่วงเวลาที่ยังมุ่งเน้นไปที่การเติบโตของรายได้ไปสู่วัฏจักรที่นักลงทุนจะให้ความสำคัญต่อมาร์จิ้นมากขึ้น ในสภาวะแวดล้อมปัจจุบัน ด้วยอัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้น nominal GDP จะสูงขึ้น และจะเห็นบริษัทที่มีรายได้เติบโตได้มากขึ้น ในขณะที่เดียวกัน อัตราเงินเฟ้อที่สูงขึ้นจะทำให้ผู้ประกอบการให้ความสำคัญกับมาร์จิ้นมากขึ้นและทำให้มาร์จิ้นมีความผันผวนลดลง ในปี 2022 การเติบโตในภาคบริการจะถูกหักล้างโดยการเติบโตที่ลดลงในภาคการผลิต เนื่องจากการสร้างภูมิคุ้มกันจะนำไปสู่การป้องกันและการยุติมาตรการล็อกดาวน์ ซึ่งจะส่งผลทำให้ภาคบริการฟื้นตัวจากปี 2021 ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่ากำไรของบริษัทภายใต้การวิเคราะห์ของ SCBS จะเติบโต 7% YoY ในปี 2022 (เทียบกับ cons est ที่ +11%) EPS growth ในปี 2022 จะได้รับแรงหนุนจากกลุ่มธนาคาร พาณิชยกรรมอาหารและเครื่องดื่ม ประกัน และธุรกิจการเกษตร ขณะที่คาดว่ากลุ่มท่องเที่ยวและขนส่งจะรายงานขาดทุนลดลงในปี 2022



# ความอ่อนไหวของผลประกอบการต่อราคาน้ำมันและต้นทุนพลังงาน

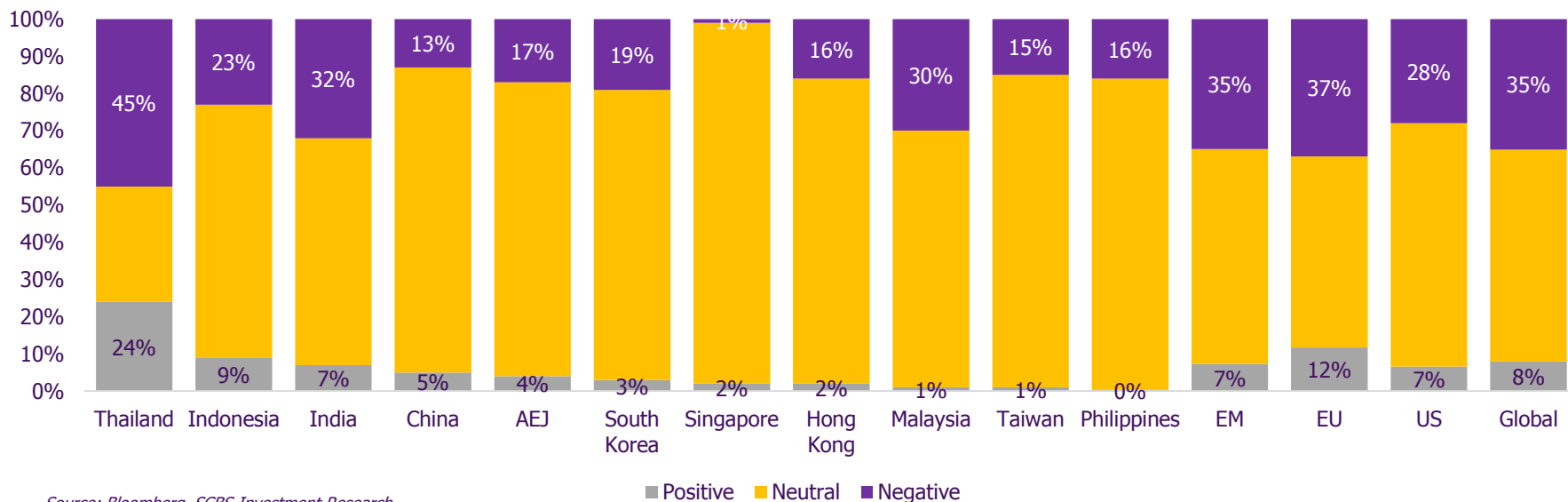
	Net profit 2022F (Base case)	Net profit 2022F (Energy cost +10%, Oil US\$82/bbl)	Change from Base case	Net profit 2022F (Energy cost +20%, Oil US\$90/bbl)	Change from Base case	Net profit 2022F (Energy cost +30%, Oil US\$100/bbl)	Change from Base case
Transportation	-4,238	-5,140	-21%	-5,735	-35%	-6,314	-49%
Con Mat	52,476	49,150	-6%	46,932	-11%	44,160	-16%
Automotive	3,770	3,613	-4%	3,508	-7%	3,376	-10%
Utilities	26,134	25,260	-3%	24,678	-6%	23,950	-8%
F&B	7,255	7,215	-1%	6,938	-4%	6,684	-8%
Packaging	9,009	8,765	-3%	8,603	-4%	8,401	-7%
Property	28,074	27,624	-2%	27,325	-3%	26,951	-4%
Hospital	15,198	15,128	0%	14,602	-4%	15,198	0%
Restaurant	91	91	0%	91	0%	91	0%
Commerce	47,008	47,008	0%	47,008	0%	47,008	0%
Hotel	-5,519	-5,523	0%	-5,525	0%	-5,529	0%
Petrochemical	64,037	67,009	5%	68,957	8%	71,823	12%
Energy	172,042	182,645	6%	199,645	16%	213,319	24%
<b>Total</b>	<b>415,337</b>	<b>422,847</b>	<b>2%</b>	<b>437,027</b>	<b>5%</b>	<b>449,116</b>	<b>8%</b>
<b>Total Ex Energy</b>	<b>180,942</b>	<b>174,689</b>	<b>-3%</b>	<b>169,795</b>	<b>-6%</b>	<b>165,188</b>	<b>-9%</b>

Source: SCBS Investment Research

ปีที่ผ่านมาเป็นปีที่ท้าทายที่กดดันให้บริษัทไทยส่วนใหญ่ต้องปรับตัวเข้ากับความเป็นจริงใหม่และเตรียมพร้อมสำหรับการกลับสู่ภาวะปกติ อย่างไรก็ตาม วิกฤตสองอย่างจะส่งผลกระทบต่อสถานการณ์ที่เป็นอยู่พลิกจากหน้ามือเป็นหลังมือด้วยการหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทานและความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่ทำให้ต้นทุนพลังงานพุ่งสูงขึ้น เนื่องจากราคาน้ำมัน ถ่านหิน ก๊าซธรรมชาติ และโลหะอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นมากกว่า 20% YTD นักวิเคราะห์กลุ่มพลังงานของเราได้ปรับประมาณการราคาน้ำมันในปี 2022 เพิ่มขึ้นจาก 70 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เป็น 82 ดอลลาร์สหรัฐต่อบาร์เรล เราเชื่อว่าบริษัทไทยสามารถส่งผ่านต้นทุนได้ในระดับหนึ่ง แต่น้อยกว่าต้นทุนที่เพิ่มขึ้น เรากำลังกังวลเกี่ยวกับการปรับลดประมาณการกำไรของบริษัทกลุ่ม non-oil หากราคาน้ำมันดิบและต้นทุนพลังงานไม่ลดลง เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไรสุทธิต่อราคาน้ำมันและราคาพลังงานที่พุ่งสูงขึ้น โดยประเมินได้ว่าต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นทุกๆ 10 ดอลลาร์สหรัฐ/บาร์เรล หรือ +10% จะหนุนให้กำไรสุทธิของ SET ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก 2% เนื่องจากกำไรสุทธิของบริษัทในกลุ่มพลังงานคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 27% ของกำไรทั้งหมดในปี 2021 และ 24% ในช่วงก่อนเกิด COVID-19 กลุ่มที่มีความอ่อนไหวต่อต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นมากที่สุด คือ ขนส่ง วัสดุก่อสร้าง บรรจภัณฑ์ และสาธารณูปโภค ในขณะที่กำไรสุทธิของกลุ่มที่มีอำนาจกำหนดราคาสูงและกลุ่มหุ่นเชิงรับ เช่น การแพทย์ และพาณิชย์ ได้รับผลกระทบจำกัดจากความผันผวนของต้นทุนพลังงาน

# ผลกระทบโดยตรงของราคาน้ำมันที่สูงขึ้นต่อกำไรของตลาดหุ้นเอเชีย

Earnings weight on impact of high oil price



Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

เราเชื่อว่าผลกระทบของราคาน้ำมันที่สูงขึ้นสามารถเป็นไปได้ทั้งเชิงบวกและเชิงลบ โดยขึ้นอยู่กับรายได้ (ผ่านทางราคาที่สูงขึ้น) หรือมาร์จิ้น (ผ่านทางต้นทุนการผลิต) ราคาน้ำมันที่พุ่งขึ้นแรงจะช่วยสนับสนุนผลประกอบการของกลุ่มพลังงานในระยะสั้น แต่จะส่งผลกระทบต่อหลายๆ กลุ่ม กลุ่มที่ได้รับผลกระทบเชิงบวกจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เช่น สารวจและผลิตน้ำมันและก๊าซ น่าจะเห็นกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่งหลังจากราคาน้ำมันพุ่งขึ้นแรง 1-2 ไตรมาส กลุ่มที่ได้รับผลกระทบเชิงลบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เช่น ปิโตรเคมี ขนส่ง บรรจุภัณฑ์ ยานยนต์ และสาธารณูปโภค มักจะได้รับผลกระทบอย่างน้อย 4-5 ไตรมาสก่อนที่จะเริ่มทรงตัว

ประเทศไทยมีน้ำหนักของผลประกอบการมากกว่า 25% ที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น (เทียบกับ AEJ ที่ 5%) ในขณะที่ 45% ได้รับผลกระทบเชิงลบ (เทียบกับ AEJ ที่ 15%) และ 31% จะได้รับผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันค่อนข้างจำกัด (เทียบกับ AEJ ที่ 80%)

ดังนั้นเราเชื่อว่ากลุ่มที่เกี่ยวข้องกับพลังงานจะได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและกำไรจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งใน 1-2 ไตรมาสถัดไป เราแนะนำให้หลีกเลี่ยงกลุ่มที่ได้รับผลกระทบเชิงลบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และเปลี่ยนไปลงทุนให้หุ้นที่มีอำนาจกำหนดราคาสูงและได้รับผลกระทบจำกัดจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นแทน

# การวิเคราะห์สถานการณ์ – ความเสี่ยง downside ต่อประมาณการกำไร

Assumption				
Oil price	80	90	100	
Energy cost	+15%	+30%	+45%	
GDP	3.6%	3.5%	3.4%	
TH Consumption	4.1%	4.1%	4.0%	
TH CPI	2.1%	2.6%	3.1%	
Policy rate	0.8%	0.8%	1.0%	
Baht	32.5	33	33.5	
	FY22	Scenario A	Scenario B	Scenario C
ICT	30,255	0%	0%	0%
Land trans & Logistic	6,547	-4%	-7%	-11%
Beverage	7,255	0%	-8%	-17%
Property	28,074	0%	-4%	-9%
Energy	200,570	1%	15%	29%
Petrochemical	63,304	-7%	-2%	4%
Utilities	21,167	-1%	-7%	-10%
Tourism	-5,534	-3%	-7%	-10%
Hospital	17,654	-1%	-1%	-1%
Automotive	3,767	-11%	-22%	-33%
Restaurant	110	-1%	-2%	-4%
Airline	-4,239	-13%	-39%	-78%
Airport	-10,012	-1%	-2%	-4%
Bank	203,646	1%	1%	3%
Finance	27,386	0%	0%	-1%
Insurance	3,916	0%	0%	1%
Commerce	47,008	0%	0%	0%
Construction Materials	52,476	-5%	-11%	-16%
Food	18,736	1%	3%	4%
Packaging	9,009	-2%	-5%	-7%
<b>Total</b>		<b>0%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>
<b>Total (Ex Energy and Bank)</b>		<b>-2%</b>	<b>-5%</b>	<b>-8%</b>
<b>Negative to oil sectors</b>		<b>-5%</b>	<b>-7%</b>	<b>-10%</b>

		Oil price / energy cost				
		70	80	90	100	
		flat	+15%	+30%	+45%	
<b>GDP</b>	<b>Consumption</b>					<b>Baht</b>
<b>3.6%</b>	<b>4.2%</b>	1,739	1,636	1,532	1,429	<b>32</b>
<b>3.6%</b>	<b>4.1%</b>	1,670	1,567	1,463	1,360	<b>32.5</b>
<b>3.5%</b>	<b>4.1%</b>	1,601	1,498	1,395	1,291	<b>33</b>
<b>3.4%</b>	<b>4.0%</b>	1,532	1,429	1,326	1,222	<b>33.5</b>
		<b>1.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>3.1%</b>	
<b>Inflation rate</b>						

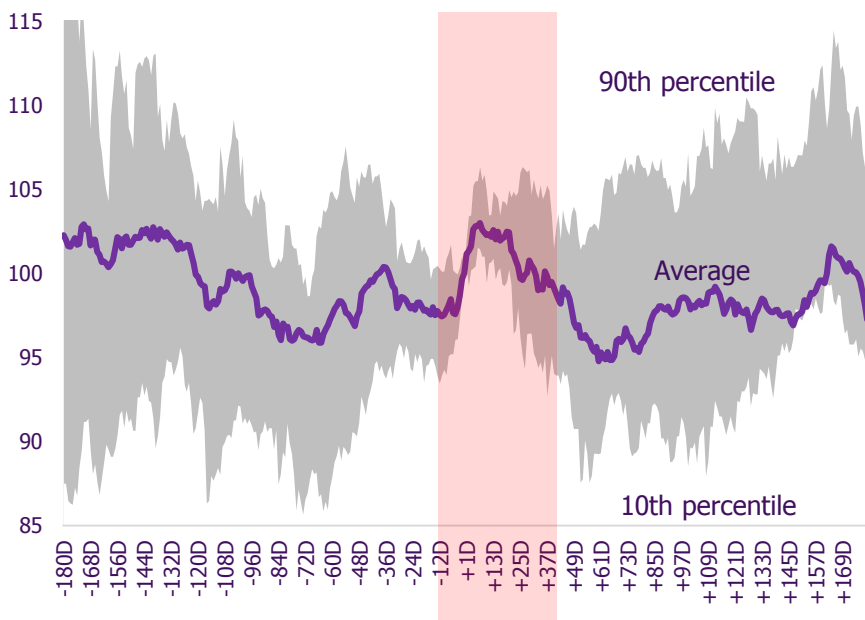
แนวโน้มของปัจจัยทางการเงินส่วนใหญ่ เช่น อัตราการขยายตัวของ GDP ราคาน้ำมัน และอัตราดอกเบี้ย เปลี่ยนไปหลังจากกรีซเซียมบุกยูเครน ควบคู่กับการใช้นโยบายทางการเงินแบบดั่งตัว (hawkish) ทั่วโลก เราทำการวิเคราะห์สถานการณ์โดยใช้ indicator หลักๆ 4 ตัว ซึ่งหนุนให้เราคาดว่ากำไรของบริษัทกลุ่ม non-oil จะมี downside ~8% ถ้าสงครามยืดเยื้อ และส่งผลทำให้เกิดภาวะ stagflation และเนื่องจากกลุ่มพลังงานและธนาคารคิดเป็นสัดส่วน ~25% ของ market cap และ 57% ของกำไรที่ SCBS คาดการณ์ ดังนั้นกำไรโดยรวมอาจจะไม่สะท้อนผลกระทบที่จะเกิดขึ้นกับบริษัทไทย

เมื่ออิงกับ prediction model ที่นำผลประกอบการและ valuation มาประกอบการพิจารณา เราพบว่ากรณีเลวร้ายที่สุด (ปรับลดคาดการณ์กำไรและปรับลด valuation) จะจุดรั้งให้ SET ปรับตัวลดลงสู่ 1,222 จุด อย่างไรก็ตาม เราไม่ได้มองลบมากเกินไป ดังนั้นเราจึงให้กรอบล่างของ SET Index ที่ 1,550-1,600 จุด

# เราควรวางแผนก่อนเลือกตั้งหรือไม่?

	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

มีแหล่งข่าวหลายแห่งคาดการณ์ว่านายกรัฐมนตรีอาจกำลังวางแผนที่จะยุบสภาและจัดการเลือกตั้งหลังการประชุมเอเปค

เราไม่มีความคิดเห็นเกี่ยวกับประเด็นทางการเมืองภายในประเทศ และการเลือกตั้งทั่วไปที่อาจเกิดขึ้น อย่างไรก็ตาม เราพบปฏิกิริยาของตลาดที่น่าสนใจก่อนและหลังการเลือกตั้งตั้งแต่ปี 1992 ในอดีตที่ผ่านมา หุ้น 60% ที่จดทะเบียนใน SET มีปฏิกิริยาตอบรับเชิงบวกก่อนการเลือกตั้ง 3 เดือน โดยให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 3% ในทางกลับกัน ผลตอบแทนเฉลี่ย 1 เดือนหลังการเลือกตั้งอยู่ที่ -0.7% กลุ่มที่ปรับตัว outperform ก่อนและหลังการเลือกตั้ง คือ พานิชย์ อาหารและเครื่องดื่ม สื่อ และบริการรับเหมาก่อสร้าง

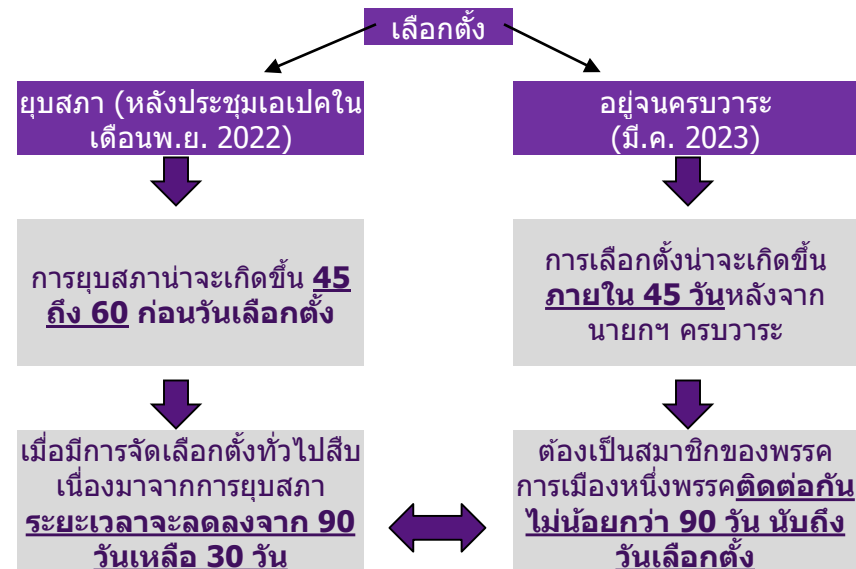
ในขณะที่แนวโน้มเช่นนี้อาจจะดูน่าสนใจ แต่นักลงทุนก็ไม่ควรนำมาใช้เป็นข้ออ้างในการพยายามจับจิ้งหะตลาด การเลือกตั้งไม่ได้สร้างความแตกต่างให้กับผลตอบแทนจากการลงทุนในระยะยาว

# ใครได้เปรียบในการเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึง?

	Results 2019			Results 2019 (2014 method)			Diff
	FPTP	PR	Total	FPTP	PR	Total	
Pheu Thai	136	0	136	136	34	170	34
Palang Pracharath	97	19	116	97	36	133	17
Move Forward	31	50	81	31	27	58	-23
Democrat	33	20	53	33	17	50	-3
Bhumjaithai	39	12	51	39	16	55	4
Thai Liberal	0	10	10	0	4	4	-6
Chartthaipattana	6	4	10	6	4	10	0
Prachachart	6	1	7	6	3	9	2
New Economics	0	6	6	0	3	3	-3
Puea Chat	0	5	5	0	2	2	-3
Action Coalition for Thailand	1	4	5	1	2	3	-2
Chart Pattana	1	2	3	1	2	3	0
Small Parties	0	17	17	0	0	0	-17
<b>Total</b>	<b>350</b>	<b>150</b>	<b>500</b>	<b>350</b>	<b>150</b>	<b>500</b>	

Source: Election Commission of Thailand, SCBS Investment Research

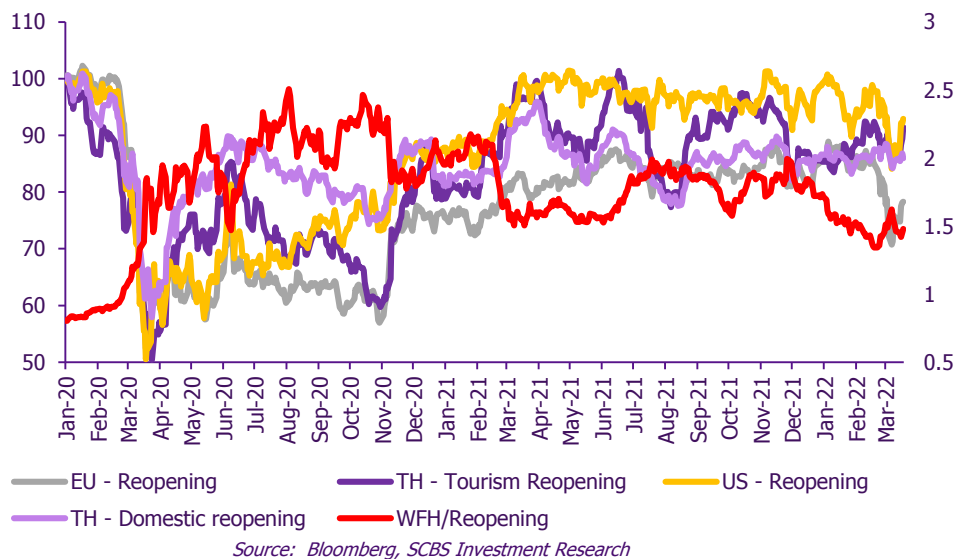
เราคิดว่าระบบลงคะแนนเสียงด้วยบัตรเลือกตั้ง 2 ใบจะเอื้อประโยชน์แก่พรรคขนาดใหญ่มากกว่าพรรคขนาดกลางและเล็ก เนื่องจากระบบนี้จะลดทอนโอกาสในการชนะการเลือกตั้งแบบแบ่งเขตและแบบบัญชีรายชื่อ จากการคำนวณของเรา พรรคการเมืองสามอันดับแรกในระบบแบ่งเขตคะแนนสูงสุด (FPTP) จะได้คะแนนเสียงไปประมาณ 20% หากใช้บัตรเลือกตั้ง 2 ใบ แทนระบบเลือกตั้งแบบจัดสรรปันส่วนผสม พรรคจะต้องมีคะแนนเสียงอย่างน้อย 300,000 เสียงจึงจะชนะการเลือกตั้งสมาชิกสภาผู้แทนราษฎรแบบบัญชีรายชื่อ (เทียบกับ 40,000 เสียงในปี 2019) ดังนั้นพรรคใหญ่จึงมีความได้เปรียบในระบบการเลือกตั้งแบบใหม่



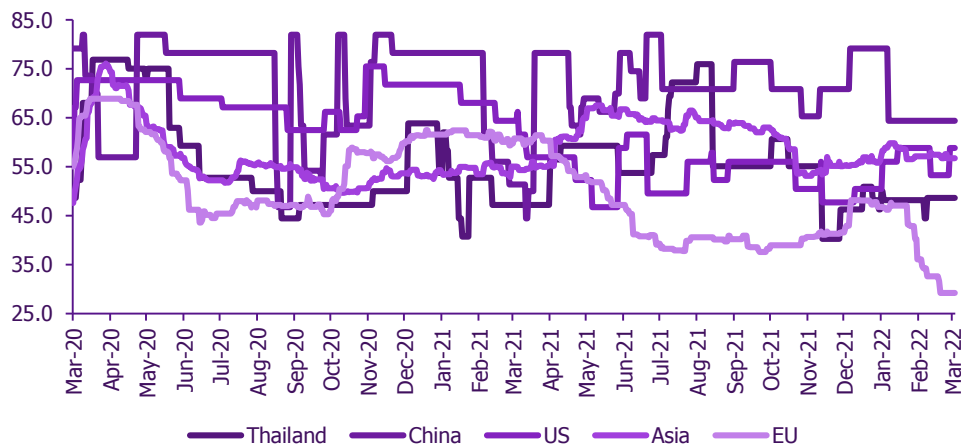
มีข่าวลือว่านายกฯ อาจจะยุบสภาหลังจากการประชุมเอเปคในเดือนพ.ย. 2565 เนื่องจากมีสัญญาณความขัดแย้งเพิ่มมากขึ้นในพรรคพลังประชารัฐ และหลายๆ กลุ่มกำลังวางแผนที่จะลาออก เราคิดว่าพรรคพลังประชารัฐจะเลือกอยู่จนครบวาระมากกว่ายุบสภา เพราะสามารถควบคุมการย้ายพรรคของผู้ลงสมัครรับเลือกตั้งได้ดีกว่า เนื่องจากผู้ลงสมัครรับเลือกตั้งต้องเป็นสมาชิกพรรคไม่น้อยกว่า 90 วัน และต้องมีการเลือกตั้งใหม่ภายใน 45 วัน

# ความคาดหวังต่อการเปิดประเทศ – เรื่องเก่า พัฒนาการใหม่

Reopening theme price performance



Stringency Index is falling, reopening activities are rising



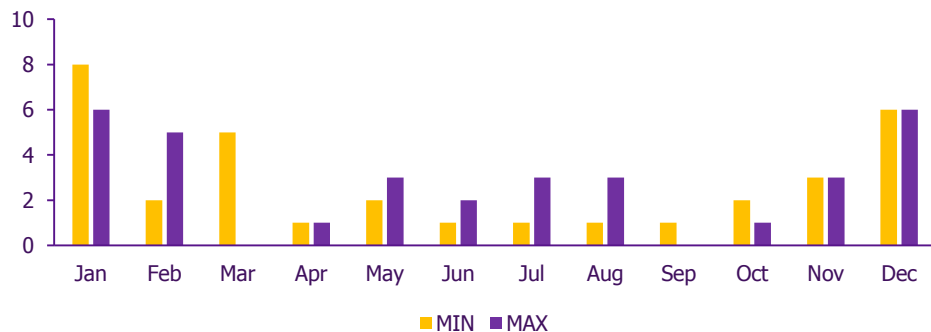
แม้จำนวนผู้ป่วย COVID-19 เพิ่มขึ้นอย่างมากในยุโรปและเอเชียใน 1Q22 แต่ประเทศส่วนใหญ่ (ยกเว้นจีน) กำลังวางแผนที่จะเปลี่ยนผ่านโรค COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่น กลยุทธ์ส่วนใหญ่มุ่งเน้นไปที่การตอบสนองอย่างรวดเร็วต่อการระบาดและการป้องกันไม่ให้อุตสาหกรรมหยุดชะงัก ดัชนีความเข้มงวดของประเทศหลักๆ อยู่ในระดับทรงตัว หรือลดลงแทนที่จะเพิ่มขึ้นเหมือนใน 2H21 อันเป็นผลมาจากการฉีดวัคซีนที่เร่งตัวขึ้น ประเทศที่ประชาชนมากกว่า 60-70% ได้รับวัคซีนเข็มกระตุ้นแล้วมีกิจกรรมการเปิดประเทศเพิ่มมากขึ้น ทังๆ ที่จำนวนผู้ป่วยใหม่รายวันสูง นอกจากนี้ อัตราการเสียชีวิตก็ลดลงเหลือน้อยกว่า 0.2% ใน 1Q22 จาก 0.8% ใน 2H21 และ 1.1% ในปี 2021 ซึ่งบ่งชี้ว่าเรากำลังเข้าสู่ระยะเปลี่ยนผ่านสู่โรคประจำถิ่น

ประเทศไทยวางแผนที่จะประกาศให้ COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่นภายในเดือนก.ค. 2022 เรามีความคาดหวังสูงต่อการเปิดประเทศใน 2H22 แต่ความกังวลหลักของเรา คือ นโยบาย zero-COVID ของจีนที่อาจขัดขวางการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง เนื่องจากนักท่องเที่ยวจากจีนคิดเป็น 20-30% ของจำนวนนักท่องเที่ยวทั้งหมดในปี 2019 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวจะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วใน 2H22 ราคาหุ้นที่เกี่ยวข้องกับการเปิดประเทศยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID-19 หรือ 10% จากระดับปัจจุบันสำหรับกลุ่มหุ้น tourism reopening และ 15% สำหรับกลุ่มหุ้น domestic reopening

# Sell in May? Go away?

	Nov-Dec	1Q	Apr	May	Jun	3Q	4Q
1988	-5%	36%	6%	3%	7%	-2%	-13%
1991	-6%	41%	1%	-8%	-5%	-12%	6%
1992	11%	16%	-8%	-9%	9%	13%	5%
1998	-17%	23%	-10%	-21%	-18%	-5%	40%
2001	-1%	8%	3%	3%	4%	-14%	10%
2002	10%	23%	-1%	10%	-5%	-15%	7%
2010	7%	7%	-3%	-2%	6%	22%	6%
2012	5%	17%	3%	-7%	3%	11%	7%
2013	7%	12%	2%	-2%	-7%	-5%	-6%
2016	-8%	9%	0%	1%	1%	3%	4%
2017	3%	2%	-1%	0%	1%	6%	5%
2018	2%	1%	0%	-3%	-8%	10%	-11%
2019	-6%	5%	2%	-3%	7%	-5%	-4%
2021	2%	10%	0%	1%	0%	1%	3%
<b>Median</b>			<b>0%</b>	<b>-2%</b>	<b>1%</b>	<b>0%</b>	<b>5%</b>
<b>Average</b>			<b>0%</b>	<b>-3%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>	<b>4%</b>
<b>Hit rate</b>			<b>50%</b>	<b>64%</b>	<b>43%</b>	<b>50%</b>	<b>29%</b>

Month in which the SET hits its annual price extreme



ตลาดกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกและอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดว่าจะเกิดขึ้นต่อเนื่องมาถึง 2Q22 นอกจากนี้ yield ที่เพิ่มขึ้นอาจสร้างแรงกดดันต่อ valuation ของสินทรัพย์ระยะยาว ใน 2H22 ชีวมเปิดประเทศจะช่วยลดความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation

จากข้อมูลในอดีต มีความเป็นไปได้สูงที่ตลาดจะย่อตัวลงในเดือนพ.ค.และไตรมาส 3 หลังจากให้ผลตอบแทนเป็นบวกสูงมากในเดือนพ.ย.-มี.ค. ในช่วง 2-3 ทศวรรษที่ผ่านมา เดือนมี.ค. นับเป็นเดือนสำคัญในแง่ที่เป็นจุดเปลี่ยนของตลาด เช่น ฟองสบู่อินเทอร์เน็ต (สูงสุดในเดือนมี.ค. 01) วิกฤตการเงินโลก (ต่ำสุดในเดือนมี.ค. 09) และการระบาดของ COVID-19 (ต่ำสุดในเดือนมี.ค. 20) จากการวิเคราะห์ของเรา SET ทำจุดสูงสุดและต่ำสุดของปีในไตรมาส 2 ประมาณ 17% ของช่วงเวลาดังกล่าว แม้ว่าผลตอบแทนระหว่างเดือนพ.ย. 2564-มี.ค. 2565 เป็นบวก (+4.4%) ซึ่งบ่งชี้ว่ามีโอกาสสูงที่จะเกิด "sell in May" แต่เรารู้สึกว่าเศรษฐกิจไทยไม่ได้มีความไม่สมดุลมากนัก และจะได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงที่จะเกิดการปรับฐานเล็กน้อยใน 2Q22 เราคิดว่าการย่อตัวลงเป็นโอกาสที่ดีในการสร้าง position เนื่องจากเศรษฐกิจไทยดูเหมือนจะเกิดภาวะ quasi-reflation ใน 2H22

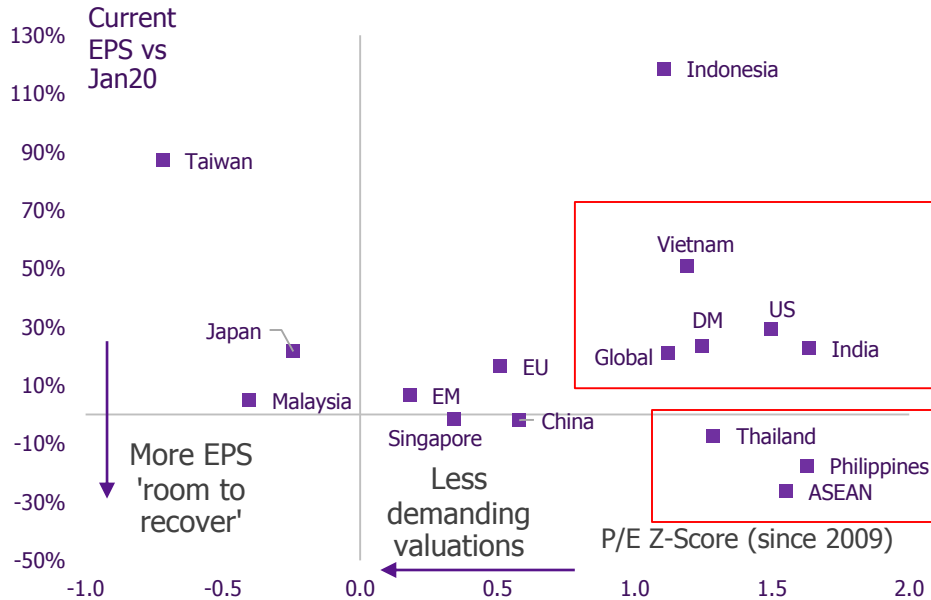
# แนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมในช่วงที่เหลือของปี 2022

ขนส่งทางอากาศ	ยานยนต์	ธนาคาร	พาณิชย์	วัสดุก่อสร้าง
ผู้ประกอบการสายการบินอยู่ระหว่างการปรับโครงสร้างกิจการ เรามีมุมมองเชิงบวกต่อความคืบหน้าในการเปิดประเทศ แต่มีมุมมองระมัดระวังเกี่ยวกับราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นและความสามารถของสายการบินในการส่งผ่านต้นทุนทั้งหมด	ปัจจัยขับเคลื่อนกำไร คือ การผลิตรถยนต์เพิ่มขึ้น และคำสั่งซื้อใหม่ ปัญหาขาดแคลนชิปยังไม่จบ แต่คาดว่าจะคลี่คลาย	เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธนาคารจะเพิ่มขึ้น 12% (18% หากตัดกำไรจากการขายหุ้น TIDLOR ในปี 2021 ของ BAY ออกไป) ในปี 2022 โดยเกิดจาก credit cost ที่ลดลง 21 bps (หลังจากเร่งตั้งสำรองเพิ่มติดต่อกัน 2 ปี เพื่อรองรับ NPL ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นหลังจากมาตรการช่วยเหลือลูกหนี้สิ้นสุดในปี 2022) การขยายสินเชื่ออย่างระมัดระวังที่ 5% NIM ที่ลดลง 5 bps (จากการปรับโครงสร้างหนี้แบบเบ็ดเสร็จ) non-NII ที่ลดลง 5% (กำไรที่เกิดขึ้นครั้งเดียวลดลง) และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลงเล็กน้อย	กำไรของกลุ่มพาณิชย์จะกลับมาเติบโต YoY ในปี 2022 โดยได้รับการสนับสนุนจาก SSS ที่ฟื้นตัวกลับมาเติบโตจากฐานต่ำของปีก่อนอันเป็นผลมาจากการล็อกดาวน์ ผลกระทบจาก COVID-19 ที่ลดน้อยลงหลังจากฉีดวัคซีนให้กับประชากรจำนวนมาก การผ่อนคลายมาตรการกระตุ้นที่ผู้ประกอบการค้าปลีกไม่ได้รับแทรกได้ สามารถเข้าร่วมได้ รายได้เกษตรกรรมที่แข็งแกร่งและนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น การขยายสาขาที่เร่งตัวขึ้น และ มาร์จิ้นที่ดีขึ้น	คาดว่ากำไรของกลุ่มวัสดุก่อสร้างจะตกอยู่ภายใต้แรงกดดันในระยะสั้น จากต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว การปรับราคาเพิ่มขึ้นเพื่อให้ครอบคลุมต้นทุนท่ามกลางอุปสงค์ที่ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย จะเป็นปัจจัยที่ต้องติดตาม
อิเล็กทรอนิกส์	พลังงาน	เงินทุน	อาหาร	การแพทย์
ยังเติบโตแข็งแกร่งอันเป็นผลมาจากการนำเทคโนโลยีมาปรับใช้ในธุรกิจ ในขณะที่เรามีความกังวลเกี่ยวกับการเติบโตของอุปทาน หลังจากเกิดการหยุดชะงักและอุปทานใหม่ใน 2H22 นอกจากนี้การทำงานที่บ้านและการเรียนออนไลน์ที่ลดลงจะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตในระยะสั้นควบคู่กับต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น	ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะส่งผลต่อบริษัทที่ประกอบธุรกิจ E&P และน้ำมัน และก๊าซธรรมชาติ ในขณะที่ยุโรปผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะได้รับผลกระทบจาก crude premium ที่สูงขึ้น สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้า ธุรกิจ IPP น่าจะยังคงได้รับความคุ้มครองจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น ในขณะที่ธุรกิจ SPP จะยังคงต้องแบกรับภาระต้นทุนก๊าซและถ่านหินที่สูงขึ้นสำหรับไฟฟ้าที่ขายให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม ทั่วๆ ที่มีกำไรปรับอัตราค่าไฟฟ้าบางส่วนผ่านทางกำไรขั้นค่า Ft	คาดว่ากำไรฟื้นตัวปานกลางจากการขายสินเชื่อกับเร่งตัวขึ้นและ credit cost ที่ลดลงเล็กน้อย (ยกเว้น SAWAD) แต่จะถูกฉุดรั้งโดย NIM ที่ลดลงเล็กน้อยจากต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้น	คาดว่ากำไรกลุ่มอาหารเติบโต YoY โดยได้รับการสนับสนุนจากมาร์จิ้นที่กว้างขึ้น YoY จากผู้ประกอบการธุรกิจสัตว์ปีก (ราคาสัตว์ปีกในประเทศเพิ่มขึ้นเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ YTD) ปัจจัยเสี่ยงคือ ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ปรับตัวขึ้นต่อถ้าสงครามยืดเยื้อ อุปสงค์และอุปทานที่ดีขึ้นจะเปิดโอกาสให้ปรับราคาสินค้าได้บ้าง	BCH และ CHG: คาดกำไรลดลงในปี 2022 จากฐานสูงผิดปกติในปี 2021 จากบริการที่เกี่ยวข้องกับ COVID-19 BDMS และ BH: คาดกำไรเติบโต เนื่องจากมีผู้ป่วยคนไทยและต่างชาติเข้ามาใช้บริการมากขึ้น
โรงแรม	ICT	ขนส่งทางบก	ปิโตรเคมี	อสังหาริมทรัพย์
เรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อความคืบหน้าเกี่ยวกับการเปิดประเทศ เนื่องจากการกระจายวัคซีนได้มากขึ้นและการยกเลิกข้อจำกัดการเดินทางจะช่วยเรียกความเชื่อมั่นของผู้บริโภคกลับคืนมา ปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม คือ ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน และการเดินทางท่องเที่ยวต่างประเทศของคนจีน	เราคาดว่าจะเห็นรายได้จากธุรกิจโทรศัพท์เคลื่อนที่ที่ฟื้นตัวเล็กน้อยตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ รายได้จากกลุ่มลูกค้าองค์กรและ fixed broadband น่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้การควมรวมระหว่าง DTAC กับ TRUE ก็น่าจะทำให้การแข่งขันในกลุ่มลดลง กองทุนโครงสร้างพื้นฐานเป็น growth story อีกอย่างหนึ่งสำหรับกลุ่ม ICT ใน 2H22	การฟื้นตัวของผู้ประกอบการอย่างแข็งแกร่งจากแรงหนุนปริมาณจราจรและจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้น จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2022 จากฐานต่ำในปี 2021 และเราเชื่อว่าตัวแปรทั้งหมดจะทยอยกลับคืนสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะส่งผลทำให้โมเมนตัมการเติบโตของปริมาณจราจรบนทางด่วนลดลงหากราคาน้ำมันยังยืนอยู่ในระดับสูง	ผู้ผลิตที่ใช้แก๊สเป็นวัตถุดิบจะได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น ในขณะที่การส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้ซื้อด้วยการปรับราคาส่งกลับจะทำให้ยากขึ้นท่ามกลางความไม่แน่นอนของตลาดและราคาน้ำมัน ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบก็ได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบก๊าซที่สูงขึ้นและอุปทานก๊าซที่ขาดหายไปในช่วงเปลี่ยนผ่านผู้ดำเนินการสำหรับ PSC ฉบับใหม่ในอ่าวไทย	ตลาดที่อยู่อาศัยเริ่มส่อแววฟื้นแรงขึ้นในปี 2022 เนื่องจากผู้ประกอบการพัฒนาที่อยู่อาศัยจะเปิดตัวโครงการใหม่เพิ่มขึ้นมากถึง 124% YoY สูงที่สุดในรอบ 8 ปี และตั้งเป้าหมายยอดขายเติบโต 26% สูงที่สุดในรอบ 5 ปี เราคาดว่าจะเห็น 1) การแข่งขันสูงขึ้นในตลาดแนวราบ เนื่องจากจะมีอุปทานใหม่เพิ่มเข้ามาในตลาดมูลค่าสูงที่สุด 2) ความผันผวนของอัตราค่าเช่าขึ้นต้นใน 2H22 จากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น และ 3) การผ่อนคลายมาตรการ LTV จะช่วยสนับสนุนยอดขายและการโอนใน 2H22

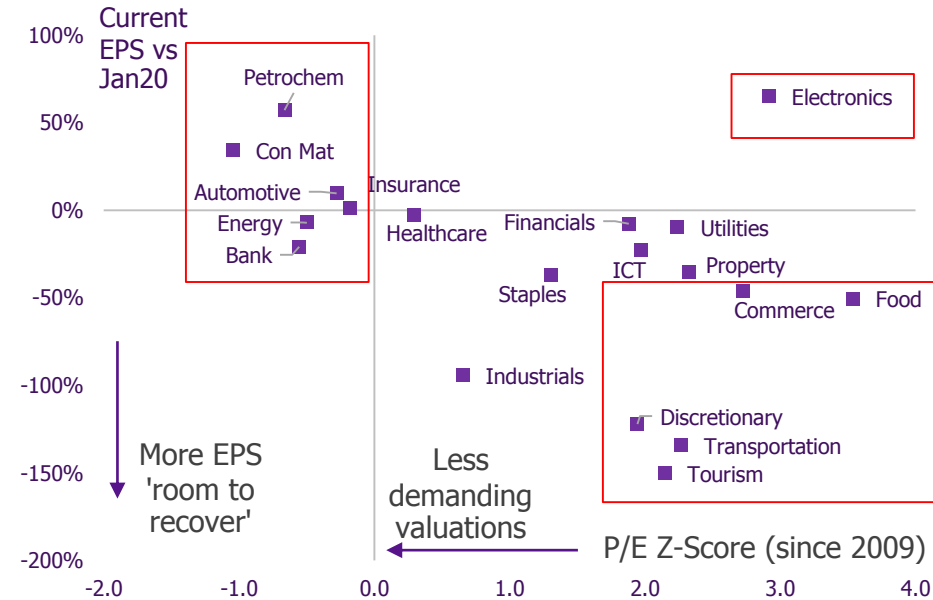


# การเติบโตที่ราคาสมเหตุสมผลยังคงน่าสนใจ

Growth at reasonable price framework



Growth at reasonable price framework – Sector framework

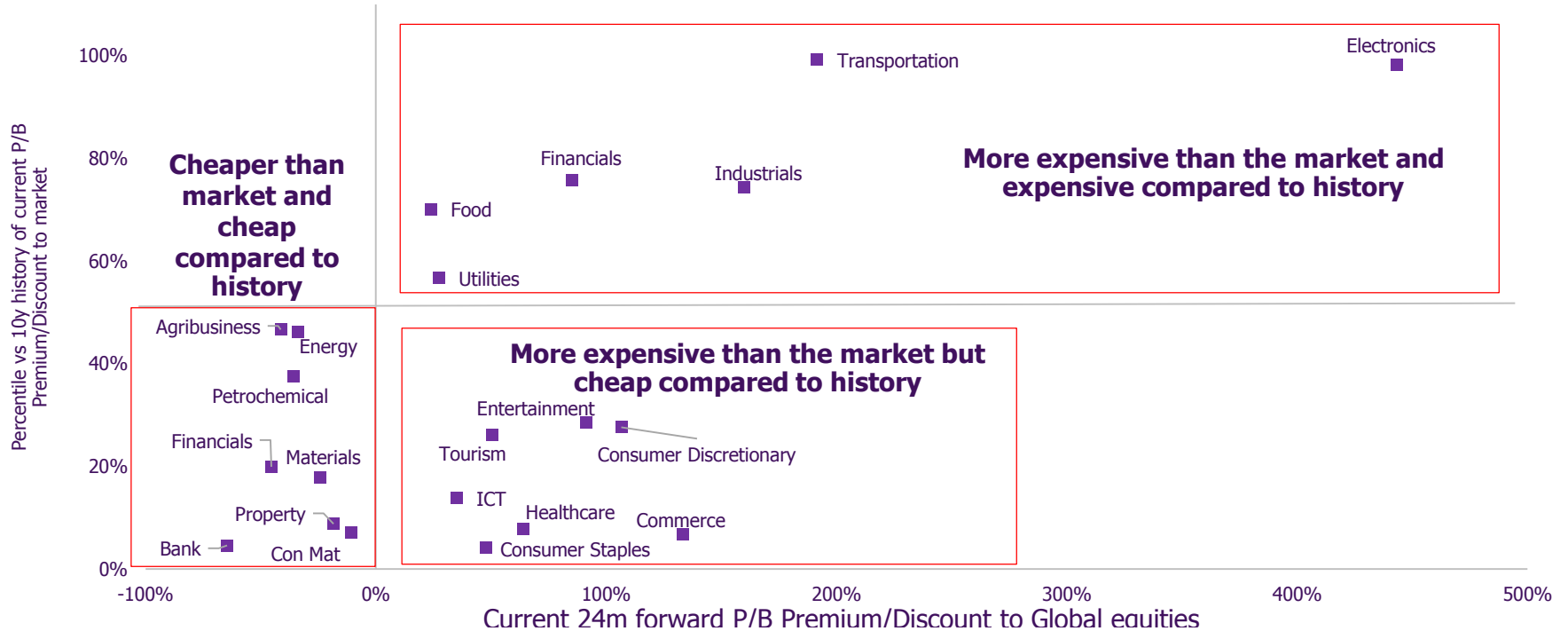


Source: SCBS Investment Research

เราพบว่า valuation และ earnings metrics ในแต่ละตลาดกระจายตัวในวงกว้าง จากมุมมองด้าน valuation ตลาด DM เวียดนาม และอินเดียมีแนวโน้มที่จะซื้อขายที่ valuation สูงกว่าค่าเฉลี่ย ในขณะที่ตลาด EM เช่น เอเชียเหนือ ถูกเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต แม้ว่าประเทศไทยและประเทศในกลุ่มอาเซียนมีโอกาสฟื้นตัวขึ้นได้อีกจากการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวและการบริโภคภายในประเทศที่อาจให้ upside แต่ valuation ดูเหมือนตึงตัวและกำลังรอให้ผลประกอบการฟื้นตัว เมื่อดูเป็นรายกลุ่มอุตสาหกรรม กลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือย ขนส่ง ท่องเที่ยว และกลุ่มที่อิงวัฏจักรเศรษฐกิจภายในประเทศ (อสังหาริมทรัพย์ พาณิชยกรรม และอาหารและเครื่องดื่ม) ดูเหมือนจะมีโอกาสปรับขึ้นได้อีก ในขณะที่ EPS ของกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง และยานยนต์ ฟื้นตัวเต็มที่แล้ว

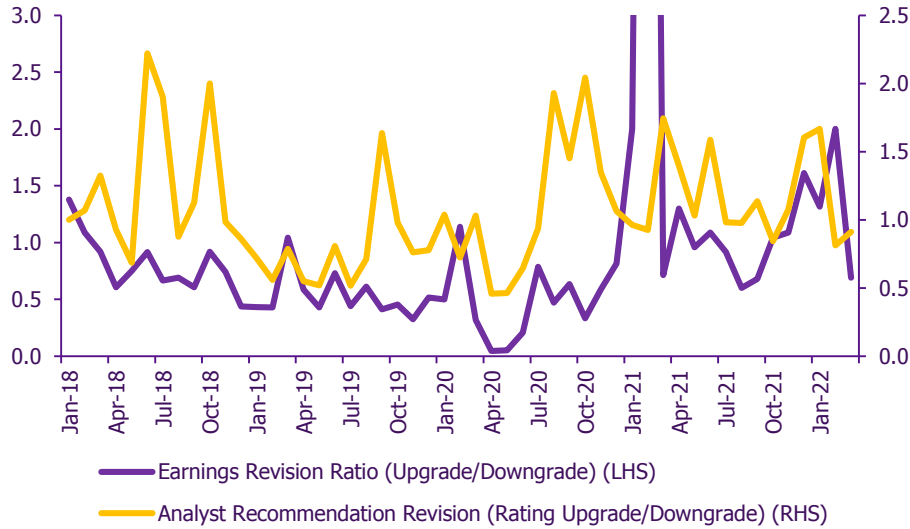
# พรีเมียมของหุ้นเชิงรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

Some sectors look cheap compared with the market and their history

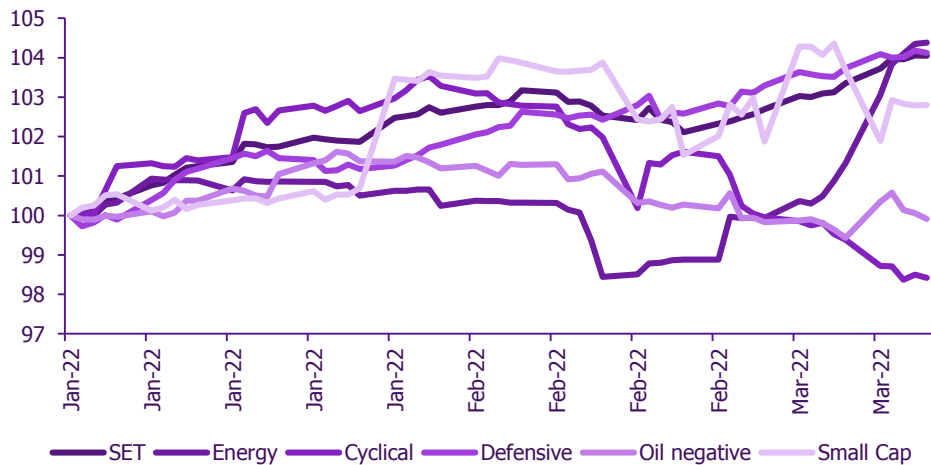


บนพื้นฐานของการประเมินมูลค่ากลุ่มธุรกิจโดยการเปรียบเทียบ relative valuation ปัจจุบันที่อิงกับประมาณการ consensus ในระยะ 24 เดือนข้างหน้า กับเปอร์เซ็นต์ไทล์ของ relative valuation ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา พบว่าหุ้นวัฏจักร ถูกเมื่อเทียบกับตลาดและอดีตที่ผ่านมา พร้อมกับ earnings visibility ที่ผันผวน ในทางกลับกัน หุ้นคุณภาพบางส่วนในกลุ่มหุ้นเชิงรับ เช่น กลุ่มสินค้าจำเป็น พาณิชยกรรม และการแพทย์ เริ่มที่จะให้คุณค่า เนื่องจากพรีเมียมเทียบกับตลาดลดลงในปี 2020-2021 หุ้นเหล่านี้จะได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงเมื่อผลตอบแทนพันธบัตรเพิ่มขึ้นและยังช่วยป้องกันความผันผวนจากฉากหลังของเศรษฐกิจมหภาค

# เริ่มเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลง แต่นักวิเคราะห์ยังมองบวก...



Thai market - earnings revisions



ประมาณการ EPS ปี 2022 ของ consensus ถูกปรับขึ้นมา 4% หลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งใน 4Q21 และ contribution จากการปรับเพิ่มประมาณการกำไรในกลุ่มพลังงานค่อนข้างสูงอันเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว (+39% YTD) เนื่องจากกำไรกว่า 45% (วัดโดยน้ำหนัก) ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ดังนั้นเราอาจจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลงเพราะได้รับแรงกดดันจากต้นทุนและภาพการเติบโต หากราคาน้ำมันและต้นทุนพลังงานไม่ลดลง นักวิเคราะห์เริ่มปรับลดคาดการณ์แนวโน้มกำไรลงเพื่อสะท้อนต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น แต่ยังไม่เห็นการเติบโตของรายได้ชะลอตัวลง ดังนั้นเราคาดว่าจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรในกลุ่มหุ้นที่ได้รับผลกระทบด้านลบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น เนื่องจากเพียงมีการปรับลดประมาณการลงเพียง 1%

นักวิเคราะห์ส่วนใหญ่มีมุมมองเชิงบวกเกี่ยวกับแนวโน้มในช่วงที่ราคาหุ้นปรับฐานเมื่อพิจารณาจากการสวนทางกันระหว่าง earnings revision ratio กับการปรับเปลี่ยนคำแนะนำ ซึ่งบ่งชี้ว่า consensus คิดว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยระยะสั้นที่จะถูกชดเชยด้วยความคาดหวังในการเปิดประเทศ กลุ่มหุ้นเชิงรับ (31% ของน้ำหนักกำไร) ที่มีมาร์จิ้นสูงและมีเสถียรภาพมีแนวโน้มเติบโตอย่างแข็งแกร่ง

# แนวโน้มตลาดและกลยุทธ์การลงทุน

- วิกฤตพลังงานทำให้เศรษฐกิจโลกและเศรษฐกิจไทยเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation ในอีก 3-6 เดือนข้างหน้า นโยบายการเงินทั่วโลกที่เข้มงวดขึ้นถือเป็นความเสี่ยงด้านนโยบายที่อาจส่งผลให้เกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอยในอีก 12 เดือนข้างหน้า เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มขยายตัวต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ที่ 3.63% ขณะที่ความเสี่ยงที่จะเกิดภาวะ stagflation มีมากขึ้น
- ราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็วมาด้วยภาวะเศรษฐกิจถดถอย และไม่ได้เกิดขึ้นเพียงแคในประเศที่นำเข้าน้ำมันเท่านั้น
- ท่ามกลางการเติบโตทั่วโลกที่ชะลอตัวลง อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกที่อยู่ในระดับสูงเป็นเวลานานจะส่งผลกระทบต่อต้นทุน และนโยบายการเงิน/การคลังในวงกว้างคาดว่าจะเปลี่ยนมาเป็นแบบเข้มงวดมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องและ valuation เราเชื่อว่าการบริโภคภายในประเทศที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปและการเปิดประเทศจะเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญ
- ตลาดอาจพยายามดิ้นรนเพื่อรักษาเสถียรภาพอย่างมีนัยสำคัญมากขึ้นจนกว่า tail risks จะลดลง เนื่องจากการถ่ายโอนความเสี่ยงและการปรับพอร์ตการลงทุนใหม่อาจใช้เวลาพอสมควร และการทำ hedging สำหรับป้องกัน tail risks ในตอนนี้มีราคาแพงมาก
- การคว่ำบาตรเชิงรุกมีแนวโน้มที่จะนำไปสู่การลดการพึ่งพาเงินดอลลาร์ในระยะยาว สื่อเงินทางเลือก เช่น ทองคำ และ bitcoin อาจได้รับประโยชน์จากความพยายามในการลดการพึ่งพาเงินดอลลาร์
- มีแรงกดดันในสินทรัพย์ EM ในวงกว้างมากขึ้น แต่ผลกระทบมีจำกัดเนื่องจากรัสเซียไม่ได้จัดเป็นส่วนสำคัญของปัญหา EM ในวงกว้าง
- อย่างไรก็ตาม valuation ตลาดหุ้นไทยสูงกว่าประเทศอื่นๆ บางประเทศในอาเซียน ในขณะที่เราเชื่อว่า EM จะได้รับประโยชน์จากเม็ดเงินไหลเข้า แต่เรามีความกังวลว่าต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบทำให้การเติบโตชะงักลงและสร้างแรงกดดันต่อนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ และทำให้เม็ดเงินลงทุนไหลกลับ
- เราเชื่อว่าการบริโภคภายในประเทศที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปและการเปิดประเทศจะเป็นปัจจัยสนับสนุนที่สำคัญสำหรับประเทศในอาเซียนและ EM ซึ่งมุ่งเน้นภาคบริการและกิจกรรมที่เกี่ยวข้องกับการท่องเที่ยว
- ปัญหาต่างๆ เช่น เงินเฟ้อ ความล้มเหลวทางการคลัง การขาดเสถียรภาพทางการเมือง และความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ทั่วโลก ไม่ใช่สภาพแวดล้อมที่จะทำให้ตลาดและสินทรัพย์ของไทยเติบโตอย่างสดใสได้
- พลังงานสะอาด การลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และ EV supply chain ยังคงเป็นธีมหลักในปี 2022 เพื่อลดการพึ่งพาน้ำมัน
- เมื่ออิงกับกรอบแนวคิดเกี่ยวกับการเติบโตและราคาของเรา คาดว่า SET จะปรับฐานในไตรมาส 2 เพื่อสะท้อนเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้นและการเติบโตที่ชะลอตัวลง 2H22 จะมีโมเมนตัมที่ดีขึ้นโดยได้แรงหนุนจากการเปิดประเทศและการฟื้นตัวหลังเกิดโรคระบาด
- ผลตอบแทนส่วนเกินจะเกิดจากการ rotation มายังกลุ่มหุ้นเชิงรับและการคัดเลือกหุ้นแทนที่จะเกิดจาก sentiment
- เราเชื่อว่า core portfolio ควรจะเน้นไปที่หุ้นเติบโต-เชิงรับ และ conviction ideas จากธีมการฟื้นตัวหลังโรคระบาด เช่น การฟื้นตัวของปริมาณการจราจรทางอากาศ และเศรษฐกิจสีเขียว
- ท่ามกลางปัจจัยต่างๆ เราคาดว่าสภาพแวดล้อมของตลาดจะเอื้อต่อการเติบโตแต่ไม่มากเท่าที่เคยเกิดขึ้นในช่วงหลายปีจนถึงปี 2020 เมื่อดูเป็นรายกลุ่ม เราคาดว่าจะมีการ rotation จากกลุ่มหุ้นวัฏจักรที่เป็นตัวผลักดันตลาดเมื่อไม่นานนี้ มายังกลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีปัจจัยพื้นฐานดีเพื่อป้องกันความเสี่ยง stagflation ใน 2Q22
- ตัวชี้วัดความผันผวนและแนวโน้มเอียงเพิ่มขึ้น และอยู่ที่ระดับถดถอยแล้ว ซึ่งหมายความว่าหากการเติบโตดีกว่าคาด หรือมีแนวโน้มสูงขึ้นไปอีกในไตรมาสถัดจะคลี่คลายลงได้บ้าง ปัจจัยอื่นๆ ก็พร้อมที่จะสนับสนุนให้ตลาดเกิดการ rally
- เรามีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มพาณิชย์และการแพทย์ ซึ่งจะได้รับแรงหนุนจากมาร์จิ้นระดับสูงและมีเสถียรภาพ นอกจากนี้เราก็มองเชิงบวกต่อกลุ่มท่องเที่ยวจากประเด็นการเปลี่ยนผ่าน COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่น กลุ่มที่แนะนำให้ลดน้ำหนักการลงทุน ได้แก่ วัสดุก่อสร้าง ขนส่งทางอากาศ ธุรกิจการเกษตร และสื่อแบบดั้งเดิม
- เนื่องจากน้ำหนักของกำไรมากกว่า 45% ได้รับผลกระทบเชิงลบจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ดังนั้นอาจจะเห็นการปรับลดประมาณการกำไรลดลงเพื่อสะท้อนแรงกดดันด้านต้นทุนและการเติบโตที่ลดลง หากราคาน้ำมันและต้นทุนพลังงานไม่ลดลง
- เราสรุป 4 แนวคิดการลงทุนสำหรับปี 2Q22: 1) หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง 2) หุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ 3) หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล และ 4) หุ้นคุณภาพ
- หุ้นเด่นใน 2Q22 ของเราคือ AOT BDMS CRC GULF และ PTTEP โดยเน้นหุ้นเชิงรับ หุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาหุ้นเติบโตที่ราคาสมเหตุสมผล และหุ้นเติบโตอย่างมีคุณภาพ

# Bottom-up P/B approach - เป้า SET Index อยู่ที่ 1,660 จุด

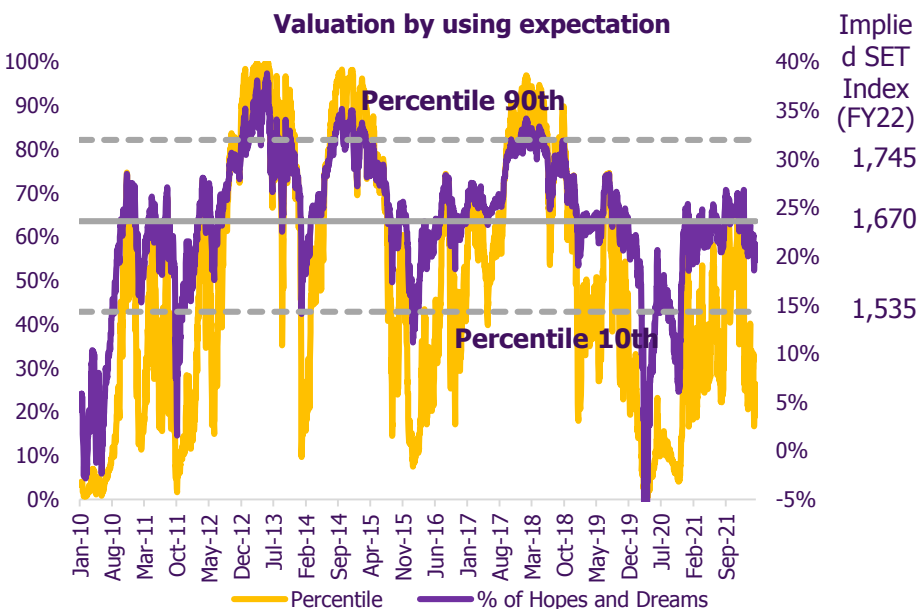
	Book value (2022)	Target PB		Market Cap	
		SD band	Justified PB	SD band	Justified PB
<b>Energy</b>	2,694,858	1.2	1.2	3,322,271	3,233,830
<b>Utilities</b>	176,590	2.3	2.2	410,298	388,499
<b>Bank</b>	2,666,074	0.8	0.8	2,001,607	2,001,607
<b>Trans</b>	347,155	3.6	3.3	1,256,089	1,145,612
<b>ICT</b>	632,323	4.0	3.4	2,535,984	2,149,897
<b>Food</b>	581,549	2.4	2.2	1,389,842	1,279,408
<b>Commerce</b>	708,296	4.5	4.8	3,187,332	3,399,821
<b>Petro</b>	567,331	1.3	1.2	709,529	680,797
<b>Healthcare</b>	198,114	5.5	5.4	1,089,625	1,069,813
<b>Electronics</b>	100,539	5.6	2.6	562,496	261,401
<b>Property</b>	744,201	1.5	1.3	1,081,868	967,462
<b>Tourism</b>	53,240	3.2	2.2	172,753	114,960
<b>Media</b>	79,853	3.4	2.6	271,131	207,619
<b>Con Mat</b>	545,688	1.7	1.2	931,763	654,825
<b>Finance</b>	289,124	3.1	2.9	892,305	838,461
<b>Cons</b>	103,457	1.3	0.8	138,189	80,273
<b>Others</b>	1,031,494	1	1	1,031,494	1,031,494
<b>Implied target</b>				1,790	1,664

Source: Bloomberg, SCBS Investment Research

# ระดับสำคัญในการเข้าซื้อและขายทำกำไร

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	17.8	17.4	1,643	-2%	18.8	1,775	6%	16.5	1,558	-7%
P/B and ROE	1.7	1.7	1,659	-1%	1.9	1,813	8%	1.6	1,551	-8%
Equity Risk Premium	ERP 7% / Rf 0.5%	ERP 7% / Rf 0.5%	1,628	-3%	ERP 6% / Rf 1%	1,717	2%	ERP 7.5% / Rf 0.25%	1,574	-6%
Earnings Yield Gap	330	320	1,632	-3%	245	1,851	10%	381	1,480	-12%
Hopes and Dreams	22%	24%	1,670	-1%	32% (Percentile 90%)	1,745	4%	20% (Percentile 20%)	1,535	-9%
		<b>Average</b>	<b>1,646</b>	<b>-2%</b>		<b>1,780</b>	<b>6%</b>		<b>1,539</b>	<b>-8%</b>
		<b>Median</b>	<b>1,643</b>	<b>-2%</b>		<b>1,775</b>	<b>6%</b>		<b>1,551</b>	<b>-8%</b>

Source: SCBS Investment Research



Source: SCBS Investment Research

วิธีประเมินมูลค่าเหมาะสมต่างๆ ที่เรารวบรวมได้ ชี้ให้เห็นว่า valuation มี upside จำกัด แม้กระทั่งในกรณี bull case เราประเมินกรณี bull case และ bear case ที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งบ่งชี้ว่า valuation มี upside ที่เป็นค่ามัธยฐานอยู่ที่ 6% และมี downside 8% จากระดับปัจจุบัน เมื่อเทียบกับเป้าหมายของ SET ที่อิงกับปัจจัยพื้นฐานที่ 1,660 จุด และสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจในปัจจุบัน เราใช้ bear case valuation เป็นจุดเข้าซื้อที่สำคัญ โดยให้ margin of safety ที่ 5% จากระดับปัจจุบัน หรือต่ำกว่า 1,600 จุด เราแนะนำให้ขายทำกำไรที่ระดับดัชนีสูงกว่า 1,780 จุด และคาดว่าตลาดหุ้นไทยจะเทรตในรอบ 1,550 ถึง 1,780 จุดในปี 2022

# สรุปน้ำหนักการลงทุนและ valuation รายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q22

Sector	Recommended sector weighting	Current SET weight	2021 returns	YTD returns	Growth		Net profit CAGR 21-23	P/E		P/B		Dividend yield	
					22F	23F		22F	23F	22F	23F	22F	23F
Healthcare	Overweight	5%	22%	13%	-15%	-3%	-9%	35.36	36.32	4.82	4.67	2.22%	1.99%
Commerce	Overweight	11%	10%	8%	20%	30%	25%	36.74	28.35	2.08	1.99	1.42%	1.80%
Hotel	Overweight	1%	23%	9%	-55%	-152%	n.m.	(40.44)	78.17	2.99	2.93	0.00%	0.52%
Energy	Overweight	22%	8%	1%	1%	10%	5%	13.65	12.35	1.11	1.04	3.87%	4.20%
Electronics	Neutral	3%	7%	-19%	38%	24%	27%	35.14	28.99	4.72	4.22	2.73%	3.01%
Utilities	Neutral	5%	24%	-1%	38%	25%	31%	35.05	27.98	3.45	3.21	1.55%	2.08%
Food & beverage	Neutral	6%	12%	-1%	59%	56%	58%	30.91	19.78	1.48	1.44	1.14%	1.50%
Land Transportation	Neutral	1%	-27%	2%	83%	12%	43%	35.98	32.24	2.21	2.18	2.92%	3.02%
Petrochemical	Neutral	3%	10%	-4%	-13%	14%	0%	8.01	7.05	0.93	0.86	4.94%	5.38%
Automotive	Neutral	0%	24%	-4%	11%	15%	13%	8.73	7.61	0.91	0.86	5.59%	6.32%
Residential/IE	Neutral	6%	16%	2%	5%	9%	7%	16.00	14.71	1.28	1.23	3.72%	3.88%
REITs / PF / IF	Neutral	2%	-2%	-4%	87%	348%	4%	12.42	11.43	0.84	0.84	7.47%	10.68%
Bank	Neutral	9%	23%	3%	10%	8%	9%	8.93	8.26	0.70	0.66	3.36%	3.72%
Telecoms	Neutral	10%	42%	6%	5%	20%	12%	31.98	26.55	5.31	5.10	2.85%	3.23%
Agribusiness	Underweight	1%	23%	-5%	331%	20%	127%	16.66	13.92	0.97	0.92	1.67%	1.67%
Building Materials	Underweight	4%	7%	-3%	-2%	10%	3%	10.46	9.52	1.10	1.04	4.94%	4.96%
Air Transportation	Underweight	5%	-16%	1%	38%	196%	n.m.	n.m.	70.21	8.03	7.21	0.00%	0.37%
Entertainment / Media	Underweight	1%	30%	0%	19%	6%	12%	18.94	17.80	1.38	1.32	2.11%	2.25%

Source: SCBS Investment Research, Bloomberg Finance L.P.

# สรุปแนวโน้มรายกลุ่มอุตสาหกรรมใน 2Q22

	Analyst score			ปัจจัยกระตุ้น/ปัจจัยเสี่ยง
	4Q21	1Q22	2Q22	
พลังงาน	6	7	8	Upside ของราคาน้ำมันจากวิกฤตอุปทานสืบเนื่องมาจากการคว่ำบาตรน้ำมันของรัสเซียจะถูกหักล้างโดยการผลิตที่เพิ่มขึ้นของ OPEC+, GRM ที่สูงขึ้นอันเป็นผลมาจากการกลับมาดำเนินกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างกว้างขวางมากขึ้น และความต้องการเชื้อเพลิงเครื่องบินที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากอัตราการฉีดวัคซีนเพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ crude premium ที่กว้างขึ้น และอุปสงค์ที่เติบโตต่ำกว่าคาด เพราะราคาน้ำมันสูง ยอดขายสาขาเดิมที่มีอัตราการเติบโตเป็นบวก (+7% YoY in 1Q22TD, จากฐานต่ำและการปรับราคาสินค้าที่นำโดยสินค้ากลุ่มอาหารสด) จะเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2022 โดยเกิดจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ฟื้นตัว และผลกระทบจาก COVID-19 ที่มีจำกัดท่ามกลางอัตราการฉีดวัคซีนครอบคลุมประชากรในวงกว้าง ฐานต่ำของปีก่อนอันเป็นผลมาจากมาตรการล็อกดาวน์ การผ่อนคลายมาตรการกระตุ้นที่ผู้ประกอบการกำลังโมเดิร์นเทรดไม่สามารถเข้าร่วมได้ รายได้เกษตรกรที่แข็งแกร่งและนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น
พาณิชย์	7	8	8	
การแพทย์	7	7	7	รายได้จากบริการ COVID-19 จะลดลง เนื่องจากการฉีดวัคซีนให้กับประชากรได้ในวงกว้างมากขึ้นจะช่วยลดความรุนแรงของโรค ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ คือ บริการ non-COVID-19 ที่เติบโตมากขึ้น และบริการผู้ป่วยชาวต่างชาติที่ปรับตัวดีขึ้นจากความคืบหน้าในการเปิดประเทศ อย่างไรก็ตาม ฐานสูงในปี 2021 จะสร้างแรงกดดันต่อการเติบโตของ BCH และ CHG
ท่องเที่ยว	6	6	7	ปัจจัยกระตุ้น คือ ความคืบหน้าในการยกเลิกข้อจำกัดการเดินทางของประเทศไทย สิ่งสำคัญที่ต้องติดตาม คือ ความต้องการเดินทางที่อาจได้รับผลกระทบจากความกังวลทางเศรษฐกิจสืบเนื่องมาจากความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครน และตลาดจีนฟื้นตัวช้า
ธนาคาร	6	6	6	valuation ไม่แพง และกำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวได้ดี โดยเกิดจาก credit cost ที่ลดลง สินเชื่อในระดับคงที่ NIM non-NII และอัตราส่วนต้นทุนต่อรายได้ที่ลดลง
ประกัน	7	6	6	คาดเบี้ยประกันรับฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป (ไต่แรงหนุนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่ดีขึ้นและความต้องการทำประกันสุขภาพเพิ่มมากขึ้น) combined ratio จะปรับตัวดีขึ้นในปี 2022-2023 (จากการหันมาขายผลิตภัณฑ์ที่ให้มาร์จิ้นสูงเพิ่มมากขึ้นและการตั้งสำรองเผื่อเคเลม COVID ลดลง) และ ROI จะได้รับประโยชน์จากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่สูงขึ้น
อสังหาริมทรัพย์	6	7	6	สำหรับ 2Q22 เราคาดว่ากำไรจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY และ QoQ ในขณะที่ยอดขายน่าจะปรับตัวดีขึ้นทั้ง YoY และ QoQ จากการเร่งเปิดตัวโครงการใหม่ ความกังวล คือ ต้นทุนวัตถุดิบหลักๆ ที่สูงขึ้น ซึ่งอาจทำให้ต้องปรับราคาขายเพิ่มขึ้น 3-5% ต่อยูนิต การผ่อนคลายมาตรการ LTV จะเป็นปัจจัยกระตุ้นการฟื้นตัวของกลุ่มอสังหาริมทรัพย์ในปี 2022
ICT	7	7	6	แม้โมเมนตัมกำไรมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นและการแข่งขันในกลุ่มลดน้อยลงหลังจากดีล TRUE-DTAC แต่กลุ่ม ICT ปรับตัว outperform SET แล้ว YTD ดังนั้นเราจึงมองว่า upside ในระยะสั้นมีน้อยมา
อาหาร	4	6	6	ใน 1Q22TD ผลกระทบต่อมาร์จิ้นของธุรกิจสัตว์ปีกในประเทศมีจำกัด เนื่องจากราคาสัตว์ปีกในประเทศปรับขึ้นเร็วกว่าต้นทุนอาหารสัตว์ ปัจจัยเสี่ยง คือ ต้นทุนอาหารสัตว์ที่ปรับตัวขึ้นต่อ ถ้าสงครามยืดเยื้อ อุปสงค์และอุปทานที่ดีขึ้นจะเปิดโอกาสให้ปรับราคาสินค้าได้บ้าง
เครื่องดื่ม	6	6	5	การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ในกลุ่มกัญชา กัญญา และกระท่อม และการขึ้นราคาขาย จะช่วยสนับสนุนให้ยอดขายในประเทศเติบโต ตลาดต่างประเทศยังคงผันผวน โดยมีสาเหตุมาจากการระบอบใหม่ของ COVID-19 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในจีน ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น เช่น อลูมิเนียม ค่าขนส่ง ราคาก๊าซธรรมชาติ และน้ำตาล เป็นความกังวล
ขนส่งทางบก	7	6	5	ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อการฟื้นตัวของปริมาณการจราจรบนทางด่วน ในขณะที่คาดว่าจำนวนผู้โดยสาร BTS และ MRT จะฟื้นตัวช้าลงในเดือนมี.ค. เนื่องจากคนเริ่มกลับมาทำงานที่บ้านท่ามกลางจำนวนผู้ป่วย COVID-19 ที่เพิ่มขึ้น โดยรวมแล้วเรามองว่ากลุ่มขนส่งทางบกยังขาดปัจจัยบวกกระตุ้น
เคมีภัณฑ์	6	6	5	กำลังการผลิตเพิ่มเติม (ส่วนใหญ่มาจากจีน) จะสร้างแรงกดดันมากขึ้นต่ออุปทาน ในขณะที่ราคาน้ำมันสูงจะส่งผลกระทบต่อ trade flow และอุปสงค์ การส่งผ่านต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าทำได้ยากขึ้น ดังนั้นมาร์จิ้นจะหดตัวลง
ยานยนต์	3	5	5	ความต้องการซื้อจะได้รับปัจจัยกระตุ้นจากเศรษฐกิจที่ปรับตัวดีขึ้นและ sentiment ตลาดที่ดีขึ้นจากการยอมรับ EV ปัญหาขาดแคลนชิปยังไม่จบ แต่น่าจะคลี่คลายลง
เงินทุน	5	5	5	คาดการณ์เติบโตของสินเชื่อเร่งตัวขึ้น คุณภาพสินทรัพย์อยู่ในระดับที่สามารถจัดการได้ แต่ NIM จะอ่อนแอลงจากการแข่งขันทางราคาที่สูงขึ้น
วัสดุก่อสร้าง	3	5	4	ต้นทุนเชื้อเพลิง (ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติสูงขึ้น) ท่ามกลางอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นปานกลาง

Source: SCBS Investment Research



# 4 ธีม alpha เพื่อป้องกันความเสี่ยง downside

เราสรุป 4 แนวคิดการลงทุนสำหรับปี 2Q22 ซึ่งเน้นไปที่ธีมมหภาคและจุลภาคอันประกอบด้วย: 1) หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง 2) หุ้นคุณภาพสูง 3) หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล และ 4) หุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดเมือง

**#1 หุ้นที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง** – ในภาวะเงินเฟ้อ ต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อทำให้กำไรลดลง เราเชื่อว่าบริษัทที่มีอัตรากำไรที่มีเสถียรภาพและสูงนั้นถือได้ว่ามีอำนาจในการกำหนดราคาและสามารถส่งผ่านต้นทุนที่เพิ่มขึ้นได้ในระดับสูง เมื่อพิจารณาตามหลักเกณฑ์คัดเลือกของเรา บริษัทที่เราคาดว่าจะเห็นมาร์จิ้นขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง ได้แก่ M ADVANC SISB CPALL

**#2 หุ้นเติบโตที่มีราคาสมเหตุสมผล** – หุ้นเติบโตมีแนวโน้มให้ผลตอบแทนที่ดีในภาวะที่เศรษฐกิจชะลอตัวลง เรายังคงแนะนำให้ลงทุนในหุ้นเติบโตในราคาที่ไม่สูงจนเกินไปเพื่อป้องกันความเสี่ยง downside เมื่อพิจารณาตามหลักเกณฑ์คัดเลือกของเรา บริษัทที่เราคาดว่าจะเติบโตอย่างแข็งแกร่งและ valuation สมเหตุสมผล ได้แก่ BBL BLA ACE KBANK HANA PTTEP

**#3 หุ้นคุณภาพและเติบโตสูง** – ความผันผวนทางเศรษฐกิจมหภาคและความเสี่ยงทางการเมืองยังคงเป็นสิ่งที่พึงระวัง เราคิดว่าหุ้นคุณภาพขนาดกลางและขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มเติบโตสูงจะให้ผลตอบแทนที่ดีในสภาวะแวดล้อมเช่นนี้ เมื่อพิจารณาตามหลักเกณฑ์คัดเลือกของเรา หุ้นคุณภาพและเติบโตสูง ได้แก่ COM7 BCP GULF ASK DELTA

**#4 หุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการเปิดประเทศ** – สถานการณ์ COVID-19 ในประเทศกำลังอยู่ในช่วงเปลี่ยนผ่านจากระยะสิ้นสุดของการระบาดไปสู่การเป็นโรคประจำถิ่น การกำหนดให้ COVID-19 เป็นโรคระบาดใหญ่ในประเทศจะสิ้นสุดลงในปีปลายเดือนมิ.ย. แม้จำนวนผู้ป่วยเพิ่มขึ้น แต่หลายๆ ประเทศได้ประกาศแผนการที่จะผ่อนคลายนโยบายในการเดินทางเข้าประเทศแล้ว ปัจจุบันประชากรโลกกว่า 60% ทั่วโลกได้รับการฉีดวัคซีนแล้ว เราขอชวนหุ้นที่ได้รับประโยชน์จากการเปิดประเทศ เช่น AOT ERW MINT AU ZEN

# หุ้นเด่นใน 2Q22 ของเรา คือ AOT BDMS CRC GULF และ PTTEP โดยเน้นหุ้นเติบโตอย่างมีคุณภาพ มีอำนาจในการกำหนดราคาสูง และได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศ

- 1) เรายังคงแนะนำหุ้นคุณค่าที่มีปัจจัยพื้นฐานดีและเติบโตพร้อมกับราคาที่เหมาะสม
- 2) เราแนะนำให้สับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนออกจากหุ้นขนาดเล็กที่ปรับตัว outperform โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่ฟื้นตัวดีขึ้น ไปยังหุ้นขนาดกลางและขนาดใหญ่ที่มีอำนาจในการกำหนดราคาสูงและงบดุลแข็งแกร่ง
- 3) เราคาดว่าจะมีการสับเปลี่ยนกลุ่มลงทุนจากกลุ่มหุ้นวัฏจักรที่เป็นตัวผลักดันให้ตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นเมื่อไม่นานนี้ มายังกลุ่มหุ้นเชิงรับที่มีปัจจัยพื้นฐานที่ดี
- 4) เราเชื่อว่าหุ้นที่ได้ประโยชน์จากการเปิดประเทศจะได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากการเปลี่ยนผ่าน COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่นใน 2H22
- 5) เราคาดว่าสภาพแวดล้อมของตลาดจะเอื้อต่อการเติบโตอย่างมีคุณภาพ

เราแนะนำหุ้นที่: 1) ได้รับผลกระทบจาก macro headwind จำกัด 2) ได้รับโมเมนตัมเชิงบวกจากทีมเปิดประเทศ โดยเฉพาะปริมาณการจราจรระหว่างประเทศ 3) กำไรมีแนวโน้มเติบโตหรือฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง 4) มีความเสี่ยงทางการเงินจำกัด หรืองบดุลแข็งแกร่ง และ 5) มี valuation ที่เหมาะสม ผลหุ้นเด่นใน 2Q22 ของเราคือ AOT (เปิดประเทศ, ฟื้นตัว), BDMS (หุ้นเชิงรับ, อำนาจในการกำหนดราคาสูง), CRC (ฟื้นตัว, เติบโตอย่างมีคุณภาพ), GULF (เติบโตอย่างมีคุณภาพ, หุ้นเชิงรับ, อำนาจในการกำหนดราคาสูง) และ PTTEP (หุ้นเติบโตที่มีราคาเหมาะสม)

## ตาราง valuation หุ้นเด่น

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F	21A	22F	23F
AOT	Outperform	65.00	75.0	16.1	n.m.	n.m.	67.1	n.m.	34.6	n.m.	8.3	9.1	8.1	(12)	(9)	13	0.0	0.0	0.7	n.m.	n.m.	32.0
BDMS	Outperform	25.50	28.0	11.8	52.4	43.4	37.7	26.9	20.8	15.0	4.8	4.8	4.6	9	11	12	1.8	2.0	2.0	23.3	21.0	18.8
CRC	Outperform	39.00	45.0	16.6	n.m.	46.7	32.8	n.m.	2,552.2	42.4	4.0	3.8	3.5	0	8	11	0.8	0.9	1.2	17.8	12.9	11.0
GULF	Outperform	49.50	57.0	16.3	66.4	46.1	35.9	85.0	44.0	28.4	6.0	5.6	5.1	11	13	15	0.9	1.0	1.1	42.7	40.0	33.5
PTTEP	Outperform	145.00	182.0	30.3	13.4	9.3	9.7	106.6	44.1	(3.6)	1.4	1.3	1.2	11	14	13	3.4	4.1	4.8	3.7	3.3	3.4
<b>Average</b>					<b>44.1</b>	<b>36.4</b>	<b>36.6</b>	<b>72.8</b>	<b>539.1</b>	<b>20.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.8</b>	<b>5.3</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>28.0</b>	<b>24.6</b>	<b>23.8</b>

Source: SCBS Investment Research

## Disclaimer

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

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

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

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

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

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

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

Copyright©2012 บริษัทหลักทรัพย์ ไทยพาณิชย์ จำกัด สงวนลิขสิทธิ์

## CG Rating 2021 Companies with CG Rating

### Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ADVANC, AF, AH, AIRA, AKP, AKR, ALT, AMA, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCT, AWC, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCP, BCPG, BDMS, BEM, BGC, BGRIM, BIZ, BKI, BOL, BPP, BRR, BTS, BTW, BWC, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CHO, CIMBT, CK, CKP, CM, CNT, COM7, COMAN, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EP, ETC, FPI, FPT, FSMART, GBX, GC, GCAP, GFPT, GGC\*, GLAND, GLOBAL, GPI, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNULK, HANA, HARN, HMPRO, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, INTUCH, IP, IRPC, ITTEL, IVL, JSP, JWD, K, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LPN, MACO, MAJOR, MAKRRO, MALEE, MBK, MBKET, MC, MCOT, METCO, MPFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTC, MVP, NCL, NEP, NER, NKI, NOBLE, NSI, NVD, NWR, NYT, OISHI, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL\*, PLANB, PLANET, PLAT, PORT, PPS, PR9, PREB, PRG, PRM, PROUD, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RS, S, S & J, SAAM, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFECO, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SHR, SIRI, SIS, SITHAI, SMK, SMP, SNC, SONIC, SPALI, SPI, SPRC, SPVI, SSSC, SST, STA, STEC\*, STI, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI\*, SYMC, SYNTEC, TACC, TASCO, TCAP, TEAMG, TFMAMA, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG, THIP, THRE, THREL, TIP1, TIPCO, TISCO, TK, TKT, TMT, TNDT, TNITY, TOA, TOP, TPBI, TQM, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSR, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UAC, UBIS, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WHAUP, WICE, WINNER, ZEN

### Companies with Very Good CG Scoring

2S, 7UP, ABICO, ABM, ACE, ACG, ADB, AEONTS, AGE, AHC, AIT, ALL, ALLA, ALUCON, AMANAH, AMARIN, APCO, APCS, APURE, AQUA, ASEFA, ASIAN, ASK, ATP30, BA, BC, BEC, BFIT, BJCHI, BR, CBG, CGH, CHAYO, CHOTI, CI, CMC, CPL, CRD, CSP, DCC, ASAP, ASIA, ASIMAR, ASN, B, BAM, BCH, BEYOND, BJC, BLA, BROOK, CEN, CHARAN, CHG, CHOW, CIG, COLOR, CPW, CSC, CWT, DCON, DHOUSE, DOD, DOHOME, DV8, EASON, EFORL, ERW, ESSO, ESTAR, ETE, FE, FLOYD, FN, FNS, FORTH, FSS, FTE, FVC, GEL, GENCO, GJS, GYT, HEMP, HPT, HTC, HYDRO, ICN, IFS, IMH, IND, INET, INSET, INSURE, IRC, IRCP, IT, ITD\*, J, JAS, JCK, JCKH, JMART, JMT, KBS, KCAR, KEX, KGI, KIAT\*, KISS, KOOL, KTIS, KUMWEL, KUN, KWC, KWM, L&E, LDC, LEO, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MATCH, MBAX, MEGA, META, MFC\*, MGT, MICRO, MILL, MITSIB, MK, MODERN, MTI, NBC, NCAP, NCH, NETBAY, NEX, NINE, NRF, NTV, OCC, OGC, PATO, PB, PICO, PIMO, PJW, PL, PM, PMTA, PPP, PPPM, PRIME, PRIN, PRINC, PSTC, PT, QLT, RBF, RCL, RICHY, RML, ROJNA, RPC, RT, RWI, S11, SA, SAK, SALEE, SAMCO, SANKO, SAPPE, SAWAD, SCI, SCN, SCP, SE, SFLEX, SFP, SFT, SGF, SIAM, SINGER, SKE, SKN, SKR, SLP, SMIT, SMT, SNP, SO, SORKON, SPA, SPC, SPCG, SR, SRICHA, SSC, SSF, STANLY, STGT, STOWER\*, STPI, SUC, SWC, SYNEX, T, TAE, TAKUNI, TBS, TCC, TCMC, TEAM\*, TFG, TFI, TIGER, TITL, TKN, TKS, TM, TMC, TMD, TMI, TMILL, TNL, TNP, TOG, TPA, TPAC, TPCS, TPS, TRITN, TRT, TSE, TVT, TWP, UEC, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UTP, VCOM, VL, TVO, VRANDA, WGE, WIJK, XI, XSP, YUASA

### Companies with Good CG Scoring

A, AI, AIE, AJ, AIC, APP, AQ, ARIN, AS, AU, B52, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BROCK, BSBM, BSM, BYD\*, CCP, CITY, CMO, CPT, CSR, EKH, EP, FMT, GLOCON\*, GSC, HTECH, IHL, INGRS, JAK, JTS, KASET, KK, KWG, LEE, BTNC, CAZ, CGD, CMAN, CMR, CRANE, D, EMC, F&D, GIFT, GREEN, GTB, HUMAN, IIG, INOX, JR, JUBILE, KCM, KKC, KYE, LPH, MATI, M-CHAI, MCS, MDX, MJD, MORE, MUD, NC, NDR, NFC, NNCL, NOVA, NPK, NUSA, OCEAN, PAF, PF, PK, PLE, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PTL, RC12, RJH, RP, RPH, RSP, SABUY, SF, SGP, SICT, SIMAT, SISB, SK, SMART, SOLAR, SPACK, SPG, SQ, SSP, STARK, STC, SUPER, SVOA, TC, TCCC, THMUI, TNH, TNR, TOPP, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQR, TTI, TYCN, UKEM, UMS, UNIQ, UPA, UREKA, W, WIN, WORK, WPH, YGG, ZIGA

### Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall have no 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. EASON 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 2020 to 26 October 2021) is publicized.

1 TIP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 24, 2021

2 RCI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 16, 2021

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวตักการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังด้วย

## Anti-corruption Progress Indicator

### Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, ADVANC, AF, AI, AIE, AIRA, AKP, ALPHA, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCO, ARROW, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BEYOND, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNULK, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITTEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRRO, MALEE, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, NCL, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PPS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCG, 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, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBS, TCC, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

### Declared (ประกาศเจตนากรณี)

7UP, ABICO, AJ, ALT, APCO, AS, BEC, BKD, CHG, CPL, CPR, CPW, CRC, DDD, DHOUSE, DOHOME, ECF, EKH, ETC, EVER, GULF, III, INOX, J, JMART, JMT, JR, KEX, KUMWEL, LDC, MAJOR, MATCH, MILL, NCL, NOVA, NRF, NUSA, PIMO, PR9, RS, SAK, SCGP, SCM, SIS, SSS, STECH, STGT, SUPER, TQM, TSI, VCOM, VIBHA, WIN, YUASA, ZIGA

### N/A

3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACE, ACG, ADB, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AH, AHC, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALUCON, AMARIN, AMC, AMR, ANAN, AOT, AP, ARIP, ARROW, ASP, AUCT, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BEYOND, BGC, BGRIM, BJCHI, BKI, BOL, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, COTTO, CPALL, CPF, CPI, CPN, CRC, CSS, DDD, DELTA, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DUSIT, EA, EASTW, ECL, EGCO, EP, EPG, ERW, ESTAR, ETE, FE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSS, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GUNULK, HANA, HARN, HEMP, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFEC, IFS, ILINK, INET, INSURE, INTUCH, IRC, IRPC, ITTEL, IVL, JKN, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, KWI, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAKRRO, MALEE, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, NCL, NEP, NINE, NKI, NMG, NNCL, NOBLE, NOK, NSI, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PE, PG, PHOL, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PRM, PPS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RATCH, RML, RWI, S & J, SAAM, SABINA, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCG, 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, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TBS, TCC, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPP, TRU, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVD, TVI, TVO, TWPC, U, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UPF, UV, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, ZEN

### Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 24, 2021) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.