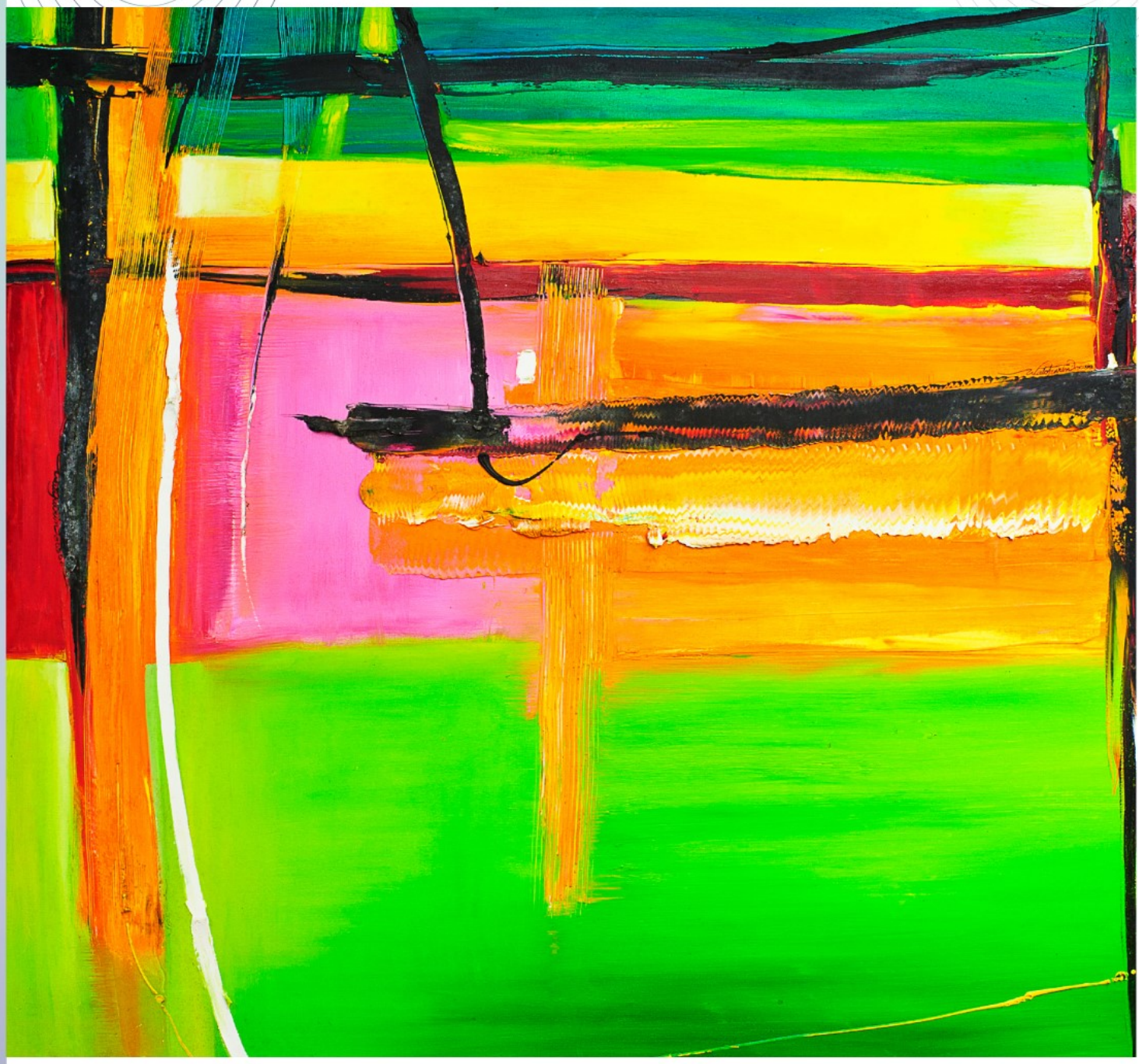


INVEST+

กลยุทธ์การลงทุนรายเดือน | ISSUE 87 | NOVEMBER 2022

เส้นและสี | คุณวัชรินทร์ รอดนิตย์
เทคนิคสีน้ำมัน ปี 2554

ASIA PLUS Securities

VALUE BEYOND WEALTH
คุณค่าที่เหนือกว่าความมั่งคั่ง

INVEST+

ASIA PLUS Securities

กลยุทธ์การลงทุนเดือน พฤศจิกายน 2565

BY RESEARCH DIVISION

NOVEMBER 2022

หุ้นไทย

เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มฟื้นเด่นกว่าหลายประเทศ อ้างอิงจาก IMF ที่คาดการณ์ GDP Growth ปีหน้าโต 3.7%YoY ซึ่งสูงกว่าเศรษฐกิจโลกที่โตเพียง 2.7%YoY บวกกับช่วงที่เหลือของปีคาดหวังแพ็คเกจใหญ่กระตุ้นเศรษฐกิจจากทางภาครัฐ คาดทำให้เม็ดเงินไหลเข้าตลาดหุ้นไทยในช่วงที่เหลือของปี ดังนั้นฝ่ายวิจัยฯ คงน้ำหนักหุ้นไทยไว้ที่ 35% ของพอร์ตการลงทุน (Overweight) กลยุทธ์แนะนำหุ้น Domestic Consumption หลีกเลี่ยงความผันผวนจากปัจจัยภายนอก บวกกับผลประกอบการทยอยฟื้นตัวในงวด 4Q65 ต่อเนื่องปี 2566 อย่าง CBG, CRC, CK, BBL, PLANB, GULF, SCGP

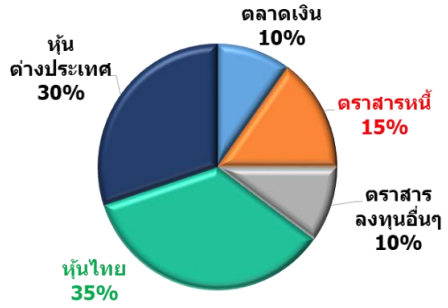
การลงทุนต่างประเทศ

ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยเชิงรุกของ FED และอัตราเงินเฟ้อของสหรัฐฯที่ปรับตัวจากเดือนก่อนหน้าเป็นสัญญาณที่ดีของตลาดหุ้นให้กลับตัว โดยเฉพาะหุ้น NASDAQ ที่ปรับตัวลงมาลึกกว่าตลาดหุ้นอื่นๆ โดยฝ่ายวิจัยฯ คงน้ำหนักหุ้นต่างประเทศไว้ที่ 30% ของพอร์ตการลงทุน(Neutral) โดยกลยุทธ์เน้นหุ้นพื้นฐานแข็งแกร่งและธุรกิจมีการเติบโตอิงการฟื้นตัวของเศรษฐกิจในอนาคตเป็นหลักอย่าง United Health (UNH US) และ LVMH (MC FP)

ตราสารหนี้

สัญญาณการใช้นโยบายทางการเงินที่ตึงตัวของ FED ที่ยังมีอยู่ โดยตลาดมีมุมมองว่าดอกเบี้ยปลายปีของสหรัฐฯจะอยู่ราว 4.75% แต่คาดมีสัญญาณการขึ้นเชิงรุกที่เบาลงตั้งแต่ปีหน้า ซึ่งดอกเบี้ยปลายปีอยู่ที่ 4.75% เท่ากัน ขณะที่ไทยเชื่อว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 1 ครั้งในปีนี้ โดยมองดอกเบี้ยสิ้นปีนี้ 1.25% และปีหน้ามองดอกเบี้ยสิ้นปีที่ระดับ 1.75%-2% กลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ยังคงน้ำหนักการลงทุนที่ 15% ของพอร์ตรวม Top picks คือ SIRI252A, ITD254A, IVL19PA

ASSET ALLOCATION



CONTENT

กลยุทธ์ลงทุน พ.ย. 2565 1
แนวโน้มลงทุน พ.ย. 2565 2

แนวโน้มอุตสาหกรรม
กลุ่ม พลังงาน 10
กลุ่ม ท่องเที่ยว 12
กลุ่ม ไอซีที 14

Stock Picks
BBL 16
CBG 18
CK 20
CRC 22
GULF 24
PLANB 26
SCGP 28

Tactical Short Sell
PTTGC 30
TRUE 32

วิเคราะห์ทางเทคนิค 35
วิเคราะห์ Derivatives 42
Asset Allocation 50
Cyclical Watch 59

INVEST+

ASIA PLUS Securities

กลยุทธ์การลงทุนเดือน พฤศจิกายน 2565

BY RESEARCH DIVISION

เดือน 11 ช่วงช็อปหุ้นเด็ด

- วัฏจักรความกลัว เงินเฟ้อสูง ดอกเบี้ยสูง เศรษฐกิจถดถอย ค่อยๆ อ่อนแรงลง
- เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มฟื้นเด่นกว่าหลายประเทศ, APEC ช่วยกระตุ้นต่างชาติท่องเที่ยวลงทุน
- คาดหวัง FUND FLOW ต่างชาติยังหนุนหุ้นไทยต่อในช่วงที่เหลือของปี
- แนะนำหุ้น DOMESTIC CONSUMPTION อย่าง CBG, CRC, CK, BBL, PLANB, GULF, SCGP

วัฏจักรความกลัวค่อยๆ อ่อนแรง และตลาดการเงินโลกดูดซับไว้ในราคาหุ้นมากระดับหนึ่งแล้ว เริ่มจาก 1) เงินเฟ้อขาลงชัดเจน ทั้งในสหรัฐฯและไทย ซึ่งเงินสหรัฐ เดือน ก.ย. 8.2% ชะลอลงติดต่อกัน 3 เดือน และฝ่ายวิจัยคาดมีแนวโน้มลดลงจนอยู่ต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยที่ตลาดคาด 5.0% ในกลางปีหน้า เช่นเดียวกับเงินเฟ้อไทยที่ ธปท. คาดจะเข้าสู่กรอบเป้าหมาย 1-3% ในปีหน้า 2) ดอกเบี้ยเริ่มเข้าใกล้จุดที่เหมาะสม แม้ตลาดคาด Fed จะขึ้นดอกเบี้ย 0.75% มาอยู่ที่ 4% ในเดือน พ.ย. แต่ในปีหน้ากรอบบนการขึ้นดอกเบี้ยถูกจำกัดอยู่ที่ระดับ 5% เห็นได้ว่าระดับการขยับขึ้นค่อนข้างจำกัด 3) แม้มีความกังวล Recession ในสหรัฐฯ แต่ไทยยังห่างไกล สะท้อนได้จากการเกิด Inverted Yield Curve ของ Bond 10 ปี และ 2 ปี ของสหรัฐที่ยาวนาน แตกต่างกันกับ Bond Yield ไทย ที่ยังเป็นลักษณะ Upward Slope คือ Bond Yield 10 ปี ยังสูงกว่า 2 ปี ถึง 1.3%

เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มฟื้นเด่นกว่าหลายประเทศ ดังนี้ 1) สภาพัฒน์ฯ คาดเศรษฐกิจไทยในปี 2565 ขยายตัวราว 3% แสดงว่าในช่วง 2H65 น่าจะเห็นการเติบโตของ GDP ในอัตรา 3.6%YoY (สูงกว่า 1Q65 และ 2Q65 ที่ 2.3% และ 2.5% ตามลำดับ) และปี 2566 โตต่อเนื่องอีก 3.7% สวนทางกับเศรษฐกิจโลกที่ IMF คาดโตเพียง 2.7% 2) คาดดุลบัญชีเดินสะพัดมีสัญญาณการขาดดุลลดลง ทั้งจากดุลการค้าดีขึ้นจากการนำเข้าต้นทุนพลังงานที่ราคาเริ่มลดลงในช่วง 2-3 เดือนนี้ และดุลบริการปรับตัวดีขึ้น จากภาคการท่องเที่ยว หลังหลายประเทศผ่อนคลายมาตรการเดินทางข้ามพื้นที่ 3) ช่วงที่เหลือของปี คาดหวังแพ็คเกจใหญ่กระตุ้นเศรษฐกิจ จากทางภาครัฐ อาทิ คนละครึ่ง เฟส 6, ช้อปช่วยชาติ เป็นต้น 4) เป็นปีที่ไทยเป็นเจ้าภาพงานประชุม APEC 2022 หวังเป็นโอกาสสำคัญที่จะช่วยฟื้นฟูเศรษฐกิจ

ในมุม Valuation ตลาดหุ้นไทย ยังดูน่าสนใจ และอยู่ใน Zone สะสมหุ้น ทั้งในมุม P/E 17 เท่ากว่าๆ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 19.5 เท่า และ PBV ต่ำเพียง 1.5 เท่า ลงมาในบริเวณใกล้กับ -1SD ที่ 1.66 เท่า ซึ่งในอดีตเคยเป็นแนวรับสำคัญพลิกเปลี่ยนแนวโน้มเป็นขาขึ้นในช่วงต้นปี 2559 พร้อมกับแรงกดดันต่างๆ ที่ตลาดหุ้นซึมซับไปในระดับหนึ่งแล้ว น่าจะเป็นจังหวะในการเข้าสะสมหุ้นอีกครั้งได้ โดยฝ่ายวิจัยฯ คงเป้าหมายปลายปีที่ 1730 จุด

ขณะที่ Fund Flow ต่างชาติเป็นหนึ่งในตัวแปรสำคัญที่สามารถกำหนดทิศทางของตลาดหุ้นไทย สะท้อนได้จากข้อมูลปีนี้ ในวันที่ต่างชาติซื้อสุทธิ SET ปรับตัวขึ้นเฉลี่ยต่อวัน 0.3% (มีโอกาสให้ผลตอบแทนเป็นบวก 80%) ส่วนช่วงเวลาที่เหลือของปี ฝ่ายวิจัยฯ ยังเชื่อว่า Fund Flow ยังมีโอกาสไหลเข้าตลาดหุ้นไทยต่อ ทั้งจากสัดส่วนการถือครองทางตรงระดับต่ำไม่ถึง 22% พร้อมกับปัจจัยลบเริ่มคลาย เศรษฐกิจไทยเดินหน้าเร็วกว่าประเทศพัฒนาแล้ว ล้วนเป็นแรงจูงใจในการเข้าลงทุนที่ดี

ส่วนหุ้นเด่นเดือน พ.ย. แนะนำหุ้นธีม Domestic Consumption หลีกเลี่ยงความผันผวนจากปัจจัยภายนอก บวกกับผลประกอบการทยอยฟื้นตัวในงวด 4Q65 ต่อเนื่องปี 2566 อย่าง CBG, CRC, CK, BBL, PLANB, GULF, SCGP

หุ้นเด่นประจำเดือน พ.ย. 2565

Company	Mkt.Cap (B.Baht)	Last Price (31/10/2022)	FairValue	Upside	PER 22F	Div Yield 22F (%)	EPS Growth 22F
Recommend "BUY"							
CBG	90.25	90.25	121.00	34.1%	31.37	2.1	-0.2%
GULF	592.52	50.50	65.00	28.7%	47.74	0.9	61.8%
SCGP	223.23	52.00	65.00	25.0%	29.76	1.3	-9.6%
PLANB	30.17	7.05	8.50	20.6%	35.76	1.7	1095.5%
CK	39.30	23.20	27.00	16.4%	30.94	1.7	40.2%
BBL	277.74	145.50	159.00	9.3%	9.64	2.9	8.7%
CRC	253.30	42.00	44.75	6.6%	38.36	0.0	Turnaround
Recommend "Switch"							
PTTGC	196.13	43.50	56.00	28.7%	NM	4.6	Loss
TRUE	4.06	4.96	5.70	14.9%	NM	0.0	Loss

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

แนวโน้มการลงทุนเดือน พฤศจิกายน 2565

BY RESEARCH DIVISION

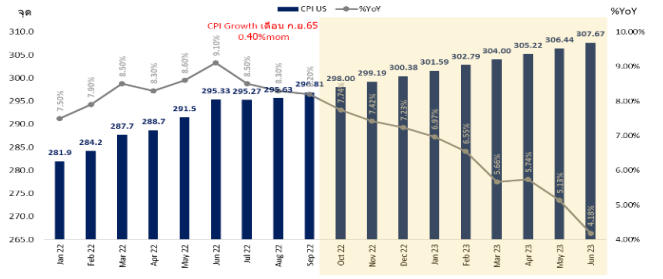
เดือน 11 ช่วงช็อปหุ้นเด็ด

- วัฏจักรความกลัว เงินเฟ้อสูง ดอกเบี้ยสูง เศรษฐกิจถดถอย ค่อยๆ อ่อนแรงลง
- เศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มฟื้นเด่นกว่าหลายประเทศ, APEC ช่วยกระตุ้นต่างชาติท่องเที่ยวลงทุน
- คาดหวัง Fund Flow ต่างชาติยังหนุนหุ้นไทยต่อในช่วงที่เหลือของปี
- Valuation หุ้นไทย ไม่แพงอย่างที่คิด ยืนยันเป้าหมาย 1730 จุด ปี 2565
- แนะนำหุ้น Domestic Consumption อย่าง CBG, CRC, CK, BBL, PLANB, GULF, SCGP

วัฏจักรความกลัว เงินเฟ้อสูง ดอกเบี้ยสูง เศรษฐกิจถดถอย ถูกสะท้อนในราคาหุ้นมากแล้ว และค่อยๆ อ่อนแรงลง

1. เงินเฟ้อ เข้าสู่ขาลง ทั้งในสหรัฐฯ และไทย ราคาน้ำมันดิบ Brent และ WTI ปรับตัวลดลงในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมา จากแรงกดดันของความกังวลว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเข้าสู่ภาวะชะลอตัวในหลายประเทศ ทำให้ถูกคาดหมายว่า Demand มีแนวโน้มหดตัวลง แม้ว่าจะมีการตึงตัวในฝั่ง Supply ก็ตาม องค์ประกอบของราคาน้ำมัน-พลังงาน ที่ปรับลดลง มีผลทำให้ความกังวลเรื่องอัตราเงินเฟ้อเริ่มคลี่คลาย โดยในสหรัฐฯ พบว่าอัตราเงินเฟ้อ เดือนกันยายน 2565 ออกมา 8.2% YoY ลดลงจาก 8.3% YoY จากเดือนก่อนหน้า และเป็นการลดลงติดต่อกันเป็นเดือนที่ 3 ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยได้ทำการประเมินแนวโน้มเงินเฟ้อสหรัฐฯในอนาคต โดยนำการเติบโต CPI รายเดือน เดือนล่าสุดที่ระดับ 0.40%MoM มาคิดเป็นสมมุติฐาน CPI Index ในช่วงถัดไป จะเห็นได้ว่า อัตรา CPI YoY เดือนถัดๆ ไป ทยอยลดลงต่อเนื่อง โดยลดลงจาก 8.2%YoY เดือน ก.ย.65 มาอยู่ที่บริเวณ 4.1%YoY ในเดือน มิ.ย.66 ซึ่ง ณ ตอนนั้นอัตราดอกเบี้ยที่คาดการณ์จาก FED Watch Tool อยู่ที่ 5.0% ซึ่งทำให้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง (Real Interest Rate) กลับมาเป็นบวก

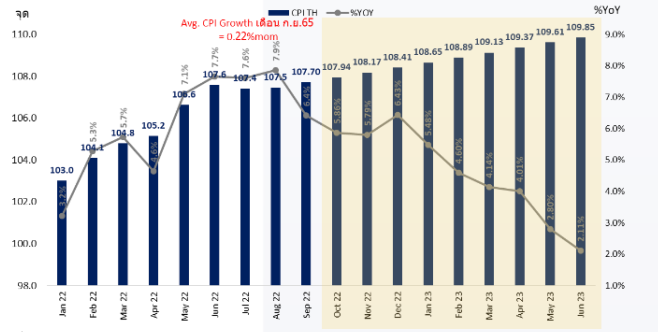
คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ ในช่วงถัดไป



ที่มา: Bloomberg, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

ขณะที่อัตราเงินเฟ้อของไทย ธปท. คาดจะเข้าสู่กรอบเป้าหมาย 1% - 3% ในปีหน้า ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยได้ทำการประเมินแนวโน้มเงินเฟ้อไทยในอนาคต โดยนำการเติบโต CPI รายเดือน เดือนล่าสุดที่ระดับ 0.22%MoM มาคิดเป็นสมมุติฐาน CPI Index ในช่วงถัดไป จะเห็นได้ว่า อัตรา CPI YoY เดือนถัดๆ ไปลดลงอย่างชัดเจน โดยลดลงจาก 6.4%YoY ในเดือน ก.ย.65 มาอยู่ที่ 2.1%YoY ราวเดือน มิ.ย.66 ซึ่งอยู่กรอบที่ ธปท. ประเมินไว้เช่นกัน

คาดการณ์อัตราเงินเฟ้อไทยในช่วงถัดไป



ที่มา: Bloomberg, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

2. ดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นมาอย่างรวดเร็ว เริ่มเข้าใกล้จุดที่เหมาะสม

อัตราเงินเฟ้อที่อยู่ระดับสูงมากของหลายประเทศในช่วงตั้งแต่ต้นปี ทำให้ธนาคารกลางของหลายประเทศทั่วโลก นำโดย FED ต้องปรับใช้นโยบายการเงินตึงตัวเชิงรุก เพื่อสกัดเงินเฟ้อ ซึ่งสภาวะปัจจุบันสัญญาณชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯ ทำให้ Demand สินค้า-บริการ ปรับลดลงในปัจจุบัน อีกทั้ง ช่วงปลายเดือน ต.ค. นางแมรี ดาลี ประธานเฟดสาขาซานฟรานซิสโก กล่าวว่า ถึงเวลาแล้วที่ FED จะเริ่มหารือกันเกี่ยวกับการชะลอการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยในอนาคต ซึ่งสภาพแวดล้อมดังกล่าวถูกสะท้อนผ่าน Fed Watch Tool โดยแสดงโอกาสที่ Fed จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยครั้งในการประชุมรอบ

สุดท้ายของปี 2565 (ธ.ค.65) ในอัตรา 0.75% ลดลงมาจาก 76% เหลือเพียง 56% ขณะที่ปลายปี 2566 ผลการสำรวจส่วนใหญ่ราว 30% ให้น้ำหนัก Fed Fund Rate จะขึ้นจบลงที่บริเวณ 4.75% โดยจุดสูงสุดระหว่างปีอยู่ที่ 5 – 5.25% เท่านั้น

FED Watch Tool

MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
11/2/2022	0.0%	11.5%	88.5%	0.0%	0.0%					
12/14/2022	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	58.9%	34.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2/1/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	44.8%	40.8%	9.2%	0.0%	0.0%
3/22/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	29.0%	42.4%	21.8%	3.7%	0.0%
5/3/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	28.0%	41.9%	22.6%	4.4%	0.1%
6/14/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.0%	29.7%	39.6%	20.4%	3.9%	0.1%
7/26/2023	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	11.9%	32.1%	34.8%	16.3%	2.9%	0.1%
9/20/2023	0.0%	0.0%	0.6%	4.9%	18.1%	33.0%	29.1%	12.2%	2.1%	0.1%
11/1/2023	0.0%	0.3%	2.7%	11.3%	25.3%	31.1%	20.9%	7.3%	1.1%	0.0%
12/13/2023	0.1%	1.2%	6.0%	16.7%	27.5%	27.2%	15.6%	4.9%	0.7%	0.0%

ที่มา: Fed Watch Tool, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

ซึ่งทิศทางอัตราดอกเบี้ยของ Fed ดังกล่าวสวนทางกับ BOE และ ECB ที่ยังคงใช้นโยบายทางการเงินเชิงรุกต่อไป เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อที่ยังอยู่ระดับสูงมาก ขณะที่ดอกเบี้ยนโยบายยังอยู่ระดับต่ำเมื่อเทียบกับสหรัฐฯ โดย BOE จะประชุมครั้งถัดไปต้นเดือน พ.ย.65 ซึ่งก่อนหน้านี้ Bloomberg คาด BOE จะปรับขึ้นดอกเบี้ยที่ 0.25% ในการประชุมดังกล่าว แต่ล่าสุด Bloomberg ปรับเพิ่มขึ้นเป็น 0.75% และสิ้นปี 2565 อัตราดอกเบี้ยนโยบายจะอยู่ระดับ 4% ขณะที่ ECB เหลือการประชุมอีก 1 ครั้ง ซึ่ง Bloomberg คาด ECB จะปรับขึ้นดอกเบี้ยอีก 0.75% โดยดอกเบี้ยนโยบายสิ้นปี 2565 จะอยู่ระดับ 2.75% ซึ่งประเด็นดังกล่าว ทำให้ Dollar Index มีโอกาสชะลอการแข็งค่าได้ในระยะถัดไป โดยค่าเงินยูโร เยน และปอนด์ มีสัดส่วนตะกร้าค่าเงินเทียบกับดอลลาร์สหรัฐสูงถึง 57% 14% และ 12% ตามลำดับ รวมกันราว 83%

คาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยในแต่ละครั้งของการประชุมธนาคารกลาง

Date	Country	Meeting	Chg New	Chg Old	อัตราดอกเบี้ย
28 Oct 65	JP	BOJ (7th) ▼	0.06%	0.07%	-0.04%
02 Nov 65	US	FED (7th) —	0.75%	0.75%	4.00%
03 Nov 65	UK	BOE (7th) ▲	0.75%	0.25%	3.25%
30 Nov 65	TH	BOT (6th) —	0.25%	0.25%	1.25%
14 Dec 65	US	FED (8th) —	0.50%	0.50%	4.50%
15 Dec 65	EU	ECB (8th) —	0.75%	0.75%	2.75%
15 Dec 65	UK	BOE (8th) ▼	0.75%	1.00%	4.00%
20 Dec 65	JP	BOJ (8th) —	0.19%	0.02%	0.15%

ที่มา: Bloomberg, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

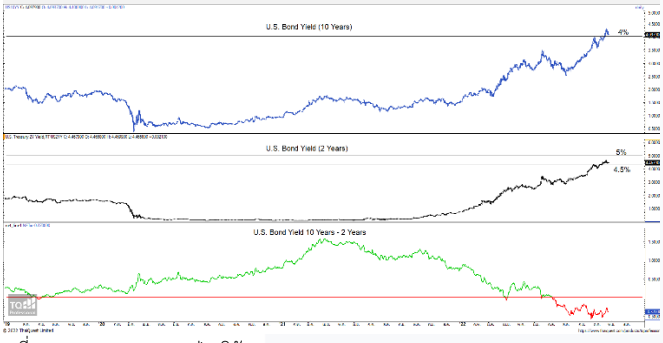
อัตราดอกเบี้ย และเงินเฟ้อแต่ละประเทศ

	ดอกเบี้ยนโยบายปัจจุบัน (%)	เงินเฟ้อ 2022F (%)	อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริง2022F (%)
ประเทศพัฒนาแล้ว			
ญี่ปุ่น	-0.10	2.90	-3.00
อังกฤษ	2.25	9.00	-6.75
ยุโรป	1.25	8.10	-6.85
สหรัฐ	3.25	5.40	-2.15
ประเทศกำลังพัฒนา			
อินโดนีเซีย	4.75	4.60	0.15
มาเลเซีย	2.50	2.70	-0.20
อินเดีย	5.90	6.70	-0.80
ฟิลิปปินส์	4.25	5.40	-1.15
ไทย	1.00	6.30	-5.30

ที่มา: Bloomberg, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

3. Inverted Yield Curve กับ Recession ที่กำลังต้องเผชิญ ในสหรัฐฯ แต่ไทยยังห่างไกล แม้ประเด็นสงครามระหว่างรัสเซียยูเครนเบาลง แต่เรื่องของ Supply Shortage ยังต้องใช้ระยะเวลาในการแก้ไข นำไปสู่ความกังวลต่อเศรษฐกิจที่ชะลอตัวในระยะถัดไป สะท้อนได้จาก Spread Bond Yield 10 ปี กับ 2 ปี ของสหรัฐแคบลงเรื่อยๆ จนล่าสุดติดลบตั้งแต่เดือน ก.ค.65 เป็นต้นมา ซึ่งทำให้นักลงทุนกังวลว่าจะเป็นสัญญาณนำไปสู่เศรษฐกิจชะลอตัว

Spread Bond Yield 10 ปี กับ 2 ปี US



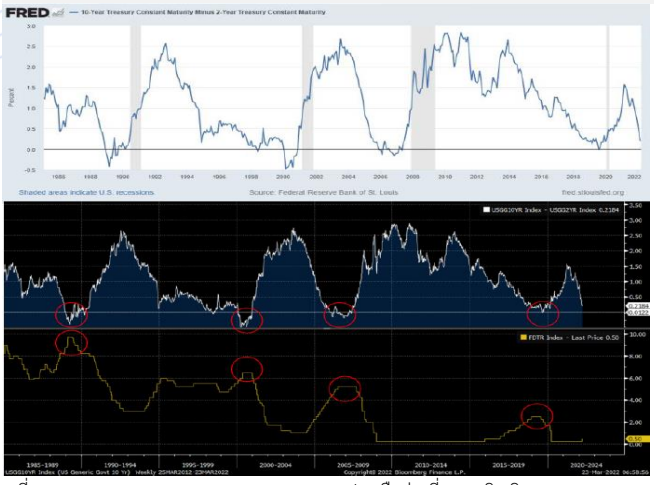
ที่มา: TQ Professional, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

เนื่องจาก Inverted Yield Curve มักเป็นสัญญาณที่ชี้นำการเกิดภาวะเศรษฐกิจถดถอย (Recession) โดยเฉพาะสหรัฐ โดยมักเกิดขึ้นก่อน Recession จริงประมาณ 9-14 เดือน ดังรูปด้านล่าง

โดยหากจารณาจากในอดีตตั้งปี 2000-2021 พบว่า ปรากฏการณ์ Inverted Yield Curve เคยเกิดทั้งหมด 3 ครั้ง คือ

1. ระหว่างปี 2543 ตามมาด้วยเศรษฐกิจสหรัฐชะลอตัวในปี 2544 จากวิกฤติเศรษฐกิจดอทคอม (Dot Com Crisis) (GDP Growth สหรัฐปี 2544 ชะลอตัวเหลือ 1.0% จาก 4.1% ในปี 2543)
2. เกิดขึ้นระหว่างปี 2547-2548 ตามมาด้วยเศรษฐกิจสหรัฐชะลอตัวในปี 2551 จากวิกฤติเศรษฐกิจซับไพร์ม (Subprime Crisis) (GDP Growth สหรัฐปี 2551 2552 หดตัว 0.1% จาก 2.5% ตามลำดับ จากขยายตัว 1.9% ในปี 2548)
3. เกิดขึ้นช่วงกลางปี 2562 ตามมาด้วยเศรษฐกิจสหรัฐชะลอตัวในปี 2563 จากวิกฤติโควิด (COVID-19) (GDP Growth สหรัฐปี 2563 หดตัว 2.8% จากขยายตัว 2.3% ในปี 2562)

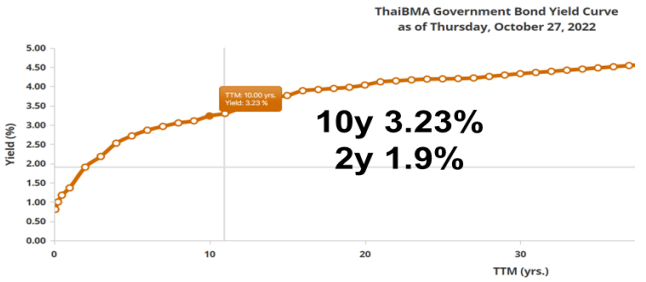
ส่วนต่าง Bond Yield 10/2 ปีสหรัฐ และ Recession (รูปบน)
ส่วนต่าง Bond Yield 10/2 ปีสหรัฐ และ อัตราดอกเบี้ย Fed (รูปล่าง)



ที่มา: Bloomberg หมายเหตุ: กรอบแรเงาของรูปบนคือช่วงที่เศรษฐกิจเกิด Recession ข้อมูลสิ้นสุด ณ ปี 2021

อย่างไรก็ตาม Inverted Yield Curve เป็นเพียงการสะท้อนถึงมุมมองของนักลงทุนในช่วงเวลาหนึ่งเท่านั้น ซึ่งอาจจะไม่ได้นำไปสู่การเกิดเศรษฐกิจถดถอยจริงก็เป็นได้ ขณะที่ปัจจุบันส่วนต่างระหว่าง Spread Bond Yield 10 ปี กับ 2 ปี ของไทย ยังห่างกันมากถึง 140 bps. หรือ 1.33% และ Yield Curve ยังเป็นลักษณะ Upward Slope แสดงว่า มุมมองนักลงทุนยังเห็นว่าเศรษฐกิจไทยยังมีแนวโน้มฟื้นต่อได้ แตกต่างกับทางสหรัฐ

Bond Yield ไทย ยังเป็น Upward Slope

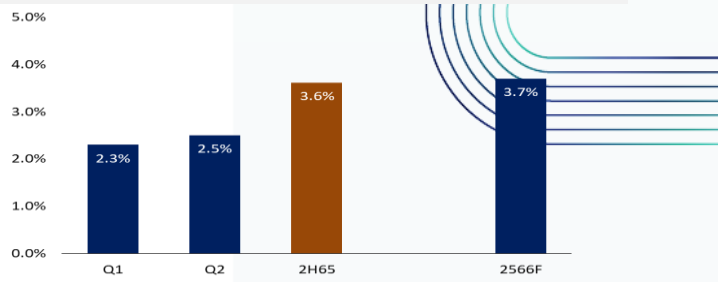


ที่มา: ThaiBMA, ฝ่ายวิจัยฯ ASPS

เศรษฐกิจไทย ดูยังไง ก็ยังอยู่ในช่วงฟื้นตัว

ท่ามกลางเศรษฐกิจโลกที่กำลังเข้าสู่ภาวะ Recession หลายประเทศ (อาทิ สหรัฐ ยุโรป) มีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะชะลอตัว ขณะที่เศรษฐกิจไทยประเมินว่ามีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่อง โดย GPD 2Q65 อยู่ที่ +0.7%QoQ ซึ่งยังถือว่าต่ำกว่าช่วงก่อนการแพร่ระบาด Covid-19 ทำให้เศรษฐกิจ 2H65 ยังมีแนวโน้มขยายตัวได้อีกมาก ทั้งนี้หากการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 65 ขยายตัวราว 3% ตามการคาดการณ์สภาพัฒน์ ในช่วง 2H65 น่าจะเห็นการเติบโตของ GDP ในอัตรา 3.6% YoY ซึ่งถือว่าดีกว่า 1H65 อย่างชัดเจน ขณะที่สำนักวิจัยส่วนใหญ่ ต่างคาดการณ์เป็นไปในทิศทางเดียวกันว่า เศรษฐกิจไทยในปีนี้และปีหน้ายังคงเติบโตได้ต่อเช่นกัน

ประมาณการสภาพัฒน์ GDP ปีนี้ 3% ปีหน้า 3.7%



ที่มา: สศช., ฝ่ายวิจัย ASPS

ประมาณการเศรษฐกิจไทยปี 65 และ 66 จากสำนักวิจัยต่างๆ

สำนักเศรษฐกิจ	Real GDP Growth (%) 2565	2566
ธปท.	3.3	3.8
กระทรวงการคลัง	3.5	3.7*
สศช.	3.0*	3.7
กกร.	3.1*	-
IAA	3.2	-
EIC	3.0	3.7
กรุงศรี	3.1	-
เคเคพี	3.4	3.6
ซีไอเอ็มบี	3.2	3.4
IMF	2.8	3.7
World Bank	3.1	4.1
เฉลี่ย	3.2	3.7

ที่มา: รวบรวมโดยฝ่ายวิจัย ASPSหมายเหตุ

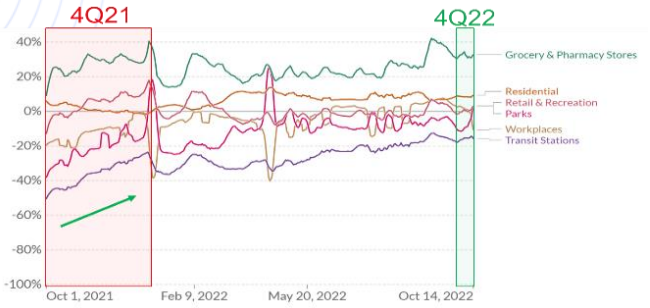
หมายเหตุ: * หมายถึง ค่ากลางของการคาดการณ์

สำหรับแรงขับเคลื่อน ที่จะสนับสนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย พอสรุปได้ดังนี้

1. **มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจ จากรัฐบาล** เพื่อช่วยเหลือประชาชนในช่วงที่เหลือของปี 2565 โดยตั้งงบประมาณวงเงินกว่า 1.7 หมื่นล้านบาท เตรียมออกแพคเกจใหญ่ อาทิ การกระตุ้นการท่องเที่ยวผ่านโครงการการเราเที่ยวด้วยกันเฟส 5 รวมถึงการขยายเวลาเปิดสถานบันเทิงถึงตี 4, การกระตุ้นการใช้จ่ายภายในประเทศผ่านโครงการคนละครึ่ง เฟส 6, ช้อปดีมีคืน เป็นต้น ขณะที่ปีหน้าคาดว่าจะเห็นภาครัฐลดมาตรการเยียวยาประชาชน และเพิ่มมาตรการส่งเสริมการลงทุนมากขึ้นเพื่อรองรับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย

2. **กิจกรรมทางเศรษฐกิจไทยเดินหน้าโดดเด่น** โดยสะท้อนได้จากข้อมูล Google Mobility Trend ที่ปัจจุบันกิจกรรมทางเศรษฐกิจไทยต่างๆ ส่วนใหญ่กลับมายืนเหนือระดับ Pre-Covid และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นได้ดีต่อเนื่อง อาทิ การออกไปจับจ่ายใช้สอย +3%, การออกไปสถานที่สาธารณะ +3%, มีเพียงการจราจรเท่านั้นที่ติดลบน้อยลงเหลือ -15.9% จากระดับ Pre-Covid

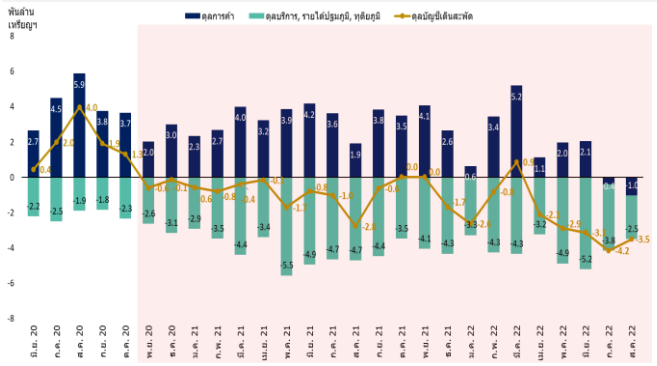
Google Mobility Trend ระดับกิจกรรมต่างๆในไทยฟื้น



ที่มา: Google

3. **ดุลบัญชีเดินสะพัดคาดขาดดุลลดลง** โดยหากพิจารณาดุลบัญชีเดินสะพัดที่สะท้อนภาคเศรษฐกิจจริงในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2565 (ม.ค.-ส.ค.) ขาดดุลกว่า 18,310 ล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนเกิดการระบาดของ COVID อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยประเมินว่าในช่วงที่เหลือของปี 2565 เศรษฐกิจไทยจะกลับมาฟื้นตัว และทำให้ดุลบัญชีเดินสะพัดมีพัฒนาการเชิงบวก โดยมี 2 ปัจจัยหลัก ดังนี้

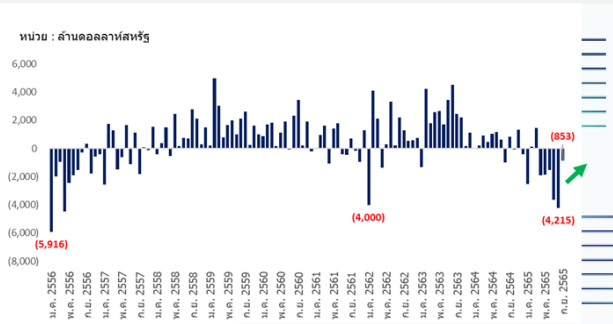
ดุลบัญชีเดินสะพัด



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, ฝ่ายวิจัย ASPS

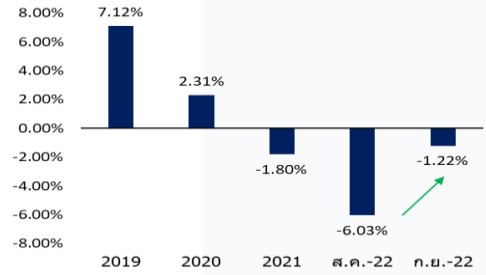
3.1 ***ดุลการค้าขาดดุลลดลง*** โดยดุลการค้าในเดือน ส.ค. อยู่ที่ -4,215 ล้านดอลลาห์สหรัฐ (ดุลการค้า/GDP อยู่ที่ -6.0%) ปรับตัวลดลงในเดือน ก.ย. อยู่ที่ -853 ล้านดอลลาห์สหรัฐ (ดุลการค้า/GDP อยู่ที่ -1.2 %) และคาดว่าการขาดดุลจะลดลงต่อเนื่อง หลังมูลค่าการส่งออกดีขึ้นตามการเปิดประเทศของประเทศต่างๆ ขณะที่ราคาน้ำมันดิบปรับตัวลงแรง ในช่วง 2 -3 เดือนที่ผ่านมา โดยไม่ทำจุดสูงสุดใหม่ ซึ่งเป็นปัจจัยหนึ่งที่ทำให้มูลค่าการนำเข้าลดลง ผลักดันดุลการค้าให้สูงขึ้นในอนาคต

ดุลการค้าเดือน ก.ย. 65 ขาดดุลลดลง



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, ฝ่ายวิจัย ASPS

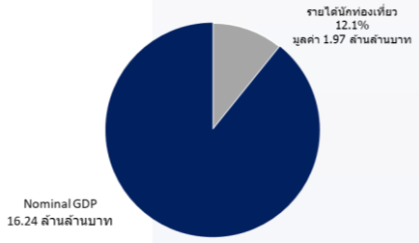
ดุลการค้า / GDP



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, สศช., ฝ่ายวิจัย ASPS

3.2 ***ดุลบริการปรับตัวดีขึ้น*** จากภาคการท่องเที่ยวเป็นสำคัญ ขณะที่ ททท. คาดว่าจะมีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามาในประเทศไทยมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นที่ 10 ล้านคนในปี 65 และ 20 ล้านคนในปี 66 หลังหลายประเทศผ่อนคลายมาตรการเดินทางข้ามพื้นที่ จึงเป็นแรงหนุนให้รายได้จากการท่องเที่ยวเติบโตต่อเนื่อง

รายได้นักท่องเที่ยว / Nominal GDP



ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา, สศช., ฝ่ายวิจัย ASPS

จำนวนนักท่องเที่ยว

ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา, ฝ่ายวิจัย ASPS

4. **การเป็นเจ้าภาพงานประชุม APEC ในครั้งนี้ หวังเป็นโอกาสสำคัญที่จะช่วยหนุนเศรษฐกิจไทย** โดยมุ่งผลักดัน 3 แนวทางหลัก ได้แก่
   1) เปิดกว้างสร้างสัมพันธ์ (Open) เปิดการค้าการลงทุนเสรีในกลุ่มสมาชิก 21 เขตเศรษฐกิจ
   2) สร้างการเชื่อมโยงทุกมิติ (Connect) ฟื้นฟูการเดินทางข้ามพรหมแดนระหว่างภูมิภาคที่สะดวกและปลอดภัย
   3) สร้างสมดุลรอบด้าน (Balance) ส่งเสริมธุรกิจที่รับผิดชอบและคำนึงถึงสิ่งแวดล้อม ผลักดันการใช้ BCG Model ในธุรกิจ พร้อมสร้างความมั่นคงทางอาหารและการเกษตร

นอกจากนี้ ในฐานะที่ไทยเป็นเจ้าภาพการประชุม คาดว่าจะมีผู้นำจาก 21 เขตเศรษฐกิจ พร้อมทั้งผู้ติดตามเดินทางเข้ามาประชุมในไทยรวมกว่า 2,000 ราย ที่สำคัญ 21 เขตเศรษฐกิจครอบคลุมประชากรมากกว่า 3 พันล้านคน หรือคิดเป็น 38% ของประชากรของทั้งโลก และมีขนาดเศรษฐกิจรวมกันราว 50 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือคิดเป็น 2 ใน 3 ของมูลค่าผลผลิตมวลรวมของทั้งโลก อีกทั้งมูลค่าการค้าระหว่าง 21 เขตเศรษฐกิจ ยังเทียบเท่ากับครึ่งหนึ่งของมูลค่าการค้าระหว่างประเทศของทั้งโลก

นอกจากนี้ APEC 2022 ยังเป็นการประชุมแบบพบหน้ากันครั้งแรกในรอบ 4 ปี หลังจากปี 2018 ประสบกับสงครามการค้าจีนสหรัฐ 2019 ประเทศเจ้าภาพชิลีเกิดความไม่สงบทางการเมือง และปี 2020 กับ 2021 เจอปัญหา COVID-19

ดังนั้นการประชุม APEC ในไทยครั้งนี้ คาดหวังเงินสะพัดภายในประเทศเพิ่มขึ้น เกิดการกระตุ้นเศรษฐกิจไทย โดยเฉพาะภาคการเดินทางและการท่องเที่ยว

21 เขตเศรษฐกิจ เข้าร่วมประชุม APEC 2022

เขตเศรษฐกิจ	ชื่อที่ใช้ในการประชุมเอเปค	ตำแหน่ง	พระนาม/ชื่อ
ออสเตรเลีย	เครือรัฐออสเตรเลีย	นายกรัฐมนตรี	แอนโทนี แอลบานีส
บรูไน	เนอการาบรูไนดารุซซาลาม	สุลต่าน	สมเด็จพระราชาธิบดีฮัสซานัล โบลเกียห์
แคนาดา	แคนาดา	นายกรัฐมนตรี	จัสติน ทรูโด
ชิลี	สาธารณรัฐชิลี	ประธานาธิบดี	กาบริเอล โบริช
จีน	สาธารณรัฐประชาชนจีน	ประธานาธิบดี	สี จิ้นผิง
ฮ่องกง	เขตบริหารพิเศษฮ่องกงแห่งสาธารณรัฐประชาชนจีน	ผู้บริหารสูงสุด	จอห์น ลี
อินโดนีเซีย	สาธารณรัฐอินโดนีเซีย	ประธานาธิบดี	โจโก วีโดโด
ญี่ปุ่น	ญี่ปุ่น	นายกรัฐมนตรี	ฟุมิโอะ คิชิดะ
เกาหลีใต้	สาธารณรัฐเกาหลี	ประธานาธิบดี	ยุน ซ็อก-ย็อล
มาเลเซีย	มาเลเซีย	นายกรัฐมนตรี	อิซมาอิล ซับรี ยักกบ
เม็กซิโก	สหรัฐเม็กซิโก	รัฐมนตรีว่าการกระทรวงเศรษฐกิจ (*)	ตาติอานา โกลวัดิเอร์
นิวซีแลนด์	นิวซีแลนด์	นายกรัฐมนตรี	จาซินดา อาร์เดิร์น
ปาปัวนิวกินี	ปาปัวนิวกินี	นายกรัฐมนตรี	เจมส์ มาราเป
เปรู	สาธารณรัฐเปรู	ประธานาธิบดี	เปโดร กัสติโย
ฟิลิปปินส์	สาธารณรัฐฟิลิปปินส์	ประธานาธิบดี	บองบอง มาร์กอส
รัสเซีย	สหพันธรัฐรัสเซีย	ประธานาธิบดี	วลาดีมีร์ ปูติน
สิงคโปร์	สาธารณรัฐสิงคโปร์	นายกรัฐมนตรี	ลี เซียนลุง
ไต้หวัน	สาธารณรัฐจีน (จีนไทเป)	ผู้แทนพิเศษของประธานาธิบดี	มอริส ชาง
ไทย	ราชอาณาจักรไทย	นายกรัฐมนตรี	ประยุทธ์ จันทร์โอชา (เจ้าภาพ)
สหรัฐ	สหรัฐอเมริกา	รองประธานาธิบดี (*)	กมลา แฮร์ริส
เวียดนาม	สาธารณรัฐสังคมนิยมเวียดนาม	ประธานาธิบดี	เหงียน ซวน ฟุก

ที่มา: APEC, ฝ่ายวิจัย ASPS

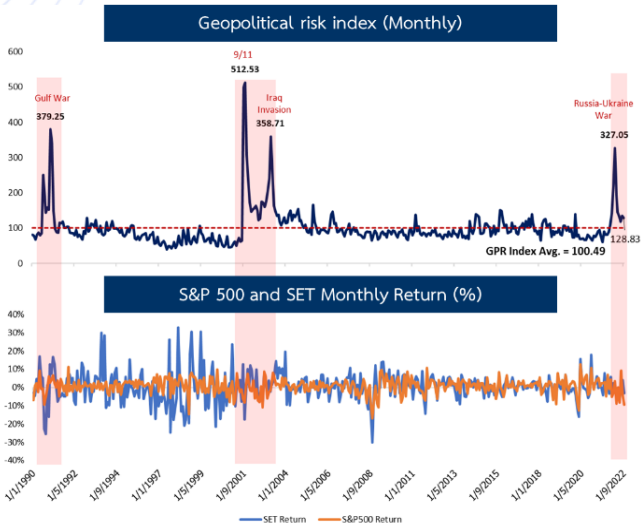
ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ ต้องติดตาม แต่โอกาสเกิดเหตุร้ายแรงมีไม่มาก ระวัง Miss Calculation ทั้งการซ้อมรบ และ ปฏิบัติการทางทหาร

ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อมานานนับตั้งแต่ต้นปี 65 จากการขับเคลื่อนของ 2 ขั้วมหาอำนาจทางการเมืองของโลก ได้แก่ ฝ่ายสหรัฐฯ – พันธมิตร NATO (แกนนำ) และฝ่ายจีน – รัสเซีย (แกนนำ) ซึ่งต่างก็พยายามขยายฐานพันธมิตรในฝ่ายของตนออกไปให้กว้างขวางที่สุด ทำให้หลายภูมิภาคทั่วโลกต้องเผชิญกับปัญหาความขัดแย้ง อาทิ

- **สงครามรัสเซีย-ยูเครน** ยังคงมีการสู้รบเพื่อแก่งแย่งและยึดคืนดินแดนต่อเนื่อง หลังผู้นำรัสเซียประกาศผนวกรวม 4 แคว้นของยูเครนรวมเป็นดินแดนเดียวกับรัสเซีย ทั้งนี้การสู้รบดังกล่าวยังไม่มีท่าทีว่าจะสิ้นสุด และยังคงต้องจับตามองปฏิบัติการทางทหาร รวมถึงการใช้อาวุธที่อาจมีความรุนแรงมากขึ้น
- **สถานการณ์บนคาบสมุทรเกาหลี** ทวีความตรึงเครียดอยู่เป็นระยะๆ จากการตอบโต้ระหว่างกันเกาหลีเหนือและเกาหลีใต้ หลังมีการฝึกซ้อมรบ และทดสอบการใช้อาวุธต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน 3 ชาติพันธมิตร ได้แก่ สหรัฐฯ-เกาหลีใต้-ญี่ปุ่น ยังเตรียมความพร้อมรับมือกับการยั่วยุของเกาหลีเหนือ และเตือนว่าจะตอบโต้อย่างหนัก หากเกาหลีเหนือทดสอบอาวุธนิวเคลียร์ในครั้งที่ 7 ในเร็ววันนี้ ขณะที่ฝั่งเกาหลีใต้และสหรัฐฯ ต่างออกมาระบุว่า เกาหลีเหนือเตรียมความพร้อมเสร็จสรรพแล้วในการทดสอบดังกล่าว

จากปัญหาความขัดแย้งระหว่างรัฐ การทำสงคราม การใช้ความรุนแรงและความตรึงเครียดต่างๆ กินระยะเวลามากว่า 8 เดือน ได้ถูกดูดซับลงไปในตลาดหุ้นในระดับหนึ่งแล้ว ซึ่งสะท้อนได้จากดัชนีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์โลก (Geopolitical risk) โดยนับตั้งแต่เริ่มต้นการทำสงครามรัสเซีย-ยูเครนช่วงปลายเดือน ก.พ. 65 มีค่า GPR Index เร่งขึ้นไปสูงถึง 327 จุด ก่อนที่จะทยอยปรับลดลงเรื่อยๆ จนช่วงปลายเดือน ก.ย. อยู่ที่ 128 จุด (เข้าใกล้กับระดับค่าเฉลี่ยที่ 100.49 จุด เข้าไปทุกที) ชี้ให้เห็นว่าตลาดมีมุมมองระดับความตึงเครียดลดลง และน่าจะส่งผลให้ตลาดหุ้นผันผวนลดลงเช่นกัน

ดัชนีความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์โลก และผลตอบแทนในตลาดหุ้น



ที่มา: Dario Caldara and Matteo Iacoviello (2018), Bloomberg, ฝ่ายวิจัย ASPS

อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ทั้ง 2 ซีกโลก เป็นปัจจัยที่ประเมินได้ยาก เนื่องจากไม่มีความแน่นอนของพัฒนาการในแต่ละครั้ง แม้ฝ่ายวิจัยคาดว่าแรงกดดันจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่มีต่อตลาดหุ้นจะน้อยลง แต่ก็ยังเป็นประเด็นที่ต้องติดตามในฐานะปัจจัยเสี่ยงต่อไป

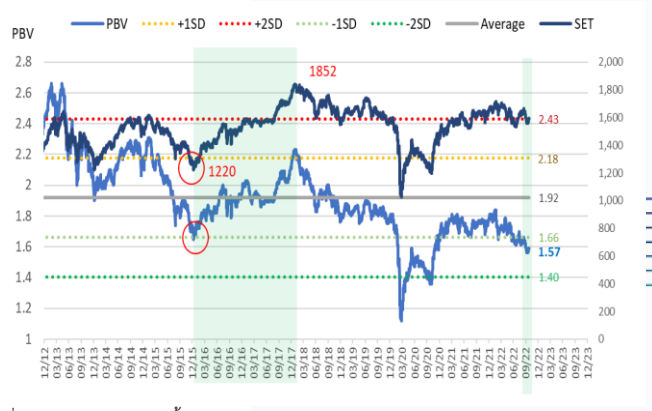
หลังผ่านแรงกดดัน Valuation ตลาดหุ้นไทย ยังดูน่าสนใจ อยู่ใน Zone สะสมหุ้น

ในเดือน ต.ค. 65 ตลาดหุ้นไทยยังเผชิญกับความผันผวนจากปัจจัยภายนอก ทั้งความกังวลเศรษฐกิจโลกชะลอ และความกังวลการเร่งขึ้นดอกเบี้ยของ Fed ครั้งละ 0.75% ติดต่อกันมาหลายๆ รอบ

อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยคาดว่า ตลาดหุ้นไทยตอบรับประเด็นลบต่างๆ มามากพอควร จนในมุม Valuation เริ่มมีความน่าสนใจ ดังนี้

1. ***PBV ของ SET Index ขยับลงมาอยู่ที่ 1.5 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับ -1SD ที่ 1.66 เท่า*** ซึ่งเคยเป็นแนวรับสำคัญของ SET Index ในช่วงต้นปี 2016 ตอน SET Index อยู่ที่ 1220.96 จุด (+26.4%) หลังจากนั้น SET Index ก็เป็นขาขึ้นรอบใหม่พอดี โดยค่อยๆ ทยอยฟื้นขึ้นและปิดปี 2016 ที่ 1543 จุด และทำจุดสูงสุด 1852.51 จุด ในเดือน ก.พ. 2018 (+51.7%)

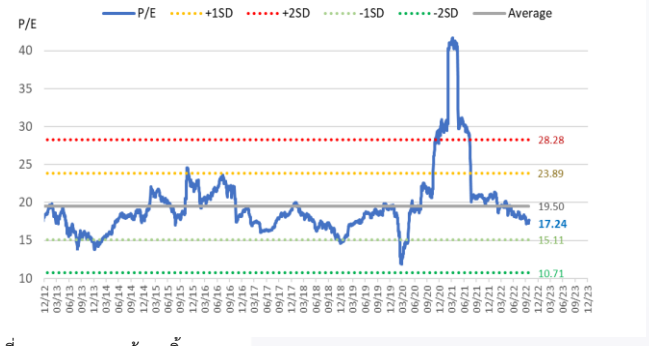
SET Index ลงมาจน PBV อยู่ในระดับ -1SD



ที่มา: SET, ASPS ข้อมูลสิ้นสุด 26 ต.ค. 65

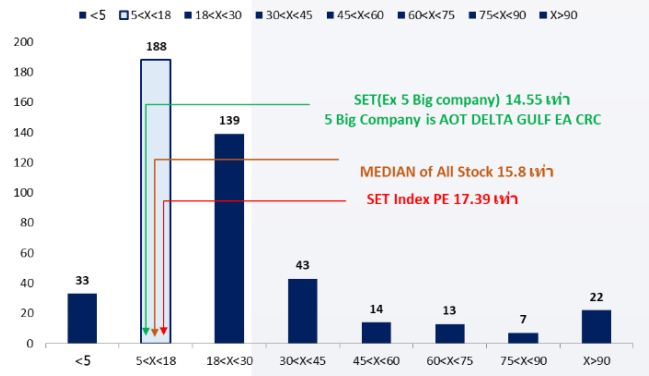
2. ***ในมุม P/E ของ SET ปัจจุบันอยู่ที่ 17 เท่า ถือว่าอยู่ในระดับน่าสนใจ นอกจากจะต่ำกว่า ค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 19 เท่า*** และถ้าหากดูค่า Median อยู่เพียง 15.8 เท่า และถ้าหัก 5 หุ้นใหญ่ออก P/E สูง อาทิ AOT มี P/E N/A, DELTA 56.8, GULF 62.3 EA 61.2 CRC 86.2 ออก SET จะมี P/E เหลือเพียง 14.5 เท่า ซึ่งเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย -1SD ในอดีตปี หนุนให้ SET Index ยังน่าสะสม

P/E ของ SET อยู่ในระดับน่าลงทุนเช่นกัน



ที่มา: SET, ASPS ข้อมูลสิ้นสุด 26 ต.ค. 65

Histogram P/E ของหุ้นใน SET



ที่มา: SET, ASPS ข้อมูลสิ้นสุด 26 ต.ค. 65

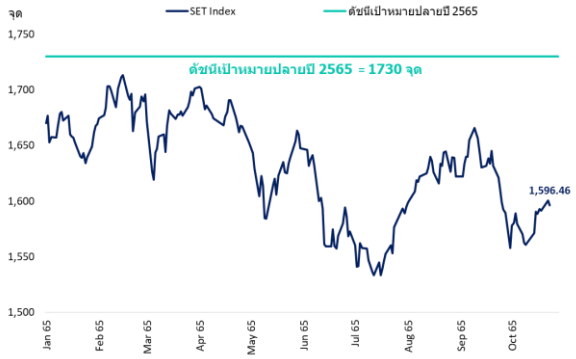
สรุป Valuation ตลาดหุ้นไทย ยังดูน่าสนใจ อยู่ใน Zone สะสมหุ้นทั้งในมุม P/E ที่มีความถูกแอบซ่อนอยู่ และ PBV ที่ลงมาในระดับ -1SD ซึ่งในอดีตเคยเป็นแนวรับสำคัญมาก่อน พร้อมกับแรงกดดันต่างๆ ที่ตลาดหุ้นซึมซับไปในระดับหนึ่งแล้ว น่าจะเป็นจังหวะในการเข้าสะสมหุ้นอีกครั้งได้

คงเป้าหมาย SET Index ปี 2565 ที่ 1730 จุด

ปีนี้ฝ่ายจัยคาดดอกเบี้ยไทยปลายปี 2565 อยู่ที่ 1.25% การปรับดอกเบี้ยขึ้นตามกลไกกดดันให้ P/E ตลาดซื้อขายแคบลง

แต่หากคำนวณหาดัชนีเป้าหมายตลาดแบบ Conservative โดยฝ่ายวิจัยอิงระดับ Market Earning Yield Gap ที่ 4.3% (สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต) จะได้ P/E ที่เหมาะสมราว 18 เท่า (น้อยกว่า P/E เฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปี ที่ 19.5 เท่า) เมื่อคูณกับ EPS65F ที่ 96.1 บาท/หุ้น จะได้ดัชนีเป้าหมายที่ 1730 จุด

ดัชนีเป้าหมายปลายปี 1730 จุด
อิง PE 18 เท่า(ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 19.5 เท่า)



ที่มา: SET, ASPS (ณ 26 ต.ค. 65)

แสดงให้เห็นว่า SET Index ยังมี Upside ในการขยับขึ้นอยู่ในช่วงที่เหลือของปี

ตลาดหุ้นไทยยังมีเสน่ห์ ดึงดูด Fund Flow ขณะที่สัดส่วนการถือหุ้นต่างชาติในตลาดหุ้นไทยยังต่ำกว่าปกติมาก

แม้เดือน ต.ค. ตลาดหุ้นไทยจะเจอแรงกดดันจากปัจจัยนอก เรื่องสงครามรัสเซีย-ยูเครน, ความกังวลเงินเฟ้อที่เร่งขึ้น, การใช้มาตการ Zero Covid ของจีน แต่จะเห็นได้ว่า Fund Flow มีลักษณะสะดุดช่วงสั้นเท่านั้น และในช่วงท้ายๆ เดือน ต.ค. ต่างชาติก็กลับมาซื้อสุทธิหุ้นไทย และสัญญา SET50 Futures ต่อเนื่อง

ต่างชาติยังซื้อสุทธิหุ้นไทยและ TFEX ช่วงครึ่งหลังเดือน ต.ค.

Date	Foreign Net Buy Stock	Foreign Net Buy SET50 Futures	Index	Chg.
03/10/2022	2,594,895,561	-38,458	1,558.05	-2.0%
04/10/2022	-1,313,932,833	-13,744	1,578.00	1.3%
05/10/2022	226,358,100	22,855	1,580.27	0.1%
06/10/2022	377,477,332	30,911	1,589.18	0.6%
07/10/2022	-3,087,207,502	-18,496	1,579.66	-0.6%
10/10/2022	-3,487,777,460	-22,233	1,570.57	-0.6%
11/10/2022	-363,979,216	-10,991	1,562.68	-0.5%
12/10/2022	-932,078,999	-11,574	1,560.78	-0.1%
17/10/2022	-2,359,543,230	-1,383	1,571.40	0.7%
18/10/2022	419,616,950	24,682	1,590.36	1.2%
19/10/2022	-76,302,904	33,972	1,588.72	-0.1%
20/10/2022	2,546,885,729	11,881	1,592.73	0.3%
21/10/2022	1,475,386,311	6,190	1,591.32	-0.1%
25/10/2022	2,274,692,768	18,173	1,600.66	0.6%

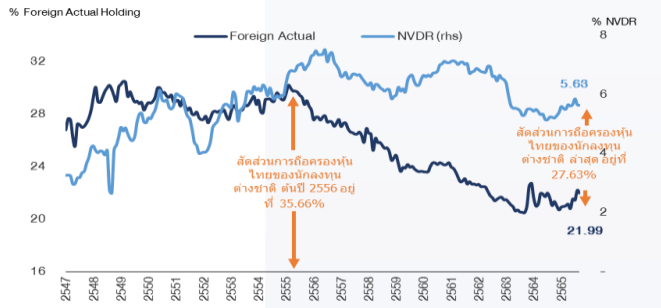
ที่มา: Bloomberg, ASPS

ข้อมูลสิ้นสุด 25 ต.ค. 65

ฝ่ายวิจัยฯ คาดว่า Fund Flow ยังมีโอกาสไหลเข้าตลาดหุ้นไทยเพิ่มเติมในช่วงที่เหลือของปี เนื่องจากเศรษฐกิจไทยยังอยู่ในช่วงฟื้นตัว ต่างกับประเทศพัฒนายังมีความกังวลเรื่องเศรษฐกิจถดถอย รวมถึงแรงกดดันจากการเร่งขึ้นดอกเบี้ยของไทย ถือว่าต่ำกว่าประเทศพัฒนาแล้ว โดยเฉพาะสหรัฐ ทำให้แรงกดดันการโยกย้ายเม็ดเงินกลับไปตลาดตราสารหนี้ไทยที่ค่อนข้างต่ำ

นอกจากนี้หากพิจารณาสัดส่วนการถือครองหุ้นไทยของนักลงทุนต่างชาติ พบว่ายังอยู่ในระดับต่ำ ณ 26 ส.ค. 65 ต่างชาติถือครองหุ้นไทยทางตรงไม่ถึง 22% (แต่ก่อนถือเกือบ 30%) และถือผ่าน NVDR เพียง 5.63% เท่านั้น (แต่ก่อนถือเกือบ 7.5%) แสดงให้เห็นถึง Downside ในการขายที่จำกัดและมีโอกาสกลับมาซื้อสุทธิเพิ่มเติมได้

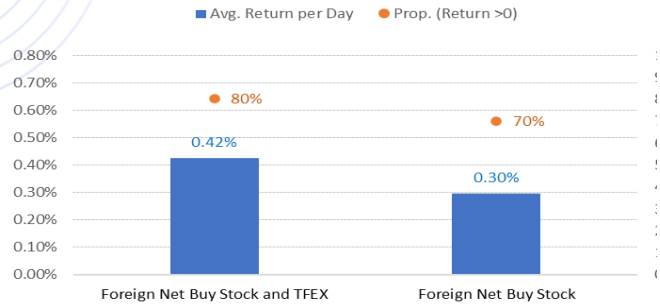
สัดส่วนการถือครองหุ้นไทยจากนักลงทุนต่างชาติ



ที่มา: SET, ASPS (ณ สิ้น 26 ต.ค. 65)

อีกทั้งฝ่ายวิจัยฯได้ทำการศึกษา ความสัมพันธ์ระหว่าง Fund Flow กับตลาดหุ้นไทยในปีนี้ (ytd) พบว่า “Fund Flow มีส่วนสำคัญในการผลักดันตลาดมาก โดยเฉพาะในช่วงเวลาที่ต่างชาติซื้อสุทธิ” คือ ปีนี้ (ตั้งแต่ 1 ม.ค. – 25 ต.ค. 65) ต่างชาติซื้อหุ้นไทยมาแล้ว 110 วัน จาก 195 วันทำการ โดยวันที่ต่างชาติซื้อสุทธิ SET Index มักให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 0.3% ต่อวัน และมีความน่าจะเป็นที่ SET Index ขยับขึ้น 70% ยิ่งไปกว่านั้นหากพิจารณา วันที่ต่างชาติซื้อสุทธิหุ้นไทยพร้อมกับสัญญา SET50 Futures มี 71 วัน จาก 195 วันทำการ SET Index ให้ผลตอบแทนเฉลี่ยสูงถึง 0.4% ต่อวัน และมีความน่าจะเป็นที่ SET Index ขยับขึ้น 80%

สถิติผลตอบแทนเฉลี่ยต่อวัน เวลาต่างชาติซื้อสุทธิหุ้นไทย (ytd)



ที่มา: SET, ASPS (ณ 25 ต.ค. 65)

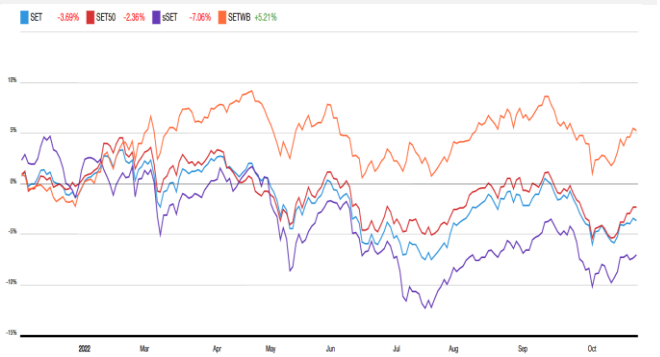
สรุป Fund Flow ต่างชาติเป็นหนึ่งในตัวแปรสำคัญที่สามารถกำหนดทิศทางของตลาดหุ้นไทยได้ และ SET Index มีโอกาสขยับขึ้นได้ดีในวันที่ต่างชาติซื้อสุทธิ ส่วนช่วงเวลาที่เหลือของปี ฝ่ายวิจัยยังเชื่อว่า Fund Flow ยังมีโอกาสไหลเข้าตลาดหุ้นไทยต่อ ทั้งจากสัดส่วนการถือครองที่ต่ำ ปัจจัยลบเริ่มคลาย เศรษฐกิจไทยเดินหน้าเร็วกว่าประเทศพัฒนาแล้ว ล้วนเป็นตัวกระตุ้นที่ดี

Investment Theme Domestic Consumption

ฝ่ายวิจัยเล็งเห็นว่า ในช่วงที่เหลือของปี ธีม Domestic Consumption เป็นอะไรที่น่าลงทุน ด้วยปัจจัยสนับสนุนต่างๆ ดังนี้

1. ***สามารถหลบความผันผวนจากปัจจัยภายนอก และได้แรงหนุนจากเศรษฐกิจประเทศไทยอยู่ในช่วงเดินไปข้างหน้าต่อเนื่อง*** อาทิ คนละครึ่งเฟส 6, ช็อปช่วยชาติ เป็นต้น
2. ***Fund Flow ทั้งไทยและต่างประเทศไหลเข้าหุ้นดังกล่าวต่อเนื่อง*** สะท้อนได้จาก ผลตอบแทนในปีนี้ ดัชนี SETWB ปรับตัวขึ้นแรงสุดเมื่อเทียบกับดัชนีอื่นๆ อยู่ที่ +5.21%ytd (SET -3.69%ytd) และยังเห็น Momentum ดีต่อเนื่องในเดือน ต.ค. SETWB +2.4%mtd (SET +0.9%mtd)

ผลตอบแทน ytd จากดัชนีต่างๆ



ที่มา: SET, ASPS (ณ 28 ก.ย. 65)

และยิ่งเป็นช่วง 4Q65 หุ้น Theme Domestic Consumption ยิ่งมีความน่าสนใจมากขึ้น

3. ***หุ้น Domestic Consumption มักจะมีผลประกอบการที่ฟื้นตัวโดดเด่นในไตรมาสที่ 4 ของปี*** อาทิ กลุ่มค้าปลีก อาหาร โรงแรม อสังหาฯ การเงิน เป็นต้น เป็นอีกหนึ่งแรงหนุนให้ราคาหุ้นมีโอกาส Outperform ตลาดได้ดีในช่วงที่เหลือของปี

สำหรับกลยุทธ์การลงทุนเดือน พ.ย. 65 แนะนำทยอยสะสม 7 หุ้น Domestic Consumption เด่น คือ CBG, CRC, CK, BBL, PLANB, GULF หุ้นที่ลงมาลึกกำไร 4Q65 ฟื้น SCGP ส่วนหุ้นที่ต้องระมัดระวังการลงทุนเพราะ Valuation เริ่มจำกัด อย่าง PTTGC, TRUE

หุ้นเด่นเดือน พ.ย. 65

Company	Mkt.Cap (B.Baht)	Last Price (31/10/2022)	FairValue	Upside	PER 22F	Div Yield 22F (%)	EPS Growth 22F
Recommend "BUY"							
CBG	90.25	90.25	121.00	34.1%	31.37	2.1	-0.2%
GULF	592.52	50.50	65.00	28.7%	47.74	0.9	61.8%
SCGP	223.23	52.00	65.00	25.0%	29.76	1.3	-9.6%
PLANB	30.17	7.05	8.50	20.6%	35.76	1.7	1095.5%
CK	39.30	23.20	27.00	16.4%	30.94	1.7	40.2%
BBL	277.74	145.50	159.00	9.3%	9.64	2.9	8.7%
CRC	253.30	42.00	44.75	6.6%	38.36	0.0	Turnaround
Recommend "Switch"							
PTTGC	196.13	43.50	56.00	28.7%	NM	4.6	Loss
TRUE	4.06	4.96	5.70	14.9%	NM	0.0	Loss

ที่มา: SET, ASPS

UPSIDE ของราคาพลังงานจำกัดมากขึ้น

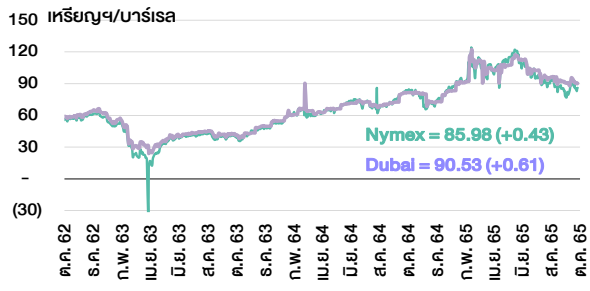
พลังงาน
น้ำหนัก เท่าตลาด

- ให้น้ำหนักไปที่ความต้องการใช้ชะลอตัวจากความกังวล Recession
- แม้กลุ่มโอเปกพลัสจะพยายามลดกำลังการผลิต แต่ทางสหรัฐฯก็พร้อมระบายน้ำมันสำรอง
- ผลลัพธ์สุทธิต่อราคาน้ำมันน่าจะทำให้ทั้ง UPSIDE และ DOWNSIDE อยู่ในกรอบจำกัด

น้ำหนักเศรษฐกิจโลกที่ถดถอย กดดันความต้องการใช้ปิโตรเลียม+ปิโตรเคมีชะลอตัว

ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงตลาดดูไบปัจจุบันอยู่ที่ 90.5 เหรียญฯต่อบาร์เรล ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องจากระดับ 100 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในช่วงเดือน ก.ค. 2565 เป็นการสะท้อนในภาพใหญ่ของ DEMAND และ SUPPLY น้ำมันดิบที่เข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้น จากช่วง 1H65 ที่อยู่ในภาวะผิดปกติ จากเหตุการณ์สงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งนำไปสู่การ SANCTION พลังงานเชื้อเพลิงของกลุ่มทวีปยุโรปที่มีต่อรัสเซีย ทำให้ตลาดมีความกังวล SUPPLY น้ำมันทั้งน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูปจะหายไปจากตลาด ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบขึ้นไปทำระดับสูงสุดของปี 2565 ที่ 118.2 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในช่วงเดือน มี.ค. แต่ทั้งนี้ในช่วง 2-3 เดือนที่ผ่านมาถึงปัจจุบัน ได้เกิดการเปลี่ยนแปลงไปอย่างรวดเร็วด้านความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมที่ชะลอตัว โดยภาพรวมเศรษฐกิจโลกได้ให้น้ำหนักกับความกังวลในภาวะเศรษฐกิจถดถอย ซึ่งถือเป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันความต้องการใช้สินค้า COMMODITY โดยเฉพาะน้ำมันให้ปรับตัวลดลงอย่างมาก ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงค่อนข้างมีนัยฯ จากเดิมคาดการอ่อนตัวของราคาน้ำมันในช่วง 2H65 จะเป็นลักษณะค่อยเป็นค่อยไป

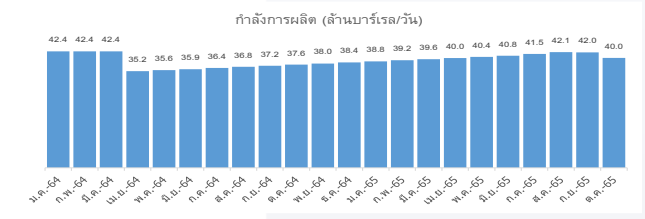
แนวโน้มราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกอ้างอิงดูไบ และไนเม็กซ์



ที่มา: BLOOMBERG

อย่างไรก็ตามสถานการณ์น้ำมันดิบได้มีการเปลี่ยนแปลงอีกครั้งหลังที่ประชุมกลุ่มโอเปกพลัสเมื่อวันที่ 5 ต.ค.65 ได้มีมติปรับลดกำลังการผลิตลง 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน สำหรับเดือน พ.ย.65 (เดือน ต.ค. ลดกำลังการผลิต 1 แสนบาร์เรลต่อวัน) ซึ่งถือเป็นการปรับลดกำลังการผลิตครั้งใหญ่ที่สุดของกลุ่มโอเปกพลัสนับตั้งแต่ปี 2563 โดยให้เหตุผลของการปรับลดว่าเป็นการพยุงราคาน้ำมัน ซึ่งหลังจากประกาศมติที่ประชุมฯดังกล่าว ราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น เนื่องจากตลาดมีความกังวลว่า SUPPLY น้ำมันดิบโดยรวมจะหายไปจากตลาด แต่ทั้งนี้ความกังวลดังกล่าวก็ถูกชดเชยด้วยการออกมาประกาศของประธานธิบดีสหรัฐฯว่ารัฐบาลสหรัฐจะระบายน้ำมันจากคลังสำรองทางยุทธศาสตร์ (SPR) จำนวน 10-15 ล้านบาร์เรล เพื่อสกัดการปรับตัวขึ้นของราคาน้ำมัน ซึ่งถือเป็นการสวนทางกับกลุ่มโอเปกพลัส ที่ต้องการจะเพิ่มปริมาณ SUPPLY น้ำมันดิบเข้าสู่ตลาด

กำลังการผลิตของกลุ่มโอเปกพลัส



ที่มา: US ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION

ประกอบกับน้ำหนักความกังวลที่เศรษฐกิจโลกเริ่มส่งสัญญาณเข้าสู่ภาวะถดถอยที่มีมากขึ้น รวมถึงความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนจากการแพร่ระบาดของ COVID-19 ในประเทศจีน รอบใหม่ ส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้น้ำมันปรับตัวลดลง ดังนั้นคาดผลลัพธ์สุทธิต่อราคาน้ำมันน่าจะทำให้ทั้ง UPSIDE และ DOWNSIDE

ของราคาน้ำมันผันผวนอยู่ในกรอบจำกัด หลังจากราคาปัจจุบันที่ปรับตัวลงมาแล้วระดับหนึ่ง โดยราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปีถึงปัจจุบัน (YTD) อยู่ราว 99.0 เหรียญฯต่อบาร์เรล เบื้องต้นยังถือว่าสอดคล้องกับสมมติฐานที่ฝ่ายวิจัยกำหนดราคาน้ำมันดิบดูไบของปี 2565 ไว้ที่ 100 เหรียญฯต่อบาร์เรล ส่วนปี 2566 และตั้งแต่ปี 2567 กำหนดสมมติฐานไว้ที่ 90 และ 75 เหรียญฯต่อบาร์เรล

เช่นเดียวกับมุมมองค่าการกลั่น (GRM: GROSS REFINERY MARGIN) โดยคาดค่าการกลั่นในช่วงที่เหลือของปี 2565 หรือในงวด 4Q65 จะเห็นการฟื้นตัวจาก 3Q65 ที่ปรับตัวลดลง จากงวด 2Q65 ที่อยู่ในระดับสูงมากค่อนข้างมีนัยฯ

ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์

Singapore Dubai Hydrocracking						
ไตรมาส	2560	2561	2562	2563	2564	2565
1Q	5.32	6.01	3.83	0.99	0.72	9.27
2Q	5.41	5.38	2.86	(0.14)	0.77	28.70
3Q	7.53	5.94	6.13	0.02	1.11	19.89
4Q	6.59	5.31	1.14	0.52	5.32	24.28
ค่าเฉลี่ย	6.23	5.67	3.49	0.35	2.02	19.50
Singapore Dubai Hydroskimming						
ไตรมาส	2560	2561	2562	2563	2564	2565
1Q	3.07	2.69	3.16	0.17	0.85	4.58
2Q	2.78	1.95	2.46	(1.25)	0.50	17.20
3Q	4.22	2.97	5.75	(0.35)	0.25	5.06
4Q	3.05	4.05	(0.24)	0.71	3.43	8.15
ค่าเฉลี่ย	3.29	2.90	2.78	(0.16)	1.27	8.96

ที่มา: BLOOMBERG

ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ประเภท HYDROCRAKING (SINGAPORE DUBAI HYDROCRACKING) เฉลี่ยในงวด 3Q65 ลดลงเหลือ 19.9 เหรียญฯต่อบาร์เรล จาก 28.7 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวด 2Q65 ส่วน SINGAPORE DUBAI HYDROSKIMMING ลดลงเหลือเพียง 5.1 เหรียญฯต่อบาร์เรล จาก 17.2 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวด 2Q65 ซึ่งการปรับตัวลดลงของค่าการกลั่นในไตรมาส 3 สะท้อนในภาพใหญ่ของ DEMAND และ SUPPLY ที่เข้าสู่สมดุลมากขึ้น จากช่วง 1H65 ที่ผิดปกติ เนื่องจากความต้องการใช้ชะลอตัวตามความกังวลด้านเศรษฐกิจที่จะอยู่ในช่วงภาวะถดถอย ประกอบกับ DEMAND และ SUPPLY น้ำมันสำเร็จรูปเริ่มปรับตัวเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้น จากช่วง 1H65 ที่อยู่ภาวะผิดปกติ จึงส่งผลให้ CRACK SPREAD ทุกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปเริ่มปรับฐานเข้าสู่ภาวะปกติทั้งก๊าซออยล์ (ดีเซล), ก๊าซโซลีน และน้ำมันเตา

อย่างไรก็ตามคาดค่าการกลั่นจะฟื้นตัวอีกครั้งช่วงปลายไตรมาส 4 ตามผลของฤดูกาลที่จะเข้าสู่ช่วงฤดูหนาวในหลายทวีปทั่วโลก ทำให้ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปเพื่อทำความร้อนปรับตัวเพิ่มขึ้น สะท้อน SPREAD ก๊าซออยล์ที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับ 30-40 เหรียญฯต่อบาร์เรล แต่ทั้งนี้คาดค่าการกลั่นในงวด 4Q65 ก็ไม่น่าจะกลับไปสูงเท่าในงวด 2Q65 ที่ผิดปกติมาก ทำให้คาดผลการดำเนินงานของกลุ่มโรงกลั่นน่าจะผ่านจุดสูงสุดไปแล้วในงวด 2Q65

แนวโน้ม SPREAD ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม

Year	Dubai ($/BBL)	Jet-Dubai	GO 0.05-Dubai	Fuel Oil-Dubai	LSFO-Dubai	Gasoline-Dubai
2019	63.53	13.71	13.7	-4.91	12.79	8.96
1Q20	50.74	8.51	10.99	-7.39	19.39	6.65
2Q20	30.55	-0.1	5.73	-1.61	8.42	2.56
3Q20	42.92	-0.74	4.16	-2.53	7.17	4.43
4Q20	44.62	2.42	3.69	-0.56	9.86	4.10
2020	42.21	2.52	6.14	-3.02	11.21	4.43
1Q21	60.01	3.28	4.74	-3.46	13.45	7.10
2Q21	66.93	4.52	5.25	-5.82	11.24	9.90
3Q21	71.67	5.31	5.35	-3.33	11.42	11.59
4Q21	78.35	10.20	11.44	-6.88	14.39	15.45
2021	69.24	5.83	6.70	-4.87	12.63	11.01
1Q22	95.56	16.21	19.55	-8.34	21.11	17.77
2Q22	108.05	39.16	43.11	-3.20	33.18	34.97
3Q22	96.88	32.41	35.19	-22.28	21.08	13.24
4Q22	92.23	30.67	41.86	-29.52	16.86	2.37
2022	98.18	29.61	34.93	-15.84	23.06	17.09

ที่มา: PTTGC

รวมถึงในส่วนของภาพรวมอุตสาหกรรมปิโตรเคมี จะเห็นได้ว่าในปี 2565 ราคา และ SPREAD ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีทุกสายการผลิตมีการปรับตัวลง สะท้อนสถานการณ์ DEMAND และ SUPPLY ที่เข้าสู่ภาวะสมดุล เมื่อเทียบกับในปี 2564 ที่ผ่านมา ที่ในช่วง 1H64 ถือเป็นช่วงที่ดีมากของปิโตรเคมี จากการ RESTOCKING และ SUPPLY TIGHT จากการเริ่มเปิดประเทศหลังจากสถานการณ์ COVID-19 ที่รุนแรงผ่อนคลายลงของผู้บริโภคปิโตรเคมีหลักเช่นจีน ประกอบกับในปี 2565 ได้มี SUPPLY ใหม่ๆน่าจะทยอยเข้าสู่ตลาดมากขึ้นในทุกสายการผลิต รวมถึงต้นทุน FEEDSTOCK ที่อยู่ในระดับสูงตามทิศทางราคาน้ำมันในช่วง 1H565 จึงเห็นราคา และ SPREAD ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีทุกสายการผลิตอ่อนตัวลง และภาพการอ่อนตัวของราคา และผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ยังคงอยู่ในภาวะอ่อนตัวต่อเนื่องในช่วง 3Q65 จากผลกระทบจากการ LOCKDOWN ในจีนตามสถานการณ์โควิดรอบใหม่อีกระลอกทำให้ความต้องการใช้ปิโตรเคมียังอยู่ในภาวะชะลอตัว แต่อย่างไรก็ตามคาดหวังการฟื้นตัวของราคาและ SPREAD ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีได้อีกครั้งในช่วง 4Q65 เนื่องจากจะเริ่มเข้าสู่ช่วงเทศปีใหม่ และตรุษจีน ซึ่งจะมีความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีเพื่อผลิตสินค้ามากขึ้น

แนวโน้ม SPREAD ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี

Year	Naphtha MOPJ	ETHYLENE S.E.ASIA	PROPYLEN E S.E.ASIA	HDPE (FILM) SEA	LLDPE (SEA) CFR SEA	LDPE CFR SE Asia	HDPE-MOPJ	LLDPE-MOPJ	LDPE-MOPJ	MEG ACP - 0.65Eth y
2019	523	823	838	991	952	1019	468	429	496	219
1Q20	440	679	787	839	847	955	398	406	514	267
2Q20	274	557	644	760	754	866	486	480	592	220
3Q20	397	748	783	919	884	980	522	488	583	98
4Q20	408	867	887	1000	983	1238	592	575	830	71
2020	380	713	775	879	867	1,010	500	487	630	164
1Q21	557	958	986	1145	1146	1533	588	589	976	111
2Q21	606	990	1009	1191	1185	1540	585	579	934	227
3Q21	676	992	930	1138	1185	1398	462	509	722	200
4Q21	745	1094	938	1252	1285	1592	507	540	847	226
2021	646	1008	966	1181	1200	1516	536	554	870	191
1Q22	877	1174	1152	1330	1346	1640	453	468	762	149
2Q22	875	1197	1106	1343	1385	1660	468	510	785	190
3Q22	714	945	896	1102	1098	1299	388	384	585	282
4Q22	688	875	880	1075	1065	1215	387	377	527	291
2022	789	1048	1009	1213	1224	1454	424	435	665	228

Year	Condensate Erawan*	PX Contract FECP*	PTA CFR China	PETFOB NEA	BZ Spot Korea	PX FECP-Cond	PX-Cond Spot Taiwan	BZ-Cond Spot KR	Phenol (CMP)-BZ	BPA (CMP)-Phenol
2019	544	895	737	959	641	350	357	97	340	276
1Q20	449	711	563	811	614	262	257	165	249	385
2Q20	223	496	424	681	371	272	272	148	355	421
3Q20	358	546	442	658	427	188	188	69	217	592
4Q20	369	560	447	677	529	191	192	160	234	1158
2020	350	578	469	707	485	229	227	136	264	639
1Q21	513	753	602	897	753	240	253	240	214	1565
2Q21	572	855	665	944	966	283	287	393	253	2008
3Q21	616	920	707	945	993	304	303	377	254	2075
4Q21	683	894	698	1104	945	211	210	262	333	1198
2021	596	856	668	972	914	259	263	318	263	1712
1Q22	836	1084	819	1156	1074	248	252	238	421	843
2Q22	932	1260	956	1226	1238	327	327	306	199	623
3Q22	817	1097	837	1105	978	280	271	161	233	369
4Q22	779	1048	843	1020	903	269	307	124	347	475
2022	841	1122	864	1127	1048	281	289	207	300	578

ที่มา: PTTGC

ข้างหน้าคือความหวัง ข้างหลังคือที่เดิม

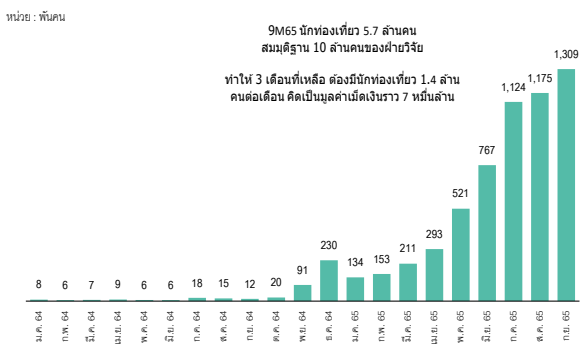
ท่องเที่ยว
น้ำหนัก เท่าตลาด

- เมื่อ 2H65 ท้องถนนเต็มไปด้วยนักท่องเที่ยว
- ปี 2566 ขาดจีนไม่ขาดใจ แล้ว Reopening VS Recession ?
- เลือก AOT และ CENTEL แต่ตลาดอาจชอบ MINT ในเชิง Valuation

เมื่อ 2H65 ท้องถนนเต็มไปด้วยนักท่องเที่ยว

ภายหลังภาครัฐเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบตั้งแต่ 1 ก.ค. 65 ส่งให้ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ล่าสุดตัวเลขนักท่องเที่ยวจากกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬางวด 3Q65 อยู่ที่ 3.6 ล้านคน (+128% QoQ, 37% ของ Pre-COVID) หรือ 3.9 หมื่นคนต่อวัน เทียบกับช่วงก่อนยกเลิก Thailand Pass (1H65) มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 1.1 หมื่นคนต่อวัน ส่งให้นักท่องเที่ยวต่างชาติ 9M65 อยู่ที่ 5.7 ล้านคน (8.6 หมื่นคนงวด 9M64) กลับสู่ระดับ 19% ของ Pre-COVID โดยนักท่องเที่ยวยุโรปที่เป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญในช่วงก่อน COVID (สัดส่วน 21% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติงวด 9M65) ฟื้นตัวสู่ระดับ 26% ของงวด 9M62 ขณะที่นักท่องเที่ยวอินเดียที่มีอัตราการเติบโตสูงช่วงก่อนเกิด COVID (สัดส่วน 10% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติงวด 9M65) ฟื้นตัวมาที่ 39% ของ 9M62 ส่วนนักท่องเที่ยวจีนที่เคยมีสัดส่วนมากสุดที่ 30% ในช่วงปี 2562 ปัจจุบันยังกลับมาเพียง 1.7% ของ Pre-COVID สาเหตุจากนโยบาย Zero COVID ของจีน

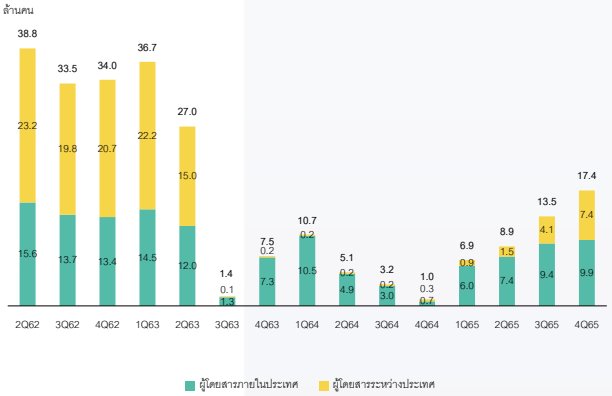
ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยรายเดือน



ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

ภาพข้างต้นสอดรับกับปริมาณผู้โดยสาร 6 สนามบิน (ขาเข้า + ขาออก) ของ AOT งวด 4Q65 (ก.ค. – ก.ย. 65) แบ่งเป็นผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 7.4 ล้านคน (+83% QoQ, 36% ของ 4Q62) และผู้โดยสารในประเทศที่ 9.9 ล้านคน (+6% QoQ, 74% ของ 4Q62) โดยรวมทำให้งวดบัญชี 2565 (ต.ค. 64 – ก.ย. 65) มีผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 13.9 ล้านล้านคน (17% ของ Pre-COVID) จาก 9.5 แสนคนงวดปีก่อน และผู้โดยสารในประเทศเท่ากับ 32.8 ล้านคน (57% ของ Pre-COVID) เทียบกับ 19 ล้านคนในปี 2564

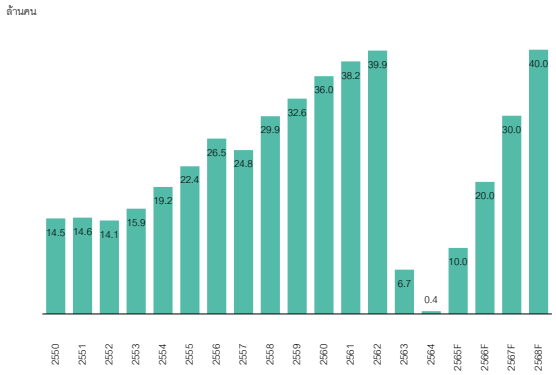
ปริมาณผู้โดยสาร AOT รายไตรมาส



ที่มา: AOT

สำหรับแนวโน้มนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยต่อจากนี้ เร่งตัวขึ้นช่วง 4Q65 – 1Q66 เพราะ High Season ของท่องเที่ยวไทย ประเมินหนุนนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยปี 2565 – 66 ที่ 10 ล้านคน และ 20 ล้านคน ตามลำดับ (ปี 2562 ที่ 40 ล้านคน) ใกล้เคียงกับคาดการณ์ของ ธปท. ณ ก.ย. 65 ปี 2565 – 66 ที่ 9.5 และ 21 ล้านคน ตามลำดับ บนสมมติฐานนักท่องเที่ยวจีนเริ่มออกเดินทางเข้าไทยมากขึ้นช่วง 2H66 (นักท่องเที่ยวจีนปี 2562 ที่ 11 ล้านคน)

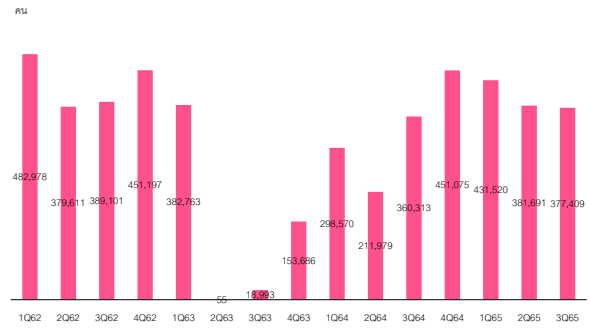
ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยรายปี



ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา และ สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ขณะที่การท่องเที่ยวในมัลดีฟส์ที่เป็นฐานรายได้ของ CENTEL (สัดส่วน 7% ของรายได้รวมปี 2562) งวด 3Q65 มีนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามัลดีฟส์ราว 3.77 แสนคน อ่อนตัว 1.1% QoQ ตามฤดูกาล (High Season อยู่ในงวด 1Q, 4Q) แต่เติบโต 4.7% YoY คิดเป็น 97% ของงวด 3Q62 เกิน Pre-COVID เกือบทุกกลุ่มลูกค้า โดยเฉพาะนักท่องเที่ยวจากยุโรป เหลือเพียงนักท่องเที่ยวจาก ASIA & THE PACIFIC ที่การฟื้นตัวยังคิดเป็นสัดส่วน 54% ช่วง 3Q62 แต่ภาพดังกล่าวสะท้อนความต้องการท่องเที่ยวของชาวยุโรป ซึ่งภาคใต้ของไทยที่มีฤดูกาลและเส่น่ห์ไม่ด้อยกว่ามัลดีฟส์ จึงคาดเห็นโมเมนตัมที่ดีของนักท่องเที่ยวชาวยุโรปมาไทยตลอดช่วง High Season

ตัวเลขนักท่องเที่ยวเดินทางเข้ามัลดีฟส์รายไตรมาส



ที่มา: Minister of Tourism Republic of Maldives

Recession VS Reopening

ภายใต้โอกาสในการเกิด Recession ของ EU (สัดส่วน 17% ของนักท่องเที่ยวมาไทยปี 2562) และสหรัฐฯ (สัดส่วน 3% ของนักท่องเที่ยวมาไทยปี 2562) ราว 80% และ 60% ตามลำดับ (Bloomberg Consensus ณ 27 ต.ค. 65) โดย IMF (ต.ค. 65) คาด GDP โลกปี 2566 เติบโต 2.7% YoY (+3.2% ปี 2565), EU + 0.7% YoY (+3.2% YoY ปี 2565) และสหรัฐฯ + 1% YoY (+1.6% YoY ปี 2565) ประเด็นที่น่าสนใจคือตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยปี 2566 มี ความท้าทายมากน้อยเพียงใด ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยนำข้อมูลในมิติของ GDP และจำนวนนักท่องเที่ยวหลังเกิดวิกฤติ Subprime (ปี 2552) มาพิจารณาพบว่า GDP โลก ลดลง 0.1% YoY ทั้ง EU และสหรัฐฯ ติดลบ 4.2% และ 2.6% YoY ตามลำดับ ซึ่งช่วงดังกล่าวนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยอยู่ที่ 14.1 ล้านคน ลดลงราว 3% YoY (จำนวนนักท่องเที่ยวระหว่างประเทศทั่วโลกลบ 4% YoY) โดยนักท่องเที่ยวสหรัฐฯ มาไทยลบ 6.3% YoY แต่นักท่องเที่ยวยุโรปปี 2562 บวก 9% YoY ขณะที่แนวโน้มนักท่องเที่ยวยุโรปมาไทยในปี 2566 แม้มีภาวะ Inflation และความเสี่ยงด้าน Recession แต่หากนำค่าใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวยุโรปมาไทยเฉลี่ยต่อคนปี 2562 อยู่ที่ 7 หมื่นบาท ถือว่าไม่สูงมากคิดเป็นสัดส่วน 4.7% ของ GDP Per Capita จึงมองว่าเป้านักท่องเที่ยวปี 2566 ยังสมเหตุสมผล

MINT น่าสนใจเชิง Valuation (แต่ไม่ใช่ Top pick)

แนวโน้มการดำเนินงานหุ้นในกลุ่มฯ ฟื้นต่อเนื่อง QoQ โดยมี Positive Surprise จาก MINT ที่ STAT โรงแรมดีขึ้น QoQ ดังนี้

AOT - คาด 4Q65 ขาดทุนลด QoQ และ YoY และต่อเนื่องถึง 1Q66 ตามปริมาณผู้โดยสารข้างต้น หนุนรายได้และ Economies of scale

CENTEL - คาดกำไร 3Q65 เติบโต QoQ (Turn around YoY) หลังรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) เฉลี่ยบริษัทฯ ที่ 2.28 พันบาทต่อห้องต่อคืน (+11% QoQ, 75% ของงวด 3Q62) และทิศทางกำไรดีต่อเนื่อง 1Q66 เพราะ High Season ของท่องเที่ยวไทยมัลดีฟส์

ERW – RevPar Ex Hop Inn งวด 3Q65 เด่นอยู่ที่ 1.76 พันบาทต่อห้องต่อคืน (+51% QoQ, 97% ของงวด 3Q62) อานิสงค์จากโรงแรมในกรุงเทพฯ จึงประเมิน 3Q65 ขาดทุนลดลง QoQ และ YoY อย่างมีนัยฯ และลุ้น Turn around เป็นกำไรครั้งแรกช่วง 4Q65 – 1Q66

MINT – RevPar ของ NH Hotel อยู่ที่ราว 92 ยูโรต่อห้องต่อคืน (+ 5% QoQ, +105% YoY) ดีกว่าที่ฝ่ายวิจัยเคยมองว่าอ่อนตัวตามฤดูกาล หนุนด้วย Demand ลูกค้ากลุ่ม Business และน่าจะมีแนวโน้มต่อเนื่อง แต่ 1Q เป็น Low Season ของการท่องเที่ยวใน EU

ชอบหุ้นที่ทิศทาง Earning Momentum ต่อเนื่อง 3 ไตรมาสและ IBD/E ต่ำกว่ากลุ่มฯ อย่าง AOT(FV@B80) และ CENTEL(FV@B54) โดยราคาหุ้นทั้งคู่ YTD Outperform SET พอควรสอดรับกับแนวโน้มการเติบโตข้างหน้าที่สูงกว่าอดีตและกำไรตลาดเพราะฐานต่ำ ทำให้ตลาดอาจเริ่มหันมาสนใจ MINT(FV@B38) ที่ 3Q65 ทำได้ดีกว่าปัจจัยฤดูกาล และหุ้นปรับฐานจน PBV ซื้อขายราว 2 เท่า (ค่าเฉลี่ยปี 2562 ที่ 3.39 เท่า) จึงน่าสนใจเมื่อเทียบกับ Peers ในเชิง Valuation

ICT
น้ำหนัก เท่าตลาด

กำไรทำได้แค่ประคองตัว

- กำไรผ่านจุดต่ำสุดแล้วในงวด 3Q65
- กำไรใน 1-2 ปีนี้ ยังถูกกดดันจากการแข่งขันที่รุนแรง
- ระยะยาวคาดหวังการแข่งขันด้านราคาลดลง

คาดกำไรงวด 3Q65 เป็นจุดต่ำสุดของปี

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่ากำไรของหุ้นในกลุ่ม ICT ที่เราศึกษา ได้ผ่านจุดต่ำสุดของปี 2565 แล้ว ในงวด 3Q65 ที่คาดกำไรของกลุ่มจะถูกฉุดโดยผลประกอบการที่ชะลอลงของผู้ประกอบการโทรศัพท์มือถือทั้ง 3 ราย (ADVANC, DTAC และ TRUE) เนื่องจากได้รับผลกระทบของกำลังซื้อที่ลดลง กดดันการเติบโตของรายได้ ขณะที่ต้นทุนยังสูงขึ้น ที่เพิ่มขึ้นตามจำนวนโครงข่ายที่มีมากขึ้น

เรามองว่ากำไรโดยรวมของกลุ่มจะเริ่มดูดีขึ้นได้ในงวด 4Q65 ตามผลประกอบการของผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือที่คาดจะฟื้นตัวขึ้น แม้เชื่อว่าต้นทุนและค่าใช้จ่ายจะยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้น แต่คาดจะชดเชยได้ด้วยรายได้ที่คาดจะเพิ่มขึ้นทั้ง QoQ และ YoY โดยการเติบโต QoQ จะมาจาก 1) ผลของฤดูกาล ที่ผู้บริโภคมักจะมีการใช้งาน และ/หรือ ซื้อโทรศัพท์มือถือเครื่องใหม่ในช่วงปลายปีสูงกว่าไตรมาสอื่นๆ, 2) งวด 4Q65 จะได้รับผลบวกจากการจำหน่ายไอโฟน 14 อย่างเต็มไตรมาส หลังเปิดจำหน่ายตั้งแต่ปลายเดือน ก.ย. 65, และ 3) จะได้รับอานิสงค์จากมาตรการของภาครัฐ เช่น คนละครึ่งเฟส 5 และการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ช่วยกระตุ้นกำลังซื้อและการใช้จ่าย ส่วนการเติบโตของรายได้ YoY มาจากฐานที่ต่ำในช่วงเดียวกันของปีก่อน อย่างไรก็ตามคาดว่าภาพรวมกำไรทั้งปี 2565 ของกลุ่มจะยังชะลอลง เป็นเพราะรายได้โตต่ำ ซึ่งจะถูกหักล้างด้วยต้นทุนและค่าใช้จ่ายที่เร่งตัวขึ้น

แนวโน้มกำไรปกติ

ล้านบาท	1Q64	2Q64	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65F		4Q65F	
							QoQ	YoY	QoQ	YoY
ADVANC	6,822	6,767	6,717	6,733	6,345	6,573	↓	↓	↑	↓
DTAC	1,053	1,126	656	582	848	641	↓	↓	↑	↑
TRUE	(957)	(688)	(983)	(1,287)	(1,875)	(2,350)	↓	↓	↑	↓
THCOM	(20)	(86)	(61)	168	138	200	↑	↑	↑	↑
INTUCH	2,670	2,784	2,619	2,672	2,572	2,648	↓	↓	↑	0
JMART	263	239	270	393	346	341	↑	↑	↑	↑
AIT	121	137	117	221	58	122	0	0	↑	↓
INSET	23	37	71	40	24	41	↓	↓	0	↓
TOTAL	9,976	10,317	9,406	9,521	8,455	8,215	↓	↓	↑	↓

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ดีล ทรู-ดีแทค ส่งแรงกระเพื่อมต่อภาพรวม

หลังจากที่คณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์ และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) มีมติเมื่อวันที่ 20 ต.ค. 65 รับทราบดีลการควบรวมกันของ ทรู - ดีแทค โดยคาดว่า

- TRUE และ DTAC จะเดินหน้ากระบวนการควบรวม โดยเชื่อว่าน่าจะควบรวมกันเสร็จในช่วงปลายเดือน ธ.ค. 65 - ม.ค. 66

กระบวนการควบรวม

ขั้นตอนการดำเนินการที่สำคัญ	กรอบเวลา
เมื่อเงื่อนไขบังคับก่อนการทำคำเสนอซื้อสำเร็จครบถ้วน (หรือได้รับการผ่อนผันโดยผู้ทำคำเสนอซื้อ) ผู้ทำคำเสนอซื้อจะทำคำเสนอซื้อหลักทรัพย์ทั้งหมดโดยสมัครใจ	พ.ย.65 – กลาง ธ.ค 65
ผู้รับซื้อหุ้น ได้แก่ บริษัท ซิทริน เวนเจอร์ โฮลดิ้ง จำกัด และ CITRINE INVESTMENT SG PTE LTD ร่วมกันรับซื้อหุ้นของ DTAC และ TRUE จากผู้ถือหุ้นที่คัดค้าน	กลาง ธ.ค. 65
การประชุมผู้ถือหุ้นร่วมของ DTAC และ TRUE เพื่อพิจารณาเรื่องต่างๆ อันจำเป็นในการควบบริษัท รวมถึงชื่อทุน การจัดสรรหุ้น วัตถุประสงค์ หนังสือบริคณห์สนธิ และข้อบังคับกรรมการและผู้สอบบัญชีของบริษัทใหม่ เป็นต้น	ปลาย ธ.ค.65 - ม.ค. 66
DTAC และ TRUE ดำเนินการควบบริษัทและจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ จากนั้นจะยื่นคำขอให้รับหุ้นของบริษัทใหม่เป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ และเอกสารอื่นที่จำเป็นต่อตลาดหลักทรัพย์ฯ	ปลาย ธ.ค.65 - ม.ค. 66

ที่มา: DTAC, TRUE และสายงานวิจัยเอเซียพลัส

ทั้งนี้ผู้ที่ไม่เห็นด้วย และได้รับความเสียหายจากการควบรวม (ผู้บริโภค) อาจยื่นฟ้องร้องมติของ กสทช. ได้ โดยจะต้องยื่นฟ้องกับศาลปกครองกลาง ซึ่งคาดว่าจะต้องใช้เวลานานกว่าจะมีข้อสรุป โดยในระหว่างนี้หากศาลไม่ได้มีคำสั่งให้คุ้มครองฉุกเฉินชั่วคราว (ให้หยุดกระบวนการควบรวม) ก็จะทำให้กระบวนการควบรวมของ TRUE และ DTAC เดินหน้าไปได้ตามกรอบเวลา

- ADVANC น่าจะยิ่งต้องเร่งการซื้อ บมจ. ทริปเปิลที บรอดแบนด์ (TTTBB) และเข้าเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ในกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐานบรอดแบนด์ จัสมิน (JASIF) ให้ก้าวจากผู้เล่นอันดับ 4 ที่มี

ส่วนแบ่งตลาดฐานลูกค้า 15% ขึ้นเป็นอันดับ 2 ของอุตสาหกรรมที่จะมีส่วนแบ่งตลาดราว 35% ทันที เพื่อเพิ่มศักยภาพในการแข่งขันและลดความเหลื่อมล้ำกับ TRUE ที่เป็นผู้นำตลาดที่มีส่วนแบ่งตลาด 38% โดยคาด ADVANC จะกลับมาพร้อมกับข้อเสนอใหม่เพื่อจูงใจให้ได้รับมติอนุมัติจากผู้ถือหุ้น JASIF

คาดกำไรกลุ่มปี 2566 ยังโตต่ำ

เราคาดว่าอุตสาหกรรมการให้บริการโทรศัพท์มือถือ ซึ่งเป็นตัวหลักผลักดันกำไรโดยรวมของกลุ่ม จะยังมีการแข่งขันที่รุนแรงในอีก 1 - 2 ปีนับจากนี้ เนื่องจาก กสทช. ได้ออกมาตรการให้บริษัทใหม่ที่จะเกิดขึ้นจากการควบรวมของ TRUE และ DTAC ต้องลดราคาค่าบริการลงเฉลี่ย 12% ภายใน 90 วัน หลังการควบรวม ทั้งนี้หากอิงกรอบเวลาการควบที่น่าจะแล้วเสร็จได้ภายในต้นปี 2566 จะทำให้บริษัทใหม่ที่เกิดจากการควบรวมของ TRUE และ DTAC ต้องปรับลดราคาค่าบริการลงภายใน 2Q66 ซึ่งเชื่อว่าจะส่งผลทำให้ ADVANC ต้องปรับลดราคาตามลงมา เพื่อรักษาฐานลูกค้าเดิมไว้ ไม่ให้ย้ายค่ายไปใช้บริการของคู่แข่ง และจะกดดันการเติบโตของรายได้ จาก ARPU ยังมีแนวโน้มต่ำลง ขณะที่ต้นทุนยังเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เราประเมินว่ากำไรโดยรวมของกลุ่มปี 2566 ซึ่งเคยประเมินไว้ว่าจะเติบโตได้ 4% YOY อาจต้องถูกปรับลง หลังการประกาศผลประกอบการงวด3Q65 หลังจากที่ผลประกอบการโดยรวมงวด 9M65 ของผู้ประกอบการมือถือทั้ง 3 ราย มีแนวโน้มอ่อนแอกว่าที่เคยคาดไว้

คาดการแข่งด้านราคาจะลดลงในระยะยาว

หลังจากในช่วง 4 – 5 ปีที่ผ่านมา กำไรของผู้ให้บริการโทรศัพท์มือถือถูกกดดันจากต้นทุนที่สูงขึ้น เพราะยังต้องลงทุนในโครงข่ายเพิ่มขึ้นเพื่อรองรับปริมาณการใช้งานดาต้าที่สูงขึ้นตลอด ในขณะที่รายได้ยังเพิ่มได้ไม่มาก เพราะ ARPU ที่ลดลงจากการแข่งขันที่รุนแรง นอกจากนี้ยังถูก Disrupt จาก Application เช่น LINE, Facebook messenger ทำให้คาดว่าภายหลังจากการควบรวมกันของ TRUE และ DTAC จะผลักดันให้ผู้ประกอบการเปลี่ยนจากการแข่งกันตัดราคาค่าบริการ ไปเป็นเน้นการพัฒนาบริการใหม่ๆที่สามารถคิดค่าบริการได้เพิ่มขึ้น หรือมีความยั่งยืนในระยะยาวมากขึ้น เช่น บริการ 5จี เพื่อองค์กรและอุตสาหกรรม, บริการ IOT, คลาวน์ และบริการดาต้า เซ็นเตอร์ ส่วนด้านการแข่งขันด้านราคา ซึ่งอ้างอิงจากการศึกษาของนักวิชาการในไทยที่สรุปว่าค่าบริการของอุตสาหกรรมให้บริการมือถือ หลังการควบรวมของ TRUE และ DTAC โดยในกรณีที่ไม่มีการฮั้วกัน ค่าบริการจะเพิ่มขึ้นได้ 2% - 23% แต่ถ้ามีการฮั้วกันค่าบริการอาจเพิ่มขึ้นถึง 120% - 244% ดังนั้นเราจึงมองว่าการปรับราคาขึ้นตามมาตรการของ กสทช. ที่ 12% ไม่ได้มีผลมากนักต่อรายได้ค่าบริการในอนาคต

บริการเป้าหมายในอนาคต

ค่าย AIS

ค่ายทรู-ดีแทค

ที่มา: ADVANC, DTAC, TRUE

เลือก ADVANC และ JMART เป็น TOP PICKS

เรายังคงน้ำหนักการลงทุนสำหรับหุ้นกลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศฯ “เท่ากับตลาด” เพราะภาพรวมกำไรในช่วง 2H65 – 2566 ยังดูไม่โดดเด่น โดยเลือก ADVANC และ JMART เป็นหุ้น TOP PICKS เพราะ ADVANC เป็นหุ้นที่คาดจะมีการเติบโตของกำไรในปี 2565 ที่ยังโดดเด่นกว่าคู่แข่งอย่าง TRUE และ DTAC และคาดหวังปันผลได้ในอัตราที่จูงใจในระดับ 4.0% ส่วน JMART คาดว่ากำไรในปี 2566 จะเติบโต 31% YoY ซึ่งถือว่าสูงสุดเมื่อเทียบกับหุ้นในกลุ่ม ICT ที่เราศึกษา เพราะคาดได้แรงหนุนจากการเติบโตทั้งธุรกิจหลัก (จำหน่ายอุปกรณ์ไอที) และธุรกิจเสริม (จัดเก็บหนี้และบริหารหนี้) รวมทั้งยังมี upside จากการเข้าสู่ธุรกิจใหม่ๆผ่านการจับมือกับพันธมิตรอย่าง BRR, PRTR เป็นต้น

สรุปคำแนะนำกลุ่ม

หุ้น	คำแนะนำ	ราคาเป้าหมาย	ราคาตลาด	Upside	% เติบโตของ EPS		PER (เท่า)	
				(%)	2565F	2566F	2565F	2566F
ADVANC	ซื้อ	236.00	191.00	23.6	(3.7)	3.7	21.9	21.1
DTAC	ซื้อ	56.00	45.00	24.4	(19.7)	23.3	39.5	32.1
TRUE	Switch	5.70	4.96	14.9	NM	NM	NM	NM
THCOM	Switch	10.00	11.50	(13.0)	196.4	(28.8)	29.6	41.6
INTUCH	ซื้อ	81.00	72.00	12.5	1.2	1.6	21.2	20.9
JMART	ซื้อ	63.60	45.25	40.6	(21.0)	31.0	25.4	19.4
AIT	Switch	6.10	6.20	(1.6)	22.9	(79.1)	2.3	10.9
INSET	Switch	3.70	3.64	1.6	(20.1)	3.0	16.4	16.0
เฉลี่ย					(12.9)	5.5	31.5	29.4

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ฤาจะเป็นทีของ BBL

- NII ทำได้ดีกว่ากลุ่มฯ คาดหวังความต่อเนื่อง
- ลุ้นดอกเบี้ยขึ้นต่อปี 2566 เพื่อ เปิด Upside
- PBV 0.5 เท่า ไม่แพงจนไม่ควรปล่อยไป

BBL

แนะนำ	ซื้อ
ราคาปัจจุบัน (บาท)	145.50
FV 2565 (บาท)	159.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	277,737

ภายใต้แนวโน้มดอกเบี้ยขาขึ้น เริ่มส่งสัญญาณบวกต่อรายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ (NII) โดยเฉพาะ BBL ที่มีปัจจัยหนุนจากสินเชื่อต่างประเทศ (25% ของพอร์ตสินเชื่อ) ซึ่งอ้างอิงกับอัตราดอกเบี้ยต่างประเทศปรับเพิ่มขึ้นเร็วและแรงกว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย ประกอบกับภาวะข้างต้น ทำให้การใช้สินเชื่อจากธนาคารจูงใจลูกค้าบริษัทขนาดใหญ่มากขึ้น เมื่อเทียบกับการออกตราสารหนี้ สะท้อนผ่านสินเชื่อ ณ สิ้นงวด 3Q65 เติบโต 5.4% YoY (+8.1% YTD) เทียบกับกลุ่มฯ เพิ่ม 1% QoQ (+3.2% YTD) ภาพรวมข้างต้นหนุน NII งวด 3Q65 ของ BBL อยู่ที่ 2.65 หมื่นล้านบาท เติบโต 12.6% QoQ (+28% YoY) สูงสุดในกลุ่มฯ และดีกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่ 6% QoQ (+12.9% YoY)

ขณะที่ Yield งวด 4Q65 มีปัจจัยหนุนจากการปรับขึ้นอัตรานโยบายในช่วงก่อนหน้าและคาดเห็นการขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายอีกครั้งในการประชุม กนง. ครั้งสุดท้ายของปี 2565 ในวันที่ 30 พ.ย. 65 อีก 0.25% สู่ระดับ 1.25% บวกทันทีต่อการปล่อยกู้ใน Interbank ซึ่งอิงกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (สัดส่วน 6% ของรายได้ดอกเบี้ยรับ BBL VS กลุ่มฯ ที่ 4% ของดอกเบี้ยรับ) ผสานกับฝั่งสินเชื่อมีแรงส่งจากการปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ย M-Rate ตั้งแต่ 29 ก.ย. 65 ครบทั้ง MLR, MRR และ MOR ซึ่งประเมินมีน้ำหนักมากกว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากออมทรัพย์และประจำ บวกต่อ NII งวด 4Q65

โดยกำไรสุทธิ 9M65 ที่ 2.17 หมื่นล้านบาท (+7.7% YoY) คิดเป็นสัดส่วน 76% ของประมาณการกำไรสุทธิฝ่ายวิจัยที่ 2.88 หมื่นล้านบาท (+8.7% YoY) พร้อมรองรับงวด 4Q ที่ปกติแล้วกลุ่ม ธ.พ. ขนาดใหญ่จะมีค่าใช้จ่ายดำเนินงานเร่งตัวตามฤดูกาล

สำหรับปี 2566 ประมาณการฝ่ายวิจัยอยู่บนสมมติฐาน NIM ทรงตัวจากปี 2565 สะท้อนการส่งผ่านต้นทุน FIDF ที่จะกลับสู่ระดับเดียวกับปี 2562 ที่ 0.46% จากปัจจุบันที่ 0.23% ของเงินฝาก (เฉลี่ย 9M65 ที่ 1.7 พันล้านบาทต่อไตรมาส) ตั้งแต่ 1 ม.ค. 66 โดยฝ่ายวิจัยมองว่าเนื่องจาก FIDF เป็นต้นทุนที่ขึ้นทั้งระบบธนาคารและช่วงลด FIDF ในปี 2563 ทางธนาคารฯ มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย M-Rate อย่างละ 0.40% เพื่อช่วยลูกค้า ดังนั้นเมื่อ ธปท. ไม่ให้ส่วนลด อัตราดอกเบี้ย M-Rate ควรสะท้อนต้นทุนการดำเนินงานของระบบ และหาก กนง. ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้นอีกในปี 2566 จึงจะเป็น Upside ต่อประมาณการ โดยทุก 10 bps ของ NIM ที่เพิ่มขึ้น (ลดลง) จากสมมติฐาน จะทำให้กำไรสุทธิปี 2566 เพิ่มขึ้น (ลดลง) ราว 11%

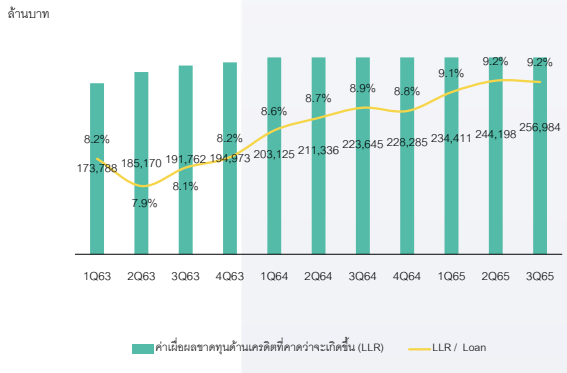
อิง PBV 0.56 เท่า ได้ FV ปี 2566 ที่ 159 บาท แนะนำ ซื้อ ระดับ LLR / Loan สูงสุดในกลุ่มฯ ช่วยลดทอนความเสี่ยงจากเศรษฐกิจโลก และราคาหุ้นมี PBV ซื้อขายประมาณ 0.5 เท่า ช่วย Limit Downside

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564	2565F	2566F	2567F
กำไรสุทธิ	17,181	26,507	28,807	31,391	35,711
EPS (บาท)	9.00	13.89	15.09	16.45	18.71
EPS growth (% yoy)	-52.0%	54.3%	8.7%	9.0%	13.8%
BVS (บาท)	235.2	258.1	269.7	281.9	296.1
PER (x)	16.2	10.5	9.6	8.8	7.8
PBV (x)	0.62	0.56	0.54	0.52	0.49
DPS (บาท)	2.50	3.50	4.25	4.50	4.75
Div yields	1.7%	2.4%	2.9%	3.1%	3.3%
ROE	3.9%	5.6%	5.7%	6.0%	6.5%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

LLR และ LLR / Loan



ที่มา: BBL และ สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ BBL

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
รายได้ดอกเบี้ยรับ	114,313	123,013	135,511	149,541
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(32,156)	(34,011)	(43,773)	(52,937)
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	**82,156**	**89,002**	**91,738**	**96,603**
กำไรก่อนภาษีเงินได้	33,141	36,169	39,419	44,818
หัก ภาษีเงินได้	(6,189)	(6,872)	(7,490)	(8,516)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(445)	(490)	(539)	(592)
กำไรสุทธิ	**26,507**	**28,807**	**31,391**	**35,711**
EPS (บาท)	**13.89**	**15.09**	**16.45**	**18.71**
กำไรจากการดำเนินงาน	**59,207**	**54,230**	**55,656**	**58,802**
Norm EPS (บาท)	31.02	28.41	29.16	30.81

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	62,552	69,571	65,888	65,844
เงินลงทุน-สุทธิ	889,306	889,439	925,749	963,701
สินเชื่อ	**2,588,339**	**2,691,873**	**2,799,547**	**2,911,529**
สินทรัพย์อื่น	785,595	975,064	989,774	1,004,801
สินทรัพย์รวม	**4,333,281**	**4,450,776**	**4,601,077**	**4,761,207**
เงินฝาก	**3,156,940**	**3,251,648**	**3,371,959**	**3,500,093**
เงินกู้ยืม	471,948	471,948	471,948	471,948
หนี้สินรวม	3,838,688	3,933,870	4,060,688	4,193,472
ทุนเรียกชำระแล้ว	19,088	19,088	19,088	19,088
สำรองอื่น	265,195	265,195	265,195	265,195
กำไรสะสม	208,444	230,570	253,849	280,970
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**492,727**	**514,854**	**538,132**	**565,253**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**4,333,281**	**4,450,776**	**4,601,077**	**4,761,207**

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65
รายได้ดอกเบี้ยรับ	30,022	29,922	31,937	35,821
ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย	(8,305)	(8,175)	(8,411)	(9,325)
รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ	21,716	21,747	23,526	26,496
รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ	7,607	6,957	6,726	6,866
รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ	6,091	2,406	3,940	3,345
ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน	(19,336)	(15,507)	(17,435)	(17,006)
ผลขาดทุนด้านเครดิตที่คาดว่าจะเกิดขึ้น (ECL)	(8,127)	(6,490)	(8,354)	(9,889)
กำไรก่อนภาษีเงินได้	7,950	9,114	8,403	9,812
หัก ภาษีเงินได้	(1,517)	(1,875)	(1,319)	(2,032)
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(116)	(121)	(123)	(123)
กำไรสุทธิ	**6,318**	**7,118**	**6,961**	**7,657**
Norm EPS (บาท)	4.81	6.39	6.65	8.00
Tier 1	16.0%	16.0%	15.4%	15.2%
Tier 2	3.6%	3.5%	3.5%	3.3%
CAR	19.6%	19.5%	18.9%	18.5%

งบดุลรายไตรมาส

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	4Q64	1Q65	2Q65	3Q65
เงินสดและเงินฝากธนาคาร	62,552	51,524	48,512	43,929
เงินลงทุน-สุทธิ	887,978	963,528	930,457	947,269
สินเชื่อ	**2,588,339**	**2,587,534**	**2,652,872**	**2,796,849**
บวก ดอกเบี้ยค้างรับ				
หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ	(228,285)	(234,411)	(244,198)	(256,984)
สินเชื่อสุทธิ	2,360,054	2,353,123	2,408,674	2,539,865
สินทรัพย์อื่น	1,022,697	975,755	968,375	906,696
สินทรัพย์รวม	**4,333,281**	**4,343,930**	**4,356,018**	**4,437,759**
เงินฝาก	**3,156,940**	**3,194,460**	**3,147,149**	**3,165,479**
เงินกู้ยืม	471,948	448,085	470,935	437,944
หนี้สินรวม	3,838,688	3,844,329	3,859,591	3,925,825
ส่วนของผู้ถือหุ้นธนาคาร	**492,727**	**497,634**	**494,535**	**510,072**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**4,333,281**	**4,343,930**	**4,356,018**	**4,437,759**

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
Yield on Loan	3.91%	3.95%	4.15%	4.38%
Funding cost	0.95%	0.93%	1.16%	1.35%
Spread	2.97%	3.02%	2.99%	3.03%
NIM	2.06%	2.06%	2.06%	2.09%
สินเชื่อต่อเงินฝาก	82.23%	82.93%	83.18%	83.34%
Cost to income ratio	50.00%	52.37%	52.31%	51.49%
Credit Cost	1.38%	1.02%	0.95%	0.88%
ROAA	0.65%	0.66%	0.69%	0.76%
ROAE	5.63%	5.72%	5.96%	6.47%

สมมติฐานในการประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราการเติบโตของสินเชื่อ	9.5%	4.0%	4.0%	4.0%
อัตราการเติบโตของเงินฝาก	12.3%	3.0%	3.7%	3.8%
อัตราการเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมฯ	18.2%	-2.9%	5.0%	5.0%
อัตราภาษีเงินได้	18.7%	19.0%	19.0%	19.0%
NPL / Loan	3.9%	4.1%	4.1%	4.0%
Tier1	16.0%	16.0%	16.2%	16.5%
CAR	19.6%	19.5%	19.6%	19.8%

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

กำไรเริ่มเป็นขาขึ้น

- แรงกดดันด้านต้นทุนเริ่มคลี่คลายลงแล้ว
- 4Q65 จะได้ประโยชน์จากการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ และราคาอลูมิเนียมขาลง
- กำไรปี 2566 จะกลับมาเติบโตได้อีกครั้งราว 24% YoY

CBG

แนะนำ	ซื้อ
ราคาปัจจุบัน (บาท)	90.25
ราคาเป้าหมาย (บาท)	121.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	90,250

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่าแรงกดดันด้านต้นทุนและค่าใช้จ่ายในงวด 2Q65 ที่ยังอยู่ในระดับสูง และเป็นปัจจัยกดดันให้กำไร 2Q65 ของ CBG ชะลอตัว YoY ได้คลี่คลายลงแล้ว เนื่องจากต้นทุนอลูมิเนียม ซึ่งเป็นวัตถุดิบหลักในการผลิตบรรจุภัณฑ์แบบกระป๋อง ซึ่งเฉลี่ยอยู่ที่ 2.9 พันดอลลาร์สหรัฐ/ตัน (-11% QoQ, +20% YoY) ใน 2Q65 ได้ปรับลดลงมาเฉลี่ยที่ 2.2 พันดอลลาร์สหรัฐ/ตัน แล้ว ใน 3Q65 (-22% QoQ, -16% YoY) ทำให้เราเชื่อว่ากำไรในงวด 3Q65 จะเห็นการเติบโตได้ YoY เมื่อเทียบกับฐานต่ำในงวด 3Q64 ที่รายได้ถูกกระทบจากโควิด 19 ที่ระบาดหนัก ขณะที่ความกังวลด้านต้นทุนผ่อนคลายลงบ้างแล้ว แต่หากเทียบ QoQ กำไรงวด 3Q65 อาจจะไม่เด่นเท่ากับไตรมาสก่อนหน้า ที่ได้รับผลบวกของฤดูกาล และบริษัทเองยังได้ประโยชน์ไม่เต็มที่จากราคาอลูมิเนียมที่ลดลงใน 3Q65 เพราะยังมีสต็อกวัตถุดิบราคาสูงอยู่ในเดือน ก.ค. 65

แนวโน้มกำไรฟื้นตัวดีขึ้นใน 4Q65 โดยคาดมีการเติบโตได้ทั้ง QoQ และ YoY เพราะรายได้มีแนวโน้มจะเติบโตดีขึ้น หลังได้แรงหนุนจากกำลังซื้อที่น่าจะดูดีขึ้นจากมาตรการของภาครัฐ เช่น โครงการคนละครึ่งเฟส 5, บัตรสวัสดิการแห่งรัฐ 2565 (ระยะที่ 5) และการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ ซึ่งจะเป็นโอกาสต่อ CBG ที่ขายสินค้าเครื่องดื่มชูกำลังที่มีลูกค้าเป้าหมายเป็นกลุ่มวัยทำงานที่มีรายได้ในระดับต้น – กลาง รวมทั้งยอดขายในต่างประเทศที่คาดจะเพิ่มขึ้น หลังได้ตัวแทนจำหน่ายในเวียดนามเพิ่ม นอกจากนี้จะเป็นไตรมาสแรกที่ได้ประโยชน์จากต้นทุนอลูมิเนียมที่ลดลงอย่างเต็มไตรมาส หลังสต็อกวัตถุดิบราคาสูงได้หมดไปแล้วใน 3Q65

เราชอบ CBG เพราะ 1) ระยะสั้นมีปัจจัยบวกจากกำไรสุทธิที่มีแนวโน้มจะเร่งตัวขึ้นใน 2H65, 2) คาดกำไรสุทธิจะผ่านจุดต่ำสุดในรอบ 3 ปี ในปี 2565 นี้ (-0.2% YoY) และจะกลับไปเติบโตได้แรงถึง 24% YoY ในปี 2566 จากรายได้ที่คาดจะเพิ่มขึ้นทั้งจากตลาดในประเทศ และตลาดต่างประเทศ โดยตลาดในประเทศจะถูกผลักดันจากภาวะเศรษฐกิจที่คาดจะเติบโตดีขึ้น บวกกับแผนการออกสินค้าใหม่ๆของบริษัท ส่วนตลาดต่างประเทศคาดการเติบโตของยอดขายในตลาดกัมพูชา เวียดนาม และจีน หลังสถานการณ์โควิด 19 คลี่คลายมากขึ้น รวมทั้งคาดอัตรากำไรขั้นต้นขยับสูงขึ้นได้ หลังราคาวัตถุดิบ (อลูมิเนียม) ลดลง และ 3) ราคาหุ้นยังปรับขึ้นตอบรับปัจจัยบวกไม่มากนัก โดยยังมี upside อยู่ถึง 34.1%

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563	2564	2565F	2566F	2567F
ยอดขาย (ล้านบาท)	17,231	17,364	20,182	22,642	24,500
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	3,525	2,881	2,877	3,555	4,150
กำไรปกติ (ล้านบาท)	3,464	2,811	2,877	3,555	4,150
Norm EPS (บาท)	3.46	2.81	2.88	3.56	4.15
DPS (บาท)	2.40	1.90	1.87	2.31	2.70
PER (เท่า)	25.4	31.3	30.6	24.8	21.2
Dividend Yield (%)	2.7%	2.2%	2.1%	2.6%	3.1%
BVS (บาท)	10.16	10.11	11.20	12.69	14.40
PBV (เท่า)	8.7	8.7	7.9	6.9	6.1

ที่มา: CBG และสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ราคาอลูมิเนียม

ที่มา: Bloomberg

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-2567 ของ CBG

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
ยอดขาย	17,364	20,182	22,642	24,500
ต้นทุนขาย	(11,181)	(13,946)	(15,283)	(16,194)
กำไรขั้นต้น	6,183	6,236	7,359	8,305
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(2,945)	(2,926)	(3,238)	(3,479)
กำไรจากการดำเนินงาน	3,239	3,310	4,121	4,826
ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม	-	-	-	-
รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น	136	200	200	200
ดอกเบี้ยจ่าย	(89)	(115)	(109)	(97)
กำไรก่อนหักภาษี	3,356	3,395	4,212	4,929
ภาษีเงินได้	(513)	(560)	(695)	(813)
กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	2,843	2,835	3,517	4,116
ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	38	42	38	34
กำไรสุทธิ	2,881	2,877	3,555	4,150
กำไรปกติ	2,811	2,877	3,555	4,150
EPS	2.88	2.88	3.56	4.15
Norm EPS	2.81	2.88	3.56	4.15
การเติบโตของยอดขาย (YoY%)	0.8%	16.2%	12.2%	8.2%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (YoY%	-22.5%	2.2%	24.5%	17.1%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	35.6%	30.9%	32.5%	33.9%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	18.7%	16.4%	18.2%	19.7%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65
ยอดขาย	3,957	4,382	4,783	5,247
ต้นทุนขาย	(2,608)	(3,004)	(3,317)	(3,631)
กำไรขั้นต้น	1,349	1,378	1,466	1,616
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(739)	(711)	(727)	(765)
รายได้อื่นๆ	86	46	43	68
ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม	0	0	0	0
กำไรก่อนหักภาษี	673	689	758	893
ภาษีเงินได้	(82)	(86)	(112)	(164)
กำไรสุทธิก่อนผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	591	603	646	730
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	0	0	0	0
กำไรสุทธิ	591	603	646	730
รายการพิเศษ	0	0	0	0
กำไรปกติ	591	603	646	730
ยอดขาย (QoQ%)	-37.9%	1.9%	7.2%	12.9%
กำไรขั้นต้น (QoQ%)	-29.1%	2.2%	6.4%	10.3%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ%)	-46.2%	9.4%	10.8%	15.1%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.0	0.7	0.8	1.0
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเร็ว (เท่า)	0.6	0.4	0.5	0.6
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า(เท่า)	10.9	10.2	10.6	11.5
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.8	6.1	7.2	7.6
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	6.7	7.0	6.5	6.2
หนี้สินต่อทุน (เท่า)	0.9	0.8	0.6	0.5
หนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น(เท่า)	0.6	0.4	0.3	0.2
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	15.9%	14.5%	17.7%	20.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	28.4%	27.0%	29.8%	30.6%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	2,881	2,877	3,555	4,150
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	146	131	131	131
ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย	753	713	773	833
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(1,787)	(477)	(65)	(949)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	2,469	3,762	5,051	4,944
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(1,163)	(1,500)	(1,200)	(1,200)
อื่นๆ	(13)	(200)	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(1,176)	(1,700)	(1,200)	(1,200)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,501	(1,783)	(880)	(606)
เพิ่ม/ลด หนี้สินอื่นๆ	333	1,500	(1,500)	-
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด การปรับส่วนผู้ถือหุ้น	(550)	-	-	-
ลด จ่ายปันผล	(2,400)	(1,750)	(2,020)	(2,411)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(1,116)	(2,033)	(4,400)	(3,016)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	177	28	(549)	728
กระแสเงินสดสุทธิ	1,134	1,162	614	1,341

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสดและรายการเทียบเท่า	1,134	1,162	614	1,341
ลูกหนี้การค้า	1,756	2,220	2,038	2,205
สินค้าคงเหลือ	2,337	2,220	2,038	2,205
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	155	161	167	174
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	12,537	13,334	13,771	14,149
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น	1,267	1,321	1,175	1,030
สินทรัพย์รวม	19,186	20,418	19,803	21,104
เจ้าหนี้การค้า	1,769	2,220	2,491	2,695
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	168	152	152	152
หนี้ที่มีดอกเบี้ยครบกำหนดชำระ 1 ปี	3,484	5,802	3,453	3,045
หนี้สินที่มีดอกเบี้ยระยะยาว	3,469	868	837	640
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	184	181	178	175
หนี้สินรวม	9,075	9,223	7,110	6,706
ทุนเรียกชำระแล้ว	1,000	1,000	1,000	1,000
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	3,963	3,963	3,963	3,963
กำไรสะสม	100	100	100	100
ส่วนของผู้ถือหุ้น	10,111	11,195	12,693	14,398
รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	19,186	20,418	19,803	21,104

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
ยอดขาย	17,364	20,182	22,642	24,500
- ในประเทศ	10,438	12,329	13,742	14,532
- ต่างประเทศ	6,927	7,853	8,900	9,968
อัตราแลกเปลี่ยน				
- USD	NA	34.5	34.0	34.0
- EURO	NA	37.1	37.0	37.0

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ฟื้นแรงทั้งกำไรและ BACKLOG

- กำไรเติบโตโดดเด่น ฟื้นตัวทั้งธุรกิจก่อสร้างทั้งส่วนแบ่งกำไรบริษัทลูก
- ลุ้นเซ็น 2 งานใหญ่ ดัน Backlog พุ่งสูงสุดเป็นประวัติการณ์
- พื้นฐานแข็งแกร่ง พร้อม Upside ที่น่าสนใจ

CK

แนะนำ	ซื้อ
ราคาปัจจุบัน (บาท)	23.20
ราคาเป้าหมาย (บาท)	27.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	39,298

แนวโน้มผลประกอบการช่วง 2H65 สดใส ได้แรงหนุนจากทั้งธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่มีรายได้เติบโตและส่วนแบ่งกำไรตามได้ส่วนได้เสียจากบริษัทร่วมที่เพิ่มขึ้น โดยธุรกิจรับเหมาก่อสร้างจะรับรู้รายได้จากโครงการใหม่มากขึ้น โดยเฉพาะโครงการรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงของที่มีการเร่งงานสำรวจพื้นที่และงานออกแบบ เพื่อให้สามารถเริ่มงานโยธาได้ในปี 2566 ขณะที่ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารมีแนวโน้มปรับลดลงเล็กน้อย จากการย้ายบุคลากรส่วนกลางไปเข้า SITE งานก่อสร้างมากขึ้น อาทิ โครงการรถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้และรถไฟทางคู่เด่นชัย-เชียงของ สำหรับส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญทั้งจาก BEM ที่ได้รับผลบวกเต็มที่จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่มีมากขึ้นตามลำดับหลังการเปิดเมือง ทำให้มีจำนวนผู้ใช้รถไฟฟ้าใต้ดินและผู้ใช้ทางด่วนเพิ่มขึ้น ส่วน CKP จะทำกำไรสูงสุดของปีในช่วง 3Q65 ตามฤดูกาลที่โรงไฟฟ้าไซยะบุรีในสปป.ลาว สามารถผลิตไฟฟ้าได้มากขึ้นตามปริมาณน้ำที่ไหลผ่านฝายน้ำล้นในแม่น้ำโขง

เป้าหมายที่จะสร้าง BACKLOG ให้สูงกว่าปี 2555 ที่เคยทำได้ 1.53 แสนล้านบาท มีความเป็นไปได้สูงมาก โดยปัจจุบัน CK มี BACKLOG คงเหลือประมาณ 5.9 หมื่นล้านบาท และกำลังจะได้รับงานก่อสร้างและออกแบบ ติดตั้งและจัดหาระบบรถไฟฟ้า โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก ต่อจาก BEM มูลค่ารวม 1.09 แสนล้านบาท รวมถึงโครงการก่อสร้างโรงไฟฟ้าหลวงพระบาง ใน สปป.ลาว ต่อจาก CKP อีกประมาณ 8 หมื่นล้านบาท ซึ่งหากทั้ง 2 โครงการมีการลงนามสัญญาภายในปีนี้ จะทำให้ BACKLOG ของ CK มีโอกาสพุ่งขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่อยู่ที่ 2.5 แสนล้านบาท รองรับการสร้างรายได้ไปอย่างน้อยอีก 7 ปี ถือเป็นจุดเริ่มต้นของ NEW S CURVE ธุรกิจก่อสร้างตั้งแต่ปี 2566 เป็นต้นไป

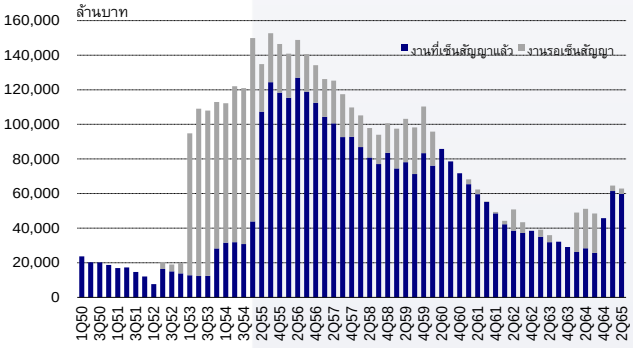
ฝ่ายวิจัยประมาณการกำไรปีนี้ที่ 1,270 ล้านบาท และเพิ่มเป็น 1,494 ล้านบาท ในปี 2566 สำหรับ FAIR VALUE ประเมินด้วยวิธี SUM OF THE PART ได้ที่ 27.00 บาท โดย CK ถือเป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างรายใหญ่ที่มีทิศทางการเติบโตที่ชัดเจน ภายใต้ BACKLOG ที่กำลังจะทำจุดสูงสุดครั้งใหม่ และมีการกระจายความเสี่ยงโดยไม่พึ่งพิงรายได้จากธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเพียงอย่างเดียว ซึ่งบริษัทลูกทั้ง BEM CKP และ TTW มีส่วนสำคัญทั้งในแง่การเป็นแหล่งสร้างรายได้และสร้างกำไรให้ CK ในรูปส่วนแบ่งกำไรและเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	906	1,270	1,531
Norm. Profit	261	1,110	1,371
EPS (บาท)	0.53	0.75	0.90
DPS (บาท)	0.25	0.40	0.40
PER (X)	43.4	30.9	25.7
Dividend Yield (%)	1.08%	1.72%	1.72%
Book Value (บาท)	15.2	15.7	16.2
P/BV (X)	1.53	1.48	1.44
EV/EBITDA (X)	24.8	22.0	18.9
ROE (%)	3.5%	4.8%	5.6%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

สถานะ BACKLOG ของ CK



ที่มา: บริษัท และรวมรวมโดย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565–2567 ของ CK

งบกำไรขาดทุน *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
ยอดขาย	12,199	17,500	21,000	25,200
ต้นทุนขาย	11,235	16,065	19,278	23,134
กำไรขั้นต้น	963	1,435	1,722	2,066
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,915	1,919	2,234	2,548
ดอกเบี้ยจ่าย	1,386	1,276	1,201	1,156
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น+ส่วนแบ่งกำไรตามส่วนได้เสีย	1,444	1,792	2,102	2,354
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	166	1,144	1,381	1,688
ภาษีเงินได้	38	54	67	72
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	0	0	0	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	806	200	200	200
กำไรสุทธิ	906	1,270	1,494	1,797
กำไรจากการดำเนินงาน	261	1,110	1,334	1,637
Norm EPS	0.15	0.66	0.79	0.97
การเติบโตของยอดขาย	-27.2%	43.5%	20.0%	20.0%
การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน	-23%	325%	20%	23%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.9%	8.2%	8.2%	8.2%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	2.1%	6.3%	6.4%	6.5%

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส *(ล้านบาท)*

	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65
ยอดขาย	2,578	3,622	7,107	3,531
ต้นทุนขาย	2,309	3,301	6,449	3,230
กำไรขั้นต้น	269	321	658	301
ค่าใช้จ่ายในการขาย	445	501	469	496
ดอกเบี้ยจ่าย	357	339	330	363
ค่าใช้จ่ายอื่น	0	0	0	0
รายได้อื่น	803	405	260	863
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	269	-114	119	305
ภาษีเงินได้	8	13	4	5
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	-4	-30	7	0
รายการพิเศษอื่น ๆ	0	280	0	0
กำไรสุทธิ	257	123	121	300
กำไรจากการดำเนินงาน	257	-101	121	300
Norm EPS	0.16	(0.06)	0.07	0.18
ยอดขาย (QoQ)	-20.8%	40.5%	96.2%	-50.3%
กำไรขั้นต้น (QoQ)	-17.1%	19.6%	104.8%	-54.2%
กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ)	26.3%	N/A	N/A	146.8%

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.13	1.18	1.18	1.21
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	1.09	1.11	1.10	1.12
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	5.37	5.07	5.07	5.10
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	30.60	25.00	25.00	25.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	5.61	7.61	7.61	7.66
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	2.23	2.05	2.01	1.95
Net Gearing	1.39	1.30	1.18	1.07
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	1.1%	1.6%	1.8%	2.1%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	3.5%	4.8%	5.5%	6.3%

งบกระแสเงินสด *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	906	1,270	1,494	1,797
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	-1,901	-1,425	-1,745	-1,966
ค่าเสื่มราคาและตัดจำหน่าย	695	760	1,010	1,260
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	5	0	0	0
อื่นๆ	0	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	-1,034	355	963	-167
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	-1,879	980	1,741	943
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	270	0	0	0
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	241	1,385	1,705	1,928
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	-347	-2,500	-2,500	-2,500
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	613	885	1,205	1,428
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	-715	0	-500	-500
เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-1	0	0	0
ลด จ่ายปันผล	-341	-423	-678	-678
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	473	-1,423	-2,178	-2,178
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	-793	442	769	193

งบดุล *(ล้านบาท)*

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	6,772	7,214	7,983	8,176
ลูกหนี้การค้า	2,273	3,451	4,139	4,937
สินค้าคงเหลือ	399	700	840	1,008
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	10,425	7,159	7,176	8,528
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	10,999	12,739	14,229	15,468
สินทรัพย์รวม	83,421	81,401	82,532	84,313
เจ้าหนี้การค้า	2,174	2,300	2,760	3,291
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	15,492	13,519	14,395	15,544
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะสั้น	6,721	6,721	6,221	5,721
หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ระยะยาว	36,634	35,634	34,634	33,634
หนี้สินรวม	57,313	54,466	54,801	55,482
ทุนที่ชำระแล้ว	1,694	1,694	1,694	1,694
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	4,869	4,869	4,869	4,869
กำไรสะสม	14,695	15,542	16,358	17,477
ส่วนของผู้ถือหุ้น	25,669	26,515	27,332	28,450
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย	439	419	399	380
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	83,421	81,401	82,532	84,313

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
งานที่เซ็นสัญญาเพิ่มระหว่างปี (ล้านบาท)	27,966	120,000	30,000	30,000
Backlog ณ สิ้นปี (ล้านบาท)	45,819	148,319	157,319	162,119
Gross margin	7.90%	8.20%	8.20%	8.20%
SG$A/Sale	15.4%	10.8%	10.5%	10.0%
Effective tax rate	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

กำไรในช่วง 1-2 ปีนี้ จะโดดเด่นสุดในกลุ่ม

- แนวโน้มกำไร 4Q65 จะเติบโตแรงทั้ง YoY และ QoQ
- ยังเห็นภาพแนวโน้มกำไรเติบโตต่อเนื่องใน 1-2 ปีนี้
- ภาพกำไร 2565-66 เติบโตโดดเด่นสุดในกลุ่มค้าปลีกฯ

CRC

แนะนำ	ซื้อ
ราคาปัจจุบัน (บาท)	42.00
ราคาเป้าหมาย (บาท)	44.75
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	253,302

ฝ่ายวิจัยคาดกำไรสุทธิงวด 4Q65 จะเติบโต YoY ได้ดีเนื่องจากฐานกำไรในช่วงเดียวกันของปีที่แล้วยังคงได้รับผลกระทบวิกฤต COVID รวมถึงคาดกำไรจะโต QoQ ได้เป็นผลมาจาก 2 ส่วนหลัก ได้แก่ 1) รายได้ที่คาดว่าจะเติบโตได้แรง เพราะการเข้าสู่ช่วง High Season ของกลุ่มค้าปลีกฯ ที่เป็นช่วงที่มีการท่องเที่ยวและการจับจ่ายใช้สอยมากที่สุด โดยเฉพาะยอดขายของสาขาในพื้นที่แหล่งท่องเที่ยวจะปรับตัวเพิ่มขึ้น มาจากรายได้ของกลุ่มลูกค้าชาวต่างชาติที่ทยอยฟื้นตัว รวมถึงกำลังซื้อของคนไทยจะเพิ่มขึ้นเช่นกัน จากที่ภาครัฐฯออกมาตรการกระตุ้นการใช้จ่ายในประเทศ (ช้อปดีมีคืน) นอกเหนือจากนี้คาดยอดขายของธุรกิจไทวัสดุจะสูงขึ้น เนื่องจากสินค้าวัสดุก่อสร้าง/ตกแต่งบ้าน จะกลับมาขายดีมากขึ้นอีกครั้ง หลังเหตุการณ์น้ำท่วมและฤดูฝนที่สิ้นสุดไปในช่วงปลายไตรมาส 3 2) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ที่คาดว่าจะทำได้สูงขึ้น เพราะสัดส่วนการขายสินค้าที่มีมาร์จิ้นสูง (กลุ่มแฟชั่น) ยังคงปรับตัวเพิ่มขึ้น ประกอบกับการให้ส่วนลดพื้นที่เช่าที่คาดว่าจะทยอยลดลงตามลำดับ

ทั้งนี้ภาพแนวโน้มกำไรทั้งปี 2565 ยังคงเติบโตแรงถึง 3420.5%YoY อยู่ที่ 6.6 พันล้านบาท และจะเพิ่มขึ้น 22.2%YoY เป็น 8.1 พันล้านบาท ในปี 2566 โดยภาพกำไรที่ฟื้นตัวเด่น ส่วนหนึ่งมาจากฐานกำไรที่ต่ำในปี 2564 (ผลกระทบวิกฤต COVID) ส่วนปัจจัยสนับสนุนหลักยังคงมาจาก 1) ยอดขายของห้างสรรพสินค้าที่คาดจะสูงขึ้น ตามกำลังซื้อและพฤติกรรมของผู้บริโภคที่เริ่มกลับมาใกล้เคียงกับภาวะปกติมากขึ้น เป็นผลมาจากการผ่อนคลายกิจกรรมทางเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง อาทิ การเปิดประเทศเต็มรูปแบบ, การเปิดเรียนออนไซต์ของกลุ่มนักเรียน-นักศึกษา รวมถึงภาครัฐยังคงออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจอย่างต่อเนื่อง 2) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ที่คาดว่าจะทำได้ดีขึ้น จากกลยุทธ์ที่ผลักดันการขายสินค้าที่มีมาร์จิ้นสูง รวมถึงความสามารถในการปรับราคาสินค้าที่ยังสามารถทำได้อยู่เพื่อรักษาอัตรากำไร

ฝ่ายวิจัยยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CRC เนื่องจากเป็นหุ้น Turnaround ที่ฟื้นตัวเด่นสุดในกลุ่มค้าปลีกฯ ด้วยอัตราการเติบโตเฉลี่ยของกำไรในปี 2565-66 ที่สูงถึง 555.1% เปรียบเทียบกำไรของหุ้นกลุ่มค้าปลีกที่ฝ่ายวิจัยศึกษา ที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 15.1-49.2%

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2563A	2564A	2565F	2566F	2567F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	46	59	6,603	8,068	9,664
กำไรปกติ (ล้านบาท)	(910)	188	6,603	8,068	9,664
Norm EPS (บาท)	(0.15)	0.03	1.09	1.34	1.60
PER (เท่า)	N/A	N/A	36.8	30.1	25.1
DPS (บาท)	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6
Dividend Yield (%)	1.0	0.7	1.1	1.3	1.6
PBV (เท่า)	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	15.3	15.1	10.5	9.3	8.2
ROE (%)	0.1	0.1	11.3	13.5	15.7

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) รายไตรมาส

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565–2567 ของ CRC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
รายได้จากการขาย	175,975	205,526	215,910	226,029
ต้นทุนขาย	134,082	152,582	160,097	167,375
กำไรขั้นต้น	**41,893**	**52,943**	**55,813**	**58,655**
รายได้ค่าเช่าและบริการ	5,816	8,593	9,722	11,038
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	58,833	67,268	70,151	73,171
กำไรจากการดำเนินงาน	**(11,124)**	**(5,731)**	**(4,617)**	**(3,478)**
รายได้อื่น	14,141	16,928	17,660	18,475
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	1	2
ดอกเบี้ยจ่าย	3,113	2,993	2,976	2,939
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(96)	8,204	10,067	12,057
ภาษีเงินได้	(372)	1,354	1,661	1,989
กำไรหลังหักภาษี	276	6,851	8,406	10,068
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยและอื่นๆ	217	247	338	403
รายการพิเศษอื่น ๆ	(129)	-	-	-
กำไรสุทธิ	**59**	**6,603**	**8,068**	**9,664**
กำไรปกติ	**188**	**6,603**	**8,068**	**9,664**
EPS (บาท)	**0.01**	**1.09**	**1.34**	**1.60**
Norm EPS (บาท)	**0.03**	**1.09**	**1.34**	**1.60**
การเติบโตของยอดขายและบริการ	1.0%	17.8%	5.4%	5.1%
การเติบโตของกำไรปกติ	-120.6%	3420.5%	22.2%	19.8%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	23.8%	25.8%	25.9%	26.0%
อัตราส่วนกำไรปกติ	0.1%	3.1%	3.6%	4.1%

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
กำไรสุทธิ	277	6,603	8,068	9,664
รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด	2,742	1,721	1,700	1,678
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	17,041	17,684	19,433	21,185
อื่นๆ	21,186	26,011	29,377	32,709
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	2,175	4,434	2,019	2,607
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	**23,360**	**30,445**	**31,396**	**35,317**
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนบริษัทย่อยและร่วม	(10,778)	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและยาว	532	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์	(7,540)	(19,000)	(19,000)	(19,000)
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(650)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
เพิ่ม/ลด จากเงินสดรับ และชำระคืน	474	-	-	-
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	**(22,906)**	**(20,000)**	**(20,000)**	**(20,000)**
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด ออกหุ้นทุน และซื้อส่วนได้เสีย	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด เงินกู้ระยะสั้น	3,416	-	-	-
เพิ่ม/ลด เงินกู้ระยะยาว	9,299	(918)	1,582	(3,418)
ลด จ่ายปันผล	(2,412)	(1,809)	(2,641)	(3,227)
อื่นๆ	(10,451)	(7,428)	(7,428)	(7,428)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	**(149)**	**(10,156)**	**(8,488)**	**(14,074)**
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	**306**	**289**	**2,908**	**1,243**

งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	3Q64	4Q64	1Q65	2Q65
รายได้จากการขาย	37,660	52,722	50,694	51,202
ต้นทุนขาย	28,977	39,244	38,772	38,160
กำไรขั้นต้น	**8,683**	**13,478**	**11,923**	**13,042**
รายได้ค่าเช่าและบริการ	1,041	1,600	1,763	1,965
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	14,287	16,191	15,183	16,121
กำไรจากการดำเนินงาน	**(4,563)**	**(1,113)**	**(1,498)**	**(1,115)**
รายได้อื่น	2,793	4,597	3,952	3,804
ค่าใช้จ่ายอื่น	5	6	6	6
ดอกเบี้ยจ่าย	789	807	775	828
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(2,559)	2,677	1,680	1,861
ภาษีเงินได้	(339)	213	355	256
กำไรหลังหักภาษี	(2,220)	2,464	1,324	1,605
ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยและอื่นๆ	21	93	121	118
รายการพิเศษอื่น ๆ	(172)	161	100	(363)
กำไรสุทธิ	**(2,241)**	**2,371**	**1,204**	**1,486**
กำไรปกติ	**(2,069)**	**2,210**	**1,104**	**1,849**
EPS (บาท)	**(0.37)**	**0.39**	**0.20**	**0.25**
Norm EPS (บาท)	**(0.34)**	**0.37**	**0.18**	**0.31**
การเติบโตของยอดขาย (YoY)	-10.6%	16.1%	15.9%	22.4%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	23.1%	25.6%	23.5%	25.5%
อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน	-4.3%	5.9%	4.4%	4.7%
อัตรากำไรปกติ	-5.3%	4.1%	2.1%	3.5%

งบแสดงฐานะการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	16,579	16,869	19,777	21,020
เงินลงทุนระยะสั้น	1,508	1,508	1,508	1,508
ลูกหนี้การค้า	4,860	4,686	4,938	5,188
สินค้าคงเหลือ	36,516	36,701	38,508	40,259
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	10,414	12,607	13,281	13,862
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	43,359	55,145	65,412	74,158
สินทรัพย์ไม่หมุนเวียน	149,951	145,790	141,239	136,466
สินทรัพย์รวม	**263,228**	**273,347**	**284,703**	**292,502**
เจ้าหนี้การค้า	36,905	38,572	40,472	42,312
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	18,276	23,390	26,402	29,917
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะสั้น	49,050	49,050	49,050	49,050
เจ้าหนี้สถาบันการเงินระยะยาว	28,517	27,599	29,181	25,763
หนี้สินไม่หมุนเวียนอื่น	63,968	63,426	62,868	62,293
หนี้สินรวม	**204,147**	**209,465**	**215,401**	**216,762**
ทุนที่ชำระแล้ว	6,031	6,031	6,031	6,031
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	66,761	66,761	66,761	66,761
กำไรสะสม	7,792	12,586	18,013	24,450
ส่วนของผู้ถือหุ้น	**59,081**	**63,875**	**69,302**	**75,739**
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	**263,228**	**273,347**	**284,703**	**292,502**

อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.6	0.6	0.6	0.6
อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)	0.3	0.3	0.3	0.3
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	45.7	45.7	45.7	45.7
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	4.2	4.2	4.2	4.2
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	4.0	4.0	4.0	4.0
หนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.0	0.9	0.8	0.7
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้น	0.1	11.3	13.5	15.7
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์	0.0	2.8	3.4	3.9

สมมติฐานในการทำประมาณการ

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F	2567F
SSSG กลุ่มแฟชั่น	-6.0%	20.0%	4.0%	3.0%
SSSG กลุ่มฮาร์ดไลน์	3.0%	12.0%	4.0%	3.0%
SSSG กลุ่มอาหาร	-11.5%	12.5%	5.0%	3.0%
สาขาขนาดใหญ่รวม	502	549	577	605
พื้นที่เช่ารวม	659,000	775,073	860,975	946,878
Occupancy Rate เฉลี่ย	87.7%	90.0%	90.0%	90.0%
Gross margin	25.3%	27.5%	27.8%	28.1%
SG&A/Sales	31.4%	30.2%	29.8%	29.6%

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

ยังเห็นการเติบโตโดดเด่น จาก Backlog ที่แข็งแกร่ง

- Backlog สูงสุดในกลุ่มฯ หนุนฐานกำไรโตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2570
- คาดหวัง upside ส่วนเพิ่มจากแผน PDP ใหม่และโครงการที่กำลังศึกษา
- ลุ้นกำไร 4Q65 ขึ้นทำ new high ภาพใหญ่รายปีคาดเติบโต 41%yoy

GULF

แนะนำ	ซื้อ
ราคาปัจจุบัน (บาท)	50.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	65.00
มูลค่าตลาด (ล้านบาท)	592,524

ปัจจุบัน GULF ถือเป็นหนึ่งในผู้ประกอบธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าและไอน้ำภาคเอกชนรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตในมือรวมกว่า 8.7 พันเมกะวัตต์ สูงสุดเป็นอันดับ 2 รองจาก RATCH (กำลังการผลิตทั้งหมด 1.1 หมื่นเมกะวัตต์) ประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าที่เปิดดำเนินการเชิงพานิชย์แล้ว 5 พันเมกะวัตต์ และ backlog ที่ยังเหลือรองรับการทยอย COD ต่อเนื่องในช่วง 5 ปีข้างหน้าอีกกว่า 3.7 พันเมกะวัตต์ ซึ่งจะส่งผลให้แนวโน้มกำไรของ GULF เห็นการเติบโตที่โดดเด่นต่อเนื่อง แม้จะยังอยู่ในช่วงที่ราคาต้นทุนพลังงานปรับตัวขึ้นแรง ซึ่งเป็นส่วนกดดันให้ margin กำไรของกลุ่มโรงไฟฟ้าปรับตัวลดลงอย่างมีนัยฯ ในปัจจุบันก็ตาม

อีกทั้งภายใต้แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทยฉบับใหม่ (PDP 2022) ที่คาดจะเห็นข้อสรุปที่ชัดเจนขึ้นในช่วงปลายปี 2565 คาดจะเป็น sentiment เชิงบวกต่อ GULF ที่มุ่งเน้นการเพิ่มสัดส่วนพลังงานหมุนเวียนทั้งในประเทศไทย และต่างประเทศมากยิ่งขึ้น รวมถึงคาดจะเข้าเซ็นสัญญา PPA ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำปากลาย และปากแบง ในประเทศลาว กำลังการผลิตติดตั้ง 770 และ 912 MW ตามลำดับ (คาด GULF ถือหุ้น 35-40%) ได้แล้วเสร็จในช่วงปลายปี

สำหรับทิศทางกำไรปกติช่วง 3Q65 แม้คาดจะปรับตัวลดลงจาก 2Q65 จากปริมาณขายไฟในกลุ่มโรงไฟฟ้า IPP ที่ลดลง และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ถูกกดดันจากต้นทุนก๊าซฯที่สูงขึ้นต่อเนื่อง แต่คาดจะเห็นกำไรปรับตัวขึ้นขึ้นทำ New high รายไตรมาสใหม่อีกครั้งใน 4Q65 จากการรับรู้โครงการ GSRC phase 4 กำลังการผลิต 463.8 MWe (COD 3 ต.ค. 2565) ได้ในไตรมาสแรก และโรงไฟฟ้าพลังงานลม BRK2 232.4 MWe ที่คาดจะกลับมาเข้าสู่ช่วง High season ใหม่อีกครั้ง

ในส่วนของภาพใหญ่รายปี 2565 คาดกำไรปกติเติบโต 40.8%yoy มาอยู่ราว 1.2 หมื่นล้านบาท หนุนหลักจากการรับรู้โครงการโรงไฟฟ้าที่ COD ในปี 2564 ได้เต็มที่ทั้งปี และโครงการใหม่ที่ทยอยเข้ามาในปีนี้อีกราว 1.2 พัน MWe รวมถึงการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม INTUCH (GULF ถือหุ้น 46.1%) ได้เต็มที่ทั้งปี

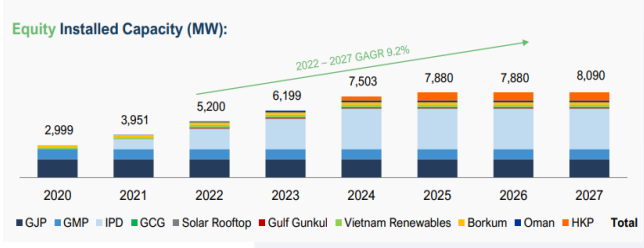
ประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2566 อยู่ที่ 65 บาท/หุ้น โดยยังไม่ได้รวม upside ส่วนเพิ่มจากโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานน้ำอีกราว 2-3 โครงการ ซึ่งปัจจุบันยังอยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้ในการพัฒนา (MOU) จึงแนะนำให้หาจังหวะทยอยสะสมลงทุน รับการเติบโตที่แข็งแกร่งต่อเนื่องในระยะยาว

ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2564	2565F	2566F
กำไรสุทธิ	7,670	12,410	17,562
Norm Profit	8,811	12,410	17,562
Norm EPS (บาท)	0.75	1.06	1.50
EPS(บาท)	0.65	1.06	1.50
PER (x)	81.07	50.11	35.41
DPS (บาท)	0.44	0.71	1.01
Dividend Yield (%)	0.83%	1.34%	1.90%
EV/EBITDA	42.69	34.83	35.76

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

แผน COD โรงไฟฟ้าของ GULF



หมายเหตุ : ยังไม่รวมโครงการ Jackson 588 MWe

ที่มา: GULF