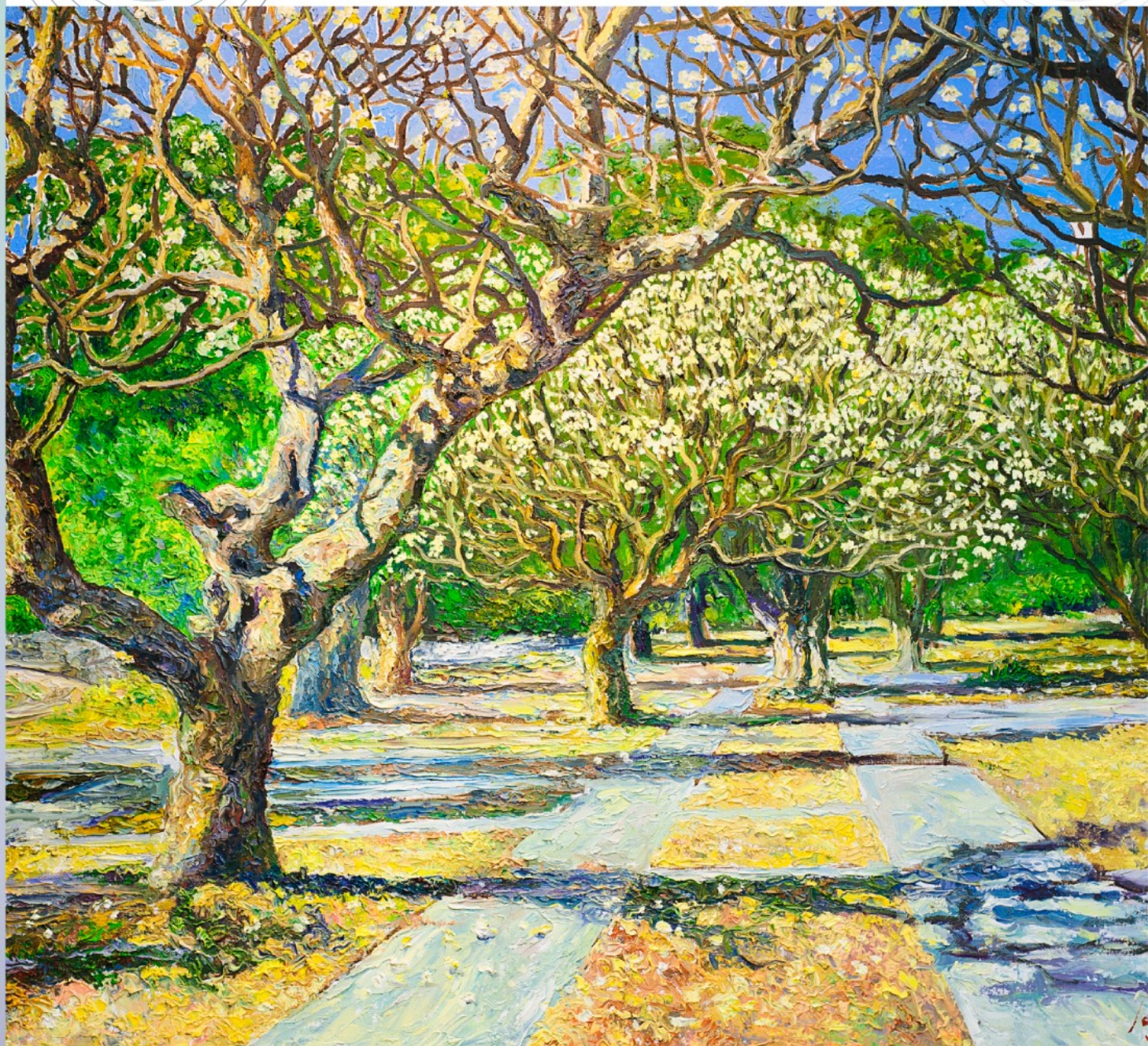




# INVEST+

กลยุทธ์การลงทุนรายเดือน | ISSUE 83 | JULY 2022

The Way of Truth | คุณเอกชัย ลวดสูงเนิน  
เทคนิคสีน้ำมัน

 **ASIA PLUS**  
Securities

VALUE BEYOND WEALTH

คุณค่าที่เหนือกว่าความมั่งคั่ง



## กลยุทธ์การลงทุนเดือน กรกฎาคม 2565

BY RESEARCH DIVISION

JULY 2022

### หุ้นไทย

การใช้นโยบายการเงินตึงตัวเชิงรุก เพื่อแก้ปัญหาเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจากสถานการณ์สงครามยูเครน-รัสเซียที่ยังไม่สงบ ส่งผลให้เม็ดเงินโยกย้ายออกจากสินทรัพย์เสี่ยงสู่สินทรัพย์ปลอดภัย และทำให้ตลาดหุ้นผันผวน ดังนั้นฝ่ายวิจัยฯ จึงค้ำน้ำหนักหุ้นไทยเป็น 25% ของพอร์ตการลงทุน (Underweight) กลยุทธ์เน้น Selective Buy และกระจายการลงทุนในหุ้นพื้นฐานดี กำไรเติบโตต่อเนื่องอย่าง BEM, CRC, CPF, CPN, CENTEL, KTB และ TRUE

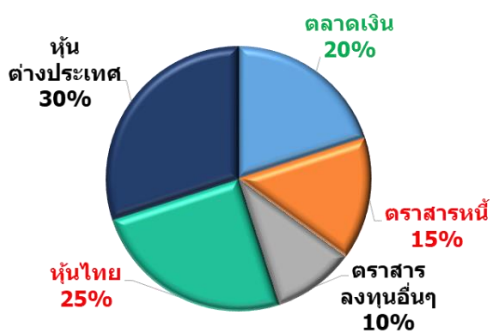
### การลงทุนต่างประเทศ

ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยที่เร็วกว่าคาดและกระทบต่อเศรษฐกิจว่าจะเกิด Recession หรือไม่ ส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกโดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Technology ปรับตัวลงแรง โดยฝ่ายวิจัยฯ ค้ำน้ำหนักหุ้นต่างประเทศไว้ที่ 30% ของพอร์ตการลงทุน(Neutral) โดยกลยุทธ์เน้นหุ้นประเทศจีนที่มีการเติบโตในอนาคตเป็นหลักอย่าง BYD (1211 HK) และ Tong Cheng Travel (780 HK)

### ตราสารหนี้

การใช้นโยบายทางการเงินที่ตึงตัวเร็วขึ้นของ FED ส่งผลให้ Bond Yield ของโลกขยับตัวขึ้นในเดือน พ.ค. 2565 ขณะที่ตลาดยังคงมุมมองว่าดอกเบี้ยปลายปีของ FED จะอยู่ราว 3.50%-3.75% ขณะที่ไทยคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยอย่างน้อย 2-3 ครั้งในปี ตามจำนวนครั้งการประชุมในช่วงที่เหลือของปี กลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ยังคงน้ำหนักการลงทุนที่ 15% ของพอร์ตรวม Top picks คือ CPALL316A

### ASSET ALLOCATION



### CONTENT

|                         |    |
|-------------------------|----|
| กลยุทธ์ลงทุน ก.ค. 2565  | 1  |
| แนวโน้มลงทุน ก.ค. 2565  | 2  |
| แนวโน้มอุตสาหกรรม       |    |
| กลุ่ม โรงกลั่น          | 12 |
| กลุ่ม เกษตร-อาหาร       | 14 |
| กลุ่ม ท่องเที่ยว-โรงแรม | 16 |
| stock picks             |    |
| BEM                     | 18 |
| CENTEL                  | 20 |
| CPF                     | 22 |
| CPN                     | 24 |
| CRC                     | 26 |
| KTB                     | 28 |
| TRUE                    | 30 |
| over value              |    |
| CHG                     | 32 |
| LPN                     | 34 |
| วิเคราะห์ทางเทคนิค      | 37 |
| วิเคราะห์ Derivatives   | 44 |
| Asset Allocation        | 52 |
| Cyclical Watch          | 61 |
| เศรษฐกิจมหภาค           | 62 |
| Appendix                | 64 |

## กลยุทธ์การลงทุนเดือน กรกฎาคม 2565

BY RESEARCH DIVISION

### ตั้งรับจุดไหน...ทำกำไรระยะยาว

- เงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มขึ้นไปแตะระดับ 10% ในช่วงไตรมาสที่ 3
- ส่วนต่างดอกเบี้ยไทยสหรัฐกว้างขึ้นกดดันค่าเงินบาทอ่อน, FUND FLOW ยังไหลออก
- กำไรงวด 2Q65 รับแรงกดดันจากเงินเฟ้อ และอาจหดตัวทั้ง YOY และ QOQ
- ค้นหาหุ้นสะสม เมื่อ SET ต่ำกว่า 1570 จุด แนะนำ CENTEL CPN BEM CRC KTB TRUE CPF

เดือน ก.ค. ตลาดหุ้นไทยยังมีแรงกดดันต่อจากประเด็นเงินเฟ้อเร่งขึ้นต่อเนื่อง ทั้งจากสินค้า-บริการเพิ่มขึ้น ขณะที่อุปทานในหลายส่วนของโลกยังกลับมาได้อย่างจำกัด ผสมกับภาวะที่สภาพคล่องส่วนเกินทางการเงินในประเทศพัฒนาแล้วมีอยู่เป็นจำนวนมาก ทำให้ราคาสินค้าบริการปรับเพิ่มขึ้น หนุนเงินเฟ้อประเทศพัฒนาแล้วอยู่ในช่วง 8-9% ขณะที่เงินเฟ้อไทยมีโอกาสขยายขึ้นตาม และอาจแตะระดับ 10% ในเดือน ส.ค. 65 ได้ ทั้งจากมาตรการช่วยเหลือราคาพลังงานจากภาครัฐทยอยลดลง และฐานคำนวณ CPI ในช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมาอยู่บนฐานที่ต่ำต่อเนื่องถึงเดือน ส.ค. 64

ประเด็นเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น ถือเป็นอาการป่วยที่นำไปสู่การใช้นโยบายการเร่งขึ้นดอกเบี้ย โดยตลาดคาดว่า Fed มีโอกาสขึ้นดอกเบี้ย 0.75% ในเดือน ก.ค. 65 และ ณ สิ้นปี 2565 ถูกคาดหวังว่าจะอยู่ที่บริเวณ 3.5% นอกจากนี้ยังจะเห็นการปรับลดขนาดงบดุลของ Fed ที่เป็นรูปธรรมอีก โดยในช่วงเดือน มิ.ย. - ส.ค.65 จะมีการปรับลดในอัตรา 4.75 หมื่นล้านเหรียญ/เดือน ขณะที่ไทย กนง. จะมีการประชุมรอบเร็วสุด คือ 10 ส.ค.65 ซึ่งปัจจุบันจะเป็นช่วงเวลาที่เกิดสัญญาณ หรือ อาจทำให้เกิด Spread หรือ ส่วนต่างระหว่างดอกเบี้ยไทยกับสหรัฐกว้างขึ้นถึง 1.75% - 2% (ในอดีตตั้งแต่วิกฤตซับไพรม์กว้างสุดที่ 1%) กดดันค่าเงินบาทอ่อนค่า พร้อมกับเป็นชนวนให้ Fund Flow มีโอกาสไหลออกจากตลาดหุ้นต่อ

ส่วนปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ที่นักลงทุนอาจต้องเตรียมรับมือ เริ่มจากราคา Commodity ต่างๆ มีโอกาสชะลอการปรับขึ้น จากการเร่งขึ้นดอกเบี้ย บวกกับในเดือน ก.ค. - ส.ค. กลุ่ม OPEC+ อาจปรับเพิ่มกำลังการผลิต 50% จาก 4.32 แสนล้านบาร์เรล/วัน เป็น 6.84 แสนล้านบาร์เรล/วัน กดดันหุ้นอิงกับราคา Commodity ไทยที่มีสัดส่วนสูงถึง 1 ใน 3 จากทั้งหมด นอกจากนี้ยังมีประเด็นการปรับพอร์ตของ

กองทุนไทยและต่างประเทศเพื่อเตรียมซื้อหุ้นประกันขนาดใหญ่ กดดันหุ้นกลุ่ม BANK, FIN, INSUR ในช่วงสั้นๆ

ส่วนมุมมองกำไร 2Q65 มีโอกาสลดลงทั้ง QoQ และ YoY สูง เนื่องจากฐานกำไรไตรมาสก่อน และช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนที่อยู่ในระดับสูง บวกกับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องรับมือกับภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ถือเป็นหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม และอาจนำไปสู่การปรับประมาณการกำไรได้

ภาพความผันผวนดังกล่าว ฝ่ายวิจัยจึงทำการประเมินดัชนีรองรับแรงกดดันในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นในระดับต่างๆ ทำให้นักลงทุนสามารถประเมินกรอบการเข้าสะสมหุ้น เพื่อหวังผลในระยะยาวได้ง่ายขึ้น ซึ่งกรณีเลวร้ายสุด หากกนง.มีการขึ้นดอกเบี้ยทุกการประชุมในช่วงที่เหลือของปี (ขึ้น 0.75%) จะกดดันให้ P/E ที่เหมาะสมในการซื้อขาย ลดลงจาก 20.36 เท่า เหลือ 17.66 เท่า เมื่อนำมาคูณกับ EPS65F 88.9 บาท/หุ้น จะได้ระดับดัชนีรองรับแรงกดดันที่ 1570 จุด ดังนั้น หาก SET Index ลงมาต่ำกว่านี้ ถือเป็นจุดที่น่าทยอยสะสมหุ้น และกลยุทธ์การลงทุนเดือน ก.ค. 65 แนะนำทยอยสะสมหุ้น 3 กลุ่มที่คาดว่าจะ Outperform ตลาดได้ คือ 1) หุ้นกลุ่มเปิดเมือง CENTEL, BEM, CRC, CPN 2) หุ้นมีเกราะป้องกันเงินเฟ้อและดอกเบี้ยขาขึ้น KTB, TRUE 3) หุ้นได้ประโยชน์บาทอ่อนค่า CPF

### หุ้นเด่นประจำเดือน ก.ค. 2565

| Company            | Mkt.Cap (B.Baht) | Last Price (30/06/2022) | FairValue | Upside | PER 22F | Div Yield 22F (%) | EPS Growth 22F |
|--------------------|------------------|-------------------------|-----------|--------|---------|-------------------|----------------|
| Recommend "BUY"    |                  |                         |           |        |         |                   |                |
| CRC                | 211.09           | 35.00                   | 44.75     | 27.9%  | 31.97   | 0.0               | 11174.5%       |
| CPF                | 223.89           | 26.00                   | 32.00     | 23.1%  | 13.82   | 2.5               | 19.2%          |
| TRUE               | 3.76             | 4.60                    | 5.70      | 23.9%  | NM      | 0.0               | Loss           |
| BEM                | 133.74           | 8.75                    | 10.30     | 17.7%  | 49.06   | 1.1               | 169.9%         |
| CENTEL             | 32.79            | 44.00                   | 50.00     | 13.6%  | NM      | 0.0               | Loss           |
| CPN                | 273.77           | 61.00                   | 69.00     | 13.1%  | 29.49   | 1.2               | 29.8%          |
| KTB                | 216.63           | 15.50                   | 16.10     | 3.9%   | 8.37    | 3.6               | 19.9%          |
| Recommend "Switch" |                  |                         |           |        |         |                   |                |
| CHG                | 40.70            | 3.70                    | 3.70      | 0.0%   | 15.70   | 3.3               | -39.3%         |
| LPN                | 6.49             | 4.40                    | 3.60      | -18.1% | 9.77    | 6.8               | 119.9%         |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## แนวโน้มการลงทุนเดือน กรกฎาคม 2565

BY RESEARCH DIVISION

### ตั้งรับจุดไหน ... ทำกำไรระยะยาว

- เงินเฟ้อไทยมีแนวโน้มขึ้นไปแตะระดับ 10% ในช่วงไตรมาสที่ 3
- ส่วนต่างดอกเบี้ยไทยสหรัฐกว้างขึ้นกดดันค่าเงินบาทอ่อน, Fund Flow ยังไหลออก
- กำไรงวด 2Q65 รับแรงกดดันจากเงินเฟ้อ และอาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ
- แนะนำ CENTEL BEM CRC KTB TRUE CPF CPN

### Invest + ยังส่งสัญญาณเตือน เป็นเดือนที่ 3

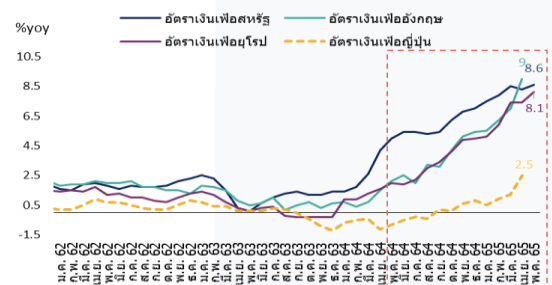
ภาพใหญ่ของรายงาน Invest + ประจำเดือน ก.ค. 2565 ยังคงส่งสัญญาณเตือนถึงการปรับฐานของ SET Index ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 โดยครั้งแรกในฉบับที่เผยแพร่ เดือน พ.ค.65 ซึ่งพาดหัวชื่อว่า เข้าสู่ช่วงหน้าฝน ... ระวัง (SET) หกหลัม ต่อมาในฉบับที่เผยแพร่ เดือน มิ.ย. 65 พาดหัวชื่อว่า ตลาดฯเข้าสู่ช่วง Stress Test อีกครั้ง ส่วนฉบับเดือน ก.ค.65 ที่กำลังจะนำเสนอต่อไป เราเห็นว่ายังมีปัจจัยลบที่รออยู่ข้างหน้าหลายประการ โดยหัวใจหลักของปัญหาอยู่ที่เงินเฟ้อระดับสูง นำมาซึ่งการใช้นโยบายการเงินตึงตัวในระดับที่เข้มงวดมาก ซึ่งผลข้างเคียงจากดำเนินการดังกล่าว จะสร้างผลกระทบต่อสภาพคล่องในระบบการเงิน ทำให้เศรษฐกิจจะชะลอตัว และในที่สุดก็จะเป็นแรงกดดันต่อตลาดหุ้นในช่วงเวลาหนึ่ง อย่างไรก็ตาม การใช้นโยบายการเงินตึงตัว ไม่ว่าจะเป็นในส่วนของ Fed หรือธนาคารกลางบ้านเราต้องพิจารณาในฐานะที่เป็นยารักษาอาการผิดปกติของระบบเศรษฐกิจ ในระยะสั้นซึ่งอาจมีผลข้างเคียงจากการใช้ยาในช่วงเวลาหนึ่ง แต่เมื่อผ่านไปได้ เรายังจะกลับมาแข็งแรงอีกครั้ง

### เงินเฟ้อยังมีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง

จุดเริ่มต้นของปัญหาเงินเฟ้อ เริ่มปรากฏให้เห็นมาตั้งแต่ปี 2564 โดยเริ่มจากประเทศพัฒนาแล้ว ซึ่งเศรษฐกิจเริ่มฟื้นตัวหลังจากสถานการณ์ระบาดของ Covid-19 คลี่คลาย ทำให้ความต้องการสินค้า-บริการของประเทศพัฒนาแล้วเพิ่มขึ้น ขณะที่อุปทานในหลายส่วนของโลกยังกลับมาได้อย่างจำกัด เมื่อผสมกับภาวะที่สภาพคล่องส่วนเกินทางการเงินในประเทศพัฒนาแล้วมีอยู่เป็นจำนวนมาก ทำให้ราคาสินค้าบริการปรับเพิ่มขึ้น โดยในช่วงต้นปี 2564 อัตราเงินเฟ้อประเทศพัฒนาแล้วอยู่ที่บริเวณ 2.5-4% และค่อยๆ เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนกระทั่งเกิดเหตุการณ์ที่รัสเซีย ใช้ปฏิบัติการทางทหารต่อ

ยูเครน ทำให้สินค้าที่ทั้ง 2 ประเทศส่งออก (ส่วนใหญ่เป็นทรัพยากรธรรมชาติ) บางส่วนถูกตัดออกจากวงจรการค้า รวมถึงเกิดกระแสการคว่ำบาตรทางเศรษฐกิจต่อรัสเซียอย่างกว้างขวาง ทำให้เกิดภาวะขาดแคลนสินค้าเฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มเชื้อเพลิง ผลิตภัณฑ์ทางเกษตร และอาหาร ผลักดันราคาเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้เงินเฟ้อในกลุ่มประเทศพัฒนาแล้วติดตัวขึ้นมาอยู่ในช่วง 8-9%

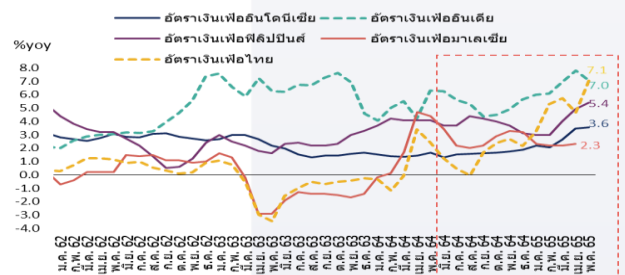
#### อัตราเงินเฟ้อของประเทศฝั่งพัฒนาแล้ว



ที่มา: Bloomberg, ASPS

ส่วนประเทศกำลังพัฒนา ซึ่งการฟื้นตัวของเศรษฐกิจอันเนื่องมาจาก Covid-19 เกิดขึ้นล่าช้ากว่าประเทศพัฒนาแล้ว ทำให้สถานการณ์เงินเฟ้อส่วนใหญ่ปรากฏให้เห็นหลังจากที่รัสเซีย ใช้ปฏิบัติการทางทหารต่อยูเครน แต่ด้วยสภาพคล่องส่วนเกินในระบบการเงินที่มีไม่ล้นเหมือนกลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว ทำให้อัตราเงินเฟ้ออยู่ในโซนที่ต่ำกว่าเล็กน้อย ช่วง 4 - 8%

#### อัตราเงินเฟ้อของประเทศฝั่งกำลังพัฒนา

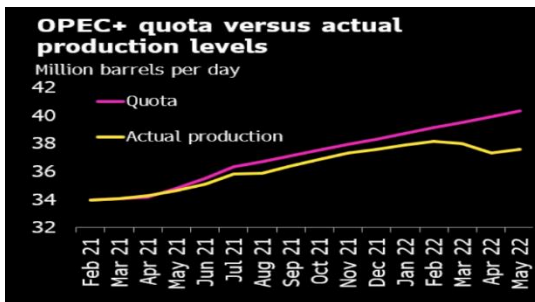


ที่มา: Bloomberg, ASPS



อย่างไรก็ตามหากประเมินแนวโน้มของเงินเฟ้อจากนี้ไป ฝ่ายวิจัย ASPS ยังเชื่อว่ามีแนวโน้มสูงขึ้นต่อเนื่อง เฉพาะอย่างยิ่งในช่วง 3 เดือนนับจากนี้ โดยจะเห็นการปรับขึ้นของราคาสินค้า-บริการ ชัดเจนขึ้น จากภาวะต้นทุนการผลิตที่สูงหลังจากที่สต็อกวัตถุดิบ-สินค้า ต้นทุนต่ำที่มีอยู่ได้ถูกนำออกมาใช้จนหมด และต้องทดแทนด้วยของใหม่ที่ต้นทุนสูงขึ้น ทำให้ต้องปรับเพิ่มราคาสินค้า นอกจากนี้ ในส่วนของราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นจากการที่กลุ่มผู้ผลิตมีการร่วมมือควบคุม Supply ได้อย่างเข้มแข็ง

### การผลิตของ OPEC+ ยังคงอยู่ต่ำกว่า Quota ต่อเนื่อง



ที่มา: Bloomberg, ASPS

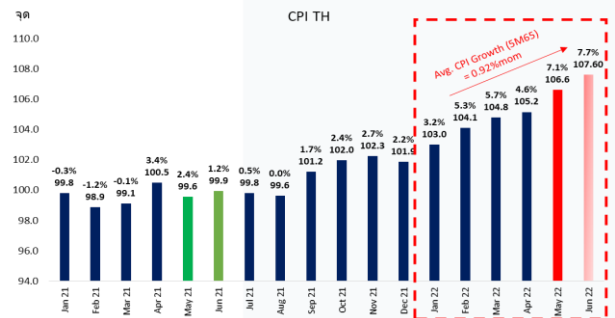
ในอีกมุมหนึ่งเป็นเรื่องของฐานราคาสินค้า-บริการ ในช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมา (สะท้อนผ่าน CPI) ที่ส่วนใหญ่ยังอยู่ในระดับต่ำ เฉพาะอย่างยิ่งในกลุ่มประเทศกำลังพัฒนาที่เกิดเงินเฟ้อช้ากว่าประเทศพัฒนาแล้วดังกล่าวมาข้างต้น ทำให้เมื่อนำมาเทียบเคียงกับ CPI ในปัจจุบันแล้ว ทำให้เห็นอัตราการเปลี่ยนแปลง ซึ่งก็คือตัวเลขเงินเฟ้อ YoY อยู่ในระดับสูง และเชื่อว่าจะค่อยๆ ขยับขึ้นไปอยู่ในโซนสูงเหมือนประเทศพัฒนาแล้วในปัจจุบัน ส่วนขาลงของเงินเฟ้อ YoY ก็ จะเริ่มจากประเทศพัฒนาแล้วก่อน แล้วประเทศกำลังพัฒนาจึงตามมา กล่าวได้ว่ารูปแบบวัฏจักรเงินเฟ้อของประเทศกำลังพัฒนา จะเห็นการเปลี่ยนแปลงไปตามประเทศพัฒนาแล้ว

### เงินเฟ้อไทย มีโอกาสปรับขึ้นไปแตะ 10%

สำหรับประเทศไทยเชื่อว่าอัตราเงินเฟ้อยังมีแนวโน้มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องโดยแรงผลักดันมาจาก 2 มิติที่สำคัญ โดยในมิติแรกเกิดจากแรงผลักดันของราคาสินค้าที่เพิ่มขึ้น โดยหวัชบวนที่ชัดเจนได้แก่ราคาพลังงานที่ปรับสูงขึ้นมาก โดยในเดือน มิ.ย.65 มีการปรับเพดานราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลขึ้นไปที่ 35 บาท และยังมีแนวโน้มปรับขึ้นต่อ ราคาขายปลีก LPG ก็ถูกปรับขึ้นในอัตรา 1 บาท/กิโลกรัม และจะปรับขึ้นต่อเนื่องเป็นระยะเวลา 3 เดือน ส่วนสินค้าอุปโภค-บริโภคก็เห็นภาพของผู้ประกอบการรายใหญ่ ออกมาขอปรับราคาสินค้า ไม่ว่าจะเป็น เครื่องดื่ม (น้ำอัดลม) บะหมี่กึ่งสำเร็จรูป ฯลฯ ในมิติที่ 2 เป็นเรื่องของฐานคำนวณ CPI ซึ่งพบว่าในช่วงเดียวกันของปีที่ผ่านมาอยู่

บนฐานที่ต่ำมาก โดย CPI เดือน พ.ค.64 อยู่ที่ 99.6 จุด ส่งผลให้เงินเฟ้อเดือน พ.ค.65 ปรับเพิ่มขึ้นถึง 7.1% ส่วนเดือน มิ.ย.64 ซึ่งจะเป็นฐานคำนวณเงินเฟ้อเดือน มิ.ย.65 อยู่ที่ 99.9 จุด เดือน ก.ค.64 อยู่ที่ 99.8 จุด และ เดือน ส.ค.64 ลดลงไปที่ 99.6 จุด ซึ่งเมื่อนำไปเทียบกับ CPI ปี 2565 พบว่าเดือน พ.ค.65 อยู่ที่ 106.6 หากกำหนดให้ CPI เพิ่มขึ้นในอัตราเพียง 0.5% ต่อเดือน (ซึ่งต่ำกว่าข้อเท็จจริงมาก) ก็เพียงพอที่จะผลักดันให้อัตราเงินเฟ้อเดือน ส.ค.65 ปรับขึ้นไปอยู่ในช่วง 9 - 10%

### CPI ของประเทศไทยช่วง ปี 2564 - พ.ค.2565



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, ASPS

### Sensitivities Analysis สำหรับ อัตราเงินเฟ้อ มิ.ย.-ส.ค.65

| CPI 2564 | 99.55  | 99.93  | 99.81  | 99.63  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| CPI MoM  | May 65 | Jun 65 | Jul 65 | Aug 65 |
| 0.10%    |        | 6.8%   | 7.0%   | 7.3%   |
| 0.30%    |        | 7.0%   | 7.4%   | 8.0%   |
| 0.50%    |        | 7.2%   | 7.9%   | 8.6%   |
| 0.70%    |        | 7.4%   | 8.3%   | 9.3%   |
| 0.90%    |        | 7.6%   | 8.7%   | 9.9%   |
| 1.10%    |        | 7.8%   | 9.2%   | 10.6%  |
| 1.30%    |        | 9.1%   | 10.6%  | 12.3%  |
| 1.50%    |        | 10.3%  | 12.1%  | 14.0%  |

ที่มา: ASPS Research

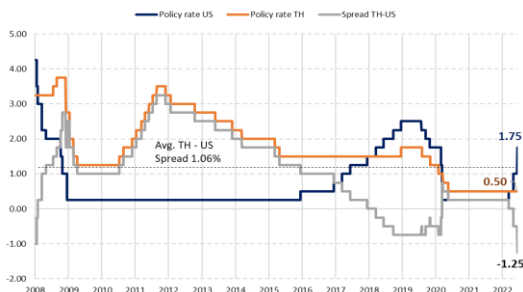
### เห็นการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในอัตราเร่งต่อ

ภาวะเงินเฟ้อระดับสูงถือเป็นอาการป่วยประการหนึ่งของระบบเศรษฐกิจ ซึ่งตัวยาที่ต้องนำมาใช้ในการรักษาอาการดังกล่าว ได้แก่ การดำเนินนโยบายการเงินตึงตัว ซึ่งประเมินจากความรุนแรงของอาการเงินเฟ้อแล้วก็เป็นต้องจ่ายแรงเช่นกัน ดังจะเห็นได้จากการประชุม FOMC ในรอบเดือน มิ.ย.65 มีมติให้ปรับอัตราดอกเบี้ยนโยบายขึ้น 0.75% มาอยู่ที่ 1.75% นับเป็นการปรับขึ้นในอัตราเร่งและถือเป็นการปรับขึ้น 0.75% ครั้งแรกนับจากปี 2537 เป็นต้นมา สำหรับ อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ ณ สิ้นปี 2565 ถูกคาดการณ์ว่าจะอยู่ที่บริเวณ 3.5% ซึ่งก็หมายความว่าในรอบการประชุมที่เหลือการปรับขึ้นนโยบายของ Fed ยังอาจเกิดขึ้นได้อีกราว 1.75% ในรอบการประชุมที่เหลืออีก 4 รอบ (ก.ค., ก.ย., พ.ย. และ ธ.ค.) เท่ากับว่า

การปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมบางรอบ ยังอาจเห็นการขึ้นในระดับ 0.75 – 0.5% ต่อครั้งได้อีก นอกจากนี้ ยังจะเห็นการปรับลดขนาดงบดุลของ Fed ที่เป็นรูปธรรมอีกส่วนหนึ่งด้วย โดยในช่วงเดือน มิ.ย.-ส.ค.65 จะมีการปรับลดในอัตรา 4.75 หมื่นล้าน USD/เดือน และนับตั้งแต่เดือน ก.ย.65 เป็นต้นไปจะลดลงในอัตรา 9.5 หมื่นล้าน USD/เดือน รวมช่วงที่เหลือของปี 7 เดือน อาจเห็นการลดงบดุลของ Fed 5.225 แสนล้านเหรียญ คิดเป็น 6% ของปริมาณงบดุลทั้งหมด

สำหรับในส่วนของประเทศไทย สัญญาณล่าสุดจากการประชุม กนง. เริ่มเปิดทางในการปรับขึ้นดอกเบี้ยนโยบายเช่นกัน โดยมีมติที่ประชุม กนง. ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ 0.5% แต่ด้วยมติที่ไม่เป็นเอกฉันท์ที่ 4:3 ด้วยสถานการณ์ดังกล่าว ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงในเดือน พ.ค.65 และยังมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในช่วง 2 - 3 เดือนข้างหน้าดังกล่าวข้างต้น เชื่อว่าจะทำให้ กนง. ต้องพิจารณาเริ่มปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยนโยบายในการประชุมรอบถัดไป (10 ส.ค. 2565) และน่าจะปรับขึ้นอีกสมัยการประชุมที่เหลือของปีนี้รวมปรับขึ้นราว 2-3 ครั้ง

### ส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ไทย ลบด้วย สหรัฐฯ



ที่มา: Bloomberg, ASPS

## การไม่ขึ้นดอกเบี้ยจะมีผลเสียมากกว่า

รอบการประชุมปกติของ กนง. ในช่วงเวลาที่เหลือของปี 2565 จะเหลืออีก 3 รอบ โดยรอบที่จะถึงเร็วที่สุดคือ 10 ส.ค.65 ซึ่งช่วงเวลาที่เป็นสัญญาณาก่อนที่จะถึงการประชุมเชื่อว่าน่าจะเห็นภาพการไหลออกของ Fund Flow บวกกับเงินบาทที่อ่อนค่าลงต่อเนื่อง ทั้งนี้เป็นผลมาจากแรงกดดันของเงินเฟ้อที่อยู่ระดับสูง ขณะที่ช่องว่างในการเดินนโยบายการเงินตึงตัวระหว่างของบ้านเรากับต่างประเทศ เฉพาะอย่างยิ่งของ สหรัฐฯ เปิดกว้างอยู่มาก และมีแนวโน้มที่จะห่างกันมากขึ้น เห็นได้จากภาพส่วนต่างของอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทย กับสหรัฐฯ ซึ่งพบว่า ณ ปัจจุบัน ดอกเบี้ยนโยบายของไทยต่ำกว่าดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ มากถึง 1.25% และหาก Fed ปรับขึ้นดอกเบี้ยขึ้นไปอีก ในรอบประชุมที่เหลือของปีนี้อีก 4 ครั้ง ก็จะทำให้

ส่วนต่างดอกเบี้ยนโยบายของไทยต่ำกว่าของสหรัฐฯ เข้าใกล้ 3% ซึ่งด้วยปัจจัยแวดล้อมดังกล่าว ทำให้ Fund Flow ไหลออกได้ต่อ และในที่สุดก็อาจกระทบต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนทั้งทางตรง และทางอ้อมของนักลงทุนต่างชาติ เป็นอุปสรรคประการหนึ่งในการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจในระยะยาว

### ค่าเงินบาท เทียบกับ USD



ที่มา: TQ Professional, ASPS

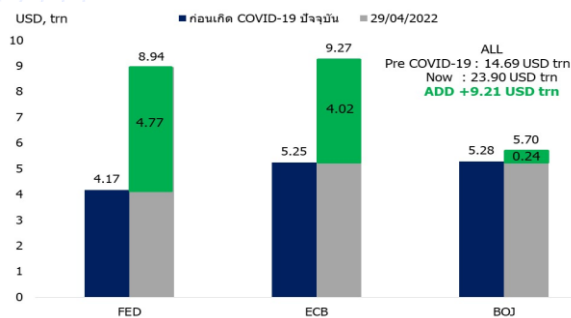
ในมุมมองของฝ่ายวิจัย เงินเพื่อเปรียบเสมือนเป็นโรคร้ายที่เข้ามาบั่นทอนเสถียรภาพของเศรษฐกิจ หากไม่สามารถควบคุมได้ ก็จะเป็นปัจจัยฉุดรั้งการเติบโตเศรษฐกิจในระยะยาว การเฝ้าระวังรักษาจำเป็นต้องใช้นโยบายการเงินที่เข้มงวด ซึ่งแน่นอนว่าเมื่อถูกนำมาใช้ก็จะเกิดผลข้างเคียงที่ไม่พึงประสงค์ เช่นการปรับตัวลดลงของราคาสินทรัพย์ทางการเงินต่างๆ รวมถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจบางส่วน แต่ก็จะเป็นเพียงผลข้างเคียงในระยะสั้น ซึ่งเมื่อสถานการณ์เงินเฟ้อได้รับการแก้ไข เศรษฐกิจก็จะกลับมาเติบโตอย่างมีเสถียรภาพได้อีกครั้ง ดังนั้นการดำเนินการใช้นโยบายการเงินตึงตัวของ กนง. โดยการปรับขึ้นดอกเบี้ยในรอบนี้ น่าจะถือว่าผลดีต่อเศรษฐกิจในระยะยาว ซึ่งดีกว่าการที่คงดอกเบี้ยแล้วปล่อยให้เงินเฟ้อดำเนินต่อไป

## ตามผลจากการลดขนาดงบดุลของ Fed

เดือน มิ.ย.65 เป็นเดือนแรกที่ Fed จะเริ่มกระบวนการลดขนาดงบดุล โดยการขายตราสารหนี้ที่ถือครองอยู่ออกสู่ตลาด และดึงเม็ดเงินกลับ ทั้งนี้ในช่วง เดือน มิ.ย.-ส.ค.65 จะมีการปรับลดในอัตรา 4.75 หมื่นล้าน USD/เดือน และนับตั้งแต่เดือน ก.ย.65 เป็นต้นไปจะลดลงในอัตรา 9.5 หมื่นล้าน USD/เดือน รวมช่วงที่เหลือของปี 7 เดือน อาจเห็นการลดงบดุลของ Fed 5.225 แสนล้านเหรียญ (11% ของปริมาณงบดุลที่เพิ่มมาในช่วงโควิด) และ 6% ของปริมาณงบดุลทั้งหมด ทั้งนี้กลไกในการลดขนาดงบดุลของ Fed จะทำโดยการขายตราสารหนี้ที่ Fed ถือครองอยู่ออกสู่ตลาด ซึ่งมีค่าเท่ากับ การดูดเม็ดเงิน หรือสภาพคล่องส่วนเกินออกจากระบบเศรษฐกิจ ซึ่งต้องติดตามดูอย่างใกล้ชิด ในฐานะปัจจัยที่จะมีผลโดยตรงต่อราคาสินทรัพย์หลายประเภท เฉพาะอย่างยิ่งราคาสินทรัพย์ทางการเงิน (Financial Asset)



## ขนาดงบดุลของ Fed, ECB, BOJ



ที่มา: Bloomberg, ASPS

## ปรับลดคาดการณ์ World GDP Growth

เดือน มิ.ย.65 ที่ผ่านมา ได้เห็นกระแสการปรับลดคาดการณ์ World GDP Growth ลงมาอีกครั้ง เริ่มจาก World Bank ปรับลดคาดการณ์เศรษฐกิจโลกปี 2565 ลงจากเดิม 4.1% มาเหลือ 2.9% เพื่อเป็นการสะท้อนผลกระทบที่เกิดจากใช้ปฏิบัติการทางทหารของรัสเซีย ต่อยูเครน ซึ่งทำให้ปริมาณการค้าระหว่างประเทศลดลงรวมถึงอัตราเงินเฟ้อระดับสูง กดดันให้ GDP Growth ประเทศพัฒนาแล้วปรับลดลงจาก 3.8% เหลือ 2.6% ในปี 2565 นอกจากนี้การที่ประเทศจีนใช้มาตรการ Lockdown เมืองสำคัญเพื่อควบคุมการระบาดของ Covid-19 ตามนโยบาย Covid เป็น ศูนย์ ในส่วนของประเทศไทย World Bank ได้ปรับลดคาดการณ์ GDP Growth ลงจาก 3.9% เหลือ 2.9% ถัดมาอีก 1 วัน OECD ก็ได้ออกมาปรับลดคาดการณ์ World GDP Growth ลงมาเช่นกัน โดยปรับลดตัวเลขปี 2565 ลงจาก 4.5% เหลือ 3% ถือเป็นการปรับลดประมาณการในทิศทางเดียวกัน

## World GDP Growth โดย World Bank

| World Bank        | 2564 | ใหม่         |       | เดิม        |       |
|-------------------|------|--------------|-------|-------------|-------|
|                   |      | รอบ มิ.ย. 65 |       | รอบ ม.ค. 65 |       |
| GDP Growth (%yoy) |      | 2565F        | 2566F | 2565F       | 2566F |
| โลก               | 5.7  | 2.9          | 3.0   | 4.1         | 3.2   |
| ประเทศพัฒนาแล้ว   | 5.1  | 2.6          | 2.2   | 3.8         | 2.3   |
| สหรัฐฯ            | 5.7  | 2.5          | 2.4   | 3.7         | 2.6   |
| ยุโรป             | 5.4  | 2.5          | 1.9   | 4.2         | 2.1   |
| ญี่ปุ่น           | 1.7  | 1.7          | 1.3   | 2.9         | 1.2   |
| จีน               | 8.1  | 4.3          | 5.2   | 5.1         | 5.3   |
| อินเดีย           | 3.7  | 5.1          | 5.3   | 5.2         | 5.1   |
| ไทย               | 1.6  | 2.9          | 4.3   | 3.9         | 4.3   |

ที่มา: Bloomberg, ASPS

## World GDP Growth โดย OECD

|                | 2021 | 2022New | 2022Old | 2023New | 2023Old |
|----------------|------|---------|---------|---------|---------|
| World          | 5.8  | 3.0     | 4.5     | 2.8     | 3.2     |
| Australia      | 4.8  | 4.2     | 4.1     | 2.5     | 3.0     |
| Canada         | 4.5  | 3.8     | 3.9     | 2.6     | 2.8     |
| Euro area      | 5.3  | 2.6     | 4.3     | 1.6     | 2.5     |
| Germany        | 2.9  | 1.9     | 4.1     | 1.7     | 2.4     |
| France         | 6.8  | 2.4     | 4.2     | 1.4     | 2.1     |
| Italy          | 6.6  | 2.5     | 4.6     | 1.2     | 2.6     |
| Spain          | 5.1  | 4.1     | 5.5     | 2.2     | 3.8     |
| Japan          | 1.7  | 1.7     | 3.4     | 1.8     | 1.1     |
| Korea          | 4.0  | 2.7     | 3.0     | 2.5     | 2.7     |
| United Kingdom | 7.4  | 3.6     | 4.7     | 0.0     | 2.1     |
| United States  | 5.7  | 2.5     | 3.7     | 1.2     | 2.4     |
| China          | 8.1  | 4.4     | 5.1     | 4.9     | 5.1     |
| Russia         | 4.7  | -10.0   | 2.7     | -4.1    | 1.3     |

ที่มา: Bloomberg, ASPS

การปรับลดประมาณการ World GDP ดังกล่าว ถือเป็นการปรับลดอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตามในส่วนของการเศรษฐกิจไทย ตัวเลขที่ปรับลดลงถือว่าอยู่ในพื้นที่ใกล้เคียงกับสำนักวิจัยต่างในบ้านเรา ที่ทำเอาไว้ที่ประมาณ 3% ซึ่งเราเชื่อว่ามี Downside จำกัด เนื่องจากในช่วงเวลา 2H65 สำหรับเศรษฐกิจไทยถือเป็นช่วงเวลาแห่งความหวังสำหรับการฟื้นตัว เนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจสามารถกลับมาดำเนินการได้เหมือนกับภาวะปกติ หลังจากที่ ศบค. มีมติผ่านคลายรอบล่าสุด โดยให้มีผล 1 ก.ค.65 ในเรื่องต่อไปนี้

- ปรับพื้นที่ที่ควบคุมการระบาด Covid-19 เป็นพื้นที่ สีเขียว (พื้นที่เฝ้าระวัง) ทั้ง 77 จังหวัดทั่วประเทศ
- การบริโภคสุรา หรือแอลกอฮอล์ในร้านอาหาร ให้เปิดบริการได้ตามปกติ ภายใต้มาตรการป้องกันโรค
- สถานบันเทิงต่างๆ ให้เปิดบริการได้ตามกฎหมายเดิมที่กำหนด
- การใส่หน้ากากอนามัย ให้ปรับเป็นข้อแนะนำโดยให้สวมเมื่ออยู่ในที่แออัด หรือมีการอยู่ใกล้ชิดคนจำนวนมาก
- การเคลื่อนย้ายแรงงานต่างด้าว ผ่อนคลายเป็นไปตามปกติ
- ไม่จำเป็นต้องมีการคัดกรองอุณหภูมิในอาคารสถานที่
- กรณีรวมกลุ่มเกิน 2000 คน ให้ตรวจคัดกรอง ATK กรณีเป็นผู้ป่วยสงสัยมีอาการทางเดินหายใจ ให้แจ้งคณะกรรมการโรคติดต่อประจำจังหวัด
- ไก่กเว้นการลงทะเบียน Thailand Pass ทั้งคนไทย และชาวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศ

ด้วยสภาพแวดล้อมที่ผู้ประกอบการในอุตสาหกรรมต่างๆ กลับมาดำเนินธุรกิจได้ตามปกติ ทำให้เชื่อว่าน่าจะทำให้เห็นการฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่เป็นรูปธรรม เฉพาะอย่างยิ่งในภาคการท่องเที่ยว ส่วนความเสี่ยงเชิงระบบที่เห็นไม่พ้นคือ ปัญหาเงินเฟ้อ และการดำเนินนโยบายการเงินที่ตึงตัวมากขึ้นดังกล่าวมาข้างต้น

## แนวทางการจัดเก็บภาษีของรัฐ ต้องติดตาม

ช่วงเวลาที่ผ่านมามีภาครัฐมีแนวคิดที่จะจัดเก็บภาษีจากกิจกรรมต่างๆ เพิ่มขึ้น ซึ่งฝ่ายวิจัยเห็นว่า เป็นเรื่องที่ต้องติดตามว่า ในแง่มุมว่า อาจทำให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในบางส่วนลดลงหรือไม่ อย่างน้อยก็ในระยะสั้น รูปแบบการจัดเก็บภาษีที่ถูกนำเสนอออกมาจากภาครัฐ และอยู่ระหว่างขั้นตอนการดำเนินการกระบวนกรอย่างเช่น

- ภาษีธุรกิจเฉพาะสำหรับรายการขายหุ้น ซึ่งมีแนวคิดจะจัดเก็บในอัตรา 0.1% ล่าสุด กระทรวงการคลังเตรียมนำเข้าสู่การพิจารณาของ ครม. หากเห็นชอบก็สามารถดำเนินการได้เลย เนื่องจากมีกฎหมายเปิดทางให้สามารถจัดเก็บได้อยู่แล้วตั้งแต่ปี 2534 ซึ่งได้ยกเว้นการจัดเก็บมาจนถึงปัจจุบัน ทั้งนี้สิ่งที่ต้องตามดูก็คือว่า หากมีการจัดเก็บจริง จะทำให้ปริมาณการซื้อขายของตลาดหุ้นไทยลดลงหรือไม่ เนื่องจากทำให้ต้นทุนการทำรายการ (Transaction Cost) สูงขึ้น เฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของการทำ Trading ในระยะสั้น
- ภาษีมลหยอยสำหรับราคาส่งหาปริมาณที่ปรับสูงขึ้น อันเนื่องมาจากได้รับประโยชน์จากการลงทุนในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของรัฐปัจจุบัน ร่างกฎหมายฉบับนี้ได้ผ่านความเห็นชอบจาก ครม. แล้ว ซึ่งในลำดับต่อไปก็จะนำเข้าสู่การพิจารณาของ สภาผู้แทนราษฎร และ วุฒิสภา ซึ่งเราเชื่อว่าไม่น่าจะมีผลบังคับได้ทันภายในปี 2565 แต่เมื่อมีผลบังคับแล้ว ก็อาจมีผลกระทบต่อโครงการพัฒนาอสังหาริมทรัพย์เชิงพาณิชย์ ที่ไม่ใช่ที่อยู่อาศัย ซึ่งต้องติดตามดูรายละเอียดต่อไปว่าจะมีผลทำให้ต้นทุนในการพัฒนาโครงการอสังหาริมทรัพย์ในเชิงพาณิชย์เปลี่ยนแปลงหรือไม่
- รัฐบาลขอความร่วมมือให้ กลุ่มโรงกลั่นน้ำมัน ให้นำส่งกำไรค่าการกลั่นน้ำมันดีเซลซึ่งปัจจุบันถูกมองว่าอยู่ในระดับสูงกว่าปกติมากเพื่อนำเงินเข้าสู่กองทุนน้ำมันราว 5 - 6 พันล้านบาท/เดือน เป็นระยะเวลา 3 เดือน พร้อมขอให้ให้นำค่าการกลั่นจากน้ำมันเบนซินในอัตรา 1 บาท/ลิตร คิดเป็นเม็ดเงินราว 1 พันล้านบาท/เดือน นำไปใช้เป็นส่วนลดราคาน้ำมันเบนซิน เป็นระยะเวลา 3 เดือนเช่นกัน ส่วนโรงแยกก๊าซขอความร่วมมือส่งกำไรส่วนเกิน 50% ราว 1.5 พันล้านบาท/เดือนเข้าสู่กองทุนน้ำมัน ระยะเวลา 3 เดือน การดำเนินการดังกล่าว อาจทำให้ต้นทุนมองว่า รัฐบาลเข้าแทรกแซงกลไกตลาด ซึ่งอาจเป็นผลเสียต่อการตัดสินใจเข้ามาลงทุนในโครงการต่างๆ ในระยะยาว

## Fund Flow ยังไม่น่าจะไหลกลับเข้ามา ในภาวะที่เงินบาทอ่อนค่า

เดือน มิ.ย. 65 ตลาดหุ้นไทยเผชิญกับความผันผวน พร้อมกับการที่ต่างชาติสลับมาขายสุทธิแล้วกว่า 2.8 หมื่นล้านบาท กดดัน SET Index ปรับฐานลดลง -5.0% (mtd) และยังเป็นเดือนที่ปรับฐานแรงที่สุดนับตั้งแต่ต้นปี 2565

### ผลตอบแทน SET Index กับ Fund Flow ต่างชาติ

| Date   | Foreign Net Buy (M.Baht) | Return (SET Index) |
|--------|--------------------------|--------------------|
| Jan-22 | 14,359                   | 0.5%               |
| Feb-22 | 62,975                   | 2.2%               |
| Mar-22 | 33,530                   | 0.6%               |
| Apr-22 | 10,869                   | -1.6%              |
| May-22 | 20,284                   | -0.2%              |
| Jun-22 | (28,312)                 | -5.0%              |

ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลสิ้นสุด 28 มิ.ย. 65

นอกจากนี้ยังเห็นต่างชาติซื้อสุทธิสัญญาว่า 1.22 แสนสัญญา ซึ่งเป็นเดือนที่ต่างชาติซื้อสุทธิมากที่สุดตั้งแต่ตลาดเก็บข้อมูลมา

### การซื้อขายตลาดหุ้นไทยของต่างชาติ



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

ข้อมูลสิ้นสุด 28 มิ.ย. 65

แนวโน้ม Fund Flow ในเดือน ก.ค. 65 ยังเห็นโอกาสที่ต่างชาติขายสุทธิต่อเนื่อง เนื่องจาก Spread ดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ และไทย มีโอกาสห่างขึ้นเรื่อยๆ ล่าสุด FED มีการปรับดอกเบี้ยนโยบายขึ้น +0.75% ในเดือน มิ.ย. 65 กดดันให้ดอกเบี้ยขึ้นมาอยู่ในกรอบ 1.50% - 1.75% ขณะที่ไทยอัตราดอกเบี้ยนโยบายต่ำเพียง 0.5% จึงทำให้ Spread อัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยกับสหรัฐฯ ปัจจุบันห่างกัน -1.25% นอกจากนี้ในช่วงปลายเดือน ก.ค. 65 ตลาดคาดว่า Fed มีโอกาสขึ้นดอกเบี้ยอีก 0.75% มาอยู่ที่ 2.5% ส่งผลให้ Spread ดอกเบี้ยไทยกับสหรัฐฯ กว้างถึง 2% กดดันเงินบาทอ่อน และเม็ดเงินไหลออกจากตลาดหุ้น



สอดคล้องกับสถิติในอดีตตั้งแต่วิกฤตซับไพร์ม Spread ดอกเบี้ยไทย และสหรัฐเคยมากที่สุดอยู่ราว -1.0% ส่งผลให้ Fund Flow ต่างชาติไหลออกเฉลี่ยถึง 2.1 พันล้านบาท/วัน และสังเกตได้ว่า Spread ดอกเบี้ยไทยสหรัฐยิ่งกว้างมากขึ้นเท่าไรยิ่งมีโอกาสเห็น Fund Flow ไหลออกจากตลาดหุ้นไทยสูงตามไปด้วย (ดังรูปด้านล่าง)

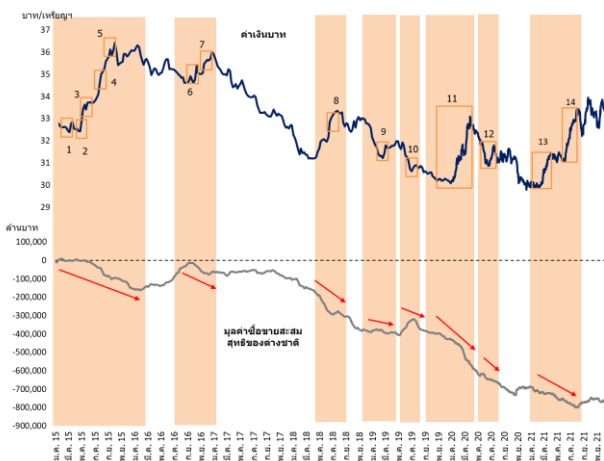
### Spread ดอกเบี้ยไทยถูกสหรัฐก็ห่าง Fund Flow มีโอกาสไหลออกมากขึ้น

| TH-US Spread | จำนวนข้อมูล | Avg. Fund Flow per Day |
|--------------|-------------|------------------------|
| 3.25         | 69          | -137                   |
| 3            | 64          | 98                     |
| 2.75         | 234         | 133                    |
| 2.5          | 192         | -1                     |
| 2.25         | 165         | -684                   |
| 2            | 109         | -777                   |
| 1.75         | 334         | -119                   |
| 1.5          | 127         | 242                    |
| 1.25         | 262         | -635                   |
| 1            | 574         | 139                    |
| 0.75         | 67          | -564                   |
| 0.5          | 98          | -642                   |
| 0.25         | 595         | -82                    |
| 0            | 97          | -205                   |
| -0.25        | 76          | -1809                  |
| -0.5         | 194         | -684                   |
| -0.75        | 249         | -335                   |
| -1           | 14          | -2151                  |

ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

นอกจากนี้หากพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทกับ Fund Flow พบว่า ในอดีตส่วนใหญ่เวลาค่าเงินบาทอ่อน Fund Flow ก็มักจะไหลออกจากตลาดหุ้นไทยเช่นกัน

### เปรียบเทียบค่าเงินบาทกับ Fund Flow



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

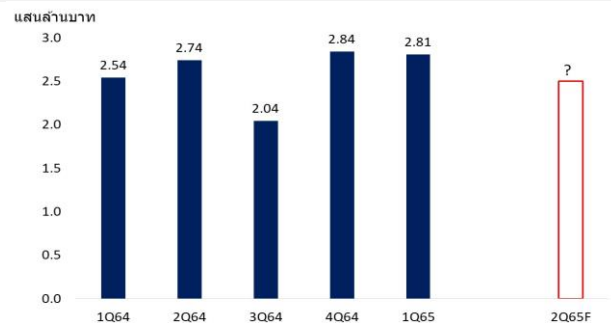
สรุปเดือน Spread ดอกเบี้ยไทยกับสหรัฐที่ห่างกันมากขึ้น กดดันให้ค่าเงินบาทอ่อนค่าต่อ พร้อมกับเป็นชนวนให้ Fund Flow มีโอกาสไหลออกจากตลาดหุ้นต่อ

## กำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ

ฝ่ายวิจัยฯ ประเมินว่ามีปัจจัยที่อาจกดดันให้กำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ ดังนี้

1) **ฐานกำไรในงวด 2Q64 ยืนในระดับสูง** เริ่มจากงวด 2Q64 มีกำไรรวม 2.74 แสนล้านบาท ส่วนหนึ่งเกิดจากมีบริษัทขนาดใหญ่มีกำไรพิเศษรวมเข้ามา อาทิ PTTGC มีกำไรพิเศษจากการขายหุ้น GPSC 1.1 หมื่นล้านบาท และ BAY มีการขายเงินลงทุน TIDLOR 8 พันล้านบาท เป็นส่วนหนึ่งที่อาจส่งผลให้กำไรลดลง yoy

### กำไรบริษัทจดทะเบียนรายไตรมาส



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

2) **ปัญหาเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้น รวมถึงมาตรการภาครัฐทยอยหมดลงเมื่อเทียบกับงวด 1Q65** เมื่อเทียบกับฐานกำไร 1Q65 ยืนในระดับสูง 2.81 แสนล้านบาท ซึ่งเกิดจากปกติไตรมาสที่ 1 มักจะเป็นช่วง High Season และยังได้แรงหนุนจากมาตรการภาครัฐเข้ามากระตุ้นภาคบริโภค แต่งวด 2Q65 เริ่มเห็นปัญหาเงินเฟ้อที่ชัดเจนมากขึ้น รวมถึงมาตรการภาครัฐหลายโครงการที่ทยอยหมดอายุลง กดดันให้กำไรบริษัทจดทะเบียนมีโอกาสลดลง QoQ ได้

แม้ภาพรวมกำไรบริษัทจดทะเบียนในงวด 2Q65 มีโอกาสลดลง แต่ไม่ได้แปลว่าทุกกลุ่มอุตสาหกรรม หรือทุกบริษัทจะมีโอกาสกำไรลดลงทั้งหมด ดังนั้นฝ่ายวิจัยฯ จึงทำการรวบรวมมุมมองของนักวิเคราะห์พื้นฐาน และแยกแยะแนวโน้มกำไรงวด 2Q65 ของแต่ละกลุ่มอุตสาหกรรมดังนี้

1) **กลุ่มหุ้นที่คาดว่าจะเติบโตทั้ง QoQ และ YoY คือ**

**กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง (+QoQ,+YoY)** คาดหวังจะเห็นกำไรฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำกว่าปกติทั้ง QoQ และ YoY ซึ่งเกิดจากการปรับปรุงต้นทุนค่าก่อสร้างเพิ่มขึ้นใน 2Q64 และ 1Q65 โดยการรับรู้รายได้ของหลายบริษัท มีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นตามมูลค่างานในมือที่มาก

ขึ้น ขณะที่อัตรากำไรไม่มีแรงกดดันจากต้นทุนวัสดุก่อสร้างที่ปรับตัวสูงขึ้นทั้ง คอนกรีต และเหล็กเส้น แต่การปรับต้นทุนค่าก่อสร้างสะท้อนสถานการณ์ปัจจุบันไปแล้วในงวด 1Q65 ของหลายบริษัท จึงไม่น่าจะเห็นการปรับต้นทุนขึ้นอีกใน 2Q65 โดยบริษัทรับเหมาก่อสร้างด้านวิศวกรรมอย่าง STPI และ BJCHI ซึ่งมีสินทรัพย์สกุลดอลลาร์จำนวนมาก จะมีตัวช่วยจากเงินบาทที่อ่อนค่า ทำให้มีโอกาสได้รับ FX Gain จำนวนมากใน 2Q65

**กลุ่มมีเดีย (+QoQ, +YoY)** ผลประกอบการ 2Q65 จะเติบโตทั้ง QoQ และ YoY ตามแนวโน้มเม็ดเงินโฆษณาที่เพิ่มขึ้นหลังผ่านพ้นช่วง Low Season ของเม็ดเงินโฆษณาใน 1Q65 ขณะที่ฝั่งต้นทุนได้รับผลกระทบจากเงินเฟ้อจำกัดเนื่องจากต้นทุนส่วนใหญ่เป็นค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย ช่วงที่เหลือของปีแนวโน้มเม็ดเงินโฆษณาจะเติบโตได้ต่อเนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่กลับมาประกอบกับน่าจะเห็นการเติบโต YoY ของเม็ดเงินในอุตสาหกรรมและผลประกอบการของบริษัทในกลุ่มฯ ที่ค่อนข้างสูงจากฐานที่ต่ำในปีที่แล้ว

**กลุ่มชิ้นส่วน (+QoQ, +YoY)** ในเบื้องต้นคาดว่าจะไตรมาส 2Q65 จะฟื้นตัวทั้ง QoQ และ YoY และจะขึ้นทำจุดสูงสุดของปีใน 3Q65 จากเริ่มเข้าสู่ช่วง High season ของธุรกิจ และผลบวกจากทิศทางค่าเงินบาท/ดอลลาร์สหรัฐ อ่อนค่า หนุนแนวโน้ม Gross margin ฟื้นตัวตั้งแต่งวด 2Q65 ขดเซย์ปัจจัยเสี่ยงด้านชิพขาดแคลนไปได้ทั้งหมด

**กลุ่มเข้าซื้อ** คาดกำไรสุทธิงวด 2Q65 จะเติบโต QoQ และ YoY จากแนวโน้มสินเชื่อเติบโตต่อเนื่อง

**กลุ่มโรงแรมและร้านอาหาร** คาดกำไรงวด 2Q65 ฟื้นตัว QoQ และ YoY ตามการเปิดเมือง หนุนโดย MINT ที่ฐานใหญ่สุด พลิก turn around เป็นกำไร จากการฟื้นตัวของโรงแรมใน EU ขณะที่ธุรกิจร้านอาหารทั้ง CENTEL, M และ MINT มีแรงหนุนจากการเข้าสู่ฤดูกาลและสถานการณ์ COVID ในไทย ผ่อนคลายขึ้น

## 2) กลุ่มหุ้นที่คาดว่าจะเติบโต YoY คือ

**กลุ่มการแพทย์ (-QoQ, +YoY)** แนวโน้มกำไรจะเติบโต YoY ได้เนื่องจาก 2 รพ.ใหญ่อย่าง BDMS และ BH ได้รับผลกระทบจากวิกฤต COVID ส่งผลให้กลุ่มผู้ป่วยต่างชาติไม่ได้เข้ามารักษาในประเทศไทย แต่กำไรจะอ่อนตัว QoQ หลักๆมาจากเป็นช่วง Low Season ของการเดินทางเข้ามารักษาของผู้ป่วยต่างชาติ บวกกับสถานการณ์โควิด โอมิครอนที่เริ่มดีขึ้นอย่างมีนัยฯ เมื่อเปรียบเทียบกับ 1Q65 ส่งผลให้รายได้ COVID ของ BCH, CHG เริ่มหายไปอย่างมีนัยฯ

**กลุ่มค้าปลีก (0/-QoQ, +YoY)** แนวโน้มกำไรยังคงเติบโต YoY เนื่องจากฐานกำไรที่ต่ำจากผลกระทบของวิกฤต COVID ส่วนการอ่อนตัว QoQ หรือ Flat หลักๆมาจากเป็นช่วง Low Season ของกลุ่มค้าปลีก คาดว่า MAKRO และ HMPRO (เข้าสู่ช่วงหน้าฝน/การก่อสร้างลดลง) จะอ่อนตัว QoQ ขณะที่ CPALL, CRC จะเติบโต QoQ ส่วนหนึ่งมาจากทั้งร้านสะดวกซื้อและกลุ่มห้างฯ ยังคงได้รับผลกระทบจากโอมิครอนอยู่บ้างในงวด 1Q65 และปัจจัยขับเคลื่อนอื่นมาจากการเริ่มเปิดประเทศ, การกลับมาทำงานออฟฟิศ, เรียนออนไลน์, สถานการณ์โควิดดีขึ้น กระตุ้นการใช้จ่ายใช้สอยของผู้บริโภคมากขึ้น

**กลุ่มประกัน** คาดกำไรสุทธิงวด 2Q65 จะทรงตัว QoQ (แต่เพิ่มขึ้น YoY) จากแนวโน้มธุรกิจประกันยังดีต่อเนื่อง

## 3) กลุ่มหุ้นที่คาดว่าจะเติบโต QoQ คือ

**กลุ่มเกษตร-อาหาร** คาดกำไรสุทธิงวด 2Q65 จะเติบโต QoQ (แต่ลดลง YoY) จากแนวโน้มราคาไก่และหมูในไทยปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง และราคาหมูในเวียดนามและจีนฟื้นตัว

**กลุ่มบรรจุภัณฑ์** ตัวเล็ก ฝ่ายวิจัยคาดทิศทางการไต่ราคา 2Q65 ฟื้นตัว QoQ จากฐาน 1Q65 ที่ต่ำมาก (แต่คาดจะยังอ่อนตัว YoY) แม้ว่ายังถูกกดดันจากราคาต้นทุนวัตถุดิบยังทรงตัวสูง แต่มีชดเชยจากการทยอยปรับราคาสินค้ากับลูกค้าขึ้นได้บางส่วน รวมถึงการเปิดประเทศและผ่อนคลายมาตรการโควิด-19 ลง ช่วยดันยอดขายให้ฟื้นตัวได้

**กลุ่มปิโตรเลียม** แนวโน้มกำไรปกติ 2Q65 เติบโต QoQ ตามราคาเฉลี่ยน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบในงวด 2Q65 ที่เพิ่มขึ้น 13.9%qoq มาอยู่ที่ 107.6 เหรียญต่อบาร์เรล แต่หากพิจารณาแนวโน้มกำไรสุทธิ คาดจะปรับตัวลดลงจากกำไรปกติ เพราะน่าจะมีส่วนใช้ขายพิเศษหลักได้แก่ บันทึขาดทุนจาก hedging และบันทึกขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน เป็นต้น

**กลุ่มโรงกลั่น** แนวโน้มกำไรปกติ 2Q65 คาดจะเห็นการปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ตามค่าการกลั่นที่ปรับตัวขึ้นอย่างมีนัยฯ ซึ่งหากอิงค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์พบว่าค่าการกลั่นเฉลี่ย 2Q65 อยู่ที่ 28.2 เพิ่มขึ้นจาก 9.3 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า แต่หากพิจารณาแนวโน้มกำไรสุทธิคิดจะลดลงจากกำไรปกติ เพราะคาดจะยังคงมีการบันทึกขาดทุนจาก hedging และขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน ถึงแม้จะมีการบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมันอยู่แต่คาดจะลดลงเมื่อเทียบกับงวดก่อนหน้า



**กลุ่มถ่านหิน** แนวโน้มกำไรปกติ 2Q65 คาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ตามราคาขายเฉลี่ยถ่านหิน ซึ่งหากอิง barlow jonker index พบว่าค่าเฉลี่ยราคาถ่านหิน 2Q65 เพิ่มขึ้น 33.8% qoq มาอยู่ที่ 368.5 เหรียญต่อตัน นอกจากนี้ในส่วนของ BANPU คาดจะได้รับผลจากราคาขายก๊าซที่ทำสัญญาไว้ในราคาที่สูงขึ้นเล็กน้อยเฉลี่ยราว 5 เหรียญต่อล้านบีทียู สำหรับส่วนของแนวโน้มกำไรสุทธิคาดว่าจะลดลงจากกำไรปกติ เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายพิเศษที่ต้องบันทึก ได้แก่ ขาดทุนจาก hedging ถ่านหิน และน้ำมัน แต่คาดว่าจะได้ชดเชยบางส่วนจากการบันทึกกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเพิ่มขึ้น ตามค่าเงินบาทเทียบกับดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงเทียบกับงวดก่อนหน้า (BANPU functional currency เป็นดอลลาร์)

**กลุ่มโรงไฟฟ้า** ถึงแม้ช่วง 2Q65 จะถือเป็นการเข้าสู่ High season ของการใช้ไฟฟ้าในประเทศไทย ตามการเข้าสู่ช่วงฤดูร้อน แต่คาดการณ์ทางกำไรปกติยังทำได้เพียงประคองตัวใกล้เคียงกับงวด 1Q65 จากผลกระทบของราคาต้นทุนพลังงาน ทั้งก๊าซธรรมชาติและถ่านหินที่ยังมีแนวโน้มปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง QoQ จึงเป็นส่วนกดดันให้อัตรากำไรยังไม่ฟื้นตัว ถึงแม้ว่าจะมีส่วนชดเชยจากการปรับขึ้นอัตราค่าไฟฟ้าผันแปร (ft.) เพิ่มขึ้น 23.4 สตางค์ มาอยู่ที่ 24.8 สตางค์/หน่วยก็ตาม แต่คาดว่าจะชดเชยเอาไว้ได้ไม่หมด

#### 4) กลุ่มหุ้นที่คาดว่าจะลดลง QoQ และ YoY คือ

**กลุ่มเหล็ก (-QoQ, -YoY)** ราคาเหล็กอยู่ในช่วงขาลงจาก demand การใช้เหล็กในจีนที่ชะลอตัวประกอบกับภาคก่อสร้างในจีนที่อยู่ในสถานะซบเซาส่งผลให้ stock เหล็ก กดดันให้ราคาเหล็กปรับตัวลดลง และสถานการณ์ในไทยเข้าสู่ฤดูฝน ความต้องการใช้เหล็กลดลง ประกอบกับงานก่อสร้างภาครัฐเริ่มชะลอตัว จากปัจจัยทางด้านราคาและปริมาณที่ลดลงมาก จะส่งผลให้กำไรลดลงทั้ง QoQ และ YoY

**กลุ่ม ICT (-QoQ, -YoY)** แนวโน้มกำไรจะลดลงทั้ง QoQ และ YoY ตามฐานกำไรของผู้ประกอบการมือถือที่เป็นตัวหลักดันกำไรโดยรวมของกลุ่ม เพราะค่าทั้ง ADVANC และ DTAC จะถูกกดดันจากรายได้ที่จะลดตัวตามกำลังซื้อที่ลดลง และการแข่งขันรุนแรงขึ้น ขณะที่ TRUE จะมีการบันทึกกำไรพิเศษจากการขายเงินลงทุนใน DIF ออกมาบางส่วน แต่คาดว่าจะไม่เพียงพอที่จะดึงให้กำไรทั้งกลุ่มเติบโตได้

**กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ (-QoQ, -YoY)** แนวโน้มกำไรจะลดลง YoY จากผลขาดทุนของบริษัทที่มีพอร์ตคอนโดฯ เป็นหลัก อย่าง NOBLE และ ANAN เข้ามากดดันกำไรกลุ่มฯ ขณะที่กำไรจะลดลง QoQ ผลจาก Low Season ที่มีช่วงวันหยุดยาวเดือน เม.ย. เข้ามากระทบต่อยอดขายและโอนฯ

**กลุ่มวัสดุก่อสร้าง (-QoQ, -YoY)** ธุรกิจมี Seasonal ชัดเจน โดยไฮซีซั่นอยู่ในไตรมาสแรก จึงน่าจะเห็นกำไร 2Q65 บริษัทส่วนใหญ่ลดลง QoQ หากเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อน จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้นมาก ซึ่งการส่งผ่านต้นทุนไปสู่ราคาขายยังทำไม่ได้ทั้งหมด แม้บางบริษัทสามารถปรับราคาสินค้าได้ ก็จะมีปริมาณขายลดลง โดยบริษัทใหญ่ที่สุดในกลุ่มคือ SCC จะเห็นกำไรลดลงชัดเจนจากปีก่อน เนื่องจาก Spread ปีโตรเคมีลดลงจากปีก่อนมาก ขณะที่ SCCC ต้องเผชิญปัจจัยลบจากการอ่อนค่าของเงินรูปี ศรีลังกาอย่างมีนัยสำคัญ ทำให้มีโอกาสเกิด FX Loss ส่วน TASCOT ที่ยังไม่สามารถหาแหล่งวัตถุดิบแทน Crude จากเวเนซุเอลาได้ จะถูกกดดันจาก margin ที่ลดลง

**กลุ่มปิโตรเคมี** แนวโน้มกำไรปกติ 2Q65 คาดจะปรับตัวลดลง QoQ สำหรับกลุ่มโอเลฟินส์ และอะโรเมติกส์ ตาม spread ผลผลิตภัณฑ์ที่ปรับตัวลดลง เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวขึ้นน้อยกว่าต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้น จากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวทำให้ความต้องการใช้ลดลง และ supply ใหม่ที่ทยอยเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2565 ถึงปัจจุบัน มีเพียง IVL ที่น่าจะประคองกำไรปกติได้ QoQ เพราะได้มีการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าไปแล้วกว่า 50% ซึ่งเป็นระดับราคาที่มากกว่าปี 2564 ทำให้มั่นใจได้ว่าทิศทางกำไรในปี 2565 น่าจะเห็นการเติบโต YoY ประกอบกับในช่วงไตรมาส 2 ของทุกปีเป็นช่วง high season ของ PET ทำให้ spread โดยรวมยังทรงตัวในระดับสูงใกล้เคียงกับงวด 1Q65

**กลุ่มธนาคาร** คาดกำไรสุทธิงวด 2Q65 ทรงตัว QoQ แต่ลดลง YoY จาก BAY ที่มีกำไรจากเงินลงทุน โดยรายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิขยายตัวตามฐานสินเชื่อและสำรองลดลง ช่วยชดเชย Non-NII อ่อนตัวจาก capital market เลือกลง ธ.พ. ใหญ่ที่ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้นอย่าง BBL KBANK และ KTB

**กลุ่มยานยนต์** คาดกำไรงวด 2Q65 อ่อนตัว QoQ จากยอดขายตามฤดูกาลและมาร์จิ้นได้รับผลกระทบจากต้นทุน เลือกหุ้นสถานะการเงินเป็น Net cash ทนทานเมื่อเผชิญกับ Macro Risk อย่าง SAT และ STANLY

#### มุมมองกำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 ราย Sector

| +QoQ / +YoY | +YoY  | +QoQ  | -QoQ / -YoY |
|-------------|-------|-------|-------------|
| ETRON       | HELTH | ENERG | BANK        |
| FIN         | COMM  | AGRI  | PETRO       |
| TOURISM     | INSUR | PKG   | ICT         |
| CONS        |       |       | PROP        |
| MEDIA       |       |       | CONMAT      |
|             |       |       | AUTO        |
|             |       |       | STEEL       |

ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

สรุปคือ มุมมองกำไร 2Q65 มีโอกาสลดลงทั้ง QoQ และ YoY สูง เนื่องจากฐานกำไรไตรมาสก่อน และช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนที่อยู่ในระดับสูง บวกกับบริษัทจดทะเบียนที่ต้องรับมือกับภาวะเงินเฟ้อที่สูงขึ้น ถือเป็นหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม และอาจนำไปสู่การปรับประมาณการกำไรได้

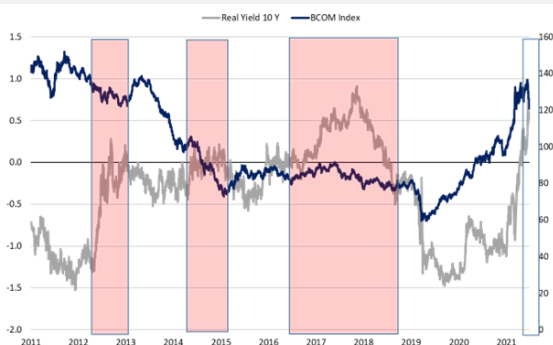
### 3 ปัจจัยเสี่ยงที่ต้องเผชิญในช่วงต้นไตรมาส 3Q65

#### 1. Commodity มีโอกาสชะลอการปรับขึ้น

การเร่งขึ้นดอกเบี้ยแรงของ Fed 0.75% ในเดือน มิ.ย. 65 กดดันให้ Real Yield (Bond Yield 10Y – ค่าคาดการณ์เงินเฟ้อ 5 ปี) พลิกกลับขึ้นมาเป็นบวกอย่างรวดเร็ว

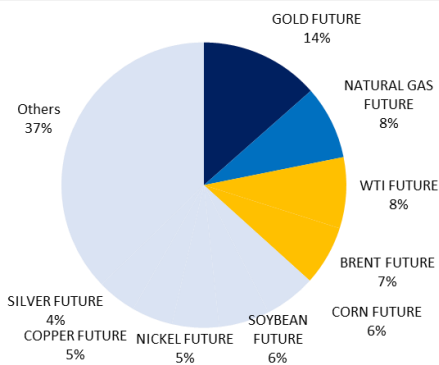
และหากพิจารณาจากสถิติในอดีต เวลาที่ Real Yield ยืนในแดนบวก มักกดดันให้ราคา Commodity ต่างๆ ปรับตัวลดลงในช่วงเวลาต่อมา เสมอ สะท้อนได้จากกราฟการเปรียบเทียบระหว่าง Real Yield สหรัฐ (Bond Yield 10Y – ค่าคาดการณ์เงินเฟ้อ 5 ปี) กับ BCOM Index (Commodity ต่างๆ ทั่วโลก 23 ชนิด) เช่นเดียวกับปัจจุบันที่ Real Yield เติบโตเร็วและยืนในแดนบวก ขณะที่ ราคา BCOM Index เริ่มย่อตัวลงราว 10% ในช่วง 2 สัปดาห์ท้ายของเดือน มิ.ย. 65

#### Real Yield vs. BCOM Index



ที่มา: Bloomberg, ASPS

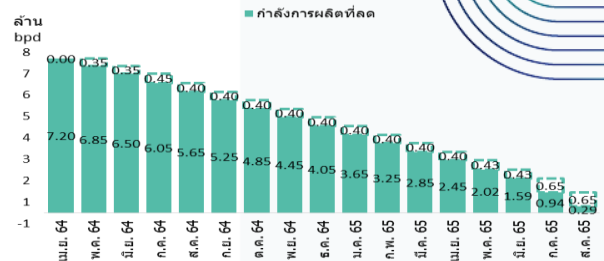
#### สัดส่วนแต่ละดัชนีใน BCOM Index ประกอบด้วย 23 Commodity



ที่มา: Bloomberg, ASPS

บวกกับเดือน ก.ค. มีโอกาสเห็นกลุ่ม OPEC+ มีการปรับเพิ่มกำลังการผลิตในเดือน ก.ค. - ส.ค. 50% จาก 4.32 แสนล้านบาร์เรล/วัน เป็น 6.84 แสนล้านบาร์เรล/วัน เพิ่มขีดความสามารถน้ำมันดิบจากรัสเซีย ส่งผลให้อุปทานในระบบเพิ่มขึ้น และกดดันให้ราคาน้ำมันลดลงได้

#### การปรับเพิ่มกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+



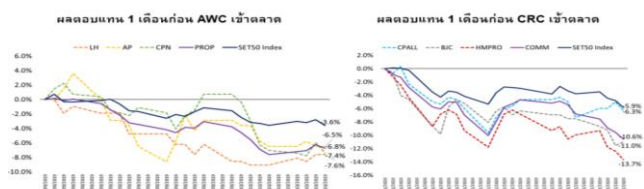
ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

ทั้ง 2 ปัจจัย ถือเป็นแรงกดดันตลาดหุ้นไทยในระยะถัดไป เนื่องจากหุ้นไทยประกอบไปด้วยหุ้นที่รายได้อิงกับราคา Commodity ถึง 1 ใน 3 ส่วน ดังนั้นหนึ่งในกลยุทธ์การลงทุนอาจจะต้องมีหุ้นประเภท Anti-Commodity หรือหุ้นต้นทุนลดลงจากปัจจัยดังกล่าว บางส่วนในพอร์ต อาทิ SCC KEX CBG OSP GPSC BGRIM ฯลฯ

2. หุ้น IPO ขนาดใหญ่ เตรียมเข้าตลาดในช่วงต้นงวด 3Q65 และมีโอกาส Fast Track เข้าดัชนี SET50 ได้ ฝ่ายวิจัยประเมินจะต้องมีการเตรียมเงิน Rebalance พอร์ตของกองทุนไทยและต่างประเทศ ซึ่งปกติมักจะมีข้อกำหนดหรือวิธีการลงทุนแบบ Fully Invest อยู่แล้ว หรืออาจจะถือเงินสดเพียงเล็กน้อยในช่วงเวลาเท่านั้น ทำให้การเตรียมเงินในการซื้อหุ้นขนาดใหญ่ในระยะเวลานั้นๆ นั้นจะเลือกลดพอร์ตการลงทุนในหุ้นกลุ่มหรืออุตสาหกรรมเดียวกันเป็นลำดับแรกๆ ก่อน ส่งผลให้หุ้นกลุ่มเดียวกันถูกกดดันในช่วงเวลานั้นๆ ได้

และหากดูสถิติในอดีตเวลาที่หุ้นขนาดใหญ่เตรียมเข้าตลาด 1 เดือนพบว่า หุ้นในอุตสาหกรรมเดียวกัน มักจะปรับตัวลดลงแรงกว่าปกติ อาทิ 1 เดือนก่อน AWC เข้าตลาด หุ้นกลุ่ม PROP ปรับตัวลง -6.8% หรือตอน 1 เดือนก่อนหุ้น CRC เข้าตลาด หุ้นกลุ่ม COMM ปรับตัวลง -10.6% แม้ว่าปกติหุ้นทั้ง 2 กลุ่มจะมี Beta ต่ำ แต่ในช่วงเวลานั้นก็ปรับฐานแรงกว่า SET Index มาก

#### ในอดีตก่อนหุ้น IPO ขนาดใหญ่เข้าตลาด 1 เดือน มักกดดันหุ้นกลุ่มเดียวกันย่อตัวลง

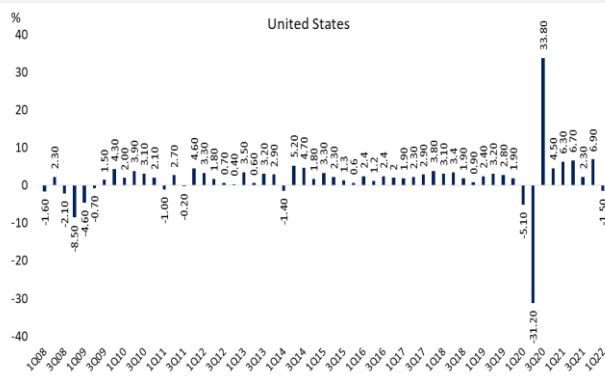


ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

ดังนั้นในช่วงเวลานี้ อาจเห็นการปรับพอร์ตของกองทุนไทยและต่างประเทศเพื่อเตรียมซื้อหุ้นประกันขนาดใหญ่ กัดหุ้นกลุ่ม BANK, FIN, INSUR ในช่วงสั้นๆ เช่นเดียวกับสถิติในอดีตที่กล่าวไว้ข้างต้น แต่อย่างไรก็ตามประเด็นที่กล่าวมาไม่ได้มีความเกี่ยวข้องกับ Valuation ของหุ้นแต่อย่างใด ดังนั้นหากย่อตัวลงมากอาจเป็นโอกาสในการสะสมสำหรับการลงทุนในระยะกลางถึงยาวได้ รวมถึงหุ้นกลุ่ม BANK และ INSUR ยังเป็นกลุ่มที่ได้ประโยชน์เวลาดอกเบี้ยเป็นขาขึ้น

3. ความกังวลว่าจะเกิด Technical Recession GDP Growth สหรัฐฯ 1Q65 หดตัว -1.5% และการประกาศตัวเลข GDP ไตรมาส 2/2565 ซึ่งเป็นตัวชี้ชะตาว่าจะติดลบติดต่อกันอีกไตรมาสหรือไม่? (Technical Recession คือ GDP ติดลบ 2 ไตรมาสติด) และยังรายงานพร้อมกับ FOMC Rate Decision ที่คาดว่าจะขึ้น 0.75% ณ 28 กค 65 จึงเป็นประเด็นที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิด

### GDP Growth สหรัฐ รายไตรมาส

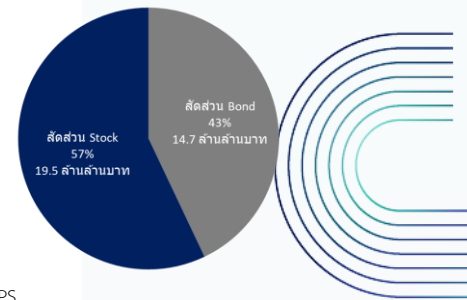


ที่มา: Bloomberg, ASPS

## การประเมินเป้าหมาย SET Index ด้วย Market Earning Yield อาจกระทบ เมื่อ กนง. พิจารณาปรับขึ้นดอกเบี้ย

ภายใต้เม็ดเงินในระบบการเงินที่ปัจจุบันประกอบไปด้วยตลาดตราสารหนี้ไทย มีมูลค่าคงค้างขนาด 14.7 ล้านล้านบาท และตลาดหุ้นไทยมีขนาดราว 19.5 ล้านล้านบาท ซึ่งปกติในยามที่ดอกเบี้ยมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้น นักลงทุนอาจให้น้ำหนักหรือเคลื่อนย้ายเม็ดเงินไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัยมากขึ้นได้ เพื่อลดความผันผวน และหาผลตอบแทนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงขึ้น

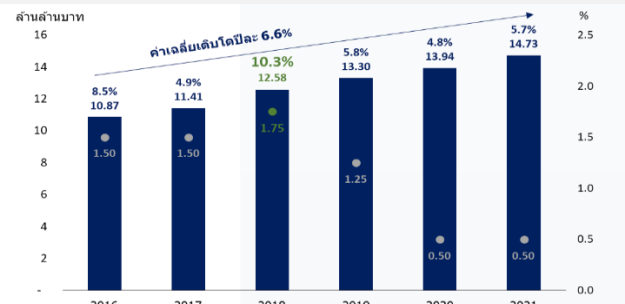
## เปรียบเทียบมูลค่าตราสารหนี้กับตลาดหุ้นไทย



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

สะท้อนได้จากสถิติในอดีตปี 2561 ในปีนั้นกนง. มีการขึ้นดอกเบี้ย 0.25% จาก 1.5% เป็น 1.75% หนุนให้มูลค่าคงค้างในตลาดตราสารหนี้ขยับขึ้นมาถึง 10% สูงกว่าภาวะปกติที่ปรับขึ้นปีละประมาณ 6.6%

## มูลค่าคงค้างตราสารหนี้มักเพิ่มขึ้นเวลาดอกเบี้ยปรับเพิ่ม



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

จากข้อมูลดังกล่าวแสดงให้เห็นว่า ในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นนักลงทุนอาจมีการเคลื่อนย้ายเม็ดเงินไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัย หรือตลาดตราสารหนี้มากขึ้น กัดหุ้นให้ตลาดหุ้นมีโอกาสซื้อขายบน P/E ที่ถูกลง ดังนั้นการประเมินมูลค่าตลาดหุ้นด้วยวิธี Market Earning Yield Gap หรือการเปรียบเทียบผลตอบแทนในตลาดหุ้นกับตลาดตราสารหนี้ น่าจะเป็นอะไรที่เหมาะสมในช่วงเวลาที่ดอกเบี้ยมีแนวโน้มเป็นขาขึ้น โดยฝ่ายวิจัย ASPS ได้ทำการคำนวณหา ระดับดัชนีรองรับแรงกดดันจากดอกเบี้ยขาขึ้น เริ่มจาก

1) กำหนด Market Earning Yield Gap ที่ระดับ 4.41% ถือว่า Conservative เนื่องจากสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 4.2%

## MEYG ย้อนหลัง 10 ปี

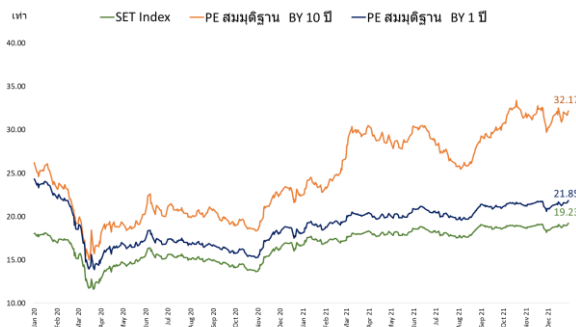


ที่มา: Bloomberg, ASPS



2) ใช้ระดับ Bond Yield 1 ปี เป็นเกณฑ์ (ซึ่งมักจะคำนวณให้ค่า PE ใกล้เคียงความจริงมากกว่า Bond Yield 10 ปี) พร้อมกับปรับระดับ Bond Yield 1 ปี ขึ้นทุก 0.25% (คาดว่า กนง. มีโอกาสปรับขึ้นดอกเบี้ยในปีนี้ได้สูงสุดอีก 0.75% หรือปรับขึ้นทุกครึ่งในการประชุมช่วงที่เหลือของปี)

### P/E ที่คิดจาก Bond Yield 1Y ใกล้เคียง P/E ตลาด มากกว่าคิดจาก Bond Yield 10Y



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

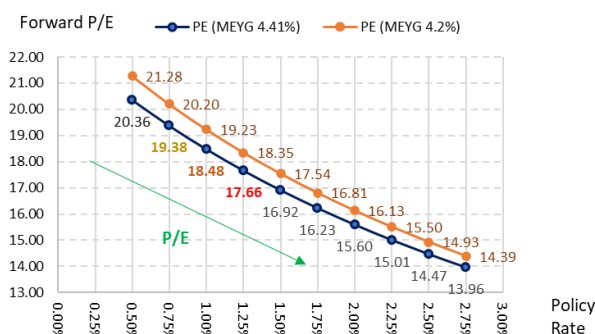
### คาดการณ์การขึ้นดอกเบี้ยในการประชุม กนง. ช่วงที่เหลือของปี

| Date      | Policy Rate | Forecast |
|-----------|-------------|----------|
| Now       | 0.50%       |          |
| 10-Aug-22 | 0.75%       | 0.25%    |
| 28-Sep-22 | 1%          | 0.25%    |
| 30-Nov-22 | 1.25%       | 0.25%    |

ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

3) คำนวณหาค่า P/E ที่เหมาะสม ในระดับดอกเบี้ยที่มีโอกาสทยอยปรับเพิ่มขึ้น ภายใต้ MEYG ที่ 4.41% ผลลัพธ์ คือ หากไม่มีการลดดอกเบี้ย P/E65F จะอยู่ที่ 20.36 เท่า และจะลดลงมาเรื่อยๆ เหลือ 17.66 เท่า ในกรณีที่ กนง. ในทุกการประชุมช่วงที่เหลือของปี หรือขึ้นดอกเบี้ย 3 ครั้ง ครั้งละ 0.25%

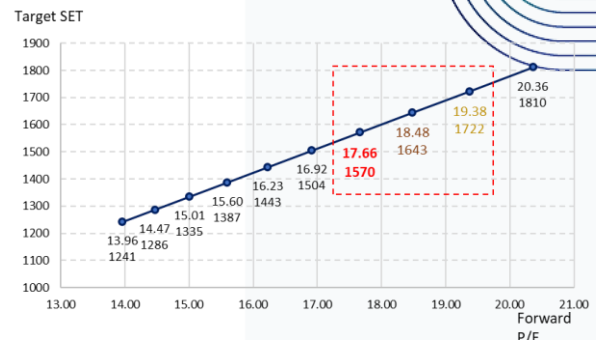
### เปรียบเทียบระดับ P/E ที่เหมาะสมในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

4) หากนำ P/E ในแต่ละระดับ มาคูณกับ EPS65F ที่ 88.9 บาท/หุ้น จะได้ผลลัพธ์ระดับดัชนีรองรับแรงกดดัน ในกรณีปรับดอกเบี้ยขึ้น 0.25% เท่ากับ 1722 จุด, ในกรณีปรับดอกเบี้ยขึ้น 0.5% เท่ากับ 1643 จุด และในกรณีปรับดอกเบี้ยขึ้น 0.75% เท่ากับ 1722 จุด

### เปรียบเทียบระดับดัชนีรองรับแรงกดดันในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้น



ที่มา: SET, ฝ่ายวิจัย ASPS

จากการประเมินดัชนีรองรับแรงกดดันในภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นในระดับต่างๆ ทำให้นักลงทุนสามารถประเมินกรอบการเข้าสะสมหุ้นเพื่อหวังผลในระยะยาวได้ง่ายขึ้น ซึ่งหนึ่งในโซนเข้าสะสมที่เหมาะสมคือ ระดับที่ดัชนีต่ำกว่า 1570 จุด

และสำหรับกลยุทธ์การลงทุนเดือน ก.ค. 65 แนะนำทยอยสะสมหุ้น 3 กลุ่มที่คาดว่าจะ Outperform ตลาดได้

- 1) หุ้นกลุ่มเปิดเมือง CENTEL, BEM, CRC, CPN
- 2) หุ้นมีเกราะป้องกันเงินเฟ้อและดอกเบี้ยขาขึ้น KTB, TRUE
- 3) หุ้นได้ประโยชน์บาทอ่อนค่า CPF

ส่วนหุ้นที่อาจจะต้องใช้ความระมัดระวังในการลงทุน คือ CHG กับ LPN เนื่องจากราคาหุ้นใกล้เคียงมูลค่าพื้นฐาน

### หุ้นแนะนำประจำเดือน ก.ค. 65

| Company            | Mkt.Cap (B.Baht) | Last Price (30/06/2022) | FairValue | Upside | PER 22F | Div Yield 22F (%) | EPS Growth 22F |
|--------------------|------------------|-------------------------|-----------|--------|---------|-------------------|----------------|
| Recommend "BUY"    |                  |                         |           |        |         |                   |                |
| CRC                | 211.09           | 35.00                   | 44.75     | 27.9%  | 31.97   | 0.0               | 11174.5%       |
| CPF                | 223.89           | 26.00                   | 32.00     | 23.1%  | 13.82   | 2.5               | 19.2%          |
| TRUE               | 3.76             | 4.60                    | 5.70      | 23.9%  | NM      | 0.0               | Loss           |
| BEM                | 133.74           | 8.75                    | 10.30     | 17.7%  | 49.06   | 1.1               | 169.9%         |
| CENTEL             | 32.79            | 44.00                   | 50.00     | 13.6%  | NM      | 0.0               | Loss           |
| CPN                | 273.77           | 61.00                   | 69.00     | 13.1%  | 29.49   | 1.2               | 29.8%          |
| KTB                | 216.63           | 15.50                   | 16.10     | 3.9%   | 8.37    | 3.6               | 19.9%          |
| Recommend "Switch" |                  |                         |           |        |         |                   |                |
| CHG                | 40.70            | 3.70                    | 3.70      | 0.0%   | 15.70   | 3.3               | -39.3%         |
| LPN                | 6.49             | 4.40                    | 3.60      | -18.1% | 9.77    | 6.8               | 119.9%         |

ที่มา: Bloomberg, ASPS

### กำไรโรงกลั่นกระทบ หากถูกแทรกแซงกลไกตลาด

กลุ่มพลังงาน  
น้ำมัน แท่งตลาด

- การดำเนินธุรกิจโรงกลั่นในอดีตถึงปัจจุบันเป็นไปตามกลไกตลาดเสรี
- หากกลุ่มโรงกลั่นจำเป็นต้องช่วยกองทุนน้ำมัน จะกระทบประมาณการกำไรปี 2565
- ราคาหุ้นของกลุ่มโรงกลั่นน่าจะรับแรงกระแทกจากการแทรกแซงของรัฐไปแล้วระดับหนึ่ง

### ธุรกิจโรงกลั่นเป็นระบบการค้าเสรี

สำหรับโครงสร้างราคาน้ำมันในประเทศไทย หลักๆประกอบไปด้วย ราคาน้ำมันโรงกลั่น, ภาษีสรรพสามิต, ภาษีเทศบาล, กองทุนน้ำมัน, ภาษีมูลค่าเพิ่ม และค่าการตลาด ดังแสดงในตาราง ซึ่งในช่วงที่ราคาน้ำมันในตลาดโลกอยู่ในระดับสูงจากผลกระทบของสถานการณ์รัฐเซีย-ยูเครน ทำให้ประชาชนในหลายภาคส่วนจะได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ปรับสูงขึ้น รัฐบาลจึงมีการเข้าแทรกแซงในการกำหนดราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลให้อยู่ในระดับต่ำกว่าโครงสร้างราคาน้ำมันที่ควรจะเป็นตามสูตรราคา ซึ่งในช่วงที่ผ่านมาได้มีการตรึงราคาน้ำมันดีเซลไว้ที่ 30, 32, 33 และล่าสุดไม่เกิน 35 บาทต่อลิตร หรือหากเกินรัฐจะช่วยเหลือส่วนที่เกินในอัตรา 50% ผ่านการปรับลดการเก็บกองทุนน้ำมันประเภทดีเซล ส่งผลให้สถานะกองทุนน้ำมันติดลบกว่า 1 แสนล้านบาท ในปัจจุบัน รวมถึงการปรับลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันดีเซลเหลือเพียง 1.3 จากเดิม 5.9 บาทต่อลิตร ในปัจจุบัน เพื่อตรึงราคาน้ำมันดีเซลไว้

#### โครงสร้างราคาปิโตรเลียมของไทย

PRICE STRUCTURE OF PETROLEUM PRODUCT IN BANGKOK

29-Jun-22

| UNIT:BAHT/LITRE      | EX-REFIN (AVG) | TAX B.LITRE | M. TAX B.LITRE | OIL FUND | CONSV FUND | WHOLESALE PRICE(WS) | VAT    | WS+VAT  | MARKETING MARGIN | VAT     | RETAIL |
|----------------------|----------------|-------------|----------------|----------|------------|---------------------|--------|---------|------------------|---------|--------|
| ULG                  | 34.8852        | 6.5000      | 0.6500         | 7.1800   | 0.0050     | 49.2202             | 3.4454 | 52.6656 | -0.0987          | -0.0069 | 52.56  |
| GASOHL95 E10         | 33.0960        | 5.8500      | 0.5850         | 0.0900   | 0.0050     | 39.6260             | 2.7738 | 42.3998 | 2.5703           | 0.1799  | 45.15  |
| GASOHL91             | 32.6583        | 5.8500      | 0.5850         | 0.0900   | 0.0050     | 39.1883             | 2.7432 | 41.9315 | 2.7556           | 0.1929  | 44.88  |
| GASOHL95 E20         | 31.9805        | 5.2000      | 0.5200         | -0.8200  | 0.0050     | 36.8855             | 2.5820 | 39.4675 | 4.2734           | 0.2991  | 44.04  |
| GASOHL95 E85         | 28.1846        | 0.9750      | 0.0975         | -0.5300  | 0.0050     | 28.7321             | 2.0112 | 30.7433 | 6.3520           | 0.4446  | 37.54  |
| H-DIESEL B7          | 30.8227        | 1.3400      | 0.1340         | -10.7700 | 0.0050     | 30.5317             | 2.1372 | 32.6689 | 2.1225           | 0.1486  | 34.94  |
| H-DIESEL             | 30.8227        | 1.3400      | 0.1340         | -10.7700 | 0.0050     | 30.5317             | 2.1372 | 32.6689 | 2.1225           | 0.1486  | 34.94  |
| H-DIESEL B20         | 30.8227        | 1.3400      | 0.1340         | -10.7700 | 0.0050     | 30.5317             | 2.1372 | 32.6689 | 2.1225           | 0.1486  | 34.94  |
| FO B80 (1) 2%S       | 24.6107        | 0.6400      | 0.0640         | 0.0600   | 0.0050     | 25.3797             | 1.7766 | 27.1563 |                  |         |        |
| FO 1500 (2) 2%S      | 21.8215        | 0.6400      | 0.0640         | 0.0000   | 0.0050     | 22.5905             | 1.5813 | 24.1718 |                  |         |        |
| LPG (UNIT:BAHT/KILO) | 27.4833        | 2.1700      | 0.2170         | -12.6908 | 0.0000     | 17.1795             | 1.2026 | 18.3821 | 3.2566           | 0.2280  | 21.87  |

ที่มา: กระทรวงพลังงาน

แต่อย่างไรก็ตามล่าสุดภาครัฐทบทวนการปรับลดค่าการกลั่นน้ำมัน (GRM) ของผู้ประกอบการโรงกลั่น เพื่อลดราคาขายหน้าโรงกลั่นตาม

สูตรโครงสร้างราคาน้ำมัน ซึ่งจะเป็นอีกทางที่ทำให้ราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลลดลงได้ (หลังจากมีการปรับลดกองทุนน้ำมันและภาษีสรรพสามิต) ซึ่งทางรวม.กระทรวงพลังงานได้มีการแต่งตั้ง “คณะกรรมการบริหารจัดการราคาน้ำมันเชื้อเพลิงในช่วงวิกฤต” ขึ้นมา เพื่อศึกษาประเด็นเรื่องค่าการกลั่นน้ำมันที่กำลังเป็นประเด็นในสังคม ซึ่งปัจจุบันภาครัฐอยู่ระหว่างการพิจารณาว่าจะมีมาตรการออกมาอย่างไร ทั้งนี้หากพิจารณาในรายละเอียดของการดำเนินธุรกิจโรงกลั่น พบว่าในอดีตที่ผ่านมาจนถึงปัจจุบัน เป็นระบบการค้าแบบเสรี ทุกอย่างเป็นไปตามกลไกตลาดเสรี ไม่มีการแทรกแซงโดยภาครัฐ กระทรวงพลังงานไม่ได้ควบคุมค่าการกลั่น ซึ่งก็มีทั้งช่วงที่โรงกลั่นได้กำไร และขาดทุน ซึ่งในมุมมองของฝ่ายวิจัย ค่าการกลั่นที่ปรับตัวสูงขึ้นในปัจจุบันมาจากสถานการณ์รัสเซีย-ยูเครน ทำให้ SUPPLY โดยรวมของตลาดโลกปรับตัวลดลง ซึ่งถือเป็นเหตุการณ์ที่อยู่ในภาวะผิดปกติ และอาจจะเป็นเพียงชั่วคราวเท่านั้น อีกทั้งค่าการกลั่นที่ปรับตัวสูงขึ้นก็มีเพียงประเภทดีเซล และเบนซิน แต่โรงกลั่นมีการผลิตผลิตภัณฑ์ชนิดอื่นๆ อีกด้วยทำให้ต้องมีการถ่วงค่าการกลั่นเฉลี่ยตามสัดส่วนการผลิต รวมถึงค่าการกลั่นยังไม่ได้สะท้อนกำไรที่แท้จริงของโรงกลั่น เพราะยังมีค่าใช้จ่ายอื่นๆที่เกิดขึ้น ดังนั้นหากภาครัฐเข้ามาแทรกแซง โดยให้ปรับลดค่าการกลั่นเพื่อให้ราคาขายปลีกหน้าโรงกลั่นปรับลดลง ก็อาจทำให้ผู้ประกอบการหันไปส่งออกมากขึ้น เพราะได้ราคาสูงกว่าการขายในประเทศ ซึ่งในอดีตที่ผ่านมาทุกครั้งที่ราคาน้ำมันปรับตัวสูง ก็จะมีประเด็นการแทรกแซงค่าการกลั่น แต่ยังไม่เคยเกิดขึ้นจริง ดังนั้นหากภาครัฐเข้ามาแทรกแซงบังคับให้ปรับลดค่าการกลั่นเพื่อให้ราคาขายปลีกหน้าโรงกลั่นปรับลดลง ก็อาจทำให้ผู้ประกอบการหันไปส่งออกมากขึ้น เพราะได้ราคาสูงกว่าการขายในประเทศ รวมถึงทำให้ความน่าสนใจในการลงทุนในหุ้นกลุ่มโรงกลั่นลดลงอย่างมาก เพราะอาจจะเกิดความเสี่ยงจากการถูกแทรกแซงจากรัฐ ทำให้กลไกตลาดการค้าเสรีถูกบิดเบือน

## หากรัฐเข้ามาแทรกแซง กระบถักกำไรกลุ่มโรงกลั่น

ฝ่ายวิจัยได้มีการประเมินเบื้องต้น หากภาครัฐจะเข้ามาแทรกแซง กลุ่มโรงกลั่นจะกระทบต่อผู้ประกอบการรายละเอียดยังคงนี้คือ หากมาพิจารณาในรายละเอียดของธุรกิจโรงกลั่นพบว่า โรงกลั่นแต่ละโรงจะผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปแต่ละชนิดในสัดส่วนที่แตกต่างกัน และในแต่ละผลิตภัณฑ์ก็จะมี SPREAD (ราคาผลิตภัณฑ์-ต้นทุนน้ำมันดิบ) ที่แตกต่างกัน ซึ่งจะเห็นได้ว่าในอดีตช่วงปี 2555-2562 SPREAD ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปหลักๆ ได้แก่ ก๊าซหุงต้ม, ก๊าซโซลีน และเจ็ท มี SPREAD อยู่ราว 10-15 เหรียญต่อบาร์เรล หรือราว 2.1-3.2 บาทต่อลิตร ซึ่งถือเป็นกำไรขั้นต้นจากการขายผลิตภัณฑ์หลักทั้ง 3 ชนิดดังกล่าว แต่เนื่องจากโรงกลั่นยังผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่มีกำไรขั้นต้นติดลบ ได้แก่ น้ำมันเตา เป็นส่วนประกอบด้วย ดังนั้นเมื่อมาเฉลี่ยกันแล้วค่าการกลั่นหรือกำไรขั้นต้น ก็จะไม่สูงเท่ากับ SPREAD ของน้ำมันหลักเท่านั้น

### แนวโน้ม SPREAD น้ำมันสำเร็จรูป

| Year           | Dubai (\$/BBL) | Jet-Dubai | GO 0.05-Dubai | Fuel Oil-Dubai | LSFO-Dubai | Gasoline-Dubai |
|----------------|----------------|-----------|---------------|----------------|------------|----------------|
| 2012           | 109.08         | 17.76     | 19.06         | -3.35          | -          | 14.37          |
| 2013           | 105.52         | 17.47     | 17.86         | -8.06          | -          | 13.66          |
| 2014           | 96.61          | 15.88     | 16.06         | -8.30          | -          | 14.31          |
| 2015           | 50.91          | 13.88     | 13.66         | -5.02          | -          | 18.28          |
| 2016           | 41.27          | 11.56     | 10.78         | -4.97          | -          | 14.85          |
| 2017           | 53.18          | 12.14     | 12.53         | -2.36          | -          | 14.87          |
| 2018           | 69.42          | 15.37     | 14.63         | -2.67          | -          | 10.53          |
| 2019           | 63.55          | 12.71     | 13.70         | -4.91          | 12.28      | 8.96           |
| Q1-20          | 50.74          | 8.51      | 10.99         | -7.39          | 19.39      | 6.65           |
| Q2-20          | 30.55          | -0.10     | 5.73          | -1.61          | 8.42       | 2.56           |
| Q3-20          | 42.92          | -0.74     | 4.16          | -2.53          | 7.17       | 4.43           |
| Q4-20          | 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           |
| Q1-21          | 60.01          | 3.28      | 4.74          | -3.46          | 13.45      | 7.10           |
| Q2-21          | 66.93          | 4.52      | 5.25          | -5.82          | 11.24      | 9.90           |
| Q3-21          | 71.67          | 5.31      | 5.35          | -3.33          | 11.42      | 11.59          |
| Q4-21          | 78.35          | 10.21     | 11.44         | -6.88          | 14.39      | 15.45          |
| 2021           | 69.24          | 5.83      | 6.70          | -4.87          | 12.62      | 11.01          |
| Jan            | 83.46          | 12.22     | 14.38         | -7.37          | 17.22      | 14.62          |
| Feb            | 92.34          | 13.84     | 17.68         | -9.77          | 20.74      | 18.46          |
| Mar            | 110.89         | 22.56     | 26.59         | -7.88          | 25.35      | 20.24          |
| Q1-22          | 95.56          | 16.21     | 19.55         | -8.34          | 21.11      | 17.77          |
| Apr            | 102.79         | 31.60     | 36.67         | 8.30           | 24.39      | 24.14          |
| May            | 108.13         | 34.83     | 37.39         | -3.67          | 30.47      | 38.84          |
| Jun            | 114.89         | 48.06     | 51.70         | -14.74         | 46.38      | 39.86          |
| Last week avq. | 117.08         | 49.61     | 52.50         | -17.74         | 46.60      | 39.53          |
| Today          | 118.95         | 50.69     | 53.82         | -17.18         | 47.02      | 41.42          |

ที่มา: PTTGC

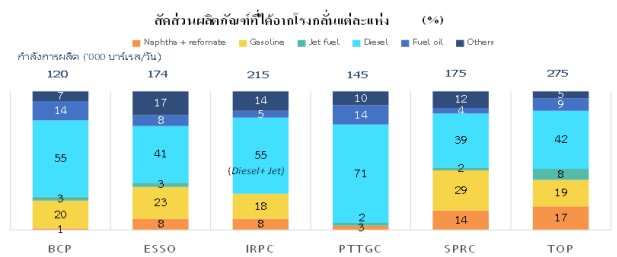
นอกจากนี้หากพิจารณาในช่วงปี 2563-2564 ซึ่งโลกของเราประสบกับปัญหาโควิด-19 ทำให้ต้องมีการปิดประเทศ ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปลดลงอย่างมีนัยยะส่งผลให้ SPREAD ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปหลักๆ ได้แก่ ก๊าซหุงต้ม, ก๊าซโซลีน และเจ็ท ก็มีการปรับตัวลดลงตามเฉลี่ยเหลือราว 3-8 เหรียญต่อบาร์เรล หรือราว 0.6-1.7 บาทต่อลิตร รวมถึงผลิตภัณฑ์น้ำมันเตาก็ติดลบมากขึ้น ส่งผลให้โรงกลั่นหลายโรงต้องเผชิญกับผลขาดทุน

ดังนั้นแสดงให้เห็นว่าธุรกิจโรงกลั่นในอดีตที่ผ่านมาทั้งกำไรและขาดทุนตามสถานการณ์ต่างๆที่เกิดขึ้นที่เข้ามากระทบ DEMAND และ SUPPLY น้ำมันสำเร็จรูปและน้ำมันดิบ ซึ่งต้นทุนเฉลี่ยของโรงกลั่นแต่ละโรงก็ไม่เท่ากัน เฉลี่ย BREAK-EVEN ของโรงกลั่นเมื่อรวมค่าใช้จ่ายหลักๆ ได้แก่ OPERATING COST, ค่าเสื่อมราคา และ

ดอกเบี้ยจะอยู่ราว 4.5-7.5 เหรียญต่อบาร์เรล หรือราว 1.0-1.6 บาทต่อลิตร

ฝ่ายวิจัยได้ประเมินเบื้องต้นจากค่าการกลั่นในสถานการณ์ปัจจุบัน โดยอิงค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ที่ราว 30-35 เหรียญต่อบาร์เรล (แต่ในความเป็นจริงค่าการกลั่นแต่ละโรงจะไม่เท่ากัน และก็จะไม่เท่ากับค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ เพราะประเภทผลิตภัณฑ์ที่ผลิตได้มีสัดส่วนไม่เท่ากัน) และหักด้วย CRUDE PREMIUM จากน้ำมันดิบที่ราว 6-8 เหรียญต่อบาร์เรล และ FUEL LOSS ราว 1-3 เหรียญต่อบาร์เรล จะได้ ค่าการกลั่นเฉลี่ยจะเหลือราว 20-25 เหรียญต่อบาร์เรล ซึ่งค่าการกลั่นหรือกำไรขั้นต้นที่ 20-25 เหรียญต่อบาร์เรล หรือราว 4.3-5.4 บาทต่อลิตร และเมื่อหักค่าใช้จ่ายหลักๆ ได้แก่ OPERATING COST, ค่าเสื่อมราคา และดอกเบี้ยที่อยู่ราว 4.5-7.5 เหรียญต่อบาร์เรล หรือราว 1.0-1.6 บาทต่อลิตร จะเหลือเป็นกำไรราว 3.3-3.8 บาทต่อลิตร

### สัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ได้จากโรงกลั่นแต่ละแห่ง



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

การใช้นโยบายดังกล่าวหากกำหนดให้โรงกลั่นทุกแห่งสนับสนุนช่วยเหลือภาครัฐทุกๆ 1 บาทต่อลิตร เป็นระยะเวลา 1 เดือน จะทำให้กำไรของโรงกลั่นแต่ละแห่งหายไปเท่ากับ 1.3 พันล้านบาท, 691.6 ล้านบาท, 1.0 พันล้านบาท, 572.4 ล้านบาท, 830.0 ล้านบาท และ 843.4 ล้านบาท สำหรับโรงกลั่น TOP, PTTGC, IPRC, BCP, ESSO และ SPRC ตามลำดับ ดังสรุปในตาราง

### SENSITIVITY : ผลกระทบต่อกำไรกลุ่มฯหากรัฐแทรกแซง

ผลกระทบต่อการให้ช่วยเหลือไปหากกำหนดให้โรงกลั่นช่วยเหลือทุกๆ 1 บาท/ลิตร/เดือน

| กำลังการผลิต       | ปริมาณการผลิตในระยะ 1 ปีกำไรที่จะลดลงหากช่วยเหลือ 1 ปีปริมาณการกำไรปี 2565 จาก |           |                     |           |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------|---------------------|-----------|
|                    | เดือน                                                                          | บาท/ลิตร  | Bloomberg Consensus |           |
| ('000 บาร์เรล/วัน) | (ล้านลิตร)                                                                     | (ล้านบาท) | (ล้านบาท)           |           |
| TOP                | 275                                                                            | 1,311.70  | 1,311.70            | 21,863.70 |
| PTTGC              | 145                                                                            | 691.60    | 691.60              | 23,930.10 |
| IRPC               | 215                                                                            | 1,025.50  | 1,025.50            | 4,995.40  |
| BCP                | 120                                                                            | 572.40    | 572.40              | 6,704.80  |
| ESSO               | 174                                                                            | 830.00    | 830.00              | 8,454.20  |
| SPRC               | 175                                                                            | 834.70    | 834.70              | 9,310.00  |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / BLOOMBERG



### ธุรกิจสัตว์บกเด่นกว่าสัตว์น้ำ

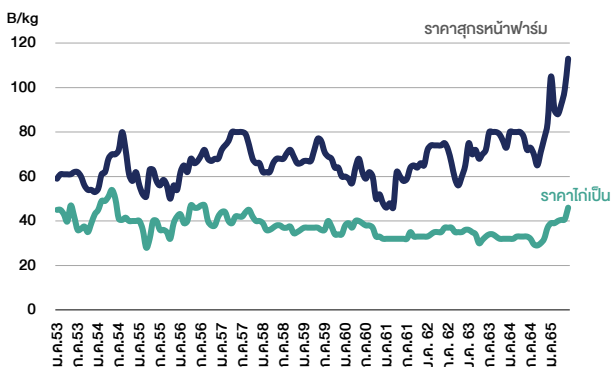
- สัตว์บกโดดเด่น...สัตว์น้ำฟื้นตัว
- แม้อากาศร้อนจะอ่อนตัวในปี 2565 จากธุรกิจถุงมือยาง แต่จะฟื้นตัวในปี 2566
- Top pick เลือก CPF และแนะนำซื้อ TFG

### เกษตร-อาหาร น้ำหนัก เก่งตลาด

### ธุรกิจหมูและไก่ฟื้นตัวโดดเด่น

ภาพรวมอุตสาหกรรมเกษตร-อาหารของไทยจะฟื้นตัวชัดเจนในปี 2565 นำโดยธุรกิจสัตว์บกที่ได้ประโยชน์จากปัญหาสุกรขาดแคลน ขณะที่ธุรกิจสัตว์น้ำก็ฟื้นตัว สอดคล้องกับเศรษฐกิจโลก หนุนแนวโน้มการส่งออกทูน่า กุ้งและแชลมอนดีขึ้น เช่นเดียวกับธุรกิจน้ำตาลและยางพาราที่จะได้ผลบวกจากแนวโน้มปริมาณขายและราคาขายสูงขึ้น ซึ่งมีน้ำหนักมากกว่าธุรกิจถุงมือยางจะถูกกดดันจากแนวโน้มราคาขายถุงมือยางที่ปรับลดลงแรง จากสถานการณ์โควิดคลี่คลายดีขึ้น

#### ราคาไก่เป็นและสุกรหน้าฟาร์มของไทย



ที่มา: CPF

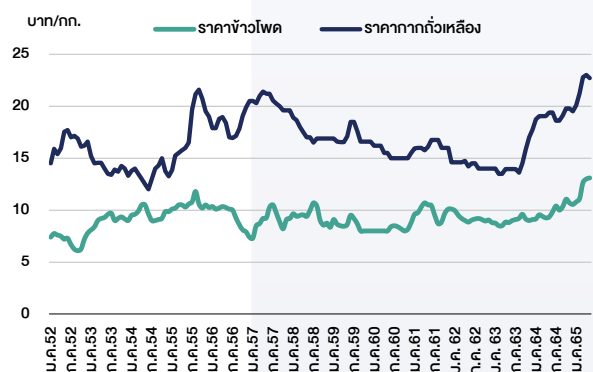
แนวโน้มธุรกิจสัตว์บกจะฟื้นตัวชัดเจนในปี 2565 ทั้งธุรกิจไก่และสุกร จากปัญหาสุกรขาดแคลน เพราะปัญหาโรคหวัดแอฟริการะบาด ทำให้ผู้เลี้ยงสุกรรายย่อยเลิกเลี้ยงสุกรชั่วคราว เพราะไม่มีระบบป้องกันโรคระบาดที่ดี และแนวโน้มความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ฟื้นตัว จากการเปิดเมือง หนุนทิศทางราคาไก่และสุกรปรับเพิ่มขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2565 โดยราคาไก่เป็นปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องถึง 32% นับตั้งแต่ต้นปี 2565 จนล่าสุดอยู่ที่ 50 บาท/กก. ถือเป็นจุดสูงสุดในรอบ 11 ปี

ขณะที่ราคาสุกรหน้าฟาร์มล่าสุดอยู่ที่ 113 บาท/กก. ปรับเพิ่มขึ้นถึง 20% ตั้งแต่ต้นปี 2565 ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ทำให้ฝ่ายวิจัยประเมินว่าแนวโน้มราคาไก่และสุกรยืนสูงต่อเนื่องในปี 2565-66

สำหรับธุรกิจสุกรในเวียดนาม (CPF และ TFG) จะฟื้นตัว จากแนวโน้มราคาสุกรหน้าฟาร์มฟื้นตัวต่อเนื่อง จากความต้องการบริโภคสุกรฟื้นตัว โดย CPF ประเมินราคาสุกรจะปรับเพิ่มขึ้น 10% จากงวด 1Q65 สู่ระดับ 6 หมื่นตอง/กก. (90 บาท/กก.) ในช่วงปลายปี 2565

ขณะที่ธุรกิจสุกรในจีน (CPF ถือหุ้นใน CTI 26.7% ของทุนชำระแล้ว รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร (ขาดทุน) จากบริษัทรวม) จะฟื้นตัวเช่นกัน จากทิศทางราคาสุกรในจีนฟื้นตัวต่อเนื่อง จนล่าสุดอยู่ที่ราว 16 หยวน/กก. (86 บาท/กก.) และ CPF คาดว่าราคาสุกรหน้าฟาร์มในจีนจะปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปทีราวด 19 หยวน/กก. (100 บาท/กก.) ในงวด 2H65 สอดคล้องกับราคาสุกรหน้าฟาร์มล่วงหน้าในจีน (FUTURE MARKET) ที่อยู่ที่ราว 19 หยวน/กก. ในงวด 2H65

#### ราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์



ที่มา: CPF

สำหรับแนวโน้มราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ปัจจุบันยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่อง โดยฝ่ายวิจัยประเมินว่าแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบอาหารสัตว์ของผู้ประกอบการงวด 3Q65 จะเพิ่มขึ้นราว 5% QOQ อย่างไรก็ตาม ฝ่ายวิจัยประเมินว่าแนวโน้มราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์จะทยอยปรับลดลงในปี 2566 จากแนวโน้มสภาพอากาศที่ดีขึ้น หนุนแนวโน้มผลผลิตข้าวโพดและถั่วเหลืองออกสู่ตลาดมากขึ้น ทั้งนี้ ฝ่ายวิจัยประเมินว่าผลบวกจากแนวโน้มราคาไก่และสุกรที่ปรับเพิ่มขึ้นมีน้ำหนักมากกว่าทิศทางราคาวัตถุดิบอาหารสัตว์ ส่งผลบวกให้แนวโน้มประสิทธิภาพการทำกำไรของ CPF TFG และ GFPT จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในงวด 2Q65-3Q65

### ธุรกิจปูนาและกุ้งพื้นจากการเปิดเมือง

สำหรับธุรกิจสัตว์น้ำในปี 2565 จะฟื้นตัวจากปีก่อน สอดคล้องกับการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก และการเปิดเมือง หนุนแนวโน้มคำสั่งซื้อปูนาและกุ้งพื้นตัว โดยเฉพาะกุ้งและแชลมอนี่ส่วนใหญ่จะขายผ่านช่องทางร้านอาหารและโรงแรม จึงได้อานิสงส์จากสถานการณ์โควิดที่คลี่คลายดีขึ้นทั่วโลก

ทั้งนี้ ยังต้องติดตามแนวโน้มราคาวัตถุดิบอาหารทะเล (ปูนาและกุ้ง) บรรจุกุ้ง (กระป๋องและซอง) ส่วนผสมของอาหาร (น้ำมันพืช) ที่สูงขึ้นในปี 2565 โดยแม้ราคาวัตถุดิบปูนาล่าสุดเดือนพ.ค. 65 อยู่ที่ 1.6 พันดอลลาร์สหรัฐฯ ปรับลดลง 11.1% MOM (แต่เพิ่มขึ้นถึง 25.0% YOY) แต่ราคาวัตถุดิบปูนาเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2565 อยู่ที่ 1.7 พันดอลลาร์สหรัฐฯ เพิ่มขึ้นถึง 21.6% YOY สูงกว่าสมมติฐานราคาวัตถุดิบปูนาเฉลี่ยปี 2565 ที่ฝ่ายวิจัยกำหนดไว้ที่ 1.5 พันดอลลาร์สหรัฐฯ เล็กน้อย กดดันแนวโน้มประสิทธิภาพการทำกำไรธุรกิจปูนาที่เป็น แบรนดของ TU บ้าง (16% ของรายได้รวม) เพราะได้ตกลงราคาขายปูนากระป๋องสำหรับปี 2565 ไว้แล้ว

### ปีคังของน้ำตาลและยาง

ราคาน้ำตาลดิบล่าสุดอยู่ที่ 18.31 เซนต์/ปอนด์ ถือว่าอยู่ในระดับสูงและคาดการณ์ว่าน้ำตาลดิบโลกจะทรงตัวสูงใกล้เคียงปัจจุบันที่ราว 18-20 เซนต์/ปอนด์ในช่วงที่เหลือของปี 2565 เนื่องจากแนวโน้มผลผลิตน้ำตาลโลกจะอยู่ในภาวะเกินดุลเล็กน้อยในปี 2565-66 ทั้งนี้ คาดผู้ประกอบการน้ำตาลไทยจะได้ประโยชน์จากทิศทางราคาน้ำตาลที่อยู่ในระดับสูง และแนวโน้มผลผลิตอ้อยออกสู่ตลาดมากขึ้น หนุนธุรกิจน้ำตาลฟื้นตัวในปี 2565-66

สำหรับราคายางพาราล่าสุดราคายางแท่งอยู่ที่ 1.62 พันดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน และคาดการณ์ว่าราคายางจะยังดีต่อเนื่องในปี 2565 ตาม

การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก หนุนความต้องการใช้ยางพาราเพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในอุตสาหกรรมยานยนต์ ทั้งจากแนวโน้มยอดขายรถยนต์ใหม่ฟื้นตัว และการเปลี่ยนยางของรถยนต์เก่ามากขึ้น ตามแนวโน้มการเดินทางฟื้นตัว ส่งผลบวกต่อแนวโน้มประสิทธิภาพการทำกำไรธุรกิจยางพาราในปี 2565

### กำไรกลุ่มอาหารฟื้นตัวในปี 2565 แต่จะฟื้นในปี 2566

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2565 ของกลุ่มเกษตร-อาหารจะปรับลดลง 17.4% yoy มาที่ 3.3 หมื่นล้านบาท สาเหตุหลักจากธุรกิจถุงมือยางของ STA ปรับลดลงแรง จากแนวโน้มราคาขายถุงมือยางเฉลี่ยปี 2565 ลดลงถึง 65.3% yoy มาที่ 0.60 บาท/ชิ้น ใกล้เคียงช่วงก่อนโควิด ซึ่งมีน้ำหนักมากกว่าธุรกิจไก่ สุกรและกุ้งที่ฟื้นตัว จากปัญหาสุกรขาดแคลน หนุนแนวโน้มราคาไก่และสุกรปรับสูงขึ้นในปี 2565 ไปได้ทั้งหมด

ทั้งนี้ คาดกำไรสุทธิปี 2566 จะพลิกกลับมาเติบโต 6.2% YOY มาที่ 3.5 หมื่นล้านบาท จากแนวโน้มธุรกิจปูนา กุ้งน้ำตลและยางพาราฟื้นตัวต่อเนื่อง

สำหรับแนวโน้มกำไรสุทธิงวด 2Q65 ของกลุ่มฯจะฟื้นตัวจากงวด 1Q65 ผลบวกจากแนวโน้มธุรกิจไก่และสุกรฟื้นตัวต่อเนื่อง สอดคล้องกับทิศทางราคาไก่และสุกรที่ปรับเพิ่มขึ้นในงวด 2Q65

### CPF และ TFG น่าสนใจ

ฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักการลงทุนกลุ่มเกษตร-อาหาร เท่าตลาด โดยเลือก CPF (FV@B32) เป็น TOP PICK จากแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2565 ฟื้นตัว 19.2% YOY จากธุรกิจสัตว์บกในไทยและเวียดนามฟื้นตัว นอกจากนี้ ยังมี VALUATION ที่น่าสนใจ โดยมีค่า PBV เพียง 1.0 เท่า และแนะนำซื้อ TFG (FV@B7.30) จากแนวโน้มกำไรสุทธิปี 2565 ฟื้นตัวถึงกว่า 4 เท่าตัว จากแนวโน้มธุรกิจไก่และสุกรฟื้นตัวในปี 2565

### สรุปคำแนะนำหุ้นกลุ่มเกษตร-อาหาร

| Rec. | 30-Jun-22 |            |        |     | 2565F |      |     |      |
|------|-----------|------------|--------|-----|-------|------|-----|------|
|      | Close     | Fair value | Upside |     | EPS   | PER  | PBV | Div  |
|      | (B)       | (B)        | (%)    |     | (B)   | (X)  | (X) | (%)  |
| CPF  | ซื้อ      | 26.00      | 32.00  | 23% | 1.88  | 13.8 | 1.0 | 2.50 |
| GFPT | ซื้อ      | 17.10      | 17.00  | -1% | 1.12  | 15.3 | 1.3 | 1.75 |
| KSL  | ซื้อ      | 3.70       | 4.50   | 22% | 0.22  | 16.9 | 0.8 | 1.62 |
| NER  | ซื้อ      | 6.05       | 10.20  | 69% | 1.02  | 5.9  | 1.7 | 7.27 |
| STA  | ซื้อ      | 21.20      | 28.00  | 32% | 2.55  | 8.3  | 0.7 | 5.19 |
| STGT | ขาย       | 16.30      | 18.00  | 10% | 0.95  | 17.1 | 1.2 | 3.07 |
| TFG  | ซื้อ      | 6.45       | 7.30   | 13% | 0.50  | 12.9 | 2.7 | 2.32 |
| TU   | ซื้อ      | 17.10      | 21.00  | 23% | 1.39  | 12.3 | 1.3 | 4.68 |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### การเดินทางไม่มีจุดสิ้นสุด

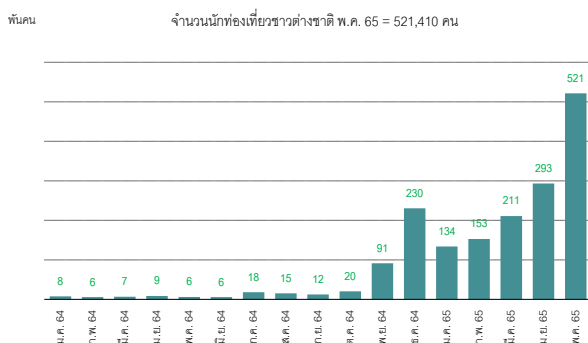
- ๐ กองเกี้ยวไทยฟื้นตัวต่อเนื่อง
- ๐ แนวโน้ม 2Q65 CENTEL และ MINT เด่น และต่อ 2H65
- ๐ การเปิดประเทศเดินทางทั่วโลก เลือก CENTEL และ MINT

### ท่องเที่ยว น้ำหนัก เก้าตลาด

#### ท่องเที่ยวไทยฟื้นตัวต่อเนื่อง

ภายหลังภาครัฐเปิดประเทศ ส่งผลให้ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทย มีพัฒนาการเชิงบวกต่อเนื่อง ล่าสุดข้อมูล พ.ค. 65 อยู่ที่ 521,410 คน คิดเป็น 19% ของ พ.ค. 62 เพิ่มขึ้นจาก เม.ย. 65 ที่สัดส่วน 9.2% ของ Pre-COVID และ ธ.ค. 64 ที่ 5.8% ของช่วงก่อนเกิด COVID-19 หนุนด้วยการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว East Asia (สัดส่วน 45% ของนักท่องเที่ยว พ.ค. 65) รวบรวม 173% MoM (12% ของ Pre-COVID-19) เช่น มาเลเซียและสิงคโปร์ รวมถึงนักท่องเที่ยวอินเดีย (สัดส่วน 15% ของ พ.ค. 65) เติบโต 187% MoM และคิดเป็นสัดส่วน 45% ของ พ.ค. 62 เช่นเดียวกับซาอุดีอาระเบีย หลังภาครัฐพัฒนาความสัมพันธ์ระหว่างประเทศ หนุนนักท่องเที่ยวซาอุดีอาระเบีย พ.ค. 65 มาอยู่ที่ 12,987 คน เพิ่มขึ้น 836% MoM และสูงกว่า พ.ค. 62 ที่ 529 คน (เฉลี่ย 2,501 คนต่อเดือนในปี 2562) ภาพรวมชัดเจนตัวเลขนักท่องเที่ยวยุโรปอ่อนตัว 15% MoM เพราะเป็นช่วง High Season ในยุโรป องค์ประกอบรวมตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทย 5M65 เท่ากับ 1.3 ล้านคน คิดเป็น 8% ของ 5M62 แรงตัวจาก 5M64 ที่มีนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยเพียง 0.2% ของช่วงก่อนเกิด COVID-19

#### ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยรายเดือน

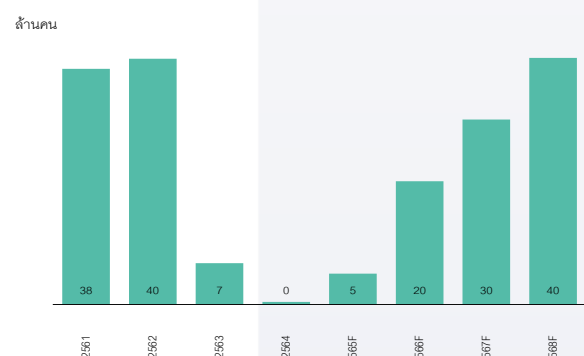


ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา

ขณะที่ข้อมูลเบื้องต้นตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยวันที่ 1 - 22 มิ.ย. 65 จากสำนักตรวจคนเข้าเมืองอยู่ที่ประมาณ 601,100 คน หรือเฉลี่ย 27,323 คนต่อวัน (1 ม.ค. - 22 มิ.ย. 65 อยู่ที่ 1,913,553 คน) โดยฝ่ายวิจัยประเมินว่าภายหลังภาครัฐยกเลิก Thailand Pass กอปรกับการผ่านพ้น Low Season เป็นปัจจัยหนุนการฟื้นตัวเด่นชัดช่วง 2H65 หากประเมิน 3Q65 เฉลี่ย 7 แสนคนต่อเดือนและ 4Q65 ที่เป็น High Season รวบรวม 1 ล้านคนต่อเดือน คาดผลักดันจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยอยู่ที่ราว 7 ล้านคนในปี 2565 คิดเป็นสัดส่วน 18% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยปี 2562 และสูงกว่าสมมติฐานฝ่ายวิจัยที่ 5 ล้านคน

โดยประมาณการปี 2565 แทบไม่ได้ให้น้ำหนักกับนักท่องเที่ยวชาวจีน (5M65 ที่ 3.7 หมื่นคน) ที่ปี 2562 เดินทางมาไทยราว 11 ล้านคน (สัดส่วน 28% ของนักท่องเที่ยวต่างชาติปี 2562) ซึ่งฝ่ายวิจัยคาดการณ์การออกเดินทางท่องเที่ยวต่างประเทศของนักท่องเที่ยวชาวจีน จะเกิดขึ้นตั้งแต่ 4Q65 หลังประชุมใหญ่พรรคคอมมิวนิสต์จีน จึงจะเริ่มเห็นการผ่อนคลายมาตรการ ZERO COVID ภาพรวมฝ่ายวิจัยคงคาดตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยปี 2566 - 68 ที่ 20 ล้านคน, 30 ล้านคน และ 40 ล้านคน ตามลำดับ

#### ตัวเลขนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยรายปี



ที่มา: กระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬา และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



## แนวโน้ม 2Q65 CENTEL และ MINT เค่น

ข้อมูลตัวเลขสถิติการดำเนินงาน (Occupancy rate, ADR และ RevPar) หุ่นในกลุ่มฯ ช่วง พ.ค. 65 มีสัญญาณฟื้นตัวต่อเนื่อง นำโดย MINT จากโรงแรมใน EU ส่วน CENTEL และ ERW โรงแรมไทยมีพัฒนาการดีขึ้น ตามการเปิดประเทศ รายละเอียดดังนี้

**MINT** หนุนด้วย NH Hotel ตามปัจจัยฤดูกาลของโรงแรมใน EU ทำให้ Occupancy rate (Occ Rate) อยู่ที่ประมาณ 70% จาก 63% เม.ย. 65 และเฉลี่ย 1Q65 ที่ 40% (2Q62 ที่ 75.3% และ 2Q64 ที่ 23%) ขณะที่ค่าห้องพัก (ADR) ปรับระดับเกินช่วง Pre-COVID มาที่ราว 130 ยูโรต่อห้องต่อคืน เติบโตจาก 110 ยูโรต่อห้องต่อคืน และ 90 ยูโรต่อห้องต่อคืนในงวด 1Q65 (2Q62 ที่ 110.4 และ 2Q64 ที่ 78 ยูโรต่อห้องต่อคืน) ภาพรวมรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (RevPar) โดยประมาณจะอยู่ที่ 91 ยูโรต่อห้องต่อคืน เทียบเท่า พ.ค. 62 และสูงขึ้นจาก 36 ยูโรต่อห้องต่อคืนในงวด 1Q65 (2Q62 ที่ 83.1 และ 2Q64 ที่ 18.1 ยูโรต่อห้องต่อคืน) ส่วนแนวโน้ม มิ.ย. 65 ยังขยายตัวต่อเนื่อง จากการเข้าสู่ช่วง Peak ของ Season สำหรับโรงแรมไทย Occ rate อยู่ที่ 40% จาก 31% ในงวด 1Q65

องค์ประกอบรวมข้างต้น ยืนยันมุมมอง Turn Around QoQ และ YoY เป็นกำไรในงวด 2Q65 จึงคงประมาณการกำไรปกติปี 2565 ที่ 2.5 พันล้านบาท พลิกจากขาดทุนปกติ 9.5 พันล้านบาทในปี 2564

**ERW (Ex Hop Inn) และ CENTEL** ข้อมูล 2QTD โรงแรมไทยมี Occ Rate ประมาณ 56% และ 45% ตามลำดับ เทียบกับ 1Q65 ที่ 31% (2Q62 ที่ 75%) และ 26% (2Q62 ที่ 72.4%) ตามลำดับ แร่งหนุนจากโรงแรมในกรุงเทพฯ (ERW 60% VS CENTEL 35% ของรายได้โรงแรม) ฟื้นตัวดีกว่าโรงแรมในต่างจังหวัด อย่างไรก็ดี RevPar เทียบ Pre-COVID ของทั้ง ERW และ CENTEL ไม่ได้แตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญ อยู่ที่สัดส่วน 61% และ 67% ของงวด 2Q62 ตามลำดับ เนื่องจาก ADR ของ CENTEL เกินช่วงก่อนเกิด COVID ในขณะที่ ERW อยู่ระดับ 87% ของช่วง 2Q62

โดยสรุปการดำเนินงานกลุ่มฯ งวด 2Q65 น่าจะเห็นการ Turn Around เป็นกำไรทั้ง QoQ และ YoY ขับเคลื่อนด้วย MINT เป็นหลัก ส่วน CENTEL มีลุ้นพลิกกำไร แม้มีลีดส์เข้าสู่ Low Season แต่โรงแรมไทยฟื้นตัวดี หนุน RevPar QTD ทั้งพอร์ตที่ 2,077 บาทต่อห้องต่อคืน (+26% จากค่าเฉลี่ย 1Q65) กอปรกับธุรกิจร้านอาหาร เข้าสู่ High Season ด้าน ERW คาดขาดทุนปกติลดลง QoQ และ YoY สาเหตุที่ 2Q65 ทิศทางการฟื้นตัวช้ากว่ากลุ่มฯ เพราะโครงสร้างธุรกิจอิงกับโรงแรมไทยเป็นหลัก

ขณะที่ 3Q65 – 4Q65 คาดมีพัฒนาการที่ดีทั้ง QoQ และ YoY ของ CENTEL และ ERW ขับเคลื่อนด้วยแผนการเปิดประเทศของภาครัฐ ตามที่ได้กล่าวในช่วงต้น

สำหรับ MINT แม้ 3Q65 จะลดตัว QoQ (+ YoY) เพราะผ่านพ้น High Season แต่เป็นระดับที่ NH Hotel ยังมีกำไร (อิงจาก 3Q62) ก่อนจะขยายตัวในงวด 4Q65 แร่งส่งจาก High Season ของท่องเที่ยวไทยและธุรกิจร้านอาหาร

### โครงสร้างรายได้กลุ่มฯ ปี 2562

|                                         | CENTEL | ERW | MINT               |
|-----------------------------------------|--------|-----|--------------------|
| <b>ธุรกิจโรงแรม</b>                     | 41%    | 97% | 72%                |
| โรงแรมไทย                               | 34%    | 93% | 10%                |
| - กรุงเทพฯ                              | 14%    | 58% |                    |
| - ต่างจังหวัด                           | 19%    | 35% |                    |
| โรงแรมต่างประเทศ                        | 7%     | 4%  | 62% (NH Hotel 55%) |
| <b>ธุรกิจร้านอาหาร</b>                  | 59%    |     | 19%                |
| <b>อื่น ๆ (เช่น พื้นที่ให้เช่า ฯลฯ)</b> |        | 3%  | 9%                 |

ที่มา: บริษัท และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

คงน้ำหนัก เท่าตลาด โดยฝ่ายวิจัยมองว่าราคาหุ้นในกลุ่มฯ มี Catalyst สำคัญในระยะถัดไป คือการให้นักท่องเที่ยวจีนเดินทางออกนอกประเทศ ขณะที่ประเด็น Inflation ส่งผลต่อต้นทุนวัตถุดิบ ธุรกิจร้านอาหาร (CENTEL, MINT) และอาจต่อเนื่องถึงค่าจ้างแรงงานในระยะถัดไป อย่างไรก็ตามฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักบวกกับการฟื้นตัวของธุรกิจโรงแรมที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าธุรกิจร้านอาหาร เลือก CENTEL และ MINT เป็น Top pick ตามเหตุผลดังนี้

**CENTEL** มูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ 44 บาท และ 2566 ที่ 50 บาท ประมาณการปี 2565 งบดุลแกร่ง ณ สิ้นงวด 1Q65 มีสัดส่วน IBD/E ที่ 0.87 เท่า ต่ำกว่า ERW และ MINT ที่ 2 เท่า และ 1.7 เท่า ตามลำดับ ทำให้ทนทานต่อสภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นและปัจจัยเสี่ยงเชิงมหภาค ดีกว่ากลุ่มฯ รวมถึงโอกาสในการเติบโตแบบ M&A

**MINT** มูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ 42.5 บาท ขอบการฟื้นตัวใน EU โดยเฉพาะ ADR สะท้อนการส่งผ่านราคา ชดเชยสภาวะ Inflation ค่อนข้างดี ประกอบกับโครงสร้างธุรกิจกระจายตัวทั้งโรงแรมและร้านอาหาร ทั้งในต่างประเทศและไทย

ส่วน ERW มูลค่าพื้นฐานปี 2565 ที่ 3.9 และปี 2566 ที่ 4.6 บาท คงให้คำแนะนำ ซื้อ เหมาะกับการเล่นเก็งกำไรยามมีข่าวบวกต่ออุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทย

### TRAFFIC ส่งสัญญาณฟื้นตัวโดดเด่น

- TRAFFIC เดือน พ.ค. 2565 ฟื้นตัวแรง
- ได้ต่อสัมปทานทางด่วน..ค่าตัดจำหน่ายลดลงอย่างมีนัย
- โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตกมีแต้มต่ออยู่มาก

BEM รายงานปริมาณรถวิ่งบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าใต้ดิน เดือน พ.ค. 65 อยู่ที่ 1.04 ล้านเที่ยว/วัน และ 2.3 แสนเที่ยว/วัน เพิ่มขึ้น 56%YOY และ 154%YOY ตามลำดับ สำหรับปริมาณรถวิ่งบนทางด่วนใกล้กลับเข้าสู่ช่วงก่อนเกิดโควิดที่ 1.2 ล้านคัน/วัน ขณะที่จำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าพื้นผิวโดดเด่น รั้งปัจจัยหนุนจากการเปิดประเทศ การที่โรงเรียนกลับมาเปิดเทอม และการกลับเข้าทำงานในออฟฟิศ หนุนการเดินทางในประเทศกลับเข้าสู่สภาวะปกติ สำหรับช่วงที่เหลือของปี ฝ่ายวิจัยมองว่าทั้งปริมาณรถวิ่งบนทางด่วนและผู้โดยสารรถไฟฟ้าใต้ดินจะสามารถรักษา MOMENTUM ให้อยู่ในระดับสูงได้ต่อเนื่อง จากปัญหาโควิด 19 ที่เริ่มคลี่คลายหลังวันที่ 1 ก.ค. 65 ศบค. เตรียมประกาศให้เป็นโรคประจำถิ่น

ในเดือน มี.ค. ปี 2563 BEM มีพัฒนาการที่สำคัญในด้านของต้นทุน ค่าตัดจำหน่ายทางด่วนเส้น A,B และ C ที่หมดไป หลังได้ต่อสัมปทานถึงปี 2578 โดยค่าตัดจำหน่ายทางด่วนลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากราว 1 พันล้านบาท/ไตรมาส เหลือเพียง 200-250 ล้านบาท/ไตรมาส ในสถานการณ์ที่ BEM ได้รับผลกระทบจากโควิดจากมาตรการล็อกดาวน์ของภาครัฐทำให้รายได้ลดลงอย่างมีนัย แต่ยังสามารถรักษาอัตรากำไรขั้นต้นไว้ให้อยู่ในระดับสูง ดังนั้นฝ่ายวิจัยมองว่าการที่ BEM ส่งสัญญาณฟื้นตัวผ่าน TRAFFIC เดือน พ.ค. 2565 ทำให้รายได้เริ่มกลับเข้าสู่ช่วงก่อนเกิดโควิด อัตรากำไรขั้นต้นของ BEM จะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัย และส่งผลบวกมาสู่ BOTTOMLINE ในผลประกอบการงวด 2Q65

แนวโน้มกำไร 2Q65 คาดจะปรับเพิ่มขึ้นทั้ง QOQ และ YOY จาก TRAFFIC เดือน พ.ค. ที่ฟื้นตัวโดดเด่น อีกทั้งการประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันตก จะเป็นอีกปัจจัยหลักที่ขับเคลื่อนราคาหุ้น เนื่องจากเป็นโครงการขนาดใหญ่ที่มีสถานีเชื่อมต่อกับรถไฟฟ้าสายสีน้ำเงินและสายสีชมพู-เหลือง หลัง รฟม. เปิดขายซองประมูลโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มเมื่อวันที่ 27 พ.ค. - 10 มิ.ย. 65 และจะ

### BEM

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 8.75    |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 10.30   |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 133,744 |

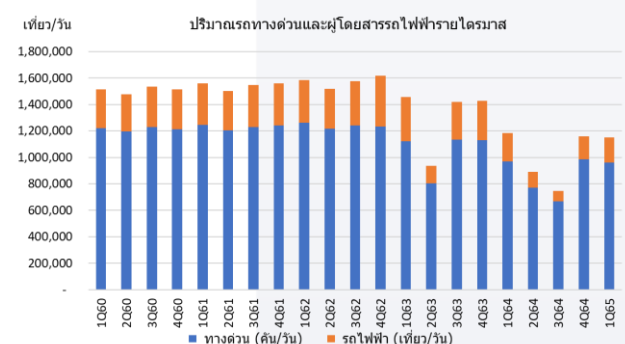
ทราบผลผู้ชนะประมูลในเดือน ต.ค. 65 โดยฝ่ายวิจัยมองว่า BEM มีแต้มต่อในการประมูลครั้งนี้ค่อนข้างมาก จากการที่โครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มมีสถานีใต้ดินกว่า 21 สถานี จาก 28 สถานี โดย BEM ที่มี CK ซึ่งเป็นบริษัทที่มีความชำนาญในด้านก่อสร้างสถานีใต้ดินมากที่สุดในประเทศไทยเป็นผู้รับเหมาหลัก น่าจะมีโอกาสในการคว้างงานค่อนข้างสูง จึงแนะนำซื้อ ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 10.30 บาท โดยฝ่ายวิจัยประเมิน UPSIDE ส่วนเพิ่มจากโครงการรถไฟฟ้าสายสีส้มหาก BEM เป็นผู้ชนะประมูลอีก 1.70 บาท

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ส.ค.     | 2563  | 2564   | 2565F | 2566F | 2567F  |
|---------------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 2,051 | 1,010  | 2,777 | 3,990 | 4,705  |
| EPS (บาท)           | 0.13  | 0.07   | 0.18  | 0.26  | 0.31   |
| PER (X)             | 67.81 | 137.70 | 50.09 | 34.86 | 29.57  |
| Dividend Yield (%)  | 0.99% | 0.55%  | 1.10% | 1.32% | 1.65%  |
| P/BV (X)            | 3.66  | 3.69   | 3.57  | 3.38  | 3.20   |
| EV/EBITDA (X)       | 31.89 | 46.38  | 28.45 | 22.60 | 20.99  |
| ROE (%)             | 5.34% | 2.67%  | 7.24% | 9.96% | 11.11% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ปริมาณรถบนทางด่วนและจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าใต้ดิน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ BEM

## งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

| สินศ 31 ธ.ค.                | 2564   | 2565F  | 2566F  | 2567F  |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| ยอดขาย                      | 10,727 | 14,361 | 17,273 | 18,103 |
| ต้นทุนขาย                   | 6,990  | 7,687  | 9,266  | 9,542  |
| กำไรขั้นต้น                 | 3,737  | 6,674  | 8,007  | 8,562  |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | 1,160  | 1,580  | 1,468  | 1,539  |
| ดอกเบี้ยจ่าย                | 2,187  | 2,426  | 2,439  | 2,152  |
| ค่าใช้จ่ายอื่น              | 0      | 0      | 0      | 0      |
| รายได้อื่น                  | 755    | 567    | 776    | 879    |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี        | 1,145  | 3,435  | 4,875  | 5,749  |
| ภาษีเงินได้                 | 134    | 653    | 878    | 1,035  |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย    | 1      | 6      | 8      | 9      |
| รายการพิเศษอื่น ๆ           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| กำไรสุทธิ                   | 1,010  | 2,777  | 3,990  | 4,705  |
| กำไรจากการดำเนินงาน         | 3,332  | 5,861  | 7,315  | 7,901  |
| EPS                         | 0.07   | 0.18   | 0.26   | 0.31   |

|                                 |      |     |     |     |
|---------------------------------|------|-----|-----|-----|
| การเติบโตของยอดขาย              | -20% | 34% | 20% | 5%  |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน | -27% | 76% | 25% | 8%  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น            | 35%  | 46% | 46% | 47% |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน    | 31%  | 41% | 42% | 44% |

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

| สินศ 31 ธ.ค.                | 2Q64  | 3Q64  | 4Q64  | 1Q65  |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| ยอดขาย                      | 2,403 | 2,153 | 3,060 | 3,094 |
| ต้นทุนขาย                   | 1,723 | 1,537 | 1,773 | 1,905 |
| กำไรขั้นต้น                 | 680   | 617   | 1,287 | 1,189 |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร | 283   | 264   | 298   | 264   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                | 549   | 549   | 556   | 570   |
| ค่าใช้จ่ายอื่น              | 0     | 0     | 0     | 0     |
| รายได้อื่น                  | 339   | 279   | 63    | 65    |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี        | 186   | 82    | 496   | 419   |
| ภาษีเงินได้                 | -15   | -27   | 100   | 83    |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| รายการพิเศษอื่น ๆ           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| กำไรสุทธิ                   | 200   | 108   | 396   | 336   |
| กำไรจากการดำเนินงาน         | 200   | 108   | 396   | 336   |
| EPS                         | 0.01  | 0.01  | 0.03  | 0.02  |

|                                 |      |      |      |      |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| การเติบโตของยอดขาย              | -23% | -10% | 42%  | 1%   |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน | -78% | -46% | 265% | -15% |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น            | 28%  | 29%  | 42%  | 38%  |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน    | 8%   | 5%   | 13%  | 11%  |

## อัตราส่วนทางการเงิน

| สินศ 31 ธ.ค.                            | 2564  | 2565F | 2566F | 2567F |
|-----------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)               | 0.43  | 0.57  | 0.66  | 0.82  |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 22.67 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)  | 9.1   | 8.9   | 8.9   | 8.8   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 4.68  | 4.12  | 4.13  | 4.05  |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น                | 2.05  | 2.02  | 1.96  | 1.86  |
| Net Gearing Ratio                       | 1.86  | 1.76  | 1.65  | 1.51  |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย              | 0.9%  | 2.4%  | 3.3%  | 3.8%  |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย             | 2.6%  | 6.9%  | 9.4%  | 10.5% |

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

| สินศ 31 ธ.ค.                       | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน         |         |         |         |         |
| กำไรสุทธิ                          | 1,010   | 2,777   | 3,990   | 4,705   |
| รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด |         |         |         |         |
| ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย         | 1,129   | 1,354   | 1,740   | 1,762   |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  | -       | -       | -       | -       |
| อื่นๆ                              | 619     | (1,022) | (1,293) | (1,251) |
| เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | (1,185) | (1,253) | (3,705) | (2,757) |
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | 2,837   | 3,868   | 3,357   | 5,264   |
| กระแสเงินสดจากการลงทุน             |         |         |         |         |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       | -       | -       | -       | -       |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง  | -       | -       | -       | -       |
| เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | (87)    | (100)   | (100)   | (100)   |
| เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ไม่มีตัวตน    | (1,102) | -       | -       | -       |
| กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (1,731) | (100)   | (100)   | (100)   |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน         |         |         |         |         |
| เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 1,914   | -       | 400     | -       |
| เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | -       | -       | -       | -       |
| เพิ่ม/ลด วอร์เรน                   | -       | -       | -       | -       |
| ลด จ่ายปันผล                       | (1,529) | (1,529) | (1,834) | (2,293) |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | (1,621) | (1,529) | (1,434) | (2,293) |
| เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ               | (482)   | 1,587   | 945     | 1,837   |

## งบดุล (ล้านบาท)

| สินศ 31 ธ.ค.                          | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
|---------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| เงินสดและเทียบเท่าเงินสด              | 1,357   | 3,006   | 4,009   | 5,863   |
| ลูกหนี้การค้า                         | 473     | 574     | 691     | 724     |
| สินค้าคงเหลือ                         | -       | -       | -       | -       |
| สินทรัพย์สิทธิการไว้ + สินทรัพย์อื่นๆ | 112,875 | 113,641 | 116,579 | 117,578 |
| ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ         | 384     | 369     | 334     | 279     |
| สินทรัพย์รวม                          | 115,089 | 117,590 | 121,613 | 124,444 |
| เจ้าหนี้การค้า+หนี้สินอื่นๆ           | 1,492   | 1,867   | 2,245   | 2,353   |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะสั้น  | 8,589   | 8,589   | 8,589   | 8,589   |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายระยะยาว   | 62,855  | 62,855  | 63,255  | 63,255  |
| หนี้สินรวม                            | 77,390  | 78,603  | 80,463  | 80,873  |
| ทุนที่ชำระแล้ว                        | 15,285  | 15,285  | 15,285  | 15,285  |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น+สำรองตามกฎหมาย     | 5,817   | 5,817   | 5,817   | 5,817   |
| กำไรสะสม                              | 15,194  | 16,443  | 18,598  | 21,010  |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น                     | 37,697  | 38,946  | 41,101  | 43,513  |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย              | 2       | 41      | 49      | 58      |
| หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น           | 115,089 | 117,590 | 121,613 | 124,444 |

## สมมติฐานในการทำประมาณการ

| สินศ 31 ธ.ค.                 | 2564  | 2565F | 2566F  | 2567F  |
|------------------------------|-------|-------|--------|--------|
| รายได้ธุรกิจทางพิเศษ         | 6,450 | 8,882 | 10,664 | 10,776 |
| รายได้ธุรกิจระบบราง          | 3,454 | 4,574 | 5,614  | 6,233  |
| รายได้ธุรกิจพัฒนาเชิงพาณิชย์ | 822   | 904   | 995    | 1,094  |
| Gross margin เฉลี่ย          | 34.8% | 46.5% | 46.4%  | 47.3%  |
| SG&A/Sale                    | 10.8% | 11.0% | 8.5%   | 8.5%   |
| Effective tax rate           | 18.0% | 19.0% | 18.0%  | 18.0%  |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



### ได้

- ๑ แนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่องถึง 1Q66
- ๑ งบดุลแข็งแกร่งกว่ากลุ่มฯ เชื่อได้เปรียบกลุ่มฯ ในระยะยาว
- ๑ ราคาใกล้ Pre-COVID เพราะคุณภาพเหนือกว่า

ทิศทางการดำเนินงานของ CENTEL มีพัฒนาการเชิงบวก YOY ต่อเนื่องตั้งแต่ 2H64 ตามการผ่อนคลายมาตรการเดินทางทั่วโลก โดยฝ่ายวิจัยคาดการณ์ 2Q65 ดีขึ้นจากขาดทุน 605 ล้านบาทงวดเดียวกันปีก่อนและมีลุ้นกำไร ขับเคลื่อนด้วยธุรกิจโรงแรม (สัดส่วน 63% ของกำไรปี 2562) สะท้อนจาก OCCUPANCY เฉลี่ยบริษัท 2QTD อยู่ที่ 47% เทียบกับ 29% งวด 1Q65 และ 12% งวด 2Q64 หนุนรายได้เฉลี่ยต่อห้องพัก (REVPAR) เฉลี่ยบริษัท 2QTD อยู่ที่ 2,077 บาทต่อห้องต่อคืน บวก 26% เทียบกับ 1Q65 และ 104 บาทต่อห้องต่อคืนงวด 2Q64 ขณะที่ธุรกิจร้านอาหาร (สัดส่วน 37% ของกำไรปี 2562) รายได้มีแรงส่งจากการเข้าสู่ HIGH SEASON รวมถึงสถานการณ์ผู้ติดเชื้อ COVID-19 ในไทย ผ่อนคลายขึ้น

สำหรับแนวโน้มระยะถัดไป มองธุรกิจโรงแรมที่มีน้ำหนักกำไรมากกว่าธุรกิจร้านอาหาร มีพัฒนาการเชิงบวก QOQ ถึง 1Q66 เพราะการผ่าน LOW SEASON ในมัลดีฟส์ ประกอบกับการกระตุ้นธุรกิจ MICE (MEETINGS, INCENTIVES, CONFERENCES, EXHIBITIONS) จากภาครัฐและการปรับ COVID เป็นโรคประจำถิ่นเอื้อต่อการฟื้นตัวของรายได้จาก CONVENTION HALL ทั้งที่ CENTRAL WORLD (สัดส่วน 7% ของรายได้โรงแรมปี 2562), ลาดพร้าว และแจ้งวัฒนะ ทั้งนี้ ภาพรวมการฟื้นตัวของโรงแรมที่มีมาร์จิ้นสูงกว่าร้านอาหาร (ปี 2562 ที่ 12.9% VS 5.2%) ช่วยยืนยันการ RECOVERY แม้นต้นทุนร้านอาหารเผชิญกับสภาวะ INFLATION นอกจากนี้ประมาณการปี 2565 ของฝ่ายวิจัยที่ขาดทุน 600 ล้านบาทเมื่อเทียบกับขาดทุน 44 ล้านบาทในงวด 1Q65 เชื่อว่ามี UPSIDE มากกว่า DOWNSIDE ต่อประมาณการ

ด้านงบดุลของ CENTEL แข็งแกร่งกว่ากลุ่มฯ พิจารณาจากสัดส่วน IBD/E ณ สิ้นงวด 1Q65 ที่ 0.87 เท่า ต่ำกว่า ERW และ MINT ที่ 2 เท่า และ 1.7 เท่า ตามลำดับ โดยฝ่ายวิจัยประเมินทำให้ CENTEL

## CENTEL

### แนะนำ

### ซื้อ

|                      |        |
|----------------------|--------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 44.00  |
| FV 65/66 (บาท)       | 44/50  |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 59,400 |

ทนทานสภาวะดอกเบี้ยขาขึ้นและ MACRO RISK ดีกว่ากลุ่มฯ รวมถึงโอกาสในการเติบโตแบบ M&A

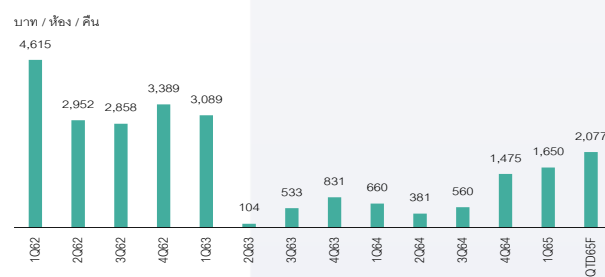
อิง DCF ให้ FV ปี 2565 - 66 ที่ 44 และ 50 บาท แม้ราคาดูเหมือนกลับมาเหนือช่วงสิ้นปี 2562 แต่พัฒนาการบวกแตกต่างกัน ทั้งจากการ RENOVATE ใหญ่โรงแรมที่ CENTRAL WORLD และเกาะสมุยแล้วเสร็จ ช่วยยกระดับค่าห้องพัก กอปรกับเปิดโรงแรมที่ DUBAI ตั้งแต่ 4Q64 (รับรู้ผ่านส่วนแบ่งกำไรและ MANAGEMENT FEE) รวมถึงการทยอยบริหารงานโรงแรมเพิ่มให้กับ CPN รวม 37 แห่ง คิดเป็นสัดส่วน 4% - 6% ของคาดการณ์กำไรปกติปี 2568 - 69 ที่ 1.75 พันล้านบาท (สูงกว่า PRE - COVID) และ 1.9 พันล้านบาทตามลำดับ

### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.       | 2564    | 2565F  | 2566F | 2567F |
|-----------------------|---------|--------|-------|-------|
| Norm Profit (ล้านบาท) | (1,567) | (600)  | 528   | 1,141 |
| EPS (บาท)             | (1.28)  | (0.44) | 0.39  | 0.85  |
| PER (x)               | N.A.    | N.A.   | 112.5 | 52.1  |
| Div.yield (%)         | 0.0%    | 0.0%   | 0.4%  | 0.8%  |
| ROE (%)               | N.A.    | N.A.   | 3.0%  | 6.2%  |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### REVPAR รายไตรมาส



ที่มา: CENTEL และ สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-2567 ของ CENTEL

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                                |         |         |          |          | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)            |         |         |         |         |
|-------------------------------------------------------|---------|---------|----------|----------|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                                       | 2564    | 2565F   | 2566F    | 2567F    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
| ยอดขาย                                                | 11,211  | 13,376  | 16,442   | 18,391   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน         |         |         |         |         |
| ต้นทุนขาย                                             | (7,613) | (8,610) | (10,303) | (11,327) | กำไรสุทธิ                          | (1,733) | (600)   | 528     | 1,141   |
| กำไรขั้นต้น                                           | 3,598   | 4,766   | 6,139    | 7,063    | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด |         |         |         |         |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                                    | (4,909) | (5,211) | (5,225)  | (5,483)  | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย         | 3,167   | 3,367   | 3,567   | 3,767   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                                          | (718)   | (725)   | (690)    | (584)    | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  |         |         |         |         |
| ค่าใช้จ่ายอื่น                                        | -       | -       | -        | -        | อื่นๆ                              | 364     | -       | -       | -       |
| รายได้อื่น                                            | 317     | 306     | 337      | 371      | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | 439     | (189)   | 157     | 90      |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                                  | (1,669) | (797)   | 699      | 1,509    | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | 2,135   | 2,579   | 4,253   | 4,998   |
| ภาษีเงินได้                                           | 78      | 159     | (140)    | (302)    | กระแสเงินสดจากการลงทุน             |         |         |         |         |
| กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน                              | (1,567) | (600)   | 528      | 1,141    | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       | (415)   | -       | -       | -       |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                                     | (166)   | -       | -        | -        | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง  | -       | -       | -       | -       |
| กำไรสุทธิ                                             | (1,733) | (600)   | 528      | 1,141    | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | (1,630) | (2,000) | (2,000) | (2,000) |
| Norm EPS                                              | (1.16)  | (0.44)  | 0.39     | 0.85     | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (3,397) | (1,981) | (1,981) | (1,980) |
| EPS                                                   | (1.28)  | (0.44)  | 0.39     | 0.85     | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน         |         |         |         |         |
| การเติบโตของรายได้จากธุรกิจหลัก (%)                   | -13.1%  | 19.3%   | 22.9%    | 11.9%    | เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 6,528   | (76)    | (2,476) | (4,776) |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)                   | N.A.    | N.A.    | -188.1%  | 116.0%   | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | -       | -       | -       | -       |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                                  | 32.1%   | 35.6%   | 37.3%    | 38.4%    | ลด จ่ายปันผล                       | -       | -       | -       | (211)   |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน                          | -14.0%  | -4.5%   | 3.2%     | 6.2%     | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | 1,728   | (76)    | (2,476) | (4,987) |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)                       |         |         |          |          | กระแสเงินสดสุทธิ                   | 465     | 523     | (204)   | (1,970) |
|                                                       | 2Q64    | 3Q64    | 4Q64     | 1Q65     | งบดุล (ล้านบาท)                    |         |         |         |         |
| ยอดขาย                                                | 2,566   | 2,310   | 3,653    | 3,681    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
| ต้นทุนขาย                                             | (1,849) | (1,758) | (2,194)  | (2,285)  | เงินสด & เงินฝาก                   | 3,354   | 3,877   | 3,673   | 1,704   |
| กำไรขั้นต้น                                           | 717     | 553     | 1,459    | 1,396    | ลูกหนี้การค้า                      | 801     | 796     | 978     | 1,094   |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                                    | (1,289) | (1,074) | (1,269)  | (1,413)  | สินค้าคงเหลือ                      | 748     | 877     | 1,049   | 1,154   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                                          | (172)   | (214)   | (167)    | (172)    | สินทรัพย์หมุนเวียน                 | 5,732   | 6,378   | 6,529   | 4,780   |
| รายได้อื่น                                            | 96      | 86      | 62       | 170      | สินทรัพย์รวม                       | 48,593  | 47,938  | 46,588  | 43,139  |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                                  | (633)   | (638)   | 93       | 11       |                                    |         |         |         |         |
| ภาษีเงินได้                                           | (0)     | (29)    | 97       | (35)     | เจ้าหนี้การค้า                     | 2,669   | 2,604   | 3,116   | 3,426   |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                                    | (28)    | (29)    | 38       | 21       | หนี้สินหมุนเวียน                   | 9,664   | 10,115  | 10,243  | 9,969   |
| กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน                              | (605)   | (638)   | 152      | (44)     | หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย   | 5,040   | 5,540   | 5,140   | 4,540   |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                                     | (1)     | (165)   | -        | -        | หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย    | 10,587  | 10,011  | 7,935   | 3,759   |
| กำไรสุทธิ                                             | (606)   | (803)   | 152      | (44)     | หนี้สินรวม                         | 30,161  | 30,105  | 28,228  | 23,849  |
| Norm EPS                                              | (0.45)  | (0.47)  | 0.11     | (0.03)   | ทุนที่ชำระแล้ว                     | 1,350   | 1,350   | 1,350   | 1,350   |
| EPS                                                   | (0.45)  | (0.60)  | 0.11     | (0.03)   | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                 | 970     | 970     | 970     | 970     |
|                                                       |         |         |          |          | กำไรสะสม                           | 5,808   | 5,208   | 5,736   | 6,666   |
| การเติบโตของรายได้จากธุรกิจหลัก (%YoY)                | 14.1%   | -22.9%  | 15.6%    | 37.3%    | จัดสรรแล้ว - สำรองตามกฎหมาย        | 158     | 158     | 158     | 158     |
| การเติบโตของกำไรดำเนินงาน (% YoY)                     | N.A.    | N.A.    | N.A.     | N.A.     | ยังไม่ได้จัดสรร                    | 5,650   | 5,050   | 5,578   | 6,508   |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                                  | 27.9%   | 23.9%   | 39.9%    | 37.9%    | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย          | 355     | 355     | 355     | 355     |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน                          | -23.6%  | -27.6%  | 4.2%     | -1.2%    | ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด           | 18,076  | 17,477  | 18,005  | 18,935  |
| อัตราส่วนทางการเงิน                                   |         |         |          |          | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น        | 48,593  | 47,938  | 46,588  | 43,139  |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                                       | 2564    | 2565F   | 2566F    | 2567F    | สมมติฐานในการประมาณการ             |         |         |         |         |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)                             | 0.59    | 0.63    | 0.64     | 0.48     | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
| อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)                     | 0.52    | 0.54    | 0.54     | 0.36     | สัดส่วนรายได้แบ่งตามธุรกิจ (%)     |         |         |         |         |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)                | 17.04   | 16.75   | 18.54    | 17.75    | -ธุรกิจโรงแรม                      | 18.5%   | 28.6%   | 36.4%   | 38.3%   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)                | 9.96    | 10.60   | 10.70    | 10.28    | -ธุรกิจอาหาร                       | 81.4%   | 71.3%   | 63.0%   | 61.1%   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)               | 3.35    | 3.27    | 3.60     | 3.46     | Gross Margin (%)                   | 32.1%   | 35.6%   | 37.3%   | 38.4%   |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)                       | 1.67    | 1.72    | 1.57     | 1.26     | SG&A / Sales (%)                   | 43.8%   | 39.0%   | 31.8%   | 29.8%   |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า) | 0.68    | 0.67    | 0.52     | 0.35     | EBITDA Margin(%)                   | 16.6%   | 21.8%   | 27.3%   | 29.1%   |
| ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย                       | -3.7%   | -1.2%   | 1.1%     | 2.5%     | Norm Profit Margin (%)             | -14.0%  | -4.5%   | 3.2%    | 6.2%    |
| ผลตอบแทนจากส่วนผู้ถือหุ้นเฉลี่ย                       | -11.2%  | -3.4%   | 3.0%     | 6.2%     |                                    |         |         |         |         |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### ธุรกิจไก่และหมูจะฟื้นชัดเจนในปี 2565

- ธุรกิจไทยจะดีขึ้น จากปัญหาหมูขาดแคลน
- ธุรกิจหมูในเวียดนามและจีนจะฟื้นตัวตั้งแต่ 2Q65
- แนะนำลงทุนรับการฟื้นตัวในปี 2565

ธุรกิจไทย (37% ของรายได้รวม) ของ CPF จะฟื้นตัวชัดเจนในปี 2565 จากปัญหาหมูขาดแคลนและแนวโน้มความต้องการบริโภคเนื้อสัตว์ฟื้นตัว จากการเปิดเมือง หนุนทิศทางราคาไก่และสุกรปรับเพิ่มขึ้นตั้งแต่ต้นปี 2565 นำโดยธุรกิจไก่ที่ได้ผลบวกจากราคาไก่เป็นปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องถึง 32% นับตั้งแต่ต้นปี 2565 จนล่าสุดอยู่ที่ 50 บาท/กก. ถือเป็นจุดสูงสุดในรอบ 11 ปี และธุรกิจหมูก็ได้ผลบวกจากราคาสุกรหน้าฟาร์มล่าสุดอยู่ที่ 113 บาท/กก. ปรับเพิ่มขึ้นถึง 20% ตั้งแต่ต้นปี 2565 ทำจุดสูงสุดเป็นประวัติการณ์

สำหรับธุรกิจต่างประเทศ (63% ของรายได้รวม) จะฟื้นตัวต่อเนื่องตั้งแต่งวด 2Q65 เช่นกัน นำโดยธุรกิจเวียดนาม (21% ของรายได้รวม) จะฟื้นตัว จากแนวโน้มราคาสุกรหน้าฟาร์มฟื้นตัวต่อเนื่อง จากความต้องการบริโภคสุกรฟื้นตัว โดย CPF ประเมินราคาสุกรจะปรับเพิ่มขึ้น 10% จากงวด 1Q65 สู่ระดับ 6 หมื่นดอง/กก. (90 บาท/กก.) ในช่วงปลายปี 2565

ขณะที่ธุรกิจสุกรในจีน (CPF ถือหุ้นใน CTI 26.7% ของทุนชำระแล้ว) รับรู้เป็นส่วนแบ่งกำไร (ขาดทุน) จากบริษัทรวม) จะฟื้นตัวเช่นกัน จากทิศทางราคาสุกรในจีนฟื้นตัวต่อเนื่อง จนล่าสุดอยู่ที่ราว 16 หยวน/กก. (86 บาท/กก.) และ CPF คาดว่าราคาสุกรหน้าฟาร์มในจีนจะปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องไปที่ราว 19 หยวน/กก. (100 บาท/กก.) ในงวด 2H65 สอดคล้องกับราคาสุกรหน้าฟาร์มล่วงหน้าในจีน (Future market) ที่อยู่ที่ราว 19 หยวน/กก. ในงวด 2H65

คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2565 จะฟื้นตัว 19.2% yoy มาที่ 1.5 หมื่นล้านบาท จากแนวโน้มธุรกิจไก่และสุกรในไทยฟื้นตัว ตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ และปัญหาสุกรขาดแคลน หนุนราคาไก่และสุกรในไทยปรับเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ยังคาดธุรกิจส่งออกไก่ที่ฟื้นตัว และธุรกิจสุกรในรัสเซียยังดีต่อเนื่อง

### CPF

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 26.00   |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 32.00   |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 223,892 |

คาดการณ์กำไรปี 2Q65 จะฟื้นตัวต่อเนื่องจากงวด 1Q65 จากการเข้าช่วงฤดูกาลส่งออกไก่และกุ้งสู่ต่างประเทศ ขณะที่คาดการณ์ราคาไก่และสุกรในไทย เวียดนามและจีนจะปรับสูงขึ้นจากงวด 1Q65

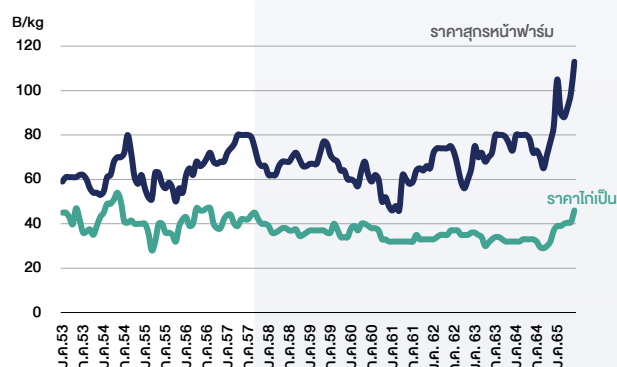
กำหนด FAIR VALUE ปี 2565 เท่ากับ 32 บาท อิง PBV 1.2 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี ราคาหุ้นปัจจุบันมีค่า PBV ปี 2565 เพียง 1.0 เท่า แนะนำซื้อรับการฟื้นตัวของธุรกิจในปี 2565

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.     | 2564   | 2565F  | 2566F  |
|---------------------|--------|--------|--------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 13,028 | 15,532 | 17,082 |
| EPS (บาท)           | 1.58   | 1.88   | 2.07   |
| EPS growth (% yoy)  | -49.9% | 19.2%  | 10.0%  |
| PER (เท่า)          | 16.5   | 13.8   | 12.6   |
| Dividend yield (%)  | 2.5%   | 2.5%   | 2.7%   |
| PBV (เท่า)          | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| ROE (%)             | 6.4%   | 7.1%   | 7.4%   |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

#### ราคาไก่เป็นและสุกรหน้าฟาร์มในไทย



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-67 ของ CPF

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                 |           |           |           |           | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)                 |          |           |          |          |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------------------|----------|-----------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2564      | 2565F     | 2566F     | 2567F     | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564     | 2565F     | 2566F    | 2567F    |
| ยอดขาย                                 | 512,704   | 547,385   | 572,958   | 616,635   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน              |          |           |          |          |
| ต้นทุนขาย                              | (446,815) | (457,262) | (478,238) | (516,771) | กำไรสุทธิ                               | 14,079   | 15,532    | 17,082   | 18,227   |
| กำไรขั้นต้น                            | 65,890    | 90,123    | 94,720    | 99,864    | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย              | 22,439   | 12,898    | 13,331   | 13,831   |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร            | (50,880)  | (54,738)  | (57,296)  | (61,664)  | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้       | -        | -         | -        | -        |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (16,596)  | (14,520)  | (14,932)  | (15,332)  | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน         | (44,018) | 68,656    | (14,923) | (5,288)  |
| ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม   | 2,867     | 6,000     | 8,000     | 8,500     | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ         | 6,420    | 107,885   | 28,642   | 37,477   |
| รายได้อื่น                             | 4,880     | 3,550     | 3,550     | 3,550     |                                         |          |           |          |          |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                   | 6,160     | 30,414    | 34,043    | 34,919    | กระแสเงินสดจากการลงทุน                  |          |           |          |          |
| ภาษีเงินได้                            | (2,654)   | (6,083)   | (6,809)   | (6,984)   | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง       | (11,676) | (10,659)  | (2,766)  | (13,967) |
| ส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม         | (1,050)   | (10,800)  | (11,152)  | (10,708)  | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร               | (24,163) | (13,000)  | (13,000) | (15,000) |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ               | 1,058     | 13,532    | 16,082    | 17,227    | อื่นๆ                                   | 12,018   | -         | -        | -        |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx                      | 651       | -         | -         | -         | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ             | (22,705) | (23,659)  | (15,766) | (28,967) |
| กำไรจากการขายเงินลงทุน                 | 2,388     | 2,000     | 1,000     | 1,000     |                                         |          |           |          |          |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      | 7,534     | -         | -         | -         | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน              |          |           |          |          |
| กำไรสุทธิ                              | 13,028    | 15,532    | 17,082    | 18,227    | เพิ่ม/ลด เงินกู้                        | 8,266    | (101,323) | 10,000   | 10,000   |
| EPS                                    | 1.58      | 1.88      | 2.07      | 2.21      | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น       | -        | -         | -        | -        |
| Norm EPS                               | 0.13      | 1.64      | 1.95      | 2.09      | ลด จ่ายปันผล                            | (14,189) | (5,367)   | (5,779)  | (5,779)  |
|                                        |           |           |           |           | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ         | (5,744)  | (106,690) | 4,221    | 4,221    |
| การเติบโตของยอดขาย (%)                 | -13.1%    | 6.8%      | 4.7%      | 7.6%      | ผลกระทบอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ | 2,908    | -         | -        | -        |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (%)              | -49.9%    | 19.2%     | 10.0%     | 6.7%      | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ                    | (19,121) | (22,464)  | 15,097   | 12,731   |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น (%)               | 12.9%     | 16.5%     | 16.5%     | 16.2%     |                                         |          |           |          |          |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ (%)                 | 2.5%      | 2.8%      | 3.0%      | 3.0%      |                                         |          |           |          |          |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)        |           |           |           |           | งบดุล (ล้านบาท)                         |          |           |          |          |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2Q64      | 3Q64      | 4Q64      | 1Q65      | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564     | 2565F     | 2566F    | 2567F    |
| ยอดขาย                                 | 129,638   | 125,940   | 137,781   | 138,887   | เงินสด & เงินฝาก                        | 36,686   | 14,222    | 29,319   | 42,050   |
| ต้นทุนขาย                              | (108,401) | (114,839) | (128,020) | (121,096) | ลูกหนี้การค้า                           | 38,471   | 34,212    | 38,197   | 41,109   |
| กำไรขั้นต้น                            | 21,236    | 11,101    | 9,761     | 17,791    | สินค้าคงเหลือ                           | 73,431   | 57,158    | 73,575   | 79,503   |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร            | (12,297)  | (13,127)  | (13,772)  | (12,124)  | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์                 | 230,507  | 230,610   | 230,279  | 231,448  |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (3,971)   | (4,155)   | (4,372)   | (4,469)   | สินทรัพย์รวม                            | 842,681  | 787,516   | 827,176  | 869,888  |
| ส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุนในบริษัทร่วม   | 753       | (1,266)   | 1,336     | (336)     |                                         |          |           |          |          |
| รายได้อื่น                             | 827       | 1,964     | 1,348     | 686       | เจ้าหนี้การค้า                          | 44,372   | 45,726    | 47,824   | 51,677   |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                   | 6,548     | (5,484)   | (5,698)   | 1,547     | หนี้สินหมุนเวียน                        | 203,928  | 190,932   | 211,377  | 229,086  |
| ภาษีเงินได้                            | (1,641)   | 1,561     | (456)     | (839)     | หนี้สินรวม                              | 555,544  | 479,415   | 496,620  | 516,176  |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                     | (748)     | 468       | 903       | (154)     |                                         |          |           |          |          |
| กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ               | 3,829     | (4,603)   | (5,182)   | 554       | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย               | 72,070   | 82,869    | 94,022   | 104,730  |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx                      | 183       | 163       | 300       | (41)      | ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด                | 215,067  | 225,232   | 236,535  | 248,982  |
| กำไรจากการขายเงินลงทุน                 | 555       | 1,475     | 358       | 1,595     | ทุนที่ชำระแล้ว                          | 8,611    | 8,611     | 8,611    | 8,611    |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                      | (159)     | (3,557)   | 11,313    | 734       | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                      | 60,882   | 60,882    | 60,882   | 60,882   |
| กำไรสุทธิ                              | 4,737     | (5,374)   | 6,720     | 2,842     | กำไรสะสม                                | 126,178  | 136,343   | 147,646  | 160,093  |
| การเติบโตของยอดขาย (YoY)               | -9.9%     | -20.2%    | -8.1%     | 16.4%     | สำรองตามกฎหมาย                          | 929      | 929       | 929      | 929      |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY)            | -21.4%    | -171.9%   | 4.9%      | -59.1%    | สำหรับผู้ถือหุ้น                        | 125,249  | 135,414   | 146,717  | 159,164  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 16.4%     | 8.8%      | 7.1%      | 12.8%     |                                         |          |           |          |          |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ                     | 3.7%      | -4.3%     | 4.9%      | 2.0%      | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น             | 842,681  | 787,516   | 827,176  | 869,888  |
| อัตราส่วนกำไรสุทธิ                     |           |           |           |           |                                         |          |           |          |          |
| อัตราส่วนทางการเงิน                    |           |           |           |           | สมมติฐานในการประมาณการ                  |          |           |          |          |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2564      | 2565F     | 2566F     | 2567F     | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564     | 2565F     | 2566F    | 2567F    |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)              | 1.06      | 0.86      | 0.94      | 0.98      | โครงสร้างรายได้รวม                      |          |           |          |          |
| อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)      | 0.37      | 0.26      | 0.32      | 0.36      | - รายได้จากในประเทศไทย                  | 31%      | 26%       | 25%      | 25%      |
| อัตราส่วนหนี้เงินลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 14.99     | 16.00     | 15.00     | 15.00     | - รายได้จากการส่งออก                    | 6%       | 5%        | 5%       | 5%       |
| อัตราส่วนหนี้เงินสินค้านคงเหลือ (เท่า) | 7.12      | 8.00      | 6.50      | 6.50      | - รายได้จากธุรกิจต่างประเทศ             | 63%      | 69%       | 70%      | 70%      |
| อัตราส่วนหนี้เงินเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 11.65     | 10.00     | 10.00     | 10.00     | ราคากากั่วเหลือง (บาท/ก.ก.)             | 19.18    | 19.00     | 19.00    | 19.00    |
| หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)   | 1.49      | 1.13      | 1.04      | 0.96      | ราคาข้าวโพด (บาท/ก.ก.)                  | 9.97     | 9.50      | 9.50     | 9.50     |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)         | 1.6       | 1.9       | 2.1       | 2.1       | อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย (บาท/US\$)        | 32.00    | 32.00     | 32.00    | 32.00    |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)        | 6.4       | 7.1       | 7.4       | 7.5       |                                         |          |           |          |          |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

### เปิดเมือง เปิดประเทศ สู่การฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง

- เปิดเมือง เปิดประเทศ บวกต่อ TRAFFIC และส่วนลดค่าเช่า
- คาดการณ์ 2Q-4Q65 โต YOY ทุกไตรมาส
- ลงทุนต่อเนื่อง เพื่อการเติบโตที่ยั่งยืน

กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศที่กลับสู่ภาวะปกติ หลังสถานการณ์โควิด-19 คลี่คลาย เป็นปัจจัยสนับสนุนต่อภาพธุรกิจ CPN ในฐานะผู้พัฒนาโครงการ MIXED USE ที่มีธุรกิจศูนย์การค้าเป็นแกนหลักมีการฟื้นตัวต่อเนื่อง สะท้อนจากปริมาณ TRAFFIC ดีขึ้นจาก มี.ค. 2565 ที่ระดับ 68% เป็น 72% ในเม.ย. และเพิ่มเป็น 77-78% เดือนพ.ค. ทำให้เฉลี่ยล่าสุด 2Q65QTD อยู่ที่ 75% ใกล้เคียง 1Q65 (ปกติก่อน COVID ไตรมาส 2 จะต่ำกว่าไตรมาส 1 เนื่องจากเข้าสู่ช่วงฤดูฝนและเปิดเทอม) โดยศูนย์การค้าที่เน้นลูกค้ากลุ่มนักท่องเที่ยวต่างชาติ (TOURIST MALLS) ซึ่งคิดเป็น 25-30% ของพื้นที่ธุรกิจศูนย์การค้า (NLA) เห็นสัญญาณเชิงบวกของ TRAFFIC เป็นระดับ 70% จากเฉลี่ย 60% งวด 1Q65 (ช่วง COVID ต่ำกว่า 50%) เชื่อว่าจากนโยบายการเปิดประเทศเต็มรูปแบบ หลังยกเลิกระบบ THAILAND PASS และประกาศโควิด-19 เป็นโรคประจำถิ่นตั้งแต่ 1 ก.ค. 2565 จะหนุนต่อปริมาณนักท่องเที่ยวต่างชาติมาไทยมากขึ้น และเป็นส่วนผลักดัน TRAFFIC มีทิศทางดีขึ้นต่อเนื่องใน 2H65 โดยมีเป้าหมายสู่ระดับ 90% ภายในสิ้นปีนี้ เช่นเดียวกับแนวโน้มการให้ส่วนลดค่าเช่าจะทยอยลดลงเหลือ 10-15% (เฉลี่ย 16% ใน 1Q65)

ปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของปริมาณ TRAFFIC และการลดลงของส่วนลดค่าเช่าในศูนย์การค้าเดิม กอปรกับการสร้างรายได้ส่วนเพิ่มของศูนย์การค้าใหม่ 2 แห่ง (ศรีราชา และอยุธยา) ที่เปิดบริการ 4Q64 ตามด้วยอีก 2 แห่งใหม่ปีนี้ คือ เซ็นทรัลวิลเลจ เฟส 2 เปิด ม.ค. 2565 และล่าสุด เซ็นทรัล จันทบุรี ช่วง 26 พ.ค. 2565 ขณะที่ธุรกิจย่อยที่เกี่ยวข้องกับอสังหาฯ เช่น ธุรกิจโรงแรม และธุรกิจที่อยู่อาศัยจะได้รับแรงผลักดันเชิงบวกมากขึ้นในปีี้ ตามแนวโน้มของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เพิ่มขึ้น และการเปิดโครงการที่อยู่อาศัยใหม่ คาดจะช่วยขับเคลื่อนให้การดำเนินงานงวด 2Q-4Q65 มีกำไรเติบโต YOY ในทุกไตรมาส และผลักดันทั้งปี 2565 มีกำไรปกติ 9.28 พันล้านบาท เติบโตเกือบเท่าตัวจากปีก่อน

### CPN

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 61.00   |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 69.00   |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 273,768 |

สำหรับภาพระยะยาวที่มีเป้าหมายเพิ่มจำนวนโครงการ 2 เท่า จากสิ้น 1Q65 ที่มีโครงการทุกธุรกิจรวม 90 โครงการ (รวม 37 ศูนย์การค้าเซ็นทรัล) เป็นกว่า 180 โครงการในปี 2569 (เป้า 50 ศูนย์การค้า) ผ่านการลงทุนภายใต้กลยุทธ์ RETAIL-LED MIXED-USE DEVELOPMENT คือ การพัฒนาแบบผสมผสานที่มีหลายธุรกิจทั้งศูนย์การค้า ที่อยู่อาศัย โรงแรม และอาคารสำนักงาน โดยมีศูนย์การค้าเป็นแกนกลาง ผนึกกำลังกับหน่วยธุรกิจอื่นเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับโครงการ จะช่วยสนับสนุนต่อการเติบโตอย่างยั่งยืน แนะนำซื้อ อิง DCF-WACC 7.5% FV สิ้นปี 2565 ที่ 69.00 บาท

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.       | 2564  | 2565F | 2566F  |
|-----------------------|-------|-------|--------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท)   | 7,148 | 9,282 | 11,463 |
| Norm Profit (ล้านบาท) | 4,712 | 9,282 | 11,463 |
| EPS (บาท)             | 1.59  | 2.07  | 2.55   |
| Norm Eps (บาท)        | 1.05  | 2.07  | 2.55   |
| PER (X)               | 38.3  | 29.5  | 23.9   |
| DPS (บาท)             | 0.60  | 0.72  | 1.02   |
| Dividend yield (%)    | 1.0   | 1.2   | 1.7    |
| PBV (x)               | 3.7   | 3.4   | 3.1    |
| Norm PER (x)          | 58.1  | 29.5  | 23.9   |
| EVEBITDA (เท่า)       | 27.5  | 19.3  | 16.8   |
| ROE (%)               | 6.6   | 11.0  | 12.5   |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ปริมาณ TRAFFIC และ การให้ส่วนลดค่าเช่า



ที่มา: CPN

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ CPN

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                                |          |          |          |          | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)            |          |          |          |          |
|-------------------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ส.ค.                                       | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    | สิ้นสุด 31 ส.ค.                    | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    |
| รายได้จากการดำเนินงาน                                 | 24,840   | 32,411   | 37,848   | 39,119   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน         |          |          |          |          |
| ต้นทุนขาย                                             | (14,784) | (16,807) | (18,868) | (19,347) | กำไรสุทธิ                          | 7,148    | 9,282    | 11,463   | 12,245   |
| กำไรขั้นต้น                                           | 10,056   | 15,604   | 18,980   | 19,772   | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด |          |          |          |          |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                                    | (5,414)  | (5,996)  | (6,813)  | (6,846)  | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย         | 8,124    | 8,624    | 9,174    | 9,724    |
| ดอกเบี้ยจ่าย                                          | (1,790)  | (1,710)  | (1,758)  | (1,721)  | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  |          |          |          |          |
| ค่าใช้จ่ายอื่น                                        | (86)     | -        | -        | -        | อื่นๆ                              | (3,289)  | -        | -        | -        |
| รายได้อื่น                                            | 2,464    | 2,495    | 2,545    | 2,596    | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | (5,205)  | 274      | (1,031)  | (210)    |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                                  | 5,934    | 11,393   | 14,054   | 15,011   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | 7,859    | 18,181   | 19,606   | 21,760   |
| ภาษีเงินได้                                           | (1,140)  | (2,051)  | (2,530)  | (2,702)  | กระแสเงินสดจากการลงทุน             |          |          |          |          |
| กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน                              | 4,712    | 9,282    | 11,463   | 12,245   | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       | -        | -        | -        | -        |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                                     | 2,436    | -        | -        | -        | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง  | (20,323) | -        | -        | -        |
| กำไรสุทธิ                                             | 7,148    | 9,282    | 11,463   | 12,245   | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | (6,517)  | (20,000) | (22,000) | (22,000) |
| Norm EPS                                              | 1.05     | 2.07     | 2.55     | 2.73     | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (36,165) | (20,000) | (22,000) | (22,000) |
| EPS                                                   | 1.59     | 2.07     | 2.55     | 2.73     | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน         |          |          |          |          |
|                                                       |          |          |          |          | เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 30,747   | 3,558    | 6,015    | 5,227    |
| การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)                  | -10.8%   | 30.5%    | 16.8%    | 3.4%     | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | (207)    | -        | -        | -        |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)                   | -35.0%   | 97.0%    | 23.5%    | 6.8%     | ลด จ่ายปันผล                       | (3,136)  | (2,693)  | (3,249)  | (4,585)  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                                  | 40.5%    | 48.1%    | 50.1%    | 50.5%    | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | 24,264   | 865      | 2,767    | 642      |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน                          | 19.0%    | 28.6%    | 30.3%    | 31.3%    | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ               | (4,042)  | (954)    | 372      | 402      |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)                       |          |          |          |          | งบดุล (ล้านบาท)                    |          |          |          |          |
|                                                       | 2Q64     | 3Q64     | 4Q64     | 1Q65     | สิ้นสุด 31 ส.ค.                    | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    |
| รายได้จากการดำเนินงาน                                 | 5,981    | 4,676    | 7,672    | 7,778    | เงินสด & เงินฝาก                   | 6,057    | 5,103    | 5,475    | 5,877    |
| ต้นทุนขาย                                             | (3,574)  | (3,360)  | (4,320)  | (4,056)  | ลูกหนี้การค้า                      | 4,203    | 3,571    | 3,571    | 3,571    |
| กำไรขั้นต้น                                           | 2,407    | 1,316    | 3,352    | 3,723    | สินค้าคงเหลือ                      | 10,062   | 11,205   | 12,578   | 12,898   |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                                    | (1,335)  | (1,274)  | (1,544)  | (1,364)  | สินทรัพย์หมุนเวียน                 | 23,515   | 23,071   | 24,817   | 25,539   |
| ดอกเบี้ยจ่าย                                          | (422)    | (436)    | (540)    | (529)    | สินทรัพย์รวม                       | 263,421  | 274,353  | 288,925  | 301,922  |
| รายได้อื่น                                            | 628      | 554      | 683      | 659      |                                    |          |          |          |          |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                                  | 1,439    | 224      | 2,181    | 2,848    | เจ้าหนี้การค้า                     | 708      | 840      | 943      | 967      |
| ภาษีเงินได้                                           | (269)    | (109)    | (291)    | (481)    | หนี้สินหมุนเวียน                   | 43,492   | 58,835   | 50,311   | 55,098   |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                                    | (16)     | 11       | (74)     | (39)     | หนี้สินระยะสั้นที่มีภาระดอกเบี้ย   | 29,796   | 44,354   | 35,487   | 40,164   |
| กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน                              | 1,154    | 126      | 1,816    | 2,328    | หนี้สินระยะยาวที่มีภาระดอกเบี้ย    | 50,684   | 39,684   | 54,567   | 55,116   |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                                     | 115      | 103      | -        | -        | หนี้สินรวม                         | 181,346  | 185,689  | 192,047  | 197,384  |
| กำไรสุทธิ                                             | 1,269    | 229      | 1,816    | 2,328    | ทุนที่ชำระแล้ว                     | 2,244    | 2,244    | 2,244    | 2,244    |
| Norm EPS                                              | 0.26     | 0.03     | 0.40     | 0.52     | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                 | 8,559    | 8,559    | 8,559    | 8,559    |
| EPS                                                   | 0.28     | 0.05     | 0.40     | 0.52     | กำไรสะสม                           | 62,919   | 69,508   | 77,722   | 85,382   |
|                                                       |          |          |          |          | จัดสรรแล้ว - สรรองตามกฎหมาย        | 224      | 224      | 224      | 224      |
| การเติบโตของรายได้จากการดำเนินงาน(%)                  | -8.1%    | -21.8%   | 64.1%    | 1.4%     | ยังไม่ได้จัดสรร                    | 62,694   | 69,283   | 77,497   | 85,157   |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (%)                   | -28.6%   | -89.1%   | 1339.2%  | 28.2%    | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย          | 8,973    | 8,973    | 8,973    | 8,973    |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                                  | 40.2%    | 28.1%    | 43.7%    | 47.9%    | ส่วนของผู้ถือหุ้นทั้งหมด           | 73,102   | 79,691   | 87,905   | 95,565   |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน                          | 19.3%    | 2.7%     | 23.7%    | 29.9%    | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น        | 263,421  | 274,353  | 288,925  | 301,922  |
| อัตราส่วนทางการเงิน                                   |          |          |          |          | สมมติฐานในการทำประมาณการ           |          |          |          |          |
| สิ้นสุด 31 ส.ค.                                       | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    | สิ้นสุด 31 ส.ค.                    | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)                             | 0.54     | 0.39     | 0.49     | 0.46     | สัดส่วนรายได้                      |          |          |          |          |
| อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)                     | 0.31     | 0.20     | 0.24     | 0.23     | - รายได้ค่าเช่าและบริการ           | 88.9%    | 91.2%    | 90.8%    | 90.3%    |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)                | 5.91     | 9.08     | 10.60    | 10.95    | - รายได้ศูนย์อาหาร                 | 1.3%     | 1.6%     | 1.7%     | 1.6%     |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)               | 20.89    | 20.00    | 20.00    | 20.00    | - รายได้โรงแรม                     | 1.2%     | 1.2%     | 2.1%     | 2.6%     |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)                       | 2.48     | 2.33     | 2.18     | 2.07     | - รายได้โครงการที่พักอาศัย         | 8.7%     | 6.0%     | 5.4%     | 5.5%     |
| หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า) | 1.02     | 0.99     | 0.96     | 0.94     | Gross Margin เฉลี่ย (%)            | 40.5%    | 48.1%    | 50.1%    | 50.5%    |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)                        | 0.02     | 0.03     | 0.04     | 0.08     | SG&A/Sales (%)                     | 21.8%    | 18.5%    | 18.0%    | 17.5%    |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย (%)                       | 0.07     | 0.11     | 0.12     | 0.28     | Norm Profit Margin (%)             | 19.0%    | 28.6%    | 30.3%    | 31.3%    |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



### หุ้นเติบโตโดดเด่นสุดในกลุ่มค้าปลีกฯ

- คาดกำไรงวด 2Q65 เติบโต YOY แสง และลูนโต QOQ ได้ต่อเนื่อง
- แนวโน้มกำไรในปี เติบโตแสง
- หุ้นฟื้นตัวเด่นสุดในกลุ่มค้าปลีกฯ เลือกเป็น TOP PICK กลุ่ม

แนวโน้มกำไร 2Q65 ของบริษัทจะไต่ระดับสูงขึ้น เติบโต QoQ ได้แม้จะเป็นช่วง Low season ของกลุ่มค้าปลีกฯ และผลประกอบการจะพลิกเป็นกำไรได้ จากเดิมที่เคยขาดทุนในงวดเดียวกันของปีก่อนจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ในช่วงเดือน เม.ย. 65 – พ.ค. 65 ในทุกกลุ่มสินค้า (สินค้าแฟชั่น, กลุ่มสินค้าอาหาร, กลุ่มฮาร์ดไลน์) ที่ฟื้นตัวแรงในระดับ 20-25% นำโดยกลุ่มสินค้าแฟชั่น ที่ยังคงฟื้นตัวเด่นในระดับมากกว่า 50% ทั้งในประเทศไทยและอิตาลี รองลงมาคือ SSSG ของกลุ่มสินค้าอาหาร ที่เติบโตราว 15-16%YoY ทั้งในประเทศไทยและเวียดนาม ประกอบกับบริษัทยังสามารถรักษาราคาสินค้าขึ้นไปได้ในบางส่วนตั้งแต่ช่วงเดือน เม.ย. ที่ผ่านมา, สัดส่วนการขายสินค้าในกลุ่มแฟชั่นที่เพิ่มขึ้น (มาร์จิ้นสูง), การปรับส่วนลดให้แก่ผู้เช่าพื้นที่ทยอยลดลง, อัตราการเช่าพื้นที่เริ่มกลับมาสูงขึ้นตามสถานการณ์โควิดที่เริ่มดีขึ้นและกลุ่มสินค้าวัสดุก่อสร้าง (ไทวัสดุ) ที่รับแรงกดดันน้อยลงจากราคาเหล็กที่เริ่มกลับมาขึ้นสูงขึ้นเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ผ่านมา

ทั้งนี้ภาพแนวโน้มกำไรทั้งปี 2565 ยังคงเติบโตแรงมากถึง 3,420.5%YoY และคาดว่าจะกลับไปเติบโตเพิ่มขึ้นอีก 22.2%YoY ในปี 2566 หรือ เติบโตเฉลี่ยปีละ 555% ส่วนหนึ่งมาจากฐานกำไรที่ต่ำในปี 2563-64 (ผลกระทบวิกฤต COVID ที่ส่งผลต่อยอดขายในทุกกลุ่มสินค้า) ส่วนปัจจัยขับเคลื่อนอื่นยังคงมาจากการสถานการณ์โควิดที่เริ่มทยอยดีขึ้นอย่างมีนัยยะ, การยกเลิกระบบ Thailand pass หนุนลูกค้าชาวต่างชาติสูงขึ้นและการกลับมาทำงานที่ ออฟฟิศ/การเปิดเรียนออนไลน์อีกครั้งของกลุ่มนักเรียน-นักศึกษา ส่งผลให้พฤติกรรมของผู้บริโภคที่เริ่มกลับมาใช้ชีวิตนอกบ้านมากขึ้นและกระตุ้นการจับจ่ายใช้สอยกับกลุ่มห้างสรรพสินค้ามากขึ้น

### CRC

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 35.00   |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 44.75   |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 211,085 |

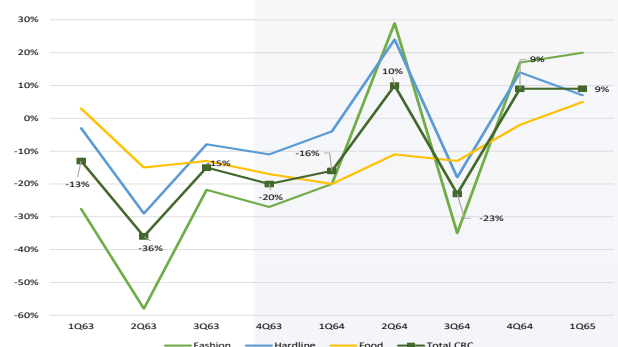
CRC เป็นหุ้น TURNAROUND ที่ฟื้นตัวเด่นสุดในกลุ่มค้าปลีกฯ ด้วยการเติบโตของกำไรปี 2565 มากถึง 3,420.5%YoY เปรียบเทียบกับกำไรของหุ้นกลุ่มค้าปลีกที่ฝ่ายวิจัยศึกษา ที่มีการเติบโตเฉลี่ยราว 18.2-83.8% จึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ” และเลือก CRC เป็น Top pick ของกลุ่ม

#### 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   | 32.0  | 26.2  | 21.8  |
| DPS (บาท)           | 0.4    | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.6   |
| Dividend Yield (%)  | 1.1    | 0.9   | 1.3   | 1.5   | 1.8   |
| PBV (เท่า)          | 3.8    | 3.6   | 3.3   | 3.0   | 2.8   |
| EVEBITDA            | 13.7   | 13.6  | 9.4   | 8.3   | 7.3   |
| ROE (%)             | 0.1    | 0.1   | 11.3  | 13.5  | 15.7  |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) รายไตรมาส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย 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        |
| <b>กำไรขั้นต้น</b>               | <b>41,893</b>   | <b>52,943</b>  | <b>55,813</b>  | <b>58,655</b>  |
| รายได้ค่าเช่าและบริการ           | 5,816           | 8,593          | 9,722          | 11,038         |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร      | 58,833          | 67,268         | 70,151         | 73,171         |
| <b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>       | <b>(11,124)</b> | <b>(5,731)</b> | <b>(4,617)</b> | <b>(3,478)</b> |
| 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)           | -              | -              | -              |
| <b>กำไรสุทธิ</b>                 | <b>59</b>       | <b>6,603</b>   | <b>8,068</b>   | <b>9,664</b>   |
| <b>กำไรปกติ</b>                  | <b>188</b>      | <b>6,603</b>   | <b>8,068</b>   | <b>9,664</b>   |
| <b>EPS (บาท)</b>                 | <b>0.01</b>     | <b>1.09</b>    | <b>1.34</b>    | <b>1.60</b>    |
| <b>Norm EPS (บาท)</b>            | <b>0.03</b>     | <b>1.09</b>    | <b>1.34</b>    | <b>1.60</b>    |
| 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%           |

## งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                  | 1Q64           | 2Q64           | 3Q64           | 4Q64           |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| รายได้จากการขาย                  | 43,749         | 41,844         | 37,660         | 52,722         |
| ต้นทุนขาย                        | 33,776         | 32,085         | 28,977         | 39,244         |
| <b>กำไรขั้นต้น</b>               | <b>9,973</b>   | <b>9,759</b>   | <b>8,683</b>   | <b>13,478</b>  |
| รายได้ค่าเช่าและบริการ           | 1,687          | 1,488          | 1,041          | 1,600          |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร      | 14,091         | 14,262         | 14,287         | 16,191         |
| <b>กำไรจากการดำเนินงาน</b>       | <b>(2,432)</b> | <b>(3,015)</b> | <b>(4,563)</b> | <b>(1,113)</b> |
| รายได้อื่น                       | 3,675          | 3,076          | 2,793          | 4,597          |
| ค่าใช้จ่ายอื่น                   | 3              | 4              | 5              | 6              |
| ดอกเบี้ยจ่าย                     | 739            | 779            | 789            | 807            |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี             | 504            | (717)          | (2,559)        | 2,677          |
| ภาษีเงินได้                      | 45             | (291)          | (339)          | 213            |
| กำไรหลังหักภาษี                  | 459            | (426)          | (2,220)        | 2,464          |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อยและอื่นๆ | 58             | 46             | 21             | 93             |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                | (49)           | (69)           | (172)          | 161            |
| <b>กำไรสุทธิ</b>                 | <b>401</b>     | <b>(471)</b>   | <b>(2,241)</b> | <b>2,371</b>   |
| <b>กำไรปกติ</b>                  | <b>451</b>     | <b>(402)</b>   | <b>(2,069)</b> | <b>2,210</b>   |
| <b>EPS (บาท)</b>                 | <b>0.07</b>    | <b>(0.08)</b>  | <b>(0.37)</b>  | <b>0.39</b>    |
| <b>Norm EPS (บาท)</b>            | <b>0.07</b>    | <b>(0.07)</b>  | <b>(0.34)</b>  | <b>0.37</b>    |
| การเติบโตของยอดขาย (YoY)         | -10.0%         | 13.2%          | -10.6%         | 16.1%          |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น             | 22.8%          | 23.3%          | 23.1%          | 25.6%          |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน     | 2.5%           | 0.1%           | -4.3%          | 5.9%           |
| อัตราส่วนกำไรปกติ                | 1.0%           | -0.9%          | -5.3%          | 4.1%           |

## 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   |
| หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น             | 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   |

## งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2564            | 2565F           | 2566F           | 2567F           |
|------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>        |                 |                 |                 |                 |
| 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           |
| <b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>   | <b>23,360</b>   | <b>30,445</b>   | <b>31,396</b>   | <b>35,317</b>   |
| <b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>            |                 |                 |                 |                 |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้นและร่วม      | (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 และซื้อส่วนได้เสีย | 474             | -               | -               | -               |
| <b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>       | <b>(22,906)</b> | <b>(20,000)</b> | <b>(20,000)</b> | <b>(20,000)</b> |
| <b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>        |                 |                 |                 |                 |
| 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)         |
| <b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>   | <b>(149)</b>    | <b>(10,156)</b> | <b>(8,488)</b>  | <b>(14,074)</b> |
| <b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>              | <b>306</b>      | <b>289</b>      | <b>2,908</b>    | <b>1,243</b>    |

| 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        |
| <b>สินทรัพย์รวม</b>                | <b>263,228</b> | <b>273,347</b> | <b>284,703</b> | <b>292,502</b> |
| 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         |
| <b>หนี้สินรวม</b>                  | <b>204,147</b> | <b>209,465</b> | <b>215,401</b> | <b>216,762</b> |
| 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         |
| <b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>           | <b>59,081</b>  | <b>63,875</b>  | <b>69,302</b>  | <b>75,739</b>  |
| <b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b> | <b>263,228</b> | <b>273,347</b> | <b>284,703</b> | <b>292,502</b> |

## 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%    |
| สาขาขนาดใหม่รวม       | 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

### พลังรัฐ

- คาดรับผลบวกมากที่สุด ยามดอกเบี้ยขาขึ้น
- คุณภาพสินทรัพย์พอวางใจได้ ในกลุ่ม ธ.พ. ใหญ่
- Valuation ไม่แพง พร้อมคาด Div Yield เกือบ 4%

ทิศทางดอกเบี้ยนโยบายไทยกำลังเข้าสู่ช่วงขาขึ้น ทั้งจากบริบทค่าเงินบาทอ่อนค่า, ตัวเลขเงินเฟ้อ, Fed fund rate และการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทย ตามการ Recovery ของภาคการท่องเที่ยว โดยฝ่ายวิจัยคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายไทยปรับขึ้น 3 ครั้งในปี 2562 ระดับ 1.25% และปี 2566 ไม่เกินปี 2562 ที่ 1.50% - 1.75%

บนสมมติฐานข้างต้น ย่อมบวกต่อ ธ.พ. ขนาดใหญ่ ที่มีโครงสร้างสินเชื่ออัตราลอยตัว (Floating rate) อย่าง KTB อิงข้อมูลสิ้นปี 2564 พบว่าพอร์ตสินเชื่อของ KTB สามารถปรับอัตราดอกเบี้ยภายใน 1 ปี คิดเป็นสัดส่วน 92% VS BBL (88%), KBANK (85%) และ SCB (65%) กอปรกับโครงสร้างรายได้ราว 72% มาจากรายได้ดอกเบี้ยรับสุทธิ เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ อยู่ที่ประมาณ 68% ทำให้ทุก 10 bps ของ NIM ที่เพิ่มขึ้นจากสมมติฐานจะส่งผลบวกต่อกำไรราว 10% ใกล้เคียง BBL และมากกว่า KBANK, SCB ที่ 7% - 8% นอกจากนี้ คาดว่าสินเชื่อกับรัฐบาล (สัดส่วน 21% ของพอร์ตสินเชื่อบริษัทฯ) จะรับอานิสงส์ทันที หากดอกเบี้ยนโยบายปรับขึ้น เนื่องจากอัตราดอกเบี้ยอ้างอิงกับ BIBOR ที่มีความสัมพันธ์กับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ด้านรายได้ที่มีใช้ดอกเบี้ยนำจะมีพัฒนาการดีขึ้นในอนาคต อานิสงส์จากแอป “เป่าตัง” แม้ค่าธรรมเนียมเรียกเก็บจากการโอนเงินสำหรับผู้ถูกรางวัลสลาก DIGITAL ไม่นับยา ต่อประมาณการ แต่ฐานข้อมูลจำนวนมาก เปิดโอกาสให้ KTB สามารถนำเสนอขายผลิตภัณฑ์ เช่น E-BOND ให้กับลูกค้าเพิ่มขึ้น

สำหรับคุณภาพสินทรัพย์ ด้วยโครงสร้างพอร์ตสินเชื่อบริษัทฯ 21% มาจากลูกค้ารัฐบาล และสินเชื่อบริษัทฯ 20% ของพอร์ตสินเชื่อในส่วนนี้กว่า 90% เป็น Payroll อีกทั้งสัดส่วนลูกหนี้ภายใต้การปรับโครงสร้างหนี้ระยะยาว หรือ กลุ่มสีฟ้า (CDR : Comprehensive debt restructuring) อยู่ที่ 2% ของพอร์ตสินเชื่อ (4% ณ สิ้นงวดก่อน) เทียบกับ KBANK ตั้งเป้าที่ 4% - 6% และ SCB เป้าหมายที่ 15% ของพอร์ตสินเชื่อ เมื่อพิจารณาการเร่งตั้งสำรอง

### KTB

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 15.5    |
| FV 65/66 (บาท)       | 16.1/17 |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 216,629 |

ล่วงหน้าเพื่อรองรับความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น สะท้อนจาก Coverage ratio ณ สิ้นงวด 1Q65 ที่ 166% (สิ้นปี 2562 ที่ 132%) องค์กรประกอบรวมจึงมองว่า Credit Risk ต่ำกว่า ธ.พ. ใหญ่อื่น

อิง GGM ให้ PBV 0.59 เท่า ได้ FV ปี 2565 - 66 ที่ 16.1 บาท และ 17 บาท ในเชิง Valuation ไม่แพง มี PBV ซื้อขายที่ 0.56 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่ 0.7 เท่า และ PER ที่ 8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ที่ 9 เท่า กอปรกับคาด Div Yield (จ่ายปีละครั้ง) ราว 4% สูงรองเพียงแค่ SCB ใน ธ.พ. ขนาดใหญ่ คงแนะนำ ซื้อ เลือกเป็น Top pick กลุ่มธนาคารใหญ่

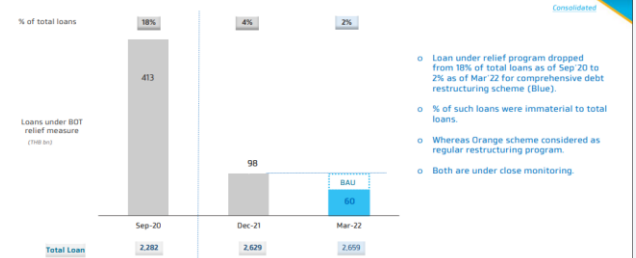
#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.   | 2564   | 2565F  | 2566F  | 2567F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| กำไรสุทธิ         | 21,588 | 25,880 | 27,590 | 29,980 |
| EPS (บาท)         | 1.54   | 1.85   | 1.97   | 2.15   |
| EPS growth (%yoy) | 29.0%  | 19.9%  | 6.6%   | 8.7%   |
| BVS (บาท)         | 25.8   | 27.3   | 28.8   | 30.5   |
| PER (x)           | 10.0   | 8.4    | 7.9    | 7.2    |
| PBV (x)           | 0.60   | 0.57   | 0.54   | 0.51   |
| DPS (บาท)         | 0.42   | 0.56   | 0.59   | 0.64   |
| Div yields        | 2.7%   | 3.6%   | 3.8%   | 4.2%   |
| ROE               | 6.1%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.2%   |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### สัดส่วนลูกหนี้ภายใต้มาตรการช่วยเหลือ

##### Relief measure to our customers impacted by pandemic



ที่มา: KTB



## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ KTB

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)          |          |          |          |          | งบดุล (ล้านบาท)                      |                 |           |           |           |       |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|--------------------------------------|-----------------|-----------|-----------|-----------|-------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                 | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                      | 2564            | 2565F     | 2566F     | 2567F     |       |
| รายได้ดอกเบี้ยรับ               | 104,832  | 107,662  | 118,240  | 122,000  | เงินสดและเงินฝากธนาคาร               | 63,544          | 58,309    | 58,677    | 56,027    |       |
| ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย              | (21,460) | (22,991) | (30,356) | (31,468) | เงินลงทุน-สุทธิ                      | 364,017         | 371,956   | 390,554   | 410,082   |       |
| รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ             | 83,372   | 84,671   | 87,884   | 90,532   | สินเชื่อ                             | 2,628,963       | 2,707,832 | 2,789,067 | 2,872,739 |       |
| รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ     | 20,022   | 20,100   | 21,105   | 22,160   | บวก ดอกเบี้ยค้างรับ                  | 20,579          | 21,196    | 21,832    | 22,487    |       |
| รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ      | 12,392   | 12,355   | 12,778   | 13,224   | หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ           | (173,322)       | (160,006) | (165,490) | (167,384) |       |
| ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน             | (52,731) | (54,309) | (55,935) | (57,610) | สินเชื่อสุทธิ                        | 2,476,220       | 2,569,022 | 2,645,409 | 2,727,842 |       |
| ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ          | (32,524) | (26,684) | (27,484) | (26,894) | สินทรัพย์อื่น                        | 652,964         | 722,118   | 743,249   | 765,192   |       |
| กำไรก่อนภาษีเงินได้             | 30,531   | 36,133   | 38,347   | 41,412   | สินทรัพย์รวม                         | 3,556,744       | 3,721,406 | 3,837,890 | 3,959,143 |       |
| หัก ภาษีเงินได้                 | (5,975)  | (7,227)  | (7,669)  | (8,282)  | เงินฝาก                              | 2,614,747       | 2,745,485 | 2,827,849 | 2,912,685 |       |
| กำไรสุทธิ                       | 21,588   | 25,880   | 27,590   | 29,980   | เงินกู้ยืม                           | 133,817         | 135,155   | 136,507   | 137,872   |       |
| EPS (บาท)                       | 1.54     | 1.85     | 1.97     | 2.15     | หนี้สินรวม                           | 3,182,633       | 3,325,060 | 3,419,412 | 3,516,540 |       |
| กำไรจากการดำเนินงาน             | 52,355   | 50,363   | 52,816   | 54,555   | ทุนเรียกชำระแล้ว                     | 71,977          | 71,977    | 71,977    | 71,977    |       |
| Norm EPS (บาท)                  | 3.75     | 3.60     | 3.78     | 3.90     | สำรองอื่น                            | 57,929          | 59,423    | 60,991    | 62,637    |       |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท) |          |          |          |          | กำไรสะสม                             | 230,147         | 250,185   | 270,011   | 291,714   |       |
|                                 | 2Q64     | 3Q64     | 4Q64     | 1Q65     | ส่วนของผู้ถือหุ้น                    | 360,053         | 381,584   | 402,978   | 426,328   |       |
| รายได้ดอกเบี้ยรับ               | 26,349   | 26,419   | 26,767   | 26,209   | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น          | 3,556,744       | 3,721,406 | 3,837,890 | 3,959,143 |       |
| ต้นทุนดอกเบี้ยจ่าย              | (5,433)  | (5,277)  | (5,422)  | (5,123)  | งบดุลรายไตรมาส (ล้านบาท)             |                 |           |           |           |       |
| รายได้ดอกเบี้ยสุทธิ             | 20,916   | 21,142   | 21,345   | 21,086   |                                      | 2Q64            | 3Q64      | 4Q64      | 1Q65      |       |
| รายได้ค่าธรรมเนียมฯ - สุทธิ     | 4,892    | 4,753    | 5,160    | 4,968    | เงินสดและเงินฝากธนาคาร               | 55,337          | 56,737    | 63,544    | 54,669    |       |
| รายได้จากการดำเนินงานอื่นๆ      | 3,042    | 2,440    | 3,424    | 3,631    | เงินลงทุน-สุทธิ                      | 271,916         | 309,879   | 360,081   | 270,148   |       |
| ค่าใช้จ่ายดำเนินงาน             | (12,235) | (13,093) | (14,714) | (12,244) | สินเชื่อ                             | 2,485,898       | 2,559,985 | 2,628,963 | 2,658,758 |       |
| ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ          | (8,097)  | (8,137)  | (8,233)  | (5,470)  | บวก ดอกเบี้ยค้างรับ                  | 16,876          | 19,118    | 20,579    | 20,583    |       |
| กำไรก่อนภาษีเงินได้             | 8,519    | 7,104    | 6,982    | 11,971   | หัก ค่าเผื่อหนี้สงสัยจะสูญ           | (163,414)       | (167,201) | (173,322) | (177,008) |       |
| หัก ภาษีเงินได้                 | (1,657)  | (1,382)  | (1,418)  | (2,317)  | ขาดทุนจากการปรับโครงสร้างหนี้        |                 |           |           |           |       |
| กำไรสุทธิ                       | 6,011    | 5,055    | 4,944    | 8,780    | สินเชื่อสุทธิ                        | 2,339,360       | 2,411,902 | 2,476,220 | 2,502,333 |       |
| EPS (บาท)                       | 0.43     | 0.36     | 0.35     | 0.63     | สินทรัพย์อื่น                        | 738,233         | 718,642   | 656,900   | 754,297   |       |
| กำไรจากการดำเนินงาน             | 13,621   | 13,071   | 13,139   | 14,077   | สินทรัพย์รวม                         | 3,404,847       | 3,497,161 | 3,556,744 | 3,581,447 |       |
| Norm EPS (บาท)                  | 0.97     | 0.94     | 0.94     | 1.01     | เงินฝาก                              | 2,493,121       | 2,582,228 | 2,614,747 | 2,712,691 |       |
| อัตราส่วนทางการเงิน             |          |          |          |          | เงินกู้ยืม                           | 399,042         | 381,768   | 430,162   | 358,302   |       |
|                                 | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    | หนี้สินรวม                           | 3,048,986       | 3,129,823 | 3,182,633 | 3,205,018 |       |
| Yield                           | 3.16%    | 3.05%    | 3.24%    | 3.24%    | ทุนเรียกชำระแล้ว                     | 72,005          | 72,005    | 72,005    | 72,005    |       |
| Funding cost                    | 0.73%    | 0.74%    | 0.94%    | 0.95%    | สำรองอื่น                            | 44,774          | 50,440    | 50,700    | 43,329    |       |
| Spread                          | 2.43%    | 2.32%    | 2.30%    | 2.30%    | กำไรสะสม                             | 226,460         | 231,602   | 237,347   | 246,163   |       |
| NIM                             | 2.51%    | 2.40%    | 2.41%    | 2.41%    | ส่วนของผู้ถือหุ้นบริษัทใหญ่          | 343,239         | 354,047   | 360,053   | 361,497   |       |
| สินเชื่อต่อเงินฝาก              | 100.5%   | 98.6%    | 98.6%    | 98.6%    | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น          | 3,404,847       | 3,497,161 | 3,556,744 | 3,581,447 |       |
| Cost to income ratio            | 45.5%    | 46.4%    | 45.9%    | 45.8%    | สมมติฐานในการประมาณการ               |                 |           |           |           |       |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย      | 0.63%    | 0.71%    | 0.73%    | 0.77%    |                                      | สิ้นสุด 31 ธ.ค. | 2564      | 2565F     | 2566F     | 2567F |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย     | 6.14%    | 6.98%    | 7.03%    | 7.23%    | อัตราการเติบโตของสินเชื่อ            | 12.7%           | 3.0%      | 3.0%      | 3.0%      |       |
|                                 |          |          |          |          | อัตราการเติบโตของเงินฝาก             | 6.2%            | 5.0%      | 3.0%      | 3.0%      |       |
|                                 |          |          |          |          | อัตราการเติบโตของรายได้ค่าธรรมเนียมฯ | -2.5%           | 0.4%      | 5.0%      | 5.0%      |       |
|                                 |          |          |          |          | Credit cost                          | 1.31%           | 1.00%     | 1.00%     | 0.95%     |       |
|                                 |          |          |          |          | NPL/สินเชื่อรวม                      | 4.06%           | 4.00%     | 4.00%     | 4.00%     |       |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### มีปัจจัยบวกทั้งระยะสั้นและระยะยาวรออยู่

- ๑ ขั้นตอนการควบรวมกับ DTAC มีความคืบหน้าขึ้นตามลำดับ
- ๑ คำสั่งศาลล่าสุด ทำให้กสทช. ยังเดินหน้าพิจารณาดีลควบรวมได้
- ๑ ระยะสั้นมีปัจจัยบวกจากผลการดำเนินงาน 2Q65 ที่ฟื้นตัว QOQ

หลัง TRUE ประกาศตั้งแต่ช่วงปลายเดือน พ.ย. 64 ว่าอยู่ระหว่างการศึกษาเพื่อที่จะควบรวมกับ บมจ. โทเทิล แอ็คเซ็ส คอมมูนิเคชั่น (DTAC) ปัจจุบันขั้นตอนต่างๆที่จะนำไปสู่การควบรวมดูมีความคืบหน้ามากขึ้นตามลำดับ โดยล่าสุดการขอความยินยอมจากเจ้าหนี้เพื่อควบรวมเป็นบริษัทใหม่ ได้เสร็จสิ้นแล้วตั้งแต่ 20 มิ.ย.65 ส่วนขั้นตอนการขออนุญาตจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง อยู่ระหว่างรอการพิจารณาของคณะกรรมการกิจการกระจายเสียง กิจการโทรทัศน์และกิจการโทรคมนาคมแห่งชาติ (กสทช.) ซึ่งคาดว่าจะเห็นความชัดเจนภายใน 10 ก.ค. 65 นี้

ที่ผ่านมาแม้จะมีผู้ฟ้องร้อง กสทช. เรื่องการออกประกาศที่เกี่ยวกับมาตรการกำกับดูแลการรวมธุรกิจ ฉบับปี 2561 ซึ่งทำให้ผู้ที่ต้องการรวมธุรกิจเพียงแค่แจ้งให้ กสทช. รับทราบก่อนดำเนินการเท่านั้น และขอให้ศาลคุ้มครองฉุกเฉินเพื่อระงับดีลควบรวมนี้ไว้ก่อน แต่หากอิงคำสั่งจากศาลปกครองที่ออกมาล่าสุด (16 มิ.ย.65) ซึ่งไม่ได้คุ้มครองฉุกเฉิน ทำให้กระบวนการพิจารณาของ กสทช. ที่มีต่อดีลการควบรวมระหว่าง TRUE และ DTAC ยังเดินหน้าได้ต่อไป นอกจากนี้ศาลยังมีคำวินิจฉัยว่า กสทช. มีอำนาจในการที่จะอนุญาตหรือไม่อนุญาตสำหรับการเข้าถือครองธุรกิจให้บริการประเภทเดียวกัน ตามประกาศ กสทช. ฉบับปี 2549 เรื่องมาตรการเพื่อป้องกันมิให้มีการกระทำการอันเป็นการผูกขาดฯ

ภายใต้หลักเกณฑ์ที่มีอยู่ ฝ่ายวิจัยยังเชื่อว่าการควบรวมจะเกิดขึ้นได้ ซึ่งนอกจากจะทำให้บริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นจากการควบรวมขยับขึ้นเป็นผู้นำตลาดแล้ว จะส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันให้เข้มแข็งขึ้น ช่วยลดต้นทุนที่ซ้ำซ้อน และมีฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้นกว่า TRUE ในปัจจุบัน โดยภายใต้สมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมว่าหลังการควบรวมจะทำให้ประหยัต้นทุนบางส่วนลงได้ 5% ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่า

### TRUE

#### แนะนำ

#### ซื้อ

|                      |         |
|----------------------|---------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 4.60    |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 5.70    |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 153,494 |

พื้นฐานของบริษัทใหม่ได้ที่ 9.50 บาท และแปลงกลับมาเป็นมูลค่าของ TRUE ได้ 5.70 บาท

สำหรับระยะสั้นจะมีปัจจัยบวกจากผลประกอบการงวด 2Q65 ที่น่าจะโดดเด่นกว่าคู่แข่ง แม้ผลการดำเนินงานปกติของบริษัทมีแนวโน้มชะลอตัวทั้ง QOQ และ YOY เพราะค่าทั้งรายได้จะถูกกดดันจากกำลังซื้อที่ลดลง และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น แต่คาดว่าจะบันทึกกำไรพิเศษราว 1.2 พันล้านบาท – 1.3 พันล้านบาท จากการขายเงินลงทุนในกองทุนโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม (DIF) ออกมาบางส่วน ซึ่งจะช่วยพุงภาพผลประกอบการโดยรวม

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.     | 2563     | 2564       | 2565F      | 2566F      | 2567F      |
|---------------------|----------|------------|------------|------------|------------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 1,047.52 | (1,428.41) | (5,168.46) | (4,745.51) | (4,562.78) |
| EPS (บาท)           | 0.03     | (0.04)     | (0.15)     | (0.14)     | (0.14)     |
| EPS growth (%)      | (0.81)   | (2.36)     | 2.62       | (0.08)     | (0.04)     |
| PER (เท่า)          | 149.72   | NM         | NM         | NM         | NM         |
| Dividend Yield (%)  | 1.5      | 1.5        | -          | -          | -          |
| PER (เท่า)          | 1.2      | 1.8        | 1.9        | 2.1        | 2.3        |
| ROE (%)             | 0.8      | (1.3)      | (6.2)      | (6.1)      | (6.4)      |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### กรอบเวลาการควบรวม

| เม.ย 65                                                                            | พ.ค 65 | มิ.ย 65 | ก.ค 65           | ส.ค 65                                                                                | ก.ย 65                                                                                                                            |
|------------------------------------------------------------------------------------|--------|---------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| -4 เม.ย 65 ประกาศใช้หุ้น<br>-4 เม.ย 65 ประกาศใช้หุ้น 14 วัน<br>วันประชุมผู้ถือหุ้น |        |         |                  |                                                                                       |                                                                                                                                   |
| —จากนี้มีมติคัดค้านการควบรวม ภายใน 2 เดือน (ภายใน 20 มิ.ย 65)—                     |        |         | ทำคำเสนอซื้อหุ้น | ซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นที่มี<br>ประโยชน์ที่คาดว่าจะได้รับ<br>หรือผู้ถือหุ้น (1 เม.ย 65) | การประชุมร่วมกันระหว่าง<br>DTAC และ TRUE เพื่อ<br>พิจารณาเรื่องการจัดตั้งบริษัท<br>-บริษัทใหม่จะเข้าเป็น<br>บริษัทจดทะเบียนในตลาด |

ที่มา: DTAC-TRUE

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2564-2567 ของ TRUE

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                 |           |           |           |           |
|----------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                        | 2564      | 2565F     | 2566F     | 2567F     |
| ยอดขาย                                 | 143,655   | 143,915   | 149,872   | 154,943   |
| ต้นทุนขาย                              | (105,474) | (110,542) | (116,324) | (122,086) |
| กำไรขั้นต้น                            | 38,182    | 33,373    | 33,548    | 32,857    |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                     | (25,768)  | (25,617)  | (24,279)  | (23,241)  |
| กำไรจากการดำเนินงาน                    | 12,413    | 7,756     | 9,269     | 9,616     |
| ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม            | 3,677     | 3,751     | 3,938     | 4,135     |
| รายได้(ค่าใช้จ่าย)อื่น                 | 3,553     | 4,000     | 4,000     | 4,000     |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (19,343)  | (19,376)  | (20,649)  | (21,010)  |
| กำไรก่อนหักภาษี                        | (1,367)   | (5,369)   | (4,942)   | (4,759)   |
| ภาษีเงินได้                            | (155)     | 81        | 74        | 71        |
| กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | (1,522)   | (5,288)   | (4,868)   | (4,688)   |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย              | 93        | 120       | 122       | 125       |
| กำไรสุทธิ                              | (1,428)   | (5,168)   | (4,746)   | (4,563)   |
| กำไรปกติ                               | (3,916)   | (5,168)   | (4,746)   | (4,563)   |
| EPS                                    | (0.04)    | (0.15)    | (0.14)    | (0.14)    |
| Norm EPS                               | (0.12)    | (0.15)    | (0.14)    | (0.14)    |
|                                        |           |           |           |           |
| การเติบโตของยอดขาย (YoY%)              | 3.9%      | 0.2%      | 4.1%      | 3.4%      |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงาน (YoY%) | 16.6%     | -37.5%    | 19.5%     | 3.7%      |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                   | 26.6%     | 23.2%     | 22.4%     | 21.2%     |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงาน           | 8.6%      | 5.4%      | 6.2%      | 6.2%      |

| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)        |          |          |          |          |
|----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                        | 1Q64     | 2Q64     | 3Q64     | 4Q64     |
| ยอดขาย                                 | 35,425   | 33,797   | 32,966   | 41,468   |
| ต้นทุนขาย                              | (25,451) | (23,656) | (24,085) | (32,282) |
| กำไรขั้นต้น                            | 9,975    | 10,141   | 8,880    | 9,186    |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                     | (6,687)  | (6,520)  | (5,942)  | (6,620)  |
| ดอกเบี้ยจ่าย                           | (3,909)  | (4,066)  | (4,025)  | (4,099)  |
| ส่วนแบ่งผลกำไรจากบริษัทร่วม            | 874      | 873      | 888      | 1,042    |
| กำไรก่อนหักภาษี                        | (543)    | (332)    | (584)    | 93       |
| ภาษีเงินได้                            | (45)     | (19)     | (47)     | (44)     |
| กำไรสุทธิก่อนส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย | (588)    | (351)    | (631)    | 49       |
| ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                     | 6        | 53       | 29       | 5        |
| กำไรสุทธิ                              | (581)    | (298)    | (602)    | 54       |
| รายการพิเศษ                            | 376      | 390      | 381      | 1,341    |
| กำไรปกติ                               | (957)    | (688)    | (983)    | (1,287)  |
|                                        |          |          |          |          |
| ยอดขาย (QoQ%)                          | 262%     | -49%     | 102%     | -109%    |
| กำไรขั้นต้น (QoQ%)                     | 4.0%     | 1.7%     | -12.4%   | 3.4%     |
| กำไรจากการดำเนินงาน (QoQ%)             | 6.3%     | 10.1%    | -18.8%   | -12.7%   |

| อัตราส่วนทางการเงิน                               |      |       |       |       |
|---------------------------------------------------|------|-------|-------|-------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                                   | 2564 | 2565F | 2566F | 2567F |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)                         | 0.6  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| อัตราส่วนเงินทุนหมุนเร็ว (เท่า)                   | 0.4  | 0.4   | 0.3   | 0.4   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)            | 3.0  | 2.9   | 3.2   | 3.8   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)            | 35.9 | 78.6  | 79.2  | 80.1  |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)           | 1.2  | 1.2   | 1.2   | 1.3   |
| หนี้สินต่อทุน (เท่า)                              | 6.6  | 7.4   | 7.8   | 8.4   |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ยสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า) | 4.5  | 5.2   | 5.6   | 6.1   |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย                        | 0%   | -1%   | -1%   | -1%   |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย                       | -1%  | -4%   | -4%   | -4%   |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

| งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)            |          |          |          |          |
|------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564     | 2565F    | 2566F    | 2567F    |
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน         |          |          |          |          |
| กำไรสุทธิ                          | (1,428)  | (5,168)  | (4,746)  | (4,563)  |
| รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | 15,221   | 81       | 74       | 71       |
| ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย      | 48,198   | 48,625   | 51,990   | 55,848   |
| กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  | -        | -        | -        | -        |
| เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | (26,597) | 6,321    | 9,693    | 9,429    |
| กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | 35,456   | 49,659   | 56,816   | 60,589   |
| กระแสเงินสดจากการลงทุน             |          |          |          |          |
| เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       | (590)    | (155)    | (160)    | (165)    |
| เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | (58,855) | (67,212) | (54,923) | (56,152) |
| อื่นๆ                              | 2,631    | (9,635)  | (10,045) | (10,045) |
| กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (56,813) | (77,003) | (65,129) | (66,363) |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน         |          |          |          |          |
| เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 24,449   | 7,180    | 12,842   | 24,490   |
| เพิ่ม/ลด หนี้สินอื่นๆ              | (1)      | (1)      | (1)      | (1)      |
| เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | -        | -        | -        | -        |
| เพิ่ม/ลด การรับส่วนผู้ถือหุ้น      | 0        | 0        | 0        | 0        |
| ลด จ่ายปันผล                       | (2,336)  | -        | -        | -        |
| กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | 22,113   | 7,179    | 12,842   | 24,489   |
| เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ               | (2,367)  | (11,231) | (1,134)  | 7,068    |
| กระแสเงินสดสุทธิ                   | 21,963   | 10,732   | 9,598    | 16,667   |

| งบดุล (ล้านบาท)          |         |         |         |         |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.          | 2564    | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
| เงินสดและรายการเทียบเท่า | 21,963  | 10,732  | 9,598   | 16,667  |
| ลูกหนี้การค้า            | 51,797  | 48,931  | 43,463  | 37,186  |
| สินค้าคงเหลือ            | 1,374   | 1,439   | 1,499   | 1,549   |
| สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น   | 24,323  | 23,195  | 22,219  | 21,381  |
| ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์  | 245,337 | 261,830 | 276,499 | 293,809 |
| สินทรัพย์ระยะยาวอื่น     | 379,577 | 360,124 | 334,817 | 312,076 |
| สินทรัพย์รวม             | 624,915 | 621,955 | 611,315 | 605,885 |

|                                    |         |         |         |         |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| เจ้าหนี้การค้า                     | 51,797  | 48,931  | 43,463  | 37,186  |
| หนี้สินหมุนเวียนอื่น               | 72,325  | 76,750  | 84,735  | 92,624  |
| หนี้ที่มีดอกเบี้ยครบกำหนดชำระ 1 ปี | 74,332  | 56,389  | 56,508  | 46,493  |
| ใบอนุญาตค้ำประกันระยะยาว           | 47,298  | 37,662  | 27,617  | 17,571  |
| หนี้สินที่มีดอกเบี้ยระยะยาว        | 297,345 | 328,029 | 329,667 | 347,372 |
| หนี้สินรวม                         | 543,097 | 547,761 | 541,989 | 541,247 |

|                                |          |          |          |          |
|--------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| ทุนเรียกชำระแล้ว               | 133,473  | 133,473  | 133,473  | 133,473  |
| ส่วนเกินมูลค่าหุ้น             | 26,384   | 26,384   | 26,384   | 26,384   |
| กำไรสะสม                       | (76,387) | (83,891) | (88,637) | (93,200) |
| ส่วนของผู้ถือหุ้น              | 81,818   | 74,194   | 69,326   | 64,638   |
| รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น | 624,915  | 621,955  | 611,315  | 605,885  |

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                   | 2564 | 2565F | 2566F | 2567F |
|-----------------------------------|------|-------|-------|-------|
| สมมติฐานในการประมาณการ            |      |       |       |       |
| ฐานลูกค้า                         |      |       |       |       |
| - แบบเดิมเงิน (ล้านราย)           | 21.3 | 21.5  | 21.6  | 21.7  |
| - แบบรายเดือน (ล้านราย)           | 11.0 | 12.0  | 12.7  | 13.2  |
| รายได้เฉลี่ย/เลขหมาย/เดือน (ARPU) |      |       |       |       |
| - แบบเดิมเงิน (บาท)               | 98   | 87    | 85    | 84    |
| - แบบรายเดือน (บาท)               | 448  | 412   | 399   | 395   |
| Blended ARPU                      | 211  | 201   | 199   | 200   |



### ผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว

- ❖ ผลประกอบการในปีผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว
- ❖ แนวโน้มกำไรในช่วง 1-2 ปีข้างหน้า จะลดลงปีละ 49.4%
- ❖ ความน่าสนใจน้อยกว่าพ. อื่นๆ

ฝ่ายวิจัยเชื่อว่ากำไรของ CHG ได้ผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว ตั้งแต่งวด 1Q65 ที่ยังได้รับประโยชน์จาก COVID โดย CHG มีรายได้ส่วนเพิ่มจากการตรวจและรักษา COVID สูงถึง 55% ของรายได้รวมในงวด 1Q65 ที่ผ่านมา แต่รายได้ดังกล่าวมีแนวโน้มลดลงตั้งแต่ 2Q65 ตามสถานการณ์โควิดปัจจุบันที่ดีขึ้นอย่างมีนัยยะ สะท้อนจากผู้ติดเชื้อและผู้เสียชีวิตเฉลี่ยในปัจจุบันที่มีเพียงราว 2-3 พันราย/วัน และ 20-30 ราย/วัน ตามลำดับ เทียบกับช่วง 1Q65 ที่ยังมีผู้ติดเชื้อสูงสุดถึง 2.0-2.5 หมื่นราย/วัน และผู้เสียชีวิตราว 70-80 ราย/วัน นอกจากนี้ฝ่ายวิจัยประเมินว่าแนวโน้มกำไร 2H65 จะด้อยกว่า 1H65 หลักๆ มาจากสถานการณ์โควิดที่คลี่คลายลง, ภาครัฐยังคงผ่อนคลายมาตรการควบคุมโควิดอย่างต่อเนื่องและประกาศให้ประเทศไทยเข้าสู่ระยะหลังการระบาดใหญ่ (Post-Pandemic) กล่าวคือการระบาดหนักในประเทศไทยคงไม่มีแล้ว และโรคลดความรุนแรงลง อย่างไรก็ตามทางบริษัทมีแผนกลยุทธ์ที่จะหารายได้อื่นๆ เข้ามาเสริม อาทิ ขยายกำลังการให้บริการที่รองรับผู้ป่วยหรือการรับจ้างบริหารโรงพยาบาลแห่งอื่น แต่ฝ่ายวิจัยมองว่าไม่เพียงพอกับยอดขาย COVID ที่หายไป

ทั้งนี้ภาพแนวโน้มกำไรทั้งปี 2565-66 ยังเข้าสู่ช่วงขาลง คาดจะเห็นการปรับตัวลงมาอยู่ที่ 2.6 พันล้านบาท (-39.3%YoY) และ 1.1 พันล้านบาท (-57.9%YoY) ตามลำดับ หรืออ่อนตัวเฉลี่ยปีละ 49.4% จากฐานกำไรที่สูงในปี 2564 หลักๆถูกกดดันมาจาก 1) สัดส่วนรายได้ COVID ที่คาดว่าจะเริ่มลดลงอย่างมีนัยยะ เหลืออยู่ที่ 34.8% ของรายได้รวมในปี 2565 จากเดิม 52.2% ของรายได้รวมในปี 2564 2) อัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin) ก็ยังคงปรับตัวลดลงตามรายได้ COVID ที่หายไปเช่นกัน (มาร์จิ้นของผู้ป่วยอาการหนักดีกว่าการรักษาทั่วไป)

### CHG

#### แนะนำ

#### SWITCH

|                      |        |
|----------------------|--------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 3.70   |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 3.70   |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 40,700 |

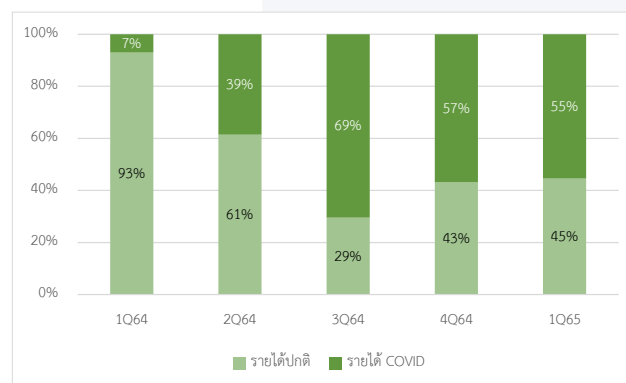
นอกจากนี้ หากเทียบกับรพ.อื่นๆ ในกลุ่มจะพบว่ายังมีความน่าสนใจน้อยกว่าเนื่องจาก 1) ราคาซื้อขายปัจจุบันมีค่า PER'66 สูงถึง 37.3 เท่า (คำนวณบนฐานกำไรธุรกิจปกติ) ซึ่งค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับรพ.ประกันสังคมด้วยกัน ที่อยู่ราว 29.7 เท่า 2) แนวโน้มกำไรด้อยกว่ารพ.ผู้ป่วยต่างชาติที่คาดว่าจะเห็นภาพการฟื้นตัวเด่นในปี 2565-66 ยังคงคำแนะนำ Switch ไป BDMS และ BH ที่ราคาเป้าหมาย 30.5 บาทและ 190.0 บาท ตามลำดับ เพราะคาดว่าจะเห็นการเติบโตของกำไรที่ดีกว่า

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31ธ.ค.      | 2563A | 2564A   | 2565F   | 2566F   | 2567F   |
|---------------------|-------|---------|---------|---------|---------|
| กำไรสุทธิ (ล้านบาท) | 876.6 | 4,267.3 | 2,591.9 | 1,091.9 | 1,237.5 |
| EPS (บาท)           | 0.08  | 0.39    | 0.24    | 0.10    | 0.11    |
| EPS Growth (%)      | 24.3% | 386.8%  | -39.3%  | -57.9%  | 13.3%   |
| PER (เท่า)          | 46.4  | 9.5     | 15.7    | 37.3    | 32.9    |
| DPS (บาท)           | 0.05  | 0.20    | 0.12    | 0.05    | 0.06    |
| Dividend yield (%)  | 1.4%  | 5.4%    | 3.3%    | 1.4%    | 1.6%    |
| PBV (เท่า)          | 9.7   | 5.2     | 4.5     | 4.2     | 4.0     |
| EV/EBITDA (เท่า)    | 28.3  | 6.8     | 9.8     | 18.6    | 16.5    |
| ROE (%)             | 21.7% | 70.9%   | 30.6%   | 11.7%   | 12.4%   |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### สัดส่วนรายได้ปกติ VS รายได้ให้บริการ COVID



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ CHG

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                   |         |         |         |         | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)                  |         |         |       |       |
|------------------------------------------|---------|---------|---------|---------|------------------------------------------|---------|---------|-------|-------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2564A   | 2565F   | 2566F   | 2567F   | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 2564A   | 2565F   | 2566F | 2567F |
| รายได้จากการรักษาและบริการ               | 11,742  | 8,855   | 6,871   | 7,434   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน               |         |         |       |       |
| ต้นทุนการรักษาและบริการ                  | (5,882) | (4,846) | (4,893) | (5,215) | กำไรก่อนภาษี                             | 5,276   | 3,246   | 1,377 | 1,566 |
| กำไรขั้นต้น                              | 5,860   | 4,009   | 1,978   | 2,219   | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย               | 361     | 413     | 464   | 464   |
| รายได้อื่น                               | 259     | 333     | 336     | 339     | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด       | (364)   | (649)   | (275) | (313) |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร              | (821)   | (1,065) | (900)   | (951)   | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์และหนี้สินดำเนินงาน | (1,268) | 770     | 465   | (23)  |
| กำไรจากการดำเนินงาน                      | 5,298   | 3,276   | 1,415   | 1,607   | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ          | 4,005   | 3,780   | 2,031 | 1,694 |
| กำไร (ขาดทุน) พิเศษ                      | -       | -       | 1       | 1       |                                          |         |         |       |       |
| กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี               | 5,298   | 3,276   | 1,415   | 1,607   | กระแสเงินสดจากการลงทุน                   |         |         |       |       |
| ดอกเบี้ยจ่าย                             | (21)    | (30)    | (38)    | (42)    | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น             | 32      | -       | -     | -     |
| ภาษีเงินได้                              | (1,009) | (649)   | (275)   | (313)   | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร                | (443)   | (250)   | (250) | (250) |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                | -       | 5       | 10      | 15      | อื่นๆ                                    | (36)    | -       | -     | -     |
| กำไรสุทธิ                                | 4,267   | 2,592   | 1,092   | 1,238   | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ              | (447)   | (250)   | (250) | (250) |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ                  | 4,267   | 2,592   | 1,092   | 1,238   |                                          |         |         |       |       |
| EPS                                      | 0.39    | 0.24    | 0.10    | 0.11    | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน               |         |         |       |       |
|                                          |         |         |         |         | เพิ่ม/ลด เงินกู้                         | (697)   | (321)   | (124) | -     |
| การเติบโตของรายได้จากการให้บริการ (YoY%) | 116.1%  | -24.6%  | -22.4%  | 8.2%    | อื่นๆ                                    | 40      | -       | -     | -     |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY%)             | 386.8%  | -39.3%  | -57.9%  | 13.3%   | ลด จ่ายปันผล                             | (660)   | (1,336) | (563) | (638) |
| อัตรากำไรขั้นต้น                         | 49.9%   | 45.3%   | 28.8%   | 29.8%   | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ          | (1,316) | (1,657) | (687) | (638) |
| อัตรากำไรสุทธิ                           | 36.3%   | 29.3%   | 15.9%   | 16.6%   | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ                     | 2,242   | 1,873   | 1,095 | 806   |

| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)          |       |         |         |         | งบดุล (ล้านบาท)                         |        |        |        |        |
|------------------------------------------|-------|---------|---------|---------|-----------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                          | 1Q64  | 2Q64    | 3Q64    | 4Q64    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564A  | 2565F  | 2566F  | 2567F  |
| รายได้จากการรักษาและบริการ               | 1,415 | 2,071   | 4,390   | 3,866   | เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด          | 2,790  | 4,663  | 5,757  | 6,563  |
| ต้นทุนการรักษาและบริการ                  | (995) | (1,206) | (2,159) | (1,723) | ลูกหนี้การค้า และรายได้ค่าบริการค้างรับ | 2,437  | 1,633  | 1,173  | 1,231  |
| กำไรขั้นต้น                              | 420   | 865     | 2,232   | 2,143   | สินค้าคงเหลือ                           | 295    | 236    | 238    | 254    |
| รายได้อื่น                               | 57    | 65      | 67      | 70      | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น                  | 376    | 376    | 376    | 376    |
| ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร              | (160) | (206)   | (338)   | (117)   | สินทรัพย์ไม่หมุนเวียนอื่น               | 137    | 137    | 137    | 137    |
| กำไรจากการดำเนินงาน                      | 318   | 724     | 1,961   | 2,095   | สินทรัพย์ถาวร                           | 4,516  | 4,353  | 4,139  | 3,924  |
| กำไร (ขาดทุน) พิเศษ                      | -     | -       | -       | -       | สินทรัพย์รวม                            | 10,550 | 11,397 | 11,819 | 12,484 |
| กำไรก่อนหักดอกเบี้ยและภาษี               | 318   | 724     | 1,961   | 2,095   |                                         |        |        |        |        |
| ดอกเบี้ยจ่าย                             | (6)   | (5)     | (5)     | (5)     | เจ้าหนี้การค้า                          | 842    | 750    | 757    | 807    |
| ภาษีเงินได้                              | (63)  | (143)   | (377)   | (426)   | หนี้สินหมุนเวียนอื่น                    | 1,215  | 1,215  | 1,215  | 1,215  |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย                | (2)   | (1)     | 15      | -       | เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะสั้น          | 151    | 143    | 20     | 20     |
| กำไรสุทธิ                                | 252   | 576     | 1,564   | 1,876   | เจ้าหนี้สถาบันการเงิน ระยะยาว           | 363    | 50     | 50     | 50     |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ                  | 252   | 576     | 1,564   | 1,876   | หนี้สินรวม                              | 2,709  | 2,295  | 2,178  | 2,229  |
| EPS                                      | 0.02  | 0.05    | 0.14    | 0.17    |                                         |        |        |        |        |
|                                          |       |         |         |         | ทุนเรียกชำระแล้ว                        | 1,100  | 1,100  | 1,100  | 1,100  |
| การเติบโตของรายได้จากการให้บริการ (YoY%) | 7.4%  | 80.8%   | 200.8%  | 155.9%  | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                      | 1,146  | 1,146  | 1,146  | 1,146  |
| การเติบโตของกำไรสุทธิ (YoY%)             | 35.0% | 272.1%  | 455.0%  | 639.7%  | กำไรสะสม                                | 5,323  | 6,584  | 7,122  | 7,737  |
| อัตรากำไรขั้นต้น                         | 29.7% | 41.8%   | 50.8%   | 55.4%   | ส่วนของผู้ถือหุ้น                       | 7,841  | 9,102  | 9,641  | 10,255 |
| อัตรากำไรสุทธิ                           | 17.8% | 27.8%   | 35.6%   | 48.5%   | รวมหนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น          | 10,550 | 11,397 | 11,819 | 12,484 |

| อัตราส่วนทางการเงิน                     |          |          |          |          | สมมติฐานในการประมาณการ                             |        |        |        |        |
|-----------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564A    | 2565F    | 2566F    | 2567F    | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                                    | 2564A  | 2565F  | 2566F  | 2567F  |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)               | 2.67     | 3.28     | 3.79     | 4.13     | จำนวนผู้ป่วยเงินสด OPD (พันคน)                     | 1,011  | 1,090  | 1,174  | 1,257  |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 4.82     | 5.42     | 5.86     | 6.04     | จำนวนผู้ป่วยเงินสด IPD (พันคน)                     | 72     | 78     | 84     | 90     |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 6.98     | 6.46     | 6.46     | 6.46     | ค่าบริการ OPD (บาท/คน)                             | 2,366  | 2,104  | 2,075  | 2,045  |
| หนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (เท่า)      | 0.35     | 0.25     | 0.23     | 0.22     | อัตราค่าบริการ IPD (บาท/คน)                        | 35,415 | 24,075 | 26,417 | 28,071 |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย              | 51.0%    | 23.6%    | 9.4%     | 10.2%    | จำนวนผู้ลงทะเบียนรับสิทธิประกันสังคมเฉลี่ย (พันคน) | 463    | 468    | 473    | 478    |
| ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย             | 70.9%    | 30.6%    | 11.7%    | 12.4%    | รายได้เฉลี่ยต่อหัวประกันตน (บาท/คน)                | 3,617  | 3,757  | 3,903  | 3,959  |
| Net Gearing (เท่า)                      | net cash | net cash | net cash | net cash | รายได้จากผู้ป่วยบัตรทอง (ล้านบาท)                  | 4,957  | 1,548  | 990    | 1,010  |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

### ภาพธุรกิจยังท้าทาย...ราคาเกินพื้นฐาน

- BACKLOG ต่ำ...ต้องเปิดโครงการใหม่ แต่ก็ล่าช้าและขายได้น้อย
- คาดการณ์ 2Q-4Q65 ไม่ฟื้นตัว หลังผ่านจุดสูงสุดของปีใน 1Q65
- ราคาหุ้นเกิน FV และยังไม่เห็นหนทางของกำไรสู่ระดับเดิม

ภาพธุรกิจยังท้าทาย คงเผชิญกับความท้าทายจากสถานะเศรษฐกิจไทยที่ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่ และปัญหาเงินเฟ้อ ส่งผลให้ต้นทุนค่าครองชีพสูงขึ้น กดดันต่อกำลังซื้อของผู้บริโภค โดยเฉพาะกลุ่มระดับกลาง-ล่าง ซึ่งเป็นลูกค้าหลักของ LPN ขณะที่แผนเปิดโครงการใหม่มีความล่าช้า โดยตามแผนเดิมคาด 2Q65 เปิดรวม 5 โครงการ มูลค่า 7.65 พันล้านบาท แต่เบื้องต้นน่าจะเปิดได้ 3 โครงการ มูลค่า 4.5 พันล้านบาท เป็น 2 คอนโดฯ มูลค่า 3.6 พันล้านบาท ซึ่งมียอดขายใหม่ค่อนข้างน้อยที่ระดับ 10% หรือรวมกันราว 350 ล้านบาท เบื้องต้นประเมิน PRESALE รวม 2Q65 น่าจะใกล้เคียง 1Q65 อยู่ที่ 2.1-2.2 พันล้านบาท และ 1H65 ประเมินไว้ 4.3 พันล้านบาท คิดเป็น 34% ของเป้าบริษัททั้งปีที่ 1.3 หมื่นล้านบาท (เป้าฝ่ายวิจัย 1 หมื่นล้านบาท) และเริ่มเปิด DOWNSIDE RISK ทั้งนี้หากอิงตามแผนทั้งปี จวต 2H65 จะต้องเปิด 5 โครงการใหม่ มูลค่า 8.93 พันล้านบาท แต่คงต้องติดตามว่าสุดท้ายจะสามารถเปิดได้ครบหรือไม่ และยอดขายใหม่จะได้รับการตอบรับมากน้อยเพียงใด เนื่องจากความสำเร็จจากการเปิดโครงการใหม่ จะช่วยหนุนต่อ BACKLOG ซึ่งเป็นตัวแปรสำคัญต่อการเติบโตในระยะถัดไป หลังสิ้น 1Q65 มี BACKLOG 2.5 พันล้านบาท แบ่งเป็นส่วนที่มีกำหนดรับรู้รายได้ 9M65 ราว 1.78 พันล้านบาท, ที่เหลือ 486 ล้านบาท และ 209 ล้านบาท สำหรับปี 2566-67

แม้ 2Q-3Q65 จะมีกำหนดส่งมอบ 3 คอนโดฯ ใหม่ มูลค่า 2.7 พันล้านบาท แต่ยอดจองแต่ละโครงการอยู่ระดับต่ำเฉลี่ย 23% (ได้แก่ LUMPINI SELECTED จรัญฯ 65 มูลค่า 1.1 พันล้านบาท ขาย 20%, LUMPINI VILLE แจ้งฯ ปากเกร็ด สเตชั่น มูลค่า 1.06 พันล้านบาท ยอดจอง 28% และ LUMPINI VILLE แจ้งฯ 10 มูลค่า 540 ล้านบาท ขาย 19%) เทียบกับ 1Q65 ที่เริ่มโอนฯ LUMPINI PLACE เตาปูน มูลค่า 1.7 พันล้านบาท มียอดจอง 53% และโอนฯ ไป 28% ทำให้คาดการณ์กำไรเฉลี่ยรายไตรมาส 2Q-4Q65 จะต่ำกว่า 1Q65 ที่เป็นจุดสูงสุดของปี เว้นเสียแต่จะมีรายการขายอาคารสำนักงานบนถนน

### LPN

#### แนะนำ

#### ขาย

|                      |       |
|----------------------|-------|
| ราคาปัจจุบัน (บาท)   | 4.40  |
| ราคาเป้าหมาย (บาท)   | 3.60  |
| มูลค่าตลาด (ล้านบาท) | 6,493 |

วิเคราะห์ ชอย 3 มูลค่ากว่า 2 พันล้านบาท (ต้นทุน 2 พันล้านบาท) หากได้ข้อสรุป 2H65 ก็อาจหนุนต่อผลประกอบการ และทำให้ประมาณการทั้งปี 2565 ที่คาดการณ์ไว้ 665 ล้านบาท มีความเป็นไปได้สูงขึ้น

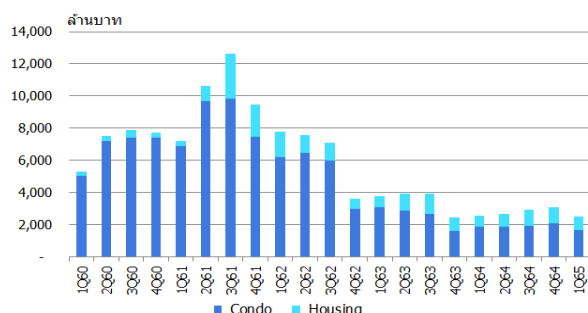
แม้บริษัทมีความแข็งแกร่งของโครงสร้างการเงิน โดยสิ้น 1Q65 มี NET GEARING ที่ 0.8 เท่า ทำให้สามารถจ่ายเงินปันผลเกือบ 7% ต่อปี แต่มองว่าไม่คุ้มกับราคาหุ้นที่เกิน FV ปี 2565 ที่ 3.60 บาท (อิง PER 8 เท่า) และ PER ซื้อขายปัจจุบันที่ราว 10 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มฯ ไม่เกิน 9 เท่า ขณะที่การดำเนินงาน ยังไม่เห็นจุดกลับของกำไรสู่ระดับเดิมที่มากกว่า 1 พันล้านบาทต่อปี จึงคงแนะนำขาย

#### ตัวเลขสำคัญทางการเงิน (ล้านบาท)

| สิ้นสุด 31 ธ.ค.    | 2564 | 2565F | 2566F |
|--------------------|------|-------|-------|
| กำไรสุทธิ (ลบ)     | 302  | 665   | 720   |
| Norm Profit (ลบ)   | 302  | 665   | 720   |
| Norm EPS (บาท)     | 0.20 | 0.45  | 0.49  |
| PER (เท่า)         | 21.5 | 9.8   | 9.0   |
| DPS (บาท)          | 0.15 | 0.30  | 0.32  |
| Dividend Yield (%) | 3.4  | 6.8   | 7.2   |
| BV (บาท)           | 7.7  | 7.9   | 8.1   |
| PBV (เท่า)         | 0.6  | 0.6   | 0.5   |
| EVEBITDA (เท่า)    | 23.0 | 13.9  | 13.3  |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### สถานะ BACKLOG ณ สิ้นรายไตรมาส



ที่มา: LPN

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2565-2567 ของ LPN

| งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)                  |        |        |       |        | งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)            |         |        |        |         |
|-----------------------------------------|--------|--------|-------|--------|------------------------------------|---------|--------|--------|---------|
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564   | 2565F  | 2566F | 2567F  | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F  | 2566F  | 2567F   |
| รายได้ธุรกิจหลัก                        | 5,570  | 8,608  | 9,253 | 10,045 | กำไรสุทธิ                          | 302     | 665    | 720    | 785     |
| ต้นทุนขาย                               | 3,959  | 6,180  | 6,650 | 7,229  | รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด | 322     | 357    | 377    | 396     |
| กำไรขั้นต้น                             | 1,611  | 2,428  | 2,603 | 2,815  | ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย         | 107     | 118    | 130    | 143     |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                      | 1,059  | 1,433  | 1,538 | 1,667  | กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้  | -       | -      | -      | -       |
| ดอกเบี้ยจ่าย                            | 189    | 191    | 197   | 199    | ส่วนแบ่งผลกำไรจาก บ.ร่วม           | 5       | 1      | 1      | 0       |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม               | (5)    | (2)    | -     | -      | เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน    | (1,237) | (788)  | (992)  | (1,409) |
| รายได้อื่น                              | 28     | 31     | 32    | 33     | กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ    | (500)   | 353    | 235    | (85)    |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                    | 385    | 832    | 901   | 983    |                                    |         |        |        |         |
| ภาษีเงินได้                             | 83     | 166    | 180   | 197    |                                    |         |        |        |         |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย                | (0)    | (1)    | (1)   | (1)    | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น       | -       | -      | -      | -       |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                       | -      | -      | -     | -      | เพิ่ม/ลด จากการลงทุนอื่น           | (77)    | -      | -      | -       |
| กำไรสุทธิ                               | 302    | 665    | 720   | 785    | เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร          | 1       | (198)  | (208)  | (218)   |
| EPS                                     | 0.20   | 0.45   | 0.49  | 0.53   | กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ        | (76)    | (198)  | (208)  | (218)   |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ                 | 302    | 665    | 720   | 785    |                                    |         |        |        |         |
| Norm EPS                                | 0.20   | 0.45   | 0.49  | 0.53   | เพิ่ม/ลด เงินกู้                   | 758     | 347    | 469    | 893     |
|                                         |        |        |       |        | เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น  | -       | -      | -      | -       |
| การเติบโตของยอดขาย                      | -24.4% | 54.5%  | 7.5%  | 8.6%   | เพิ่ม/ลด ส่วนทุนอื่นๆ              | (37)    | -      | -      | -       |
| การเติบโตของกำไรจากการดำเนินงานปกติ     | -57.8% | 119.9% | 8.2%  | 9.1%   | ลด จ่ายปันผล                       | (727)   | (332)  | (455)  | (489)   |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                    | 28.9%  | 28.2%  | 28.1% | 28.0%  | กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ    | (5)     | 15     | 14     | 404     |
| อัตราส่วนกำไรจากการดำเนินงานปกติ        | 5.4%   | 7.7%   | 7.8%  | 7.8%   | เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ               | (582)   | 170    | 41     | 100     |
| งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)         |        |        |       |        | งบดุล (ล้านบาท)                    |         |        |        |         |
|                                         | 2Q64   | 3Q64   | 4Q64  | 1Q65   | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F  | 2566F  | 2567F   |
| รายได้ธุรกิจหลัก                        | 1,361  | 1,183  | 1,603 | 2,205  | เงินสดและเทียบเท่าเงินสด           | 335     | 505    | 546    | 646     |
| ต้นทุนขาย                               | 930    | 854    | 1,200 | 1,628  | ลูกหนี้การค้า                      | 748     | 861    | 925    | 1,004   |
| กำไรขั้นต้น                             | 431    | 328    | 403   | 577    | สินค้าคงคลัง                       | 17,866  | 18,759 | 19,322 | 20,288  |
| ค่าใช้จ่ายในการขาย                      | 235    | 253    | 322   | 305    | สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น             | -       | -      | -      | -       |
| ดอกเบี้ยจ่าย                            | 54     | 47     | 44    | 37     | เงินลงทุนระยะยาว                   | 56      | 56     | 56     | 56      |
| ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม               | (1)    | (1)    | (1)   | (1)    | ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์สุทธิ       | 3,958   | 4,156  | 4,363  | 4,582   |
| รายได้อื่น                              | 8      | 7      | 9     | 10     | สินทรัพย์รวม                       | 23,777  | 25,150 | 26,026 | 27,390  |
| กำไรสุทธิก่อนหักภาษี                    | 150    | 34     | 46    | 243    | เจ้าหนี้การค้า                     | 1,170   | 1,862  | 2,004  | 2,179   |
| ภาษีเงินได้                             | 29     | 8      | 13    | 52     | เงินกู้ยืมระยะสั้น/ครบกำหนดใน 1 ปี | 7,105   | 7,114  | 5,945  | 6,602   |
| ส่วนของผู้ถือหุ้นรายย่อย                | (0)    | (0)    | 0     | (0)    | หนี้สินหมุนเวียนอื่น               | 4       | 4      | 4      | 4       |
| รายการพิเศษอื่น ๆ                       | -      | -      | -     | -      | เงินกู้ยืมระยะยาว/หุ้นกู้          | 2,391   | 2,729  | 4,366  | 4,603   |
| กำไรสุทธิ                               | 121    | 26     | 32    | 191    | หนี้สินรวม                         | 12,379  | 13,419 | 14,030 | 15,097  |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ                 | 121    | 26     | 32    | 191    | ทุนที่ชำระแล้ว                     | 1,476   | 1,476  | 1,476  | 1,476   |
|                                         |        |        |       |        | ส่วนเกินมูลค่าหุ้น                 | 442     | 442    | 442    | 442     |
|                                         |        |        |       |        | กำไรสะสม                           | 9,441   | 9,774  | 10,039 | 10,335  |
| ยอดขาย (QoQ)                            | -4.4%  | -13.1% | 35.6% | 37.5%  | ส่วนของผู้ถือหุ้น                  | 11,397  | 11,730 | 11,994 | 12,290  |
| อัตราส่วนกำไรขั้นต้น                    | 31.7%  | 27.8%  | 25.1% | 26.2%  | ส่วนของผู้ถือหุ้นส่วนน้อย          | 0       | 1      | 2      | 2       |
| กำไรจากการดำเนินงานปกติ (QoQ)           | -1.5%  | -78.1% | 21.1% | 497.4% | หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น        | 23,777  | 25,150 | 26,026 | 27,390  |
| อัตราส่วนทางการเงิน                     |        |        |       |        | สมมติฐานในการประมาณการ (ล้านบาท)   |         |        |        |         |
| สิ้นสุด 31 ธ.ค.                         | 2564   | 2565F  | 2566F | 2567F  | สิ้นสุด 31 ธ.ค.                    | 2564    | 2565F  | 2566F  | 2567F   |
| อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)               | 2.31   | 2.26   | 2.64  | 2.52   | Presale ระหว่างงวด                 | 8,893   | 10,100 | 11,130 | 12,077  |
| อัตราส่วนสภาพคล่องหมุนเร็ว (เท่า)       | 0.16   | 0.17   | 0.21  | 0.21   | การบันทึกรายได้จากการขาย           | 4,044   | 7,010  | 7,560  | 8,250   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)  | 10.08  | 10.70  | 10.36 | 10.41  | รายได้ค่าเช่าและบริการ             | 1,526   | 1,598  | 1,693  | 1,795   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)  | 0.23   | 0.34   | 0.35  | 0.37   | Gross Margin เฉลี่ย (%)            | 28.9%   | 28.2%  | 28.1%  | 28.0%   |
| อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า) | 3.25   | 4.08   | 3.44  | 3.46   | Norm Profit Margin (%)             | 5.4%    | 7.7%   | 7.8%   | 7.8%    |
| หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)         | 1.09   | 1.14   | 1.17  | 1.23   | SG&A/Sale (%)                      | 19.0%   | 16.7%  | 16.6%  | 16.6%   |
| หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น (เท่า)    | 0.80   | 0.80   | 0.81  | 0.86   | Effective Tax Rate (%)             | 21.5%   | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%   |
| ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย (%)          | 1.3%   | 2.7%   | 2.8%  | 2.9%   |                                    |         |        |        |         |

ที่มา : ประมาณการโดยสายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



# TECHNICAL ANALYSIS

การวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค

## TECHNICAL ANALYSIS

BY RESEARCH DIVISION

- ตลาดหุ้นต่างประเทศสำคัญๆยังอยู่ในแนวโน้มขาลงกดดัน SET INDEX ทางอ้อม
- เงินบาทแข็งค่าช่วงสั้น...แต่แนวโน้มหลักยังเป็นอ่อน ชะลอการไหลเข้าของ FLOW
- SET INDEX แนว SIDEWAY DOWN กรอบ 1515-1630 จุด

ตลาดหุ้นโลกภาพรวมเข้าสู่ Bear Market และ Correction ZONE หลังปรับฐานจากระดับ 52 Week high มากกว่าระดับ 10% แม้ว่าตลาดหุ้นไทยจะปรับลง -7.8% น้อยกว่าตลาดหุ้นโลก แต่ Correlation ของ SET Index กับตลาดหุ้นต่างประเทศป็นี้อยู่ในระดับสูงสุดในรอบ 5 ปี ซึ่งอาจตีความได้ว่าการแกว่งผันผวนของตลาดหุ้นโลกจะสร้างแรงกระตุ้นต่อ SET Index ด้านค่าเงินบาทในระยะสั้นเห็นสัญญาณชะลอการอ่อนค่าหลังจากติดแนวต้าน 35.50 บาท/usd แต่หากยืนเหนือ EMA 10 สัปดาห์ที่บริเวณ 34.50-34.80 บาท/usd ได้เชื่อว่าแนวโน้มการอ่อนค่าจะยังดำเนินต่อไป ซึ่งจะเป็ปัจจัยที่สกัดการไหลเข้าของ Fund Flow ส่วนทิศทางของ SET Index เดือน ก.ค. เห็นสัญญาณบวกเล็กน้อยจากการเกิดสัญญาณ Bullish Divergence กับ RSI รวมถึง MACD ที่ตัดเส้น Signal Line อาจเป็นสัญญาณการเกิด Technical Rebound ได้ในบางจังหวะ แต่หากผ่านแนวต้านบริเวณ EMA 200 วันที่ 1630 จุดไม่ได้ ยังมองแนวโน้มหลักยังเป็น Sideway Down ที่เสี่ยงพลิกลงต่อ โดยมองกรอบการเคลื่อนไหวในช่วง 1515-1630 จุด

### กลยุทธ์การลงทุนเดือน กรกฎาคม 2565

#### Technical Buy Signal:

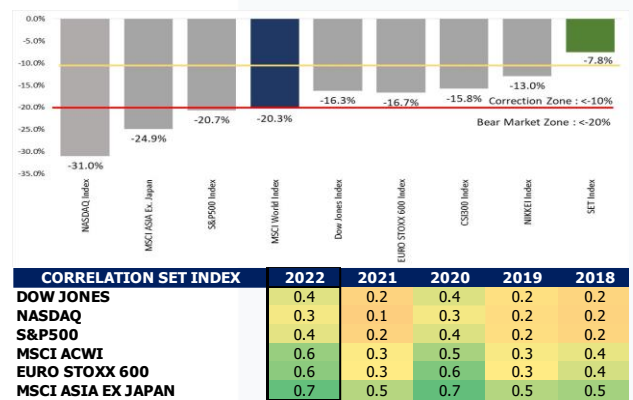
เน้นตั้งรับ: KTB CENTEL BEM CRC CPF TRUE CPN

#### Technical Sell Signal:

รอ Short : LPN

รอ Follow Short : CHG

### ตลาดหุ้นโลกส่วนใหญ่อยู่ในโซน BEAR MARKET/CORRECTION



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, TQ Professional

### % จำนวนหุ้นที่ยืนเหนือ MA 200 วัน



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, Bloomberg

## หุ้นโลกเข้าสู่ BEAR MARKET สร้าง SENTIMENT เชิงลบต่อ SET INDEX ต่อไป

ผลตอบแทนของ SET Index เมื่อเทียบกับระดับ 52 Week High พบว่าปรับลงมา -7.8% ซึ่งถือเป็นการพักฐานตามปกติ ส่วนทางตลาดหุ้นโลกที่ภาพรวมเข้าสู่ **Bear Market\*** ไปแล้ว อาทิ MSCI ACWI, ดัชนี MSCI ASIA Ex. Japan ดัชนี NASDAQ และ S&P500 ที่ปรับลงจากระดับ 52 Week High มากกว่า 20% ขณะที่ดัชนี Dow Jones , Eurostoxx600 และ CSI300 ปรับลงในช่วง -10 ถึง -20% ถือว่าเข้าสู่ช่วง **Correction\*** ถึงแม้ว่า SET Index จะปรับลงน้อยกว่าแต่เป็นที่น่าสังเกตว่า Correlation ของ SET Index กับตลาดหุ้นประเทศต่างๆอยู่ในระดับสูงมากที่สุดในรอบ 5 ปี ตัวอย่างเช่น Correlation ของ SET Index กับดัชนี MSCI ASIA Ex. Japan อยู่ที่ 0.7 , Correlation กับ ACWI อยู่ที่ 0.6 ,และ Correlation กับดัชนี Dow Jones อยู่ที่ 0.4 ซึ่งอาจตีความได้ว่าการแกว่งผันผวนของตลาดหุ้นโลกไม่ว่าจะทางบวกหรือลบจะสร้างแรงกระตุ้นต่อ SET Index โดยอ้อม

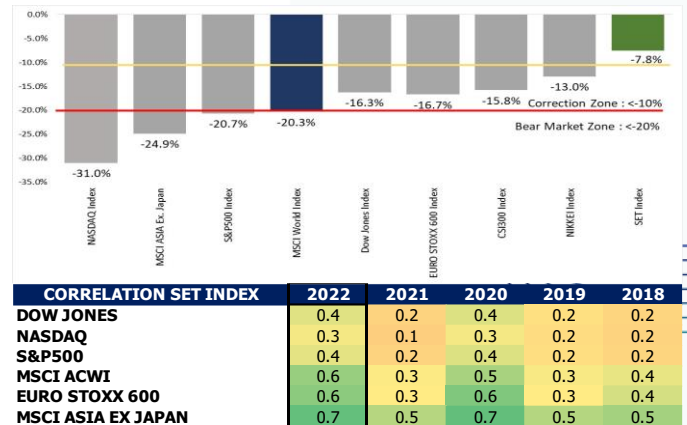
## ดัชนีตลาดหุ้นประเทศสำคัญยัง SIDEWAY DOWN

ตลาดหุ้นโลกและดัชนีสำคัญ อาทิ MSCI ACWI , Dow Jones, Euro Stoxx 600 และ MSCI ASIA Ex. Japan ปรับลงเล็กน้อยตั้งแต่ต้นปีจนถึงเป็นแนวโน้ม Sideway Down และยังไม่เกิดสัญญาณ Higher High หรือ Higher Low ขณะที่โมเมนตัมของ MACD ยืนต่ำกว่าแกน 0 ซึ่งอาจตีความได้ว่าแนวโน้มขาลงของตลาดหุ้นโลกยังอยู่กับเราต่อไป และจากความสัมพันธ์ในมุมของ Correlation ของ SET Index กับตลาดหุ้นโลกที่อยู่ในระดับสูง จึงน่าจะเป็นปัจจัยที่สร้างแรงกดดันในทางลบต่อ SET Index ในเดือนนี้

## ทิศทางค่าเงินบาทเทียบกับ USD สั่นไหว...ยาวอ่อน

ค่าเงินบาทในระยะสั้นเห็นสัญญาณชะลอการอ่อนค่าหลังจากติดแนวต้าน 35.50 บาท/USD พร้อมด้วย Overbought ใน RSI แต่อย่างไรก็ตามหากยืนเหนือ EMA 10 สัปดาห์ที่บริเวณ 34.50-34.80 บาท/USD ได้เชื่อว่าแนวโน้มการอ่อนค่าจะยังดำเนินต่อ มองกรอบการอ่อนค่าจะมีแนวต้าน 2 ระดับที่ 35.50 และ 36.00 บาท/USD มองเป็นปัจจัยผลักดันการไหลเข้าของ Fund Flow ต่างชาติ

# TECHNICAL ANALYSIS



ที่มา: TQ Professional , สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส รวบรวม

**Bear Market\*** หมายถึง ระดับดัชนีปัจจุบันอยู่ต่ำกว่า 52 Week High มากกว่า 20%

**Correction\*** หมายถึง ระดับดัชนีปัจจุบันอยู่ต่ำกว่า 52 Week High ในช่วง 10-20%



ที่มา: Bloomberg, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส รวบรวม



ที่มา: Bloomberg, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## ค่าเงินบาทกับส่วนต่างดอกเบี้ยไทย-สหรัฐฯ

ความสัมพันธ์ระหว่างค่าเงินบาทกับส่วนต่างดอกเบี้ยไทยกับสหรัฐฯ ยามที่ดอกเบี้ยสหรัฐฯ อยู่ในแนวโน้มขาขึ้น (ตาม Highlight สีเขียวตั้งรูป) พบว่ายิ่งส่วนต่างดอกเบี้ยไทยต่ำกว่าสหรัฐฯ มากขึ้น ค่าเงินบาทจะมีแนวโน้มอ่อนค่าตาม โดยจุดที่อ่อนค่ามากที่สุดเกิดเมื่อส่วนต่างดอกเบี้ยทั้ง 2 ประเทศถึงจุด Bottom ภายใต้สถานการณ์ปัจจุบันที่คาดการณ์ขึ้นดอกเบี้ยสหรัฐฯ ในการประชุมอีก 4 รอบที่เหลือของปีขึ้นครั้งละ 0.75%, 0.5%, 0.25% และ 0.25% ทำให้ดอกเบี้ยสหรัฐฯ อยู่ที่ 3.5% ส่วนบ้านเราการประชุม กนง ในปีนี้เหลือ 3 รอบ ซึ่งคาดว่าจะขึ้นดอกเบี้ยฯ 0.25% ทุกรอบจะทำให้ดอกเบี้ยสหรัฐฯ อยู่ที่ 1.25% ส่งผลต่อส่วนต่างดอกเบี้ยระหว่างไทย-สหรัฐฯ จะเปิดกว้างมากขึ้นนับจากปัจจุบัน (เดือนมิ.ย.) ที่ -1.25% และไปกว้างมากที่สุดในเดือน ธ.ค.65 ที่ -2.25% ซึ่งหมายความว่าทิศทางค่าเงินบาทมีโอกาสอ่อนค่าในช่วงที่เหลือของปี

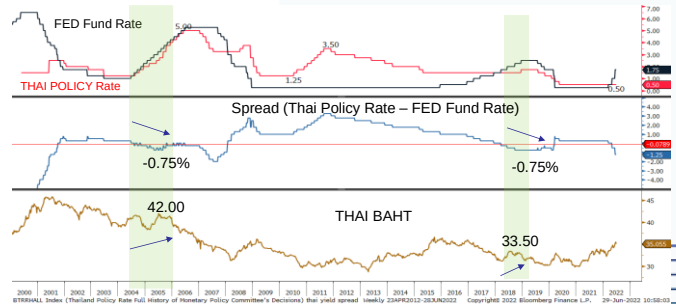
## % จำนวนหุ้นที่ยืนเหนือ MA 200 วัน

หากพิจารณาในอดีตรอบที่จำนวนหุ้น SET Index อยู่เหนือ MA 200 วันไม่ถึง 50% (ตาม Highlight สีแดง) พบว่าทิศทาง SET Index มักจะอยู่ในช่วง Sideway Down หรือหากมองรอบการ Technical Rebound จำนวนหุ้นที่ยืนเหนือ MA 200 วันควรจะอยู่ในระดับใกล้เคียง 20% โดยสถานการณ์ปัจจุบันที่จำนวนหุ้นที่ยืนเหนือ MA 200 วัน 40% จึงยังมอง SET Index ยังน่าจะอยู่ในโหมด Sideway Down เพื่อรอการฟื้นตัวต่อไป

## SET INDEX เดือน ก.ค.65

การเกิดสัญญาณ Bullish Divergence กับ RSI รวมถึง MACD ที่ตัดเส้น Signal Line ภายใต้วง 0 อาจเป็นสัญญาณชี้ว่าถึงเกิดการเกิด Technical Rebound ได้ในบางจังหวะ แต่อย่างไรก็ตามหากผ่านแนวต้านบริเวณ EMA 200 วันที่ 1630 จุดไม่ได้ ยังมองแนวโน้มหลักยังเป็น Sideway Down ที่เสี่ยงพลิกลงต่อ โดยจะมีแนวรับสำคัญของเดือนนี้ที่ 1545 จุด หากหลุดจะเห็นการถดถอยหรือกระลอกมาที่แนวรับ 1515 จุด หรือกล่าวโดยสรุปคาด SET Index ยังอยู่ในโหมด Sideway Down กรอบการเคลื่อนไหวในช่วง 1515-1630 จุด

## TECHNICAL ANALYSIS



| Month           | มติ FOMC Meeting (F) | FED Fund Rate | มติ BOT Meeting (F) | THAI Policy Rate | Spread (THAI-US) |
|-----------------|----------------------|---------------|---------------------|------------------|------------------|
| June 2022 (Now) | 0.75                 | 1.75          | 0                   | 0.5              | -1.25            |
| Jul-22          | 0.75                 | 2.5           | 0.5                 | 0.5              | -2               |
| Aug-22          |                      | 2.5           | 0.25                | 0.75             | -1.75            |
| Sep-22          | 0.5                  | 3             | 0.25                | 1                | -2               |
| Oct-22          |                      | 3             | 1                   | 1                | -2               |
| Nov-22          | 0.25                 | 3.25          | 0.25                | 1.25             | -2               |
| Dec-22          | 0.25                 | 3.5           |                     | 1.25             | -2.25            |

ที่มา: Bloomberg, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



ที่มา: Bloomberg, สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



## BUY SIGNAL: KTB



ภาพรายสัปดาห์ KTB แกว่งในแนวโน้มขาขึ้น ยก High ยก Low ปัจจุบันอยู่ในจังหวะทดสอบ Fibonacci Retracement ที่ 15.90 บาท (วัด High และ Low ที่ 27.75 และ 8.35 บาท) หากผ่านได้จะเปิด Upside ทั้งนี้จุดสำคัญควรยืน 15 บาท (EMA 10 สัปดาห์) เพื่อรักษาโมเมนตัมขาขึ้น ประเมินแนวต้านถัดไปที่ 18.10 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 15.00 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 18.10 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุนหากหลุด 14.50 บาท

## BUY SIGNAL: BEM



ภาพรายสัปดาห์ BEM แกว่งในกรอบ Sideway ในช่วง 8.00-9.25 บาท ล่าสุดมีแรงจุดเกิดแท่งเทียน Bullish Breakout สะท้อนแรงซื้อเข้าหนุนหลังย่อลงแนวรับโซน EMA 200 วัน ประเมินเป็นจังหวะเข้าทำ Buy On Dip เพื่อคาดหวังจังหวะปรับขึ้นต่อเพื่อทดสอบกรอบบนที่ 9.25 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 8.65 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 9.25 บาท ตั้ง Stop Loss เมื่อหลุด 8.40 บาท

## BUY SIGNAL: CENTEL



ภาพรายสัปดาห์ CENTEL แนวโน้มขาขึ้น กรอบ Uptrend Channel ที่ชัดเจน ปัจจุบันเลี้ยงตัวขึ้น เหนือเส้น EMA 10 สัปดาห์ พร้อมทั้งสัญญาณ RSI กลับเร่งตัวขึ้นเหนือบริเวณ 50 สะท้อนโมเมนตัมการขึ้นยังแกร่ง โดยหากยืนแนวรับดังกล่าวได้ ประเมินเป็นจังหวะพักเพื่อไปต่อ โดยมีเป้าหมายแนวโซน High เดิม ที่ 46.50 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 41.50 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 46.50 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุน หากหลุด 40.25 บาท

## BUY SIGNAL: CRC



ภาพรายสัปดาห์ CRC แนวโน้มขาขึ้น ในกรอบ Uptrend Channel ล่าสุดปรับฐานแรง จน Slow Stochastic เข้าสู่เขต Oversold สะท้อนแรงขายมากเกินไป สนับสนุนด้วยแท่งกลับตัวจาก Spinning Bottom โดยระยะสั้นหากผ่านแนวต้านที่ 35 บาท สามารถคาดหวังการปรับขึ้นรอบใหม่ เป้าหมายทำกำไรที่ 37.25 และ 41.25 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 34.00 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 37.25 บาทและ 41.75 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุน หากหลุด 33.00 บาท

## BUY SIGNAL: CPF



ภาพรายสัปดาห์ CPF เกิดสัญญาณ Breakout กรอบบน Falling Wedge โดยล่าสุดอยู่ในจังหวะทดสอบแนวต้านสำคัญ EMA 200 สัปดาห์ ซึ่งหากผ่านได้ มองเป็นจุดเปิด Upside ประเมินเป้าหมายทำกำไรไว้ที่ 27.25 บาท และ 29.75 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 25.75 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 27.25 บาทและ 29.75 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 24.80 บาท

## BUY SIGNAL: CPN



ภาพรายสัปดาห์ CPN แกว่งขึ้นเหนือกรอบบน Ascending Triangle พร้อมกับจังหวะ Throw Back มาบริเวณโซน EMA 200 วัน แล้วมีแรงดีดกลับได้เร็ว จึงใช้โซนดังกล่าวเป็นจุดเข้ารับหากราคาย่อลงมาเพื่อคาดการณ์การดีดกลับโดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ High เดิมที่ 64.50 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 58.00 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 64.50 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 56.25 บาท

## TECHNICAL ANALYSIS

## BUY SIGNAL: TRUE



ภาพรายสัปดาห์ TRUE แกว่งในแนวโน้มนำขึ้น จากการยืน EMA 200 วัน พร้อมจังหวะดีดกลับเกิด False Breakout เหนือ EMA 10 วัน บ่งชี้ Downside ที่จำกัด ใช้จังหวะย่อมาโซน 4.54 บาทเข้าสะสม เพื่อคาดการณ์การปรับขึ้น โดยมีเป้าหมายที่ 5.20 บาทและ 5.70 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

รับบริเวณ 4.54 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 5.20 บาทและ 5.70 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 4.40 บาท

## SELL SIGNAL: LPN



ภาพรายสัปดาห์ LPN ทิศทางราคาแกว่งในแนวโน้มขาลง กรอบ Downtrend Channel โดยแนวต้านที่ 4.60 บาทเป็นด่านขวาง หากราคาไม่สามารถยืนเหนือบริเวณดังกล่าวได้ ยังเป็นเพียง Technical Rebound เพื่อลงต่อมาที่แนวรับที่ 4.20 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

เปิดสถานะ Short บริเวณ 4.60 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 4.20 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 4.88 บาท

## SELL SIGNAL: CHG



ภาพรายสัปดาห์ CHG ทิศทางราคาแกว่งในกรอบ Downtrend Channel โดยมีสัญญาณลบจาก High ถูกกดลง โดยจะมีสัญญาณยืนยันการกลับตัวลงหากหลุดแนวรับ 3.56 บาทลงมา หากเกิดขึ้นเป็นจังหวะเข้า Follow Short โดยมีเป้าหมายบริเวณ 3.08 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

Follow Short บริเวณ 3.56 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 3.08 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 3.66 บาท

# DERIVATIVES

กลยุทธ์การลงทุนอนุพันธ์



- ๑ SET50 Futures & Option แนว Sideway down ในกรอบ 910-975 จุด
- ๑ SSF แนะนำ Long หุ้นแนวนโยบายไอที BEM CENTEL TRUE
- ๑ GOLD Futures แนวผันผวนสูง Trading 1780-1880 เหรียญฯ

**SET50 Index** แนะนำ Short S50U22 ในช่วง 970 จุด โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 920 จุดและตั้งจุด Cut Loss เมื่อผิดทาง 4 จุดจากทุน คาด SET50 Index ผันผวนทางลงจากความกังวลเงินเฟ้อฯ นโยบายการเงินตึงตัวและ Flow ที่ไหลออก

**SET50 Index Option:** เดือน ก.ค. 65 คาดกรอบการเคลื่อนไหวของ SET50 Index อยู่ที่ 910-975 จุด แนะนำให้เปิด Long Put Option Series U22 ช่วง Exercise Price ระหว่าง 975-1000 จุด เมื่อ SET50 ปรับตัวเข้าใกล้แนวด้าน 975 จุด โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 910 จุด และตั้งจุด Cut Loss 4 จุด

**Single Stock Futures (SSF):** แนะนำ Long BEMU22 8.65 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 9.25 บาท ตั้ง Stop Loss เมื่อหลุด 8.40 บาทแนะนำ Long CRCU22 บริเวณ 34.00 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 37.25 บาท และ 41.75 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุน หากหลุด 33.00 บาทและแนะนำ Long TRUEU22 บริเวณ 4.54 บาท โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 5.20 บาทและ 5.70 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 4.40 บาท

**Gold Futures & Gold Online Futures:** แนะนำให้เปิดสถานะ Short หากราคาปรับขึ้นไปใกล้บริเวณ 1,880 เหรียญฯ (เทียบเท่า 31,290 บาท อัตราแลกเปลี่ยน 35.00 บาท/USD) ขณะที่สถานะ Long จะมีโอกาสทำกำไรที่มากกว่า หากราคาปรับลงต่ำกว่า 1,780 เหรียญฯ (เทียบเท่า 29,630 บาท) โดยเลือกมีสถานะ GFQ22 ซึ่งจะหมดอายุในเดือน ส.ค. 2565 และตั้งจุด Cut Loss ไม่เกิน 100 บาท/บาททองคำ หรือประมาณ 3 เหรียญฯ

### S50U22



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, TQ Professional

### GOLD SPOT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## มุมมอง SET50 INDEX เดือน ก.ค. 2565

- เดือน ก.ค. 65 แรงกดดันจากประเด็นเดิมๆยังคงอยู่ เริ่มจากความกังวลต่อเงินเฟ้อ โดยเฉพาะฝั่งสหรัฐฯเงินเฟ้อเดือน พ.ค. ขยายตัว 8.6%yoy ยังไม่ผ่าน Peak ตามตลาดคาด ทำให้ทิศทางเงินเฟ้อเดือน มิ.ย. จะกลับมาเป็นจุดสนใจ ส่วนบ้านเราเงินเฟ้อฯ เดือน พ.ค. ขยายตัว 7.1%yoy และฝ่ายวิจัยฯเชื่อว่ามีโอกาสจะขยายตัวในระดับสูงจนถึงเดือน ส.ค.65 ที่อาจแตะระดับ 10%yoy ภายหลังมาตรการช่วยเหลือภาครัฐฯเริ่มทยอยหมดลง
- ภายใต้ภาวะเงินเฟ้อเร่งตัว ส่งผลให้ธนาคารกลางหลายแห่งใช้นโยบายการเงินเชิงรุก อาทิ FED ที่มีมีการปรับขึ้นดอกเบี้ยฯ 0.75% ในการประชุมเดือนล่าสุดและส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยฯเพื่อสกัดเงินเฟ้อแม้จะเพิ่มความเสี่ยงต่อภาคเศรษฐกิจก็ตาม โดยนักลงทุนคาด FED จะขึ้นดอกเบี้ยฯอีก 0.75% ในการประชุมเดือน ก.ค.และปลายปีเชื่อกันว่าจะขึ้นไป 3.50-3.75% ส่วนบ้านเราการประชุม กนง.ครั้งที่ผ่านมามีดอกเบี้ยไว้ที่ 0.5% แต่มติไม่เป็นเอกฉันท์ที่ 4 : 3 พร้อมส่งสัญญาณปรับขึ้นดอกเบี้ยฯในการประชุมครั้งถัดไป ซึ่งฝ่ายวิจัยฯเชื่อว่าจะมีการปรับขึ้นในปีนี้ 3 ครั้งครั้งละ 0.25% ทำให้ดอกเบี้ยฯสิ้นปีอยู่ที่ 1.25%
- ประเมินผลต่อการปรับขึ้นดอกเบี้ยฯส่งผลกระทบต่อตลาดหุ้นในมุมมอง Valuation ที่ทำให้ส่วนต่างผลตอบแทนของตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้แคบลง ทั้งนี้ฝ่ายวิจัยฯประเมินการปรับขึ้นดอกเบี้ยฯของ กนง. 3 ครั้งจะกระทบต่อ Downside ของ SET Index มาที่ 1570 จุด หรือหากคิดเป็น SET50 Index จะอยู่บริเวณ 950 จุด ขณะที่ผลต่อทิศทางค่าเงินบาทเชื่อว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้านเรายังช้ากว่าฝั่งสหรัฐฯค่อนข้างมาก ทำให้ทิศทางค่าเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่ากดดัน Fund Flow ไหลออก ส่วนประเด็นอื่นๆ ยังขาดแรงหนุนและจุดสนใจของเดือนนี้อยู่ที่การติดตามดัชนีทางเศรษฐกิจเป็นสำคัญ อาทิ เงินเฟ้อไทย (5 ก.ค.) เงินเฟ้อสหรัฐฯ (วันที่ 13 ก.ค.) และการประชุม FED (วันที่ 26-27 ก.ค.) ซึ่งจะทำให้ทิศทาง SET50 Index เผชิญความผันผวนเป็นระยะๆ ด้านกำไรบริษัทฯยังขาดแรงหนุนจากแนวโน้มกำไร 2Q65 ที่คาดว่าจะหดตัว QoQ และ YoY ภายใต้สภาพแวดล้อมมีน้ำหนักลงในทางลบคาด SET50 Index แกว่งผันผวนทางลงตามกรอบ 910-975 จุด

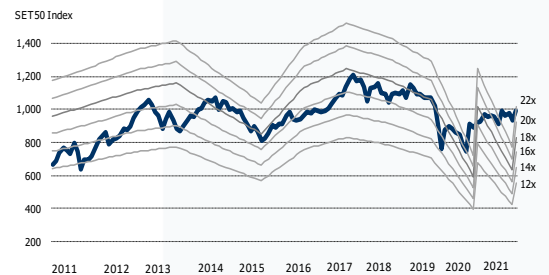
## SET50 INDEX CURRENT PER SENSITIVITY

SET 50 Sensitivity

| (ค่า)    | ม.ค. 65E | มี.ค. 65E | เม.ย. 65E | พ.ค. 65E | มิ.ย. 65E | ก.ย. 65E | ธ.ค. 65E |
|----------|----------|-----------|-----------|----------|-----------|----------|----------|
| PER 20   | 933      | 952       | 961       | 971      | 980       | 1,008    | 1,036    |
| PER 20.5 | 957      | 976       | 985       | 995      | 1,005     | 1,033    | 1,062    |
| PER 21   | 980      | 1,000     | 1,009     | 1,019    | 1,029     | 1,058    | 1,088    |
| PER 21.5 | 1,003    | 1,023     | 1,033     | 1,043    | 1,054     | 1,084    | 1,114    |
| PER 22   | 1,027    | 1,047     | 1,057     | 1,068    | 1,078     | 1,109    | 1,140    |
| PER 22.5 | 1,050    | 1,071     | 1,082     | 1,092    | 1,103     | 1,134    | 1,166    |
| PER 23   | 1,073    | 1,095     | 1,106     | 1,116    | 1,127     | 1,159    | 1,191    |
| PER 23.5 | 1,097    | 1,119     | 1,130     | 1,141    | 1,162     | 1,184    | 1,217    |

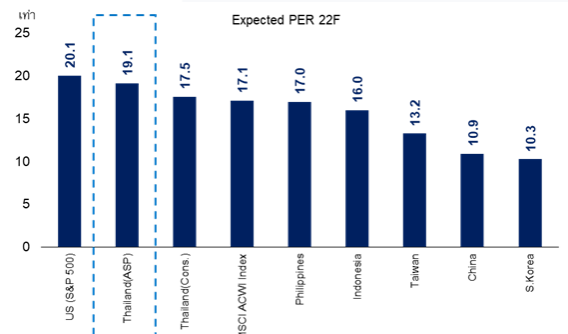
ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## SET50 INDEX PER BAND



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## PER COMPARISON



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## การซื้อขายของนักลงทุนใน SET50 INDEX FUTURES

|     | สถาบัน | ต่างชาติ | ภายในประเทศ |
|-----|--------|----------|-------------|
| DAY | 8,205  | -7,185   | -1,020      |
| MTD | -4,209 | -81,708  | 85,917      |
| YTD | 13,331 | -28,204  | 14,873      |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

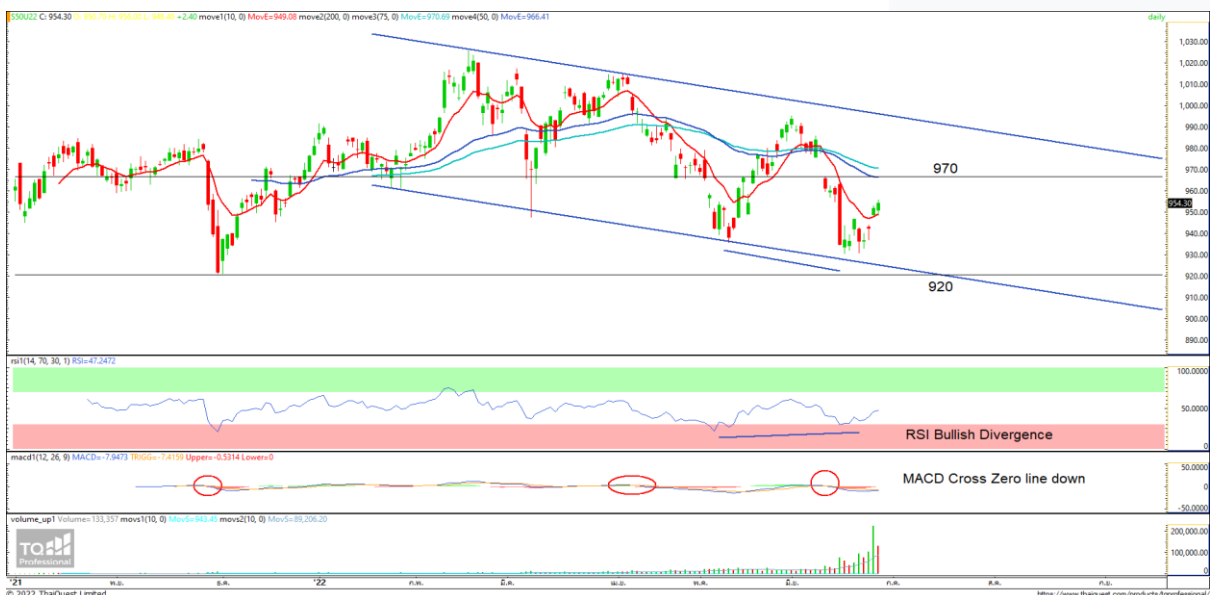
## SET50 INDEX (DAILY)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, TQ Professional

SET50 Index อยู่ในช่วง Technical Rebound หลังจากเกิดสัญญาณ Bullish Divergence กับ RSI แต่อย่างไรก็ตามมองการตีกลับจะมี แนวต้านด้านสำคัญตรง EMA 200 วันที่ 975 จุด ซึ่งหากผ่านไม่ได้ยังมองเสี่ยงที่จะเห็นการไหลย้อนกลับเข้าสู่โหมดหลักที่เป็น Sideway Down ซึ่งมีสัญญาณ MACD ตัดแกน 0 เป็นตัวยืนยัน โดยมองกรอบการย่อตัวลงมาจะมีแนวรับสำคัญที่ 935 จุด หากหลุดเชื่อว่าจะเห็นจังหวะ การทำ Lower Low มาที่ 910 จุด หรือกล่าวโดยสรุปคาด SET50 Index เดือน ก.ค. อยู่ภายใต้ Sideway Down ตามกรอบ 910-975 จุด

## S50U22 (DAILY)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส, TQ Professional

S50U22 รูปแบบราคาเหมือน SET50 Index คือ เกิด Technical Rebound หลังจากมีสัญญาณ Bullish Divergence แต่ยังมองหากการปรับขึ้นยังมีแนว ด้านขวางเพียบโดยประเมินแนวต้าน EMA 50 และ EMA 75 วันบริเวณ 970 จุดเป็นด้านขวางหากผ่านไม่ได้มีโอกาสไหลกลับมาโดยมองแนวรับที่ 920 จุด

## SET50 INDEX FUTURES &amp; OPTIONS

## สรุปทิศทาง SET50 INDEX เดือน ก.ค. 65

แรงกดดันจากประเด็นเดิมๆยังคงอยู่ เริ่มจากความกังวลต่อเงินเฟ้อ โดยเฉพาะฝั่งสหรัฐเงินเฟ้อเดือน พ.ค. ขยายตัว 8.6%yoy ยังไม่ผ่าน Peak ตามตลาดคาด ทำให้ทิศทางเงินเฟ้อเดือน มิ.ย. จะกลับมาเป็นจุดสนใจ ส่วนบ้านเราเงินเฟ้อเดือน พ.ค. ขยายตัว 7.1%yoy และฝ่ายวิจัยฯเชื่อว่ามีโอกาสจะขยายตัวในระดับสูงจนถึงเดือน ส.ค.65 ที่อาจแตะระดับ 10%yoy ภายหลังมาตรการช่วยเหลือภาครัฐเริ่มทยอยหมดลง ส่งผลให้ธนาคารกลางหลายแห่งใช้นโยบายการเงินเชิงรุก อาทิ FED ที่มีการปรับขึ้นดอกเบี้ย 0.75% ในการประชุมเดือนล่าสุดและส่งสัญญาณขึ้นดอกเบี้ยเพื่อสกัดเงินเฟ้อ โดยนักลงทุนคาดว่าจะการปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไปเดือน ก.ค. จะขึ้นอีก 0.75% และปลายปีเชื่อกันว่าจะขึ้นไปที่ 3.50-3.75% ส่วนบ้านเราการประชุม กนง.ครั้งที่ผ่านมามีมติดอกเบี้ยไว้ที่ 0.5% แต่ส่งสัญญาณการปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไป ซึ่งฝ่ายวิจัยฯเชื่อว่าจะมีการปรับขึ้นในปีนี้ 3 ครั้งครั้งละ 0.25% ทำให้ดอกเบี้ยสั้นปียู่ที่ 1.25% ประเมินผลต่อการปรับขึ้นดอกเบี้ยฯส่งผลกระทบต่อเงินลงทุนในตลาดหุ้นในมุมมอง Valuation ซึ่งฝ่ายวิจัยฯประเมินการปรับขึ้นดอกเบี้ยฯของ กนง. 3 ครั้งจะกระทบต่อ Downside ของ SET Index มาที่ 1570 จุด หรือหากคิดเป็น SET50 Index จะอยู่บริเวณ 950 จุด ขณะที่ผลต่อทิศทางค่าเงินบาทเชื่อว่าการปรับขึ้นดอกเบี้ยบ้านเราชิงช้ากว่าฝั่งสหรัฐ ทำให้ทิศทางค่าเงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่ากดดัน Fund Flow ด้านกำไรบริษัทฯยังขาดแรงหนุนจากแนวโน้มกำไร 2Q65 ที่คาดว่าจะหดตัว QoQ และ YoY ภายใต้สภาพแวดล้อมมีน้ำหนักในทางลบคาด SET50 Index แกว่งผันผวนทางลงตามกรอบ 910-975 จุด

## SET50 INDEX FUTURES

**Direction Trading:** แนะนำรอ Short S50U22 ในช่วง 970 จุด โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 920 จุดและตั้งจุด Cut Loss เมื่อผิดทาง 4 จุดจากทุน คาด SET50 Index ผันผวนทางลงจากความกังวลเงินเฟ้อฯ นโยบายการเงินตึงตัวและ Flow ที่ไหลออก

**Spread Trading:** คาดการณ์ Spread ระหว่าง S50Z22 ลบด้วย S50U22 ณ วันที่ 29 ก.ย. 2565 จะเท่ากับ 2.53 จุด ซึ่งสามารถนำมากำหนดกลยุทธ์การลงทุนได้ดังนี้

- 1) Short Spread เมื่อ Spread ของ S50U22Z22 มีค่าสูงกว่า 4.53 จุด (คำนวณจาก Spread ที่คาดว่าจะรวมต้นทุน = 2.53+2.00 จุด)
- 2) Long Spread เมื่อ Spread ของ S50U22Z22 มีค่าต่ำกว่า 0.53 จุด (คำนวณจาก Spread ที่คาดว่าจะรวมต้นทุน = 2.53-2.00 จุด)

## SET50 INDEX OPTION

**Direction Trading:** เดือน ก.ค. 65 คาดกรอบการเคลื่อนไหวของ SET50 Index อยู่ที่ 910-975 จุด แนะนำให้เปิด Long Put Option Series U22 ช่วง Exercise Price ระหว่าง 975-1000 จุด เมื่อ SET50 ปรับตัวเข้าใกล้แนวต้าน 975 จุด โดยมีเป้าหมายกำไรที่ 910 จุด และตั้งจุด Cut Loss 4 จุด

## ภาพรวมการซื้อขาย SET50 INDEX

| UNDERLYING | Close  | Chg    | %Chg   | สรุปการซื้อขาย |         |        |
|------------|--------|--------|--------|----------------|---------|--------|
| SET50      | 951.07 | -12.01 | -1.26% | 30/6/22        |         |        |
| Symbol     | Settle | Chg    | %Chg   | Vol.           | OI      | OI Chg |
| S50J22     | 984.23 | 0.0    | 0.0%   | 70             | 41      | 0      |
| S50K22     | 996.67 | 0.0    | 0.0%   | 26             | 160     | 0      |
| S50M22     | 962.49 | 0.0    | 0.0%   | 42,386         | 32,072  | 0      |
| S50U22     | 939.60 | -12.8  | -1.4%  | 245,964        | 355,676 | 25,832 |
| S50Z22     | 938.90 | -12.3  | -1.3%  | 27,601         | 46,302  | 6,960  |
| S50H23     | 935.30 | -11.9  | -1.3%  | 3,909          | 10,497  | 916    |

| SET50 Futures Long(Short) : สิ้นวัน |         |         | ส.ส.บ Long(Short) |        |           |          |
|-------------------------------------|---------|---------|-------------------|--------|-----------|----------|
|                                     | Long    | Short   | Net               | 2 วัน  | 2 สัปดาห์ | 1 เดือน  |
| ส.ก.บ.                              | 50,926  | 42,721  | 8,205             | 4,648  | -7,523    | 1,223    |
| ค.บ.บ.                              | 96,389  | 103,574 | -7,185            | -5,344 | 24,439    | -115,282 |
| จ.บ.บ.                              | 131,346 | 132,366 | -1,020            | 696    | -16,916   | 114,059  |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

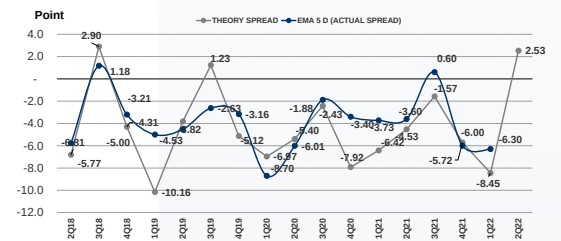
## คาดการณ์ SPREAD สั้นเดือนจาก ASPS MODEL

| เป้าหมาย Spread ธีรภัท - ธีรภัท |             |             |             |             |             |  |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
| S50N22                          | S50Q22      | S50U22      | S50V22      | S50X22      | S50Z22      |  |
| ณ 26 ก.ค.65                     | ณ 30 ส.ค.65 | ณ 29 ก.ย.65 | ณ 28 ต.ค.65 | ณ 29 พ.ย.65 | ณ 29 ธ.ค.65 |  |
| S50N22                          | -3.59       |             |             |             |             |  |
| S50Q22                          | -7.92       | -4.12       |             |             |             |  |
| S50V22                          | -7.56       | -3.57       | 0.75        |             |             |  |
| S50X22                          | -7.16       | -2.97       | 1.55        | 0.80        |             |  |
| S50Z22                          | -6.57       | -2.18       | 2.53        | 1.78        | 0.99        |  |

\*สมมติฐานอัตราดอกเบี้ยนโยบายระหว่าง ต.ค. - ธ.ค. 65 เท่ากับ 1.25%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## ความสัมพันธ์ของ SPREAD ที่เกิดขึ้นกับ SPREAD ของ ASP CARRY COST MODEL



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

| SET50 Index | Last   | 1Yr Hist. Volatility | 2Wk Hist. Volatility |
|-------------|--------|----------------------|----------------------|
|             | 951.07 | 12.32835             | 13.9552              |

| Call Option |         |       |            |                 |            |                |              |        |               |                    |       |                   |            |
|-------------|---------|-------|------------|-----------------|------------|----------------|--------------|--------|---------------|--------------------|-------|-------------------|------------|
|             | Premium | Chg   | Break Even | Intrinsic Value | Time Value | All-in Premium | Theory Price | Volume | Open Interest | Implied Volatility | Delta | Effective Gearing | Time Decay |
| S50U22C1050 | 0.90    | -0.60 | > 1050.9   | 0.00            | 0.90       | 10.50%         | 1.33         | 235    | 2960          | 12.70              | 0.04  | 44.08             | 0.1        |
| S50U22C1025 | 2.00    | -1.00 | > 1027.0   | 0.00            | 2.00       | 7.98%          | 2.97         | 239    | 2603          | 12.15              | 0.08  | 37.28             | 0.1        |
| S50U22C1000 | 4.50    | -2.00 | > 1004.5   | 0.00            | 4.50       | 5.62%          | 6.12         | 749    | 2283          | 12.06              | 0.15  | 32.58             | 0.1        |
| S50U22C975  | 9.50    | -3.20 | > 984.5    | 0.00            | 9.50       | 3.51%          | 11.61        | 1353   | 2658          | 12.13              | 0.28  | 27.53             | 0.0        |
| S50U22C950  | 19.00   | -6.00 | > 969.0    | 1.07            | 17.93      | 1.89%          | 20.31        | 615    | 2183          | 12.76              | 0.44  | 21.81             | 0.0        |

| Put Option  |         |       |            |                 |            |                |              |        |               |                    |       |                   |            |
|-------------|---------|-------|------------|-----------------|------------|----------------|--------------|--------|---------------|--------------------|-------|-------------------|------------|
|             | Premium | Chg   | Break Even | Intrinsic Value | Time Value | All-in Premium | Theory Price | Volume | Open Interest | Implied Volatility | Delta | Effective Gearing | Time Decay |
| S50U22P1050 | 103.80  | 7.50  | < 946.2    | 98.93           | 4.87       | -0.51%         | 111.39       | 0      | 247           | #N/A               | -1.00 | -9.16             | 0.0        |
| S50U22P1025 | 86.60   | 10.50 | < 938.4    | 73.93           | 12.67      | -1.33%         | 88.09        | 2      | 255           | 11.44              | -0.92 | -10.09            | 0.0        |
| S50U22P1000 | 64.40   | 11.80 | < 935.6    | 48.93           | 15.47      | -1.63%         | 66.29        | 41     | 483           | 12.74              | -0.81 | -11.97            | 0.0        |
| S50U22P975  | 44.00   | 9.50  | < 931.0    | 23.93           | 20.07      | -2.11%         | 46.83        | 80     | 924           | 12.33              | -0.69 | -14.96            | 0.0        |
| S50U22P950  | 28.10   | 8.30  | < 920.9    | 0.00            | 28.10      | -3.17%         | 30.58        | 712    | 2184          | 12.46              | -0.55 | -18.03            | 0.0        |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



## SINGLE STOCK FUTURES

## Long BEMU22

BEM รายงานปริมาณรถใช้ทางด่วนและผู้โดยสารรถไฟฟ้า คาคเดือน พ.ค. ปริมาณรถวิ่งบนทางด่วนจะกลับมาแตะ 1 ล้านเที่ยว/วัน จำนวน Ridership กลับมาระดับ 2.8 แสนเที่ยว/วัน จาก 1.5-2.0 แสนเที่ยว/วัน รับปัจจัยหนุนจากการที่โรงเรียนเปิดเทอม การกลับเข้ามาทำงานในออฟฟิศ นำไปสู่ผลบวกต่อกำไรสุทธิในงวด 2Q65 ที่จะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญ ในช่วงที่เหลือของปี อิงวิธี SOTP ได้ Fair Value ปี 2565 อยู่ที่ 10.30 บาท ภาพรายสัปดาห์ BEM แกว่งในกรอบ Trading Zone ที่ 8.00-9.25 บาท พร้อมแท่งเทียน Bullish Breakout หากย่อมาที่ 8.65 บาทเป็นจังหวะเข้าทำ Buy On Dip

## กลยุทธ์การลงทุน

แนะนำ Long BEMU22 8.65 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 9.25 บาท ตั้ง Stop Loss เมื่อหลุด 8.40 บาท

## Long CRCU22

กำไรในงวด 2Q65 จะเติบโต YoY และล้นเติบโต QoQ ได้ แม้จะเป็นช่วง Low season ของกลุ่มค้าปลีกฯ หนุนจาก 1) การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม รว 20-25% และเปิดสาขาใหม่ รว 2-4% YoY 2) อัตรากำไรขั้นต้น ที่คาดว่าจะคงทำได้ดี จากการเริ่มปรับราคาสินค้าขึ้นแล้วในบางส่วน, สัดส่วนสินค้าแฟชั่นสูงขึ้นและการให้ส่วนลดพื้นที่เช่าที่ลง

ภาพรายสัปดาห์ ทิศทางราคาแกว่งในแนวโน้มขาขึ้น กรอบ Uptrend Channel ล่าสุดมีแรงรับด้วย Spinning Bottom สะท้อนจังหวะ Reversal มีเป้าหมายที่ 37.25 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

แนะนำ Long CRCU22 บริเวณ 34.00 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 37.25 บาทและ 41.75 บาท ตั้งจุดตัดขาดทุน หากหลุด 33.00 บาท

## Long TRUEU22

คาดการณ์ควบรวมกับ DTAC จะส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันให้แข็งแกร่งขึ้น ช่วยลดต้นทุนที่ซ้ำซ้อน และนำไปสู่ฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้น ผลประกอบการงวด 2Q65 มีแนวโน้มดีขึ้นทั้ง QoQ และ YoY คาดจะบันทึกกำไรพิเศษราว 1.2 พันลบ. – 1.3 พันลบ. จากการขายเงินลงทุนใน DIF ออกมาบางส่วน FV ปี 2565 เท่ากับ 5.70 บาท

ภาพรายสัปดาห์ TRUE แกว่งในแนวโน้มขาขึ้น พร้อมจังหวะ False Breakout เหนือ EMA 10 วัน บ่งชี้ Downside จำกัดแล้ว ประเมินแนวต้านไว้ที่ 5.20 และ 5.70 บาท

## กลยุทธ์การลงทุน

แนะนำ Long TRUEU22 บริเวณ 4.54 บาท โดยมีเป้าหมายทำกำไรที่ 5.20 บาทและ 5.70 บาท และตั้งจุดตัดขาดทุนที่ 4.40 บาท



| Future |              |       |       |          | Underlying |        |
|--------|--------------|-------|-------|----------|------------|--------|
| Future | Settle Price | Basis | OI    | Leverage | FV@65      | Upside |
| BEMU22 | 8.70         | 0.00  | 12013 | -        | 10.30      | 13.81% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



| Future |              |       |     |          | Underlying |        |
|--------|--------------|-------|-----|----------|------------|--------|
| Future | Settle Price | Basis | OI  | Leverage | FV@65      | Upside |
| CRCU22 | 34.89        | 0.14  | 880 | -        | 44.75      | 30.70% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส



| Future  |              |       |      |          | Underlying |        |
|---------|--------------|-------|------|----------|------------|--------|
| Future  | Settle Price | Basis | OI   | Leverage | FV@65      | Upside |
| TRUEU22 | 4.72         | -0.02 | 9552 | -        | 5.70       | 27.20% |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเซีย พลัส

## GOLD FUTURES

## แนะนำ TRADING บริเวณ 1,780-1880 เหรียญฯ

ราคาทองคำเดือน มิ.ย. 2565 ปรับขึ้นตั้งแต่ต้นเดือนขึ้นไปแตะจุดสูงสุดใกล้บริเวณ 1,880 เหรียญฯ ช่วงกลาง มิ.ย. ก่อนย่อตัวลง ภายหลังที่ประชุมธนาคารกลางสหรัฐ (เฟด) วันที่ 14-15 มิ.ย. มีมติขึ้นดอกเบี้ยอัตรา 0.75% ส่งผลให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่า สะท้อนจาก Dollar Index ตลอดเดือนเพิ่มเกือบ 2% มาอยู่บริเวณ 104.5 จุด เป็นแรงกดดันต่อราคาทองคำ โดยล่าสุด (29 มิ.ย.) ราคาอยู่ที่ 1,820 เหรียญฯ สำหรับราคาทองคำเดือน ก.ค. 2565 มองการเคลื่อนไหวในรอบ 1,780-1,880 เหรียญฯ ซึ่งมีทั้งแรงบวกและแรงกดดันที่คาดว่าจะส่งผลต่อราคา โดยปัจจัยกดดันคงมาจากค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มแข็งค่า ภายใต้อคติการที่เฟดยังเดินหน้าขึ้นดอกเบี้ยต่อเนื่องอีก 0.75% ในการประชุมวันที่ 26-27 ก.ค. นี้ ทำให้ Dollar Index คาดขึ้นระดับสูง 104-105 จุด ขณะที่ประเด็นเรื่องกลุ่ม G7 แบนนำเข้าทองคำจากรัสเซีย คาดไม่มีผลต่อราคาทองคำอย่างมีนัยยะ เหมือนกรณีคว่ำบาตรนำเข้าน้ำมันที่ส่งผลให้ราคาน้ำมันและก๊าซพุ่งขึ้น เนื่องจากทองคำถือเป็นสินค้าที่ไม่ได้มีความจำเป็นต่อการใช้ชีวิตประจำวันเหมือนน้ำมัน แต่มองว่ามาตรการดังกล่าวจะทำให้ความขัดแย้งเชิงภูมิรัฐศาสตร์ระหว่างประเทศมหาอำนาจยังคงยืดเยื้อ เมื่อรวมกับความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจโลกที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยจากปัญหาเงินเฟ้อ ตลอดจนการเข้าซื้อของกองทุน SPDR หลังมีการขายสุทธิตลอด 2 เดือนที่ผ่านมา (พ.ค.-มิ.ย.) รวม 38 ตัน น่าจะทำให้เกิดแรงเข้าซื้อทองคำในฐานะสินทรัพย์ปลอดภัยได้เช่นกัน

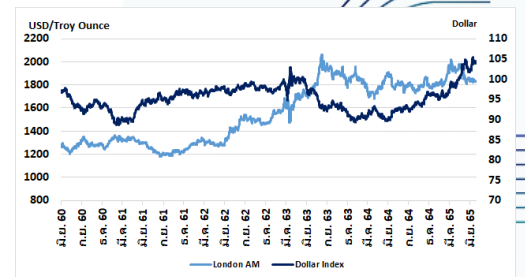
## กลยุทธ์ GOLD FUTURES

**Direction Trading:** คงแนะนำกลยุทธ์ Trading ให้กับนักลงทุน เนื่องจากเป็นทางเลือกในการสร้างกำไรที่เหมาะสมสุด ท่ามกลางความผันผวนของราคาทองคำและค่าเงินบาท โดยภายใต้กรอบราคาทองคำ 1,780-1,880 เหรียญฯ/ทรอยออนซ์ แนะนำให้เปิดสถานะ Short หากราคาปรับขึ้นไปใกล้บริเวณ 1,880 เหรียญฯ (เทียบเท่า 31,290 บาท อิงอัตราแลกเปลี่ยน 35.00 บาท/USD) ขณะที่สถานะ Long จะมีโอกาสทำกำไรที่มากกว่า หากราคาปรับลงต่ำกว่า 1,780 เหรียญฯ (เทียบเท่า 29,630 บาท) โดยเลือกมีสถานะ GFO22 ซึ่งจะหมดอายุในเดือน ส.ค. 2565 และตั้งจุด Cut Loss ไม่เกิน 100 บาท/บาททองคำ หรือประมาณ 3 เหรียญฯ ทั้งนี้จากการศึกษาภายใต้สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนที่ 35.00 บาท/เหรียญฯ พบว่าทุก 0.25 บาทที่ค่าเงินบาทอ่อนค่า (แข็งค่า) จะส่งผลให้ราคาทองคำปรับขึ้น (ลดลง) ราว 200 บาท

## กลยุทธ์ GOLD ONLINE FUTURES

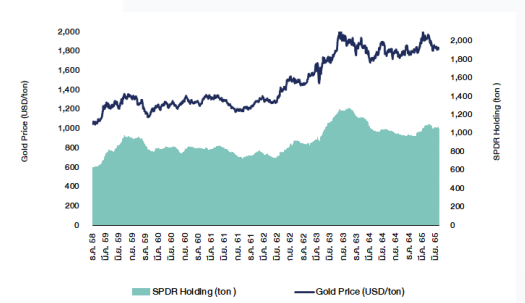
**Direction Trading :** ราคาทองคำอ่อนตัวหลังจากที่ติดแนวต้าน EMA 10 สัปดาห์ พร้อมสัญญาณลบจากแท่งเทียนทำจังหวะ Lower High สนับสนุนด้วย เส้น Signal Line เคลื่อนที่ต่ำกว่าแกนศูนย์ สะท้อน Downside ที่เริ่มเปิด ประเมินแนวรับไว้บริเวณ Uptrend Line ที่ 1780 เหรียญฯ เพื่อคาดหวังจังหวะรีบาวน์ เบื้องต้นคาดการณ์กรอบ 1,780 - 1,880 เหรียญฯ กล่าวคือเปิดสถานะ Long หากอ่อนตัวลงมารอบล่าง และเปิดสถานะ Short เมื่อราคาฟื้นตัวมาที่กรอบบน โดยเลือกมีสถานะ GOU22 ซึ่งเป็นสัญญาส่งมอบเดือน ก.ย. 2565 และกำหนดจุด Cut Loss ไม่เกิน 3 เหรียญฯ

## การเคลื่อนไหวราคาทองคำ / DOLLAR INDEX



ที่มา : Bloomberg (ข้อมูล ถึง ณ 29 มิ.ย. 2565)

## การเคลื่อนไหวราคา/ปริมาณทองคำของ SPDR



ที่มา : www.spdrgoldshares.com

## ราคาทองในรูปดอลลาร์ VS. บาท

|       | FX ( บาท/ USD ) |        |        |        |        |
|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
|       | 34.50           | 34.75  | 35.00  | 35.25  | 35.50  |
| 1,760 | 28,862          | 29,071 | 29,280 | 29,489 | 29,699 |
| 1,790 | 29,354          | 29,567 | 29,779 | 29,992 | 30,205 |
| 1,820 | 29,846          | 30,062 | 30,278 | 30,495 | 30,711 |
| 1,850 | 30,338          | 30,558 | 30,778 | 30,997 | 31,217 |
| 1,880 | 30,830          | 31,053 | 31,277 | 31,500 | 31,723 |
| 1,910 | 31,322          | 31,549 | 31,776 | 32,003 | 32,230 |
| 1,940 | 31,814          | 32,044 | 32,275 | 32,505 | 32,736 |
| 1,970 | 32,306          | 32,540 | 32,774 | 33,008 | 33,242 |
| 2,000 | 32,798          | 33,035 | 33,273 | 33,511 | 33,748 |

London Gold AM Fixing \* (15,244/31.1035) \* (0.965/0.995) \*

(THB/USD)

## ภาพทางเทคนิค GOLD ONLINE FUTURES (GO\_CON)



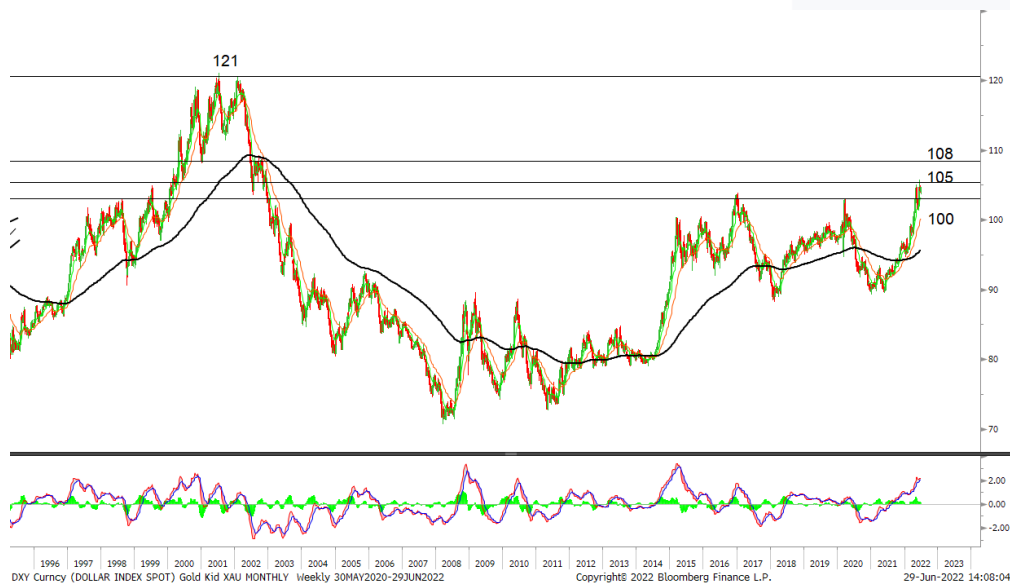
## GOLD SPOT (WEEKLY)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, Bloomberg

ทิศทางราคาทองคำรายสัปดาห์ อยู่ในจังหวะการแกว่งหาฐาน โดยมีเส้นกุด EMA 10 สัปดาห์ กุดตัน พร้อมจังหวะ Lower High มองเป็นสัญญาณลบทางเทคนิค ประกอบกับสัญญาณ MACD เส้น Signal กลับมามีค่าต่ำกว่าศูนย์ สะท้อนถึงโมเมนตัมเชิงลบ ประเมินแนวรับสำคัญที่ 1780 เหรียญฯ ประเมินกรอบการเคลื่อนไหวในระยะนี้ที่ 1780-1880 เหรียญฯ

## DOLLAR INDEX (WEEKLY)



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส, Bloomberg

Dollar Index ภาพรายสัปดาห์ พบว่าในช่วง ปลายเดือน มิ.ย มีแรงซื้อกลับจนเกิดการแข็งค่าอย่างมีนัยสำคัญ โดยรวมยังมองเป็นแนวโน้มขาขึ้น ขณะที่หากการย่อตัว หากยังไม่หลุดบริเวณ EMA 10 สัปดาห์ที่ 103 จุด ยังประเมินว่ามีโอกาสขึ้นได้ต่อ เช่นเดียวกับ MACD ที่วิ่งเหนือแกนศูนย์ สะท้อนโมเมนตัมเชิงบวก จึงคาด Dollar Index ในระยะนี้ มีโอกาสแข็งค่าไปที่ 105 จุด ประเมินกรอบการเคลื่อนไหวที่ 100-105 จุด และหากผ่านกรอบบนได้ มีโอกาสขึ้นทดสอบ บริเวณ 108 จุดในระยะถัดไป

# ASSET ALLOCATION

กลยุทธ์พอร์ตการลงทุน



## ASSET ALLOCATION

BY RESEARCH DIVISION

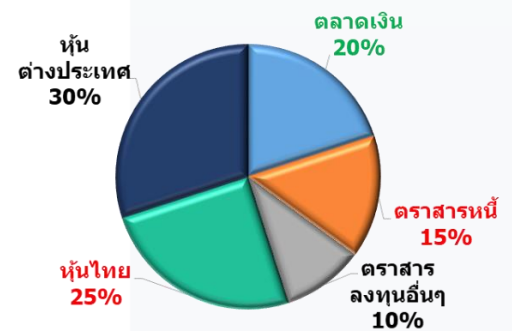
### ลดตราสารลงทุนอื่นๆลง 5% ไปถือเงินสดเพิ่มในภาวะตลาดผันผวน

| asps investing               | ตราสารตลาดเงิน | ตราสารหนี้          | ตราสารลงทุนอื่นๆ           | หุ้นไทย                                   | หุ้นต่างประเทศ                                 |
|------------------------------|----------------|---------------------|----------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------------|
| ตราสารลงทุน                  | -              | CPALL316A           | Equity Linked Notes - TRUE | KTB, CENTEL, BEM<br>CRC, CPF, TRUE<br>CPN | BYD (1211 HK)<br>Tong Cheng<br>Travel (780 HK) |
| กองทุน                       | ASP-DPLUS      | KKP ACT FIXED       | TMBPIPF                    | TSF-A                                     | ASP-EVOCHINA                                   |
| กองทุนแนะนำของ<br>ASSET PLUS | ASP-DPLUS      | ASP-CHINABOND-<br>A | ASP-PROPIN-A               | ASP-T12                                   | ASP-EVOCHINA                                   |

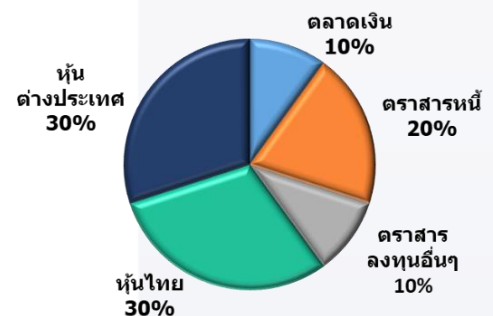
#### สัดส่วนการลงทุน

การใช้นโยบายการเงินตึงตัวเชิงรุกปรากฏให้เห็นเป็นรูปธรรม และยังมีแนวโน้มเกิดขึ้นต่อเนื่อง อาทิ ธนาคารกลางสหรัฐฯและยุโรป บวกกับความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครน ที่ยังอยู่ในภาวะที่ยืดเยื้อต่อไป คาดทำให้เงินเพื่อนำจะทรงตัวในอัตราสูงต่อไป ซึ่งอาจกดดันเศรษฐกิจสหรัฐฯเกิด Recession ได้ในปี นี้ คาดกดดัน Upside ของตลาดหุ้นให้ขึ้นได้จำกัด โดยฝ่ายวิจัยยังคงน้ำหนักหุ้นต่างประเทศไว้ที่ 30%(เท่าตลาดฯ) ส่วนตลาดหุ้นไทยก็ถูกกระทบเช่นกัน และคาด Fund Flow จะหนุน SET Index ได้น้อยลง หรือบางช่วงเวลาอาจเห็นแรงขายทำกำไร ภายใต้ภาวะที่เงินบาทอ่อนค่าอย่างต่อเนื่องทะลุ 35 บาท/เหรียญฯ บวกกับกำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ ฝ่ายวิจัยยังคงน้ำหนักไว้ 25%(น้อยกว่าตลาดฯ) ขณะที่สัดส่วนการลงทุนในตราสารลงทุนอื่นๆ เน้นลงทุนใน Product ที่ลงทุนในหุ้นไทยอย่าง ELN และกองทุนที่ลงทุนในอสังหาฯ ไทยและสิงคโปร์เป็นหลัก โดยให้น้ำหนัก 10%(เท่าตลาดฯ) ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงจากสภาวะตลาดหุ้นผันผวน และขาดปัจจัยหนุนได้เป็นอย่างดี พร้อมกับคองน้ำหนักตราสารหนี้ไว้ที่ 15%(น้อยกว่าตลาดฯ) ส่วนสุดท้าย คือ ตลาดเงินมีน้ำหนัก 20% รอจังหวะลงทุนเพิ่มเติมในเดือนต่อไป

#### สัดส่วนของพอร์ตการลงทุน

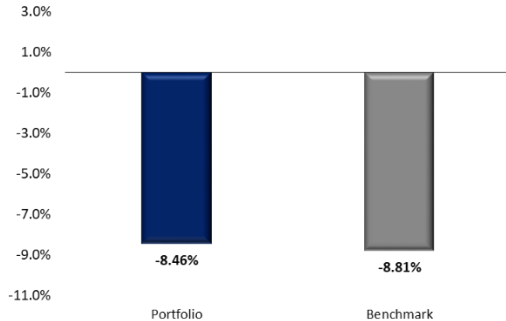


#### Benchmark (ตลาดอ้างอิง)



## PERFORMANCE PORTFOLIO

## ผลตอบแทนพอร์ตการลงทุน (YTD)



หมายเหตุ : คำนวณผลตอบแทนในช่วง 1 ม.ค. – 27 มิ.ย. 2565

## บทสรุปพอร์ตโฟลิโอในเดือนที่ผ่านมา

เดือน มิ.ย. 65 ที่ผ่านมาทั่วโลกให้ความสนใจกับนโยบายการเงินตึงตัวแบบ New Normal และการลดขนาดงบดุลของ FED บวกกับภาวะเงินเฟ้อที่เร่งตัวขึ้นจนมีโอกาสแตะ Double Digit ปลายไตรมาส 3 ของหลายประเทศ จึงทำให้ตลาดหุ้นโลกปรับตัวลง 5.8%(mtd) ขณะที่ประเทศไทยก็โดนผลกระทบดังกล่าวเช่นกัน จึงทำให้ กนง.มีโอกาสขึ้นดอกเบี้ย 2-3 ครั้งในช่วงปลายปีนี้ บวกกับกำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ ส่งผลให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลง 4.6%(mtd)

ส่วนแนวทางในการเลือกหุ้นลงทุน (Stock Selection) ถือว่าทำได้ไม่ดีมากนัก โดยพอร์ตจำลองของฝ่ายวิจัยฯ สามารถชนะตลาดหุ้นไทยอย่างขาดลอย เนื่องจากกลยุทธ์การลงทุนพิถีพิถันในการเลือก โดยเน้นลงทุนในกลุ่ม Reopening และกลุ่มได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาขึ้น ยกตัวอย่างบริษัทที่ทำผลตอบแทนได้โดดเด่น อาทิ BLA TRUE BBL OSP CRC ที่ได้ผลตอบแทน 12.4%, 2.8%, 2.6%, 1.5% และ 1.5% ตามลำดับ เป็นต้น

## สัดส่วนการลงทุนและผลตอบแทนของแต่ละสินทรัพย์(MTD)

| Type             | Recc.       | Weight      |           | Return    |           |
|------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
|                  |             | Portfolio   | Benchmark | Portfolio | Benchmark |
| หุ้นไทย          | Underweight | 25%         | 30%       | 3.65%     | -4.67%    |
| หุ้นต่างประเทศ   | Neutral     | 30%         | 30%       | -6.25%    | -5.85%    |
| ตลาดเงิน         | Overweight  | 15%         | 10%       | 0.04%     | 0.04%     |
| ตราสารหนี้       | Underweight | 15%         | 20%       | 0.26%     | -0.43%    |
| ตราสารลงทุนอื่นๆ | Overweight  | 15%         | 10%       | -0.55%    | -0.43%    |
|                  |             | ผลตอบแทนรวม |           | -1.00%    | -3.28%    |

หมายเหตุ : คำนวณผลตอบแทนในช่วง 1 มิ.ย. – 27 มิ.ย. 2565

สำหรับหุ้นต่างประเทศ เน้นผลิตภัณฑ์ผันผวนต่ำอย่าง Fixed Coupon Note อ้างอิงกับหุ้นพื้นฐานดี จำนวน 4 ตัว ระยะเวลาถือครอง 6 เดือน อัตราดอกเบี้ย 18% ต่อปี ได้แก่ Microsoft (MSFT US), Booking.com (BKNG US), Advance Micro Device (AMD US) และ LVMH (MC FP) ซึ่งพอรวมกับผลตอบแทนจากกองทุน SCBPGF ที่อิงหุ้น Defensive ทั่วโลก ได้แก่กลุ่ม Energy, Utilities, และ Health Care ให้ผลตอบแทน -6.2%(mtd) ซึ่งใกล้เคียงผลตอบแทน MSCI All World Index ส่วนทางด้านตลาดเงิน ถือว่าเป็นแหล่งพักเงินที่ดี โดยสร้างผลตอบแทนเป็นบวก ถึงแม้จะไม่มากนักก็ตาม จึงทำให้ผลตอบแทนพอร์ตโดยรวมตั้งแต่ต้นเดือนอยู่ที่ -1.0%(mtd) ส่วน Benchmark มีผลตอบแทน -3.3%(mtd)

สรุป นับตั้งแต่ต้นปี 2565 เป็นต้นมา ตลาดหุ้นโดนแรงกดดันจากความตึงเครียดของสงครามยูเครน-รัสเซีย และการดำเนินนโยบายทางการเงินแบบ New Normal ของ FED จนทำให้ตลาดหุ้นหลายแห่งโดนกดดันโดยภาพรวมผลตอบแทนตั้งแต่ต้นปี 2565 ลดลงกว่า 8.5% ซึ่งน้อยกว่า Benchmark ที่มีผลตอบแทนลดลง 8.8%

## THAILAND EQUITY

กลยุทธ์การลงทุน คมน้ำหนักพอร์ตหุ้นไทยไว้ที่ 25% ของพอร์ต(Underweight) โดยมองกรอบการเคลื่อนไหวของ SET Index เดือน ก.ค.65 ไว้ที่ 1,515 – 1,630 จุด ขณะที่การเกิด Recession ของสหรัฐฯและความคืบหน้าสงครามยูเครน-รัสเซียเป็นตัวกำหนดทิศทาง ตลาดฯ ขณะที่กลยุทธ์เน้นสะสมหุ้นพื้นฐานดี กำไรเติบโตเป็นอันดับอย่าง KTB, CENTEL, CPN, CPF, CRC, BEM, TRUE เป็นหุ้นเด่น ประจำเดือน ก.ค.65

## ภาวะตลาดหุ้นไทย

การใช้นโยบายการเงินตึงตัวเชิงรุกและยังมีแนวโน้มเกิดขึ้นต่อเนื่องของหลายธนาคารกลางทั่วโลก ขณะที่อัตราเงินเฟ้อยังคงเร่งตัวต่อเนื่องจากราคาสินค้าและบริการพุ่งสูงขึ้น อันสืบเนื่องจากความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนที่ยังยืดเยื้อและมีสัญญาณที่ไม่สดใส จึงทำให้ SET Index ปรับตัวลงตามตลาดหุ้นทั่วโลกกว่า 5.7%(mtd)

ส่วนเดือน ก.ค.65 ยังคงต้องติดตามปัจจัยเสี่ยงต่างๆ อาทิ การใช้นโยบายทางการเงินที่ตึงตัวเร็วขึ้นของ FED ที่ขึ้นดอกเบี้ยแบบ New Normal ขณะที่บ้านเรา กนง. อาจขึ้นดอกเบี้ย 2-3 ครั้งในปีี้ คาดกดดัน Target SET Index ต่ำลงตามลำดับ (โดยการขึ้นดอกเบี้ยทุก 0.25% จะทำให้เป้าหมาย SET Index ลดลงราว 88 จุด) ขณะที่กำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ และ Fund Flow ต่างชาติ ที่ยังไม่น่าจะไหลกลับเข้ามา ในภาวะที่เงินบาทอ่อนค่าแรงเช่นนี้

## กลยุทธ์การลงทุนในตลาดหุ้นไทย

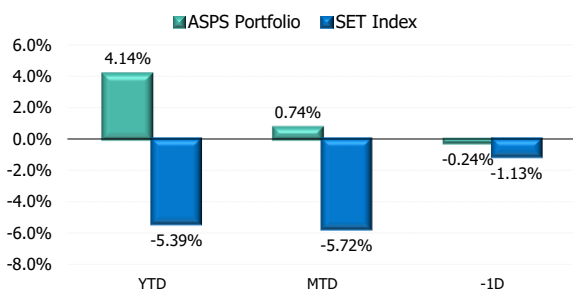
ฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักหุ้นไทยไว้ที่ 25% และวางกรอบการเคลื่อนไหวของ SET Index เดือน ก.ค.65 ไว้ที่ 1,515 - 1,630 จุด ส่วนกลยุทธ์เน้นสะสมหุ้นพื้นฐานดี กำไรเติบโตเป็นอันดับอย่าง KTB, CENTEL, CPN, CPF, CRC, BEM, TRUE หมุนเวียนเข้ามาในพอร์ตตามจังหวะที่เหมาะสม โดยจะมีการรายงานและเผยแพร่ผ่านทวิตเตอร์ Market Talk ทุกวันทำการ

พอร์ตจำลองในทวิตเตอร์ Market Talk มีหุ้นอยู่ในพอร์ตไม่เกิน 10 บริษัท และมีการปรับเปลี่ยนหุ้นในพอร์ตให้เหมาะสม ในภาวะตลาดที่เปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลา ตามกลยุทธ์การลงทุนในแบบฉบับของฝ่ายวิจัย ASPS ควบคู่กับการบริหารความเสี่ยงที่เหมาะสม ส่งผลให้ผลตอบแทนพอร์ต Outperform ตลาดฯ สม่าเสมอช่วงหลายปีที่ผ่านมา

## รายละเอียดพอร์ตโฟลิโอจำลองของฝ่ายวิจัย ASPS ณ 30 มิ.ย. 2565

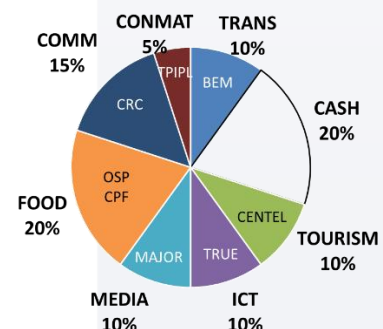
| Stocks | Last Price | Fair Value | Upside | Strategic Comment                                                                                            |
|--------|------------|------------|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| CENTEL | 44.00      | 50.00      | 13.6%  | นโยบายการเปิดประเทศไทยและนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวไทยที่มีต่อเนื่อง ย่อมบวกต่อ CENTEL                       |
| BEM    | 8.75       | 10.30      | 17.7%  | พ.ค. ปริมาณรถวิ่งบนทางด่วน ราว 1 ล้านเที่ยว/วัน ถือเป็นบวกต่อ BEM                                            |
| MAJOR  | 22.00      | 25.00      | 13.6%  | Jurassic World, Light Year สร้างรายได้ค่อนข้างสูง คาดกำไร 2Q65 จะเติบโตโดดเด่น QoQ และ YoY                   |
| TRUE   | 4.60       | 5.70       | 23.9%  | คาดการณ์ควบรวมกับ DTAC จะส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันให้แข็งแกร่งขึ้น และนำไปสู่ฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้น |
| CPF    | 26.00      | 32.00      | 23.1%  | ราคาไก่และหมูในไทยยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในงวด 2Q65 ถือเป็นผลบวกต่อแนวโน้มกำไรสุกรงวด 2Q65                 |
| OSP    | 34.25      | 37.00      | 8.0%   | ทิศทางกำไร 2Q65 เติบโตขึ้น QoQ และ YoYหนุนด้วยประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น ตามการ Ramp up สายการผลิต             |
| TIPL   | 1.56       | 2.39       | 53.3%  | คาดการณ์ 2Q65 ยังโดดเด่น ธุรกิจปิโตรเคมีที่ยังทำกำไรดีตาม ตาม Spread EVA-Ethylene ที่พุ่งแรง                 |
| CRC    | 35.00      | 44.75      | 27.9%  | คาดการณ์ 2Q65 จะเติบโต YoY และ สามารถกลับเติบโต QoQ ได้ ขับเคลื่อนจาก SSSG เดือน เม.ย. - พ.ค. ที่ดีขึ้น      |
| CASH   | N.A.       | N.A.       | N.A.   | ถือเงินสด 20%                                                                                                |

## ACCUMULATED RETURN



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## STOCK CLASSIFICATION



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## FIXED INCOME

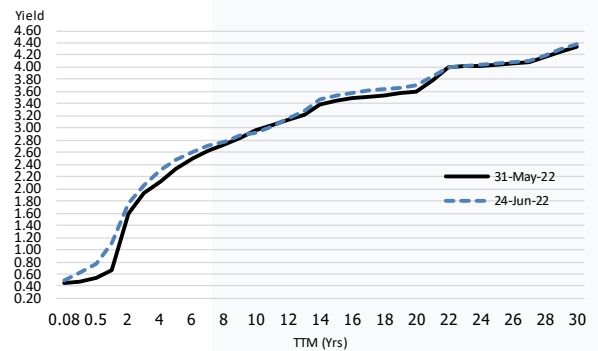
การใช้นโยบายทางการเงินที่ตึงตัวเร็วขึ้นของ FED ส่งผลให้ Bond Yield ของโลกขยับตัวขึ้นในเดือน พ.ค. 2565 ขณะที่ตลาดยังคงมุมมองว่าดอกเบี้ยปลายปีของ FED จะอยู่ราว 3.50%-3.75% ขณะที่ไทยเชื่อว่า会上ดอกเบี้ยอย่างน้อย 2-3 ครั้งในปีี้ ตามจำนวนครั้งการประชุมในช่วงที่เหลือของปี กลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ยังคงน้ำหนักการลงทุนที่ 15% ของพอร์ตรวม Top picks คือ CPALL316A

## ปัจจัยที่มีผลต่อตราสารหนี้ และกลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้

เส้นอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลไทยยังคงปรับขึ้นทำ New High สำหรับช่วงอายุไม่เกิน 1 ปี โดยปัจจัยหลัก คือ ราคาพลังงานที่กดดันให้อัตราเงินเฟ้อทั่วโลกพุ่งสูงขึ้นในรอบ 40 ปี เช่น เงินเฟ้อ US ปรับขึ้น 8.6% หรือ เงินเฟ้อ UK ปรับขึ้น 9.1% ทำให้ FOMC ขึ้นดอกเบี้ยเมื่อวันที่ 14-15 มิ.ย. ถึง 75 bps มาอยู่ที่ 1.75% และ BOE ขึ้นดอกเบี้ยเมื่อวันที่ 16 มิ.ย. อีก 25 bps สู่ระดับ 1.25% ส่วนเงินเฟ้อไทยเดือน มิ.ย. ก็ขึ้นมาอยู่ที่ 7.1% ซึ่งคาดว่าจะไปแตะ 10% ในเดือนสิงหาคม โดยรัฐบาลยกเลิกอู่มน้ำมันดีเซล ซึ่งทำให้การปรับขึ้นราคาน้ำมันดีเซลเปลี่ยนเป็นแบบขั้นบันไดตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. และ สิ้นสุดมาตรการลดภาษีสรรพสามิตน้ำมันดีเซล วันที่ 20 พ.ค. ทำให้ตลาดคาดการณ์ว่า กนง. จะเริ่มปรับขึ้นดอกเบี้ยในการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 10 ส.ค. ดังนั้นจึงคาดการณ์ว่าดอกเบี้ยยังเป็นขาขึ้นโดยเฉพาะตัวสั้นถึงอายุไม่เกิน 5 ปี ส่วนความต้องการซื้อตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนในประเทศยังคงเน้นตัวสั้นเป็นหลัก ส่วนนักลงทุนต่างชาติกลับมาขายตราสารหนี้ไทยเนื่องจากส่วนต่างอัตราดอกเบี้ยไทยที่ต่ำเมื่อเทียบกับที่อื่นสอดคล้องกับการอ่อนค่าของเงินบาท ทำให้ยอดคงค้างของนักลงทุนต่างชาติลดลงจากปลายเดือนก่อน มาอยู่ที่ 1,035,105.31 ลบ.

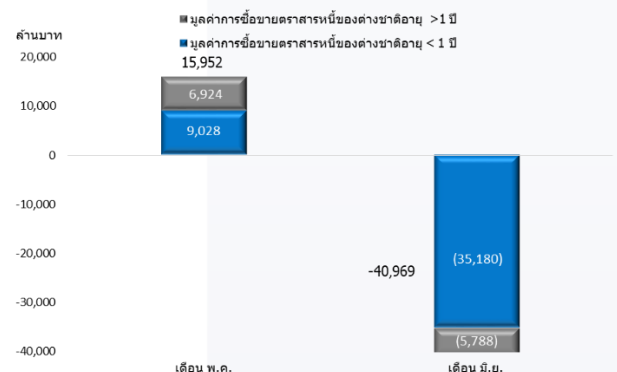
อัตราดอกเบี้ยของไทยที่ทรงตัวต่ำ ส่งผลให้ Bond Yield ของไทยมีแนวโน้มแกว่งทรงตัวต่อไป แม้ช่วงสั้นๆจะมีปัจจัยรบกวนจากการใช้นโยบายทางการเงินที่ตึงตัวเร็วขึ้นของ FED กลยุทธ์การลงทุนในตราสารหนี้ จึงยังคงน้ำหนักการลงทุน 15% ของพอร์ตรวม และแนะนำกระจายลงทุนตราสารหนี้สัดส่วนเท่าๆกันราว 4-5 ตัว Top picks คือ CPALL316A

## YIELD CURVE พันธบัตรรัฐบาลของไทย



| Tenor         | 1Y    | 3Y    | 5Y    | 10Y    | 20Y  | 30Y  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|------|------|
| 31-May-22     | 0.670 | 1.926 | 2.33  | 2.96   | 3.60 | 4.34 |
| 24-Jun-22     | 1.098 | 2.048 | 2.47  | 2.92   | 3.70 | 4.39 |
| Change (bps.) | ↑42.7 | ↑12.2 | ↑13.8 | ↓(3.6) | ↑9.9 | ↑4.5 |

## มูลค่าซื้อขายตราสารหนี้ไทยของนักลงทุนต่างชาติ



| สัญลักษณ์ตราสารหนี้ | บริษัทที่ออก                            | อันดับ (RATING)              | อายุคงเหลือ (ปี) | ดอกเบี้ยหน้าตัว (% ต่อปี) | ผลตอบแทนล่าสุด (% ต่อปี) |
|---------------------|-----------------------------------------|------------------------------|------------------|---------------------------|--------------------------|
| CPALL316A           | บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน)         | หุ้นกู้: A+ / บริษัท: -      | 8.9863           | 3.90                      | 4.14                     |
| TRUE253A            | บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)   | หุ้นกู้: BBB+ / บริษัท: BBB+ | 2.7369           | 3.20                      | 4.16                     |
| TRUE261B            | บริษัท โทร คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน)   | หุ้นกู้: BBB+ / บริษัท: BBB+ | 3.5808           | 3.60                      | 4.59                     |
| CPF22PA             | บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) | หุ้นกู้: A / บริษัท: AA-     | -                | 4.50                      | 4.27                     |
| SIRI20PB            | บริษัท แสนสิริ จำกัด (มหาชน)            | หุ้นกู้: - / บริษัท: BBB+    | -                | 7.50                      | -                        |

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส



## GLOBAL EQUITY

ประเด็นการขึ้นดอกเบี้ยที่เร็วกว่าคาดและกระทบต่อเศรษฐกิจว่าจะเกิด Recession หรือไม่ ส่งผลให้ตลาดหุ้นทั่วโลกโดยเฉพาะหุ้นกลุ่ม Technology ปรับตัวลงแรง โดยฝ่ายวิจัยฯ คำนวณน้ำหนักหุ้นต่างประเทศไว้ที่ 30% ของพอร์ตการลงทุน(Neutral) โดยกลยุทธ์เน้นหุ้นประเทศจีนที่มีการเติบโตในอนาคตเป็นหลักอย่าง BYD (1211 HK) และ Tong Cheng Travel (780 HK)

ปัจจัยต่างประเทศ ในเดือน ก.ค. 2565 ที่มีน้ำหนักต่อการลงทุนตลาดหุ้นทั่วโลก ได้แก่

- เงินเฟ้อสูงยังเป็นปัญหาหลัก โดยการเดินหนโยบายการเงินตึงตัวจะเห็นภาพเชิงรุกมากขึ้น เช่น การขึ้นดอกเบี้ย 0.75% ต่อครั้ง และอาจมีมากกว่า 1 ครั้งของ FED ส่งผลให้การขยายตัวทางเศรษฐกิจลดลง โดยพบว่า ทั้ง World Bank OECD และ IMF ออกมาปรับลดประมาณการ World GDP Growth ลงทั้งสิ้น
- ความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ (Geopolitical Risk) โลก ไม่ว่าจะเป็นความตึงเครียดระหว่างรัสเซีย-ยูเครน, จีน-ไต้หวัน-สหรัฐฯ และอื่นๆ

กลยุทธ์การเลือกหุ้นในเดือน ก.ค. 2565 ฝ่ายวิจัยเน้นหุ้นประเทศจีนที่มีการเติบโตในอนาคตเป็นหลักอย่าง BYD (1211 HK) และ Tong Cheng Travel (780 HK) โดยมีรายละเอียด ดังนี้

## BYD (1211 HK)

Target Price Consensus 356.10 HKD (Upside 12.3%)

**วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน:** บริษัทผลิตรถยนต์ทั้งรถยนต์ส่วนบุคคล รถบัส และรถบรรทุก แบบรถยนต์ไฟฟ้าและไฮบริดเจ้าใหญ่ของประเทศจีน โดยทางบริษัทได้ผันตัวเป็นผู้ผลิตรถยนต์ไฟฟ้าเต็มตัวเมื่อ เม.ย.ที่ผ่านมา และเป็น Supplier แบตเตอรี่รถยนต์ให้ Nio, Xiaomi และ Toyota อีกทั้งยังเผยเตรียมผลิตแบตเตอรี่ให้แก่ Tesla ด้วย โดยมียอดขายรถยนต์ปี 2022 นับเฉพาะ PHEV และ BEV นับตั้งแต่ ม.ค. – พ.ค. 2022 จำนวน 507,314 คัน เป็นอันดับ 1 ของโลก มากกว่า Tesla (โดยทำยอดขายทะลุ 1 แสนคันติดต่อกัน 3 เดือนแล้ว)

## Technical Graph



**วิเคราะห์เทคนิค:** ทิศทางราคาแนวโน้มขาขึ้น โดยมีเส้นค่าเฉลี่ย 10 วันเป็นแนวรับสนับสนุน ปัจจุบันอยู่ในช่วงทดสอบ High เดิมที่ 324 เหรียญฯ หากผ่านได้ มองเป็นจุดเปิด Upside เปลี่ยน Zone Trading ไปที่ 324-370 เหรียญฯ ในระยะถัดไป เบื้องต้นประเมินแนวรับไว้ที่ 294 เหรียญฯ

## Tong Cheng Travel (780 HK)

Target Price Consensus 18.00 HKD (Upside 8.1%)

**วิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน:** ผู้นำบริการออนไลน์ด้านท่องเที่ยวในจีนที่ครอบคลุมการท่องเที่ยวแบบครบวงจร ซึ่งบริษัทไต่ขึ้นอย่าง Tencent (700 HK) ถือหุ้นอยู่ 21.5% โดยหากแบ่งตามรายได้ 60% เป็นการจองที่พักและ 32% เป็นบริการด้านการจองบัตรโดยสาร และอีก 8% จะเป็นตัวเข้าชมสถานที่ท่องเที่ยว คาดเติบโตไปพร้อมกับนโยบาย Common Prosperity(ความเจริญรุ่งเรืองร่วมกัน) และได้انسักจากการที่จีนมีการคลายล็อกดาวน์ ทำให้ผู้คนเดินทางได้อย่างเสรีมากขึ้น หนุนรายได้ Tong Cheng Travel เพิ่มขึ้นในอนาคต

## Technical Graph



**วิเคราะห์เทคนิค:** ทิศทางราคามีโอกาสเปลี่ยนแนวโน้มไปในทางขึ้น หลังจาก Breakout กรอบบนที่ 16.20 เหรียญฯ (วัดจากกลางปี 2021) โดยใช้จังหวะการย่อตัวมาบริเวณ EMA 10 วัน ที่ 16.20 เหรียญฯ เข้าสะสมเพื่อคาดหวังจังหวะ Technical Rebound ไปทดสอบแนวต้านบริเวณ 17.70 และ 19.60 เหรียญฯ

## EQUITY-LINKED NOTES (ELN)

สำหรับนักลงทุนที่คุ้นเคยกับหุ้นไทย แต่อยากได้ผลตอบแทนที่แน่นอน พร้อมกับลดความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาด แนะนำ Equity-Linked Notes (ELN) ถือเป็นทางเลือกการลงทุนที่ดี เพราะความเสี่ยงต่ำและได้รับคูปองแน่นอนกว่า 10-20% ต่อปี (ขึ้นอยู่กับหุ้นอ้างอิง) โดยฝ่ายวิจัยให้น้ำหนักการลงทุนใน ELN รวมถึงตราสารทางเลือกอื่น 10% ของพอร์ตรวม

ตลาดหุ้นไทยยังมีความน่าสนใจอยู่ ทั้งในมุมของ Valuation และอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ยังต่ำกว่าสหรัฐฯ ทำให้เห็นเม็ดเงินของต่างชาติไหลเข้าตลาดหุ้นไทยกว่า 1.1 แสนล้านบาทตั้งแต่ต้นปี อย่างไรก็ตามปัจจัยภายนอกยังรุมเร้าทั้งความไม่แน่นอนของสงครามยูเครน-รัสเซีย, เงินเฟ้อที่อาจแตะ Double Digit, กำไรบริษัทจดทะเบียน 2Q65 อาจหดตัวทั้ง YoY และ QoQ ดังนั้นฝ่ายวิจัยจึงแนะนำตราสารทางเลือกอื่นๆ อย่าง ELN ที่ลงทุนในหุ้นไทย ซึ่งลักษณะของ ELN สามารถช่วยลดความเสี่ยงและดีกว่าการซื้อหุ้นโดยตรงอยู่แล้ว โดยฝ่ายวิจัยเลือก ELN ที่อ้างอิงในหลักทรัพย์ TRUE ซึ่งเป็นหลักทรัพย์ที่มีพื้นฐานแข็งแกร่งและคาดการณ์ 2Q65 พื้นตัว QoQ โดยเลือกช่วงเวลาในการลงทุน 30 วัน หรือ 1 เดือนต่อจากนี้ พิจารณาผลตอบแทนของ ELN อยู่ในช่วง 10% - 20% ต่อปี จึงถือเป็นโอกาสที่ดีในการลงทุน

### ทรู คอร์ปอเรชั่น (TRUE)

ราคาเป้าหมายปี 2565 อยู่ที่ 5.70 บาท (Upside 20.3%)

ระยะสั้นมีปัจจัยบวกจากผลประกอบการงวด 2Q65 คาดโดดเด่นกว่าคู่แข่ง แม้ผลการดำเนินงานปกติของบริษัทมีแนวโน้มชะลอตัวทั้ง QOQ และ YOY เพราะค่าตั้งรายได้จะถูกกดดันจากกำลังซื้อที่ลดลง และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น แต่คาดว่าจะบันทึกกำไรพิเศษราว 1.2 พันล้านบาท - 1.3 พันล้านบาท จากการขายเงินลงทุนในกองทุนโครงสร้างพื้นฐานโทรคมนาคม (DIF) ออกมาบางส่วน ซึ่งจะช่วยพยุงภาพผลประกอบการโดยรวม ขณะที่ฝ่ายวิจัยยังเชื่อว่าการควบรวมจะเกิดขึ้นได้ซึ่งนอกจากจะทำให้บริษัทใหม่ที่เกิดขึ้นจากการควบรวมขยับขึ้นเป็นผู้นำตลาดแล้ว จะส่งผลให้ความสามารถในการแข่งขันให้เข้มแข็งขึ้น ช่วยลดต้นทุนที่ซ้ำซ้อน และมีฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้นกว่า TRUE ในปัจจุบัน

หากพิจารณาทางด้าน ELN ที่ระดับ Strike Level 98.00% อยู่ที่ 4.64 บาท ซึ่งถือว่าต่ำพอสมควร ที่สำคัญสามารถคาดหวังคูปองได้สูงประมาณ 14% ต่อปี (สูงกว่าเงินปันผลของบริษัทเอง)

### Technical Graph



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

| Company | Sector | Last Price<br>(26/06/2022) | FairValue | Upside | PER 22F | Div Yield 22F (%) |
|---------|--------|----------------------------|-----------|--------|---------|-------------------|
| TRUE    | ICT    | 4.74                       | 5.70      | 20.3%  | NM      | 0.00              |

## ทำความเข้าใจกับ ELN (EQUITY-LINKED NOTES)

Equity-Linked Notes (ELN) คือ หุ้นกู้อนุพันธ์แฝงที่มีการอ้างอิงกับราคาหุ้น โดยเป็นทางเลือกการลงทุนแบบใหม่ ในภาวะที่ตลาดไม่มีทิศทางชัดเจน (sideway) หรือแกว่งตัวแคบๆ ทั้งยังสามารถใช้เป็นกลยุทธ์ในการเก็งกำไรได้เช่นกัน นอกจากนี้ ผู้ลงทุนยังสามารถออกแบบลักษณะการลงทุนได้ตามความต้องการ เช่น หุ้นอ้างอิง, ระยะเวลา, เงินลงทุน เป็นต้น เพื่อปรับให้เหมาะสมกับความเสี่ยงและผลตอบแทนของผู้ลงทุนแต่ละคนได้

### ข้อดีของการลงทุนใน ELN

- ผู้ลงทุนที่ต้องการได้รับผลตอบแทนมากกว่าเงินฝากและตราสารหนี้ทั่วไป
- ผู้ลงทุนที่ต้องการหุ้นอ้างอิงในราคาที่ต่ำกว่าราคาตลาด
- ผู้ลงทุนที่ต้องการผลตอบแทนในช่วงที่ตลาดไม่มีแนวโน้มที่ชัดเจน (Sideway) หรือแกว่งตัวในกรอบแคบๆ
- ผู้ลงทุนที่มีความระมัดระวังในการลงทุนอย่างมากและไม่ต้องการสูญเสียเงินลงทุน (ELN Protected Notes)

### ความเสี่ยง

- ผู้ลงทุนไม่สามารถซื้อขายเปลี่ยนมือหรือขายคืนได้จนครบอายุสัญญา ELN
- ผู้ลงทุนมีความเสี่ยงด้านราคา หากราคาหุ้นอ้างอิงลดลงไปต่ำกว่าระดับราคาใช้สิทธิ ผู้ลงทุนจะได้รับจำนวนหุ้นอ้างอิงเสมือนผู้ลงทุนซื้อได้ ณ ราคาใช้สิทธิ

### ผลตอบแทนที่จะได้รับ

#### ELN NOTES

- หากราคาหุ้นอ้างอิง  $\geq$  ราคาใช้สิทธิ  
ลูกค้านี้จะได้รับเงินต้นคืน + ผลตอบแทนตามหลักทรัพย์อ้างอิง
- หากราคาหุ้นอ้างอิง  $<$  ราคาใช้สิทธิ  
ลูกค้านี้จะได้รับหุ้นอ้างอิงจำนวนเท่ากับที่ซื้อได้ ณ ราคาใช้สิทธิ

#### ELN PROTECTED NOTES

- หากราคาหุ้นอ้างอิง  $\geq$  ราคาใช้สิทธิ  
ลูกค้านี้จะได้รับเงินต้นคืน + ผลตอบแทนตามหลักทรัพย์อ้างอิง
- หากราคาหุ้นอ้างอิง  $<$  ราคาใช้สิทธิ  $\geq$  ระดับราคาค้ำครองเงินต้น (เช่น 90% ของราคาใช้สิทธิ)  
ลูกค้านี้จะได้รับหุ้นอ้างอิงจำนวนเท่ากับที่ซื้อได้ ณ ราคาใช้สิทธิ
- หากราคาหุ้นอ้างอิง  $<$  ระดับราคาค้ำครองเงินต้น (เช่น 90% ของราคาใช้สิทธิ)  
ผู้ลงทุนจะได้รับหุ้นอ้างอิงจำนวนเท่ากับที่ซื้อได้ ณ ราคาใช้สิทธิ + เงินค้ำครองเงินต้น

## MUTUAL FUND

กลยุทธ์ลงทุนกองทุนรวมเดือน ก.ค. 2565 แนะนำกระจายความเสี่ยงเช่นเดิม โดยเน้นกระจายการลงทุนไปที่หุ้นขนาดใหญ่ในส่วนของกองทุนหุ้นไทย ,หุ้นจีนที่ได้ประโยชน์จากการเปิดเมืองในส่วนของกองทุนหุ้นต่างประเทศ และให้ความสนใจกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ต่างประเทศแถบเอเชียเป็นหลัก ขณะที่สินทรัพย์ปลอดภัยอย่างตราสารหนี้และลงทุนเพียงคาดหวังผลตอบแทนชนะตลาดเงิน

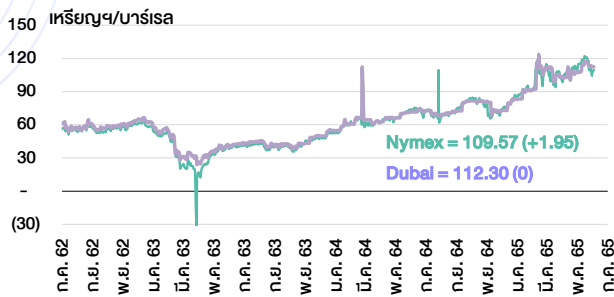
| กองทุนแนะนำ   | ประเภทกองทุน                                                               | คำอธิบาย                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ASP-DPLUS     | MM<br>(กองทุนรวมตลาดเงิน)                                                  | กองทุนที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก คาดหวังผลตอบแทน 0.5% - 0.6%/ปี ตั้งแต่จัดตั้งกองทุนไม่เคยติดลบแม้แต่วันเดียว ลงทุนในเงินฝากทั้งในและต่างประเทศ ตราสารภาครัฐ และตราสารหนี้ภาคเอกชนที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ Investment Grade ขึ้นไป อายุเฉลี่ยของตราสารหนี้ในพอร์ตอยู่ที่ 3 เดือน - 1 ปี                                  |
| KKP ACT FIXED | FIX<br>(กองทุนรวมตราสารหนี้)                                               | กองทุนตราสารหนี้คาดหวังผลตอบแทน 1.3% - 1.6%/ปี ลงทุนในเงินฝาก ตราสารหนี้ภาครัฐในไทย และตราสารหนี้ภาคเอกชนในไทยที่มีอันดับความน่าเชื่อถือในระดับ Investment Grade ขึ้นไป อายุเฉลี่ยของตราสารหนี้ในพอร์ตอยู่ที่ 1 - 3 ปี                                                                                                                           |
| TSF-A         | EQF<br>(กองทุนรวมตราสารทุนไทย)                                             | กองทุนหุ้นไทยผลตอบแทนย้อนหลังโดดเด่นเสมอต้นเสมอปลาย เน้นลงทุนหุ้นขนาดใหญ่ขึ้นตามเศรษฐกิจโลกและในประเทศ                                                                                                                                                                                                                                           |
| ASP-EVOCHINA  | FIFEQ<br>(กองทุนรวมตราสารทุนต่างประเทศ)                                    | เน้นลงทุนในหุ้นเทคโนโลยีและสินค้าฟุ่มเฟือยในจีน รวมถึงกลยุทธ์ล่าสุดมีการเพิ่มน้ำหนักในหุ้นจีนที่จะได้ประโยชน์จากการเปิดเมือง จากเริ่มเห็นการฟื้นตัวของตัวเลขเศรษฐกิจจีนจากการสนับสนุนทั้งนโยบายการเงิน (ลดอัตราดอกเบี้ยส่วนทางกับประเทศพัฒนาแล้ว) และการผ่อนคลายในแง่ของกฎเกณฑ์ที่เคยใช้ควบคุมภาคธุรกิจทำให้ตลาดหุ้นจีนปรับตัวลงแรงในปีที่ผ่านมา |
| TMBPIPF       | PRFOPMIX<br>(กองทุนรวมที่เน้นลงทุนในกองทุนอสังหาริมทรัพย์ไทยและต่างประเทศ) | กองทุนลงทุนในอสังหาริมทรัพย์ไทยและสิงคโปร์ มีความน่าสนใจจาก Valuation ยัง Laggard จา กอสังหาฯ โลกอยู่มาก ในขณะที่ดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นมีโอกาสนักลงทุนจะ Search for yield มากยังกลุ่มนี้ที่มีอัตราเงินปันผลสูงกว่า 4 - 6%/ปี                                                                                                                         |



# STATISTICS

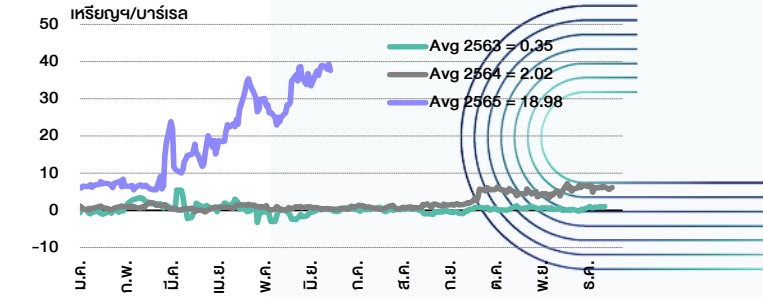
สถิติหลักทรัพย์ และดัชนีเศรษฐกิจมหภาค

### ราคาน้ำมันดิบ



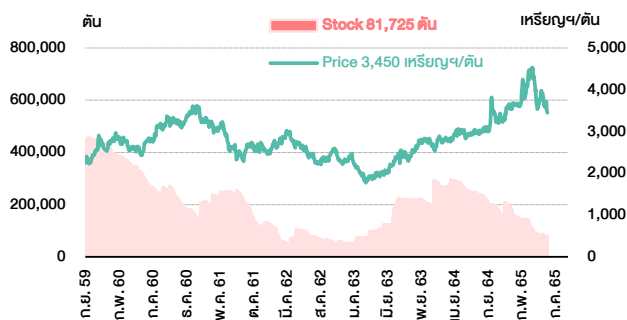
ที่มา: TQ professional

### ค่าการกลั่นของสิงคโปร์



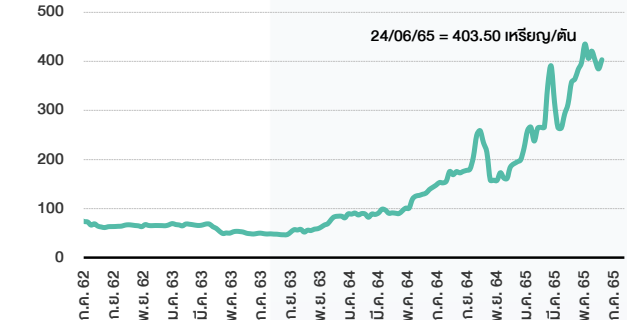
ที่มา: TQ professional

### ราคาสิงคโปร์



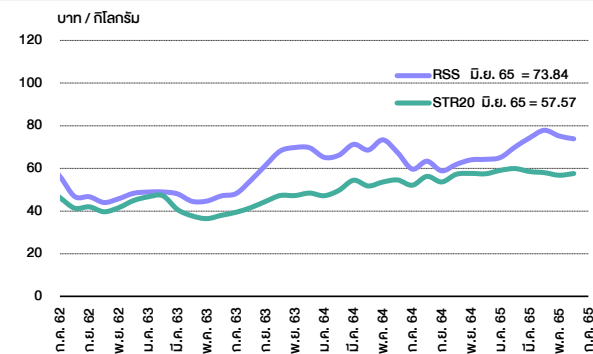
ที่มา: lme.co.uk

### ราคาก๊าซหุงต้ม



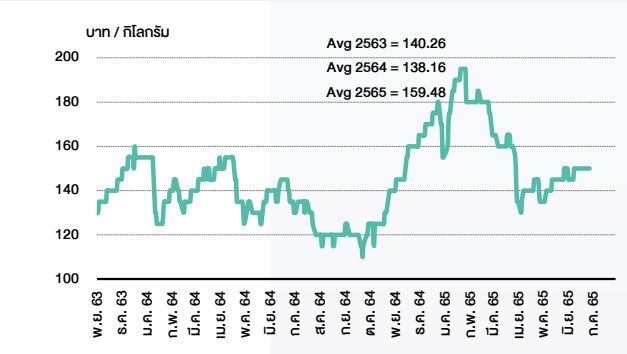
ที่มา: BANPU

### ราคายางแผ่นรมควัน



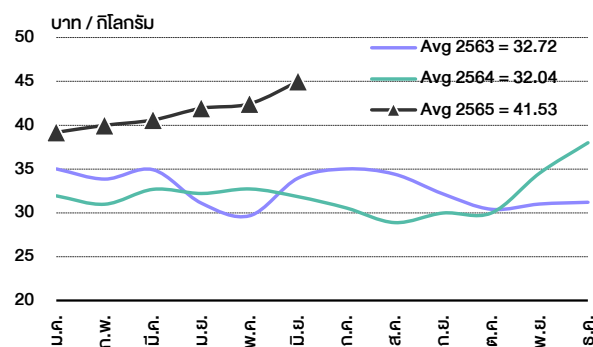
ที่มา: สมาคมยางพาราไทย, การยางแห่งประเทศไทย

### ราคากุ้งขาว 61-70 ตัว/กก.



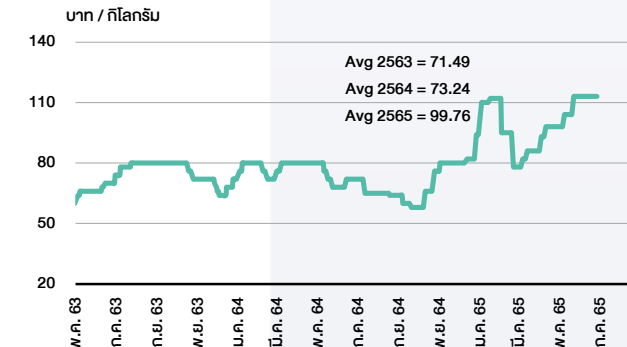
ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร

### ราคาไก่เป็น



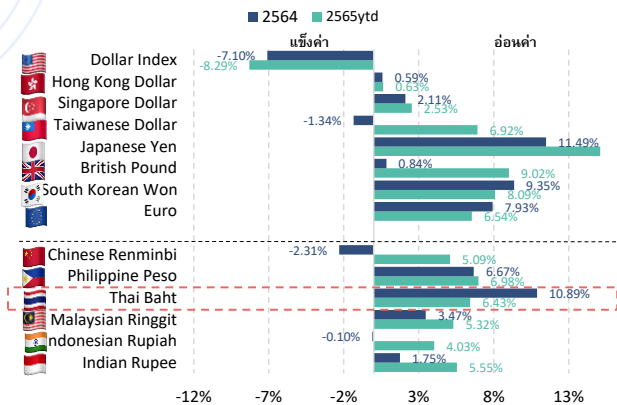
ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร

### ราคาหมู



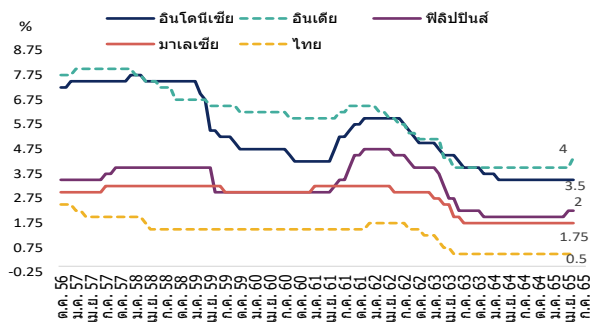
ที่มา: สำนักงานเศรษฐกิจการเกษตร

### การเปลี่ยนแปลงอัตราแลกเปลี่ยนทั่วโลก



ที่มา: TQ professional

### อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศกำลังพัฒนา



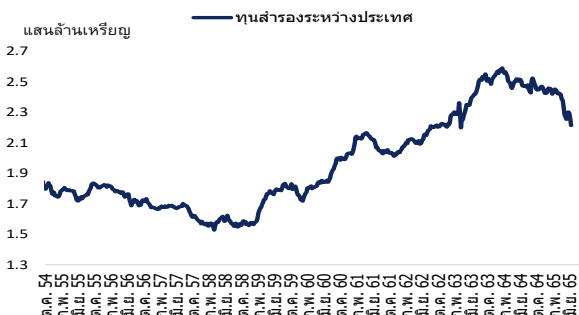
ที่มา: Bloomberg

### BOND YIELD อายุ 10 ปีของสหรัฐและไทย



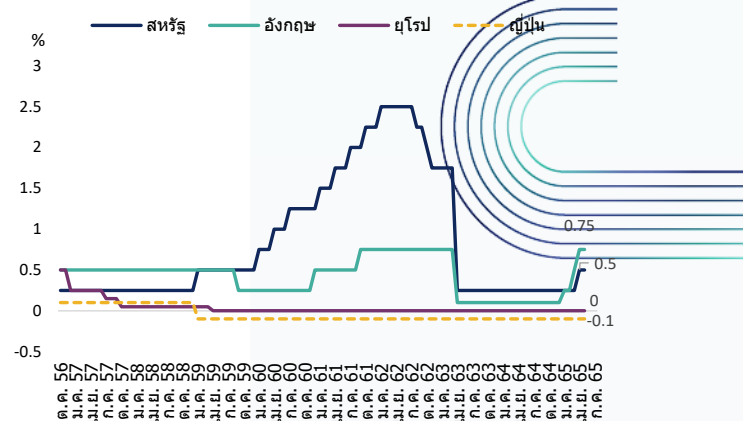
ที่มา: Bloomberg

### ทุนสำรองระหว่างประเทศของไทย



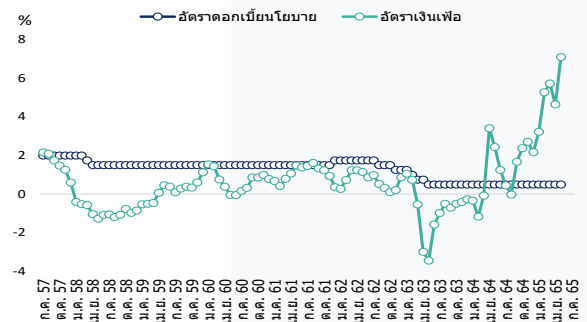
ที่มา: Bloomberg

### อัตราดอกเบี้ยนโยบายของประเทศพัฒนาแล้ว



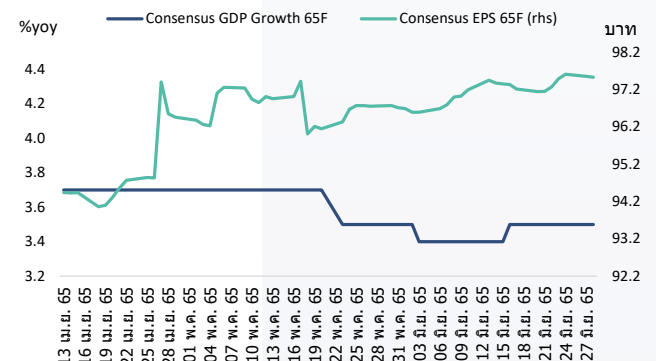
ที่มา: Bloomberg

### อัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราเงินเฟ้อไทย



ที่มา: กระทรวงพาณิชย์, ธปท.

### CONSENSUS GDP GROWTH และ EPS GROWTH



ที่มา: Bloomberg

### ตารางเหตุการณ์ในเดือน กรกฎาคม 2565

| วัน/เดือน/ปี       | เหตุการณ์                                                                |
|--------------------|--------------------------------------------------------------------------|
| ช่วงกรกฎาคม 2565   | IMF รายงานประมาณการ GDP Growth โลก                                       |
| 20-21 กรกฎาคม 2565 | ประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางญี่ปุ่น (BOJ) ครั้งที่ 5 ของปี |
| 21 กรกฎาคม 2565    | ประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางยุโรป (ECB) ครั้งที่ 5 ของปี   |
| 26-27 กรกฎาคม 2565 | ประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงินของธนาคารกลางสหรัฐ (Fed) ครั้งที่ 5 ของปี   |

ที่มา: Bloomberg

# APPENDIX





## ASPS PORTFOLIO

| Stocks        | Start Date | Weight | Accumulated Return | Price Avg. Cost | Price Last | Fair Value | PER 2021F | Div Yield 21F | Strategist Comment                                                                                                                                                        |
|---------------|------------|--------|--------------------|-----------------|------------|------------|-----------|---------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>CENTEL</b> | 23-Jun-22  | 10%    | 0.57%              | 43.75           | 44.00      | 50.00      | NM        | 41.00         | นโยบายการเปิดประเทศไทยและแผนการปรับ COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่น รวมถึงนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวไทยที่มีต่อเนื่อง ยอมรับผลตอบแทน                                            |
| <b>BEM</b>    | 25-May-22  | 10%    | -2.78%             | 9.00            | 8.75       | 10.30      | 49.34     | 8.50          | คาดเดือน พ.ค. ปริมาณรถวิ่งบนทางด่วนจะกลับมาแตะ 1 ล้านเที่ยว/วัน จำนวน Ridership กลับมาระดับ 2.8 แสนเที่ยว/วัน จาก 1.5-2.0 แสนเที่ยว/วัน                                   |
| <b>MAJOR</b>  | 27-May-22  | 10%    | 3.29%              | 21.30           | 22.00      | 25.00      | 24.25     | 20.00         | Jurassic World, Light Year ที่น่าจะสร้างรายได้ค่อนข้างสูง และภาพยนตร์เรื่อง Top Gun กระแสตอบค่อนข้างดีจากเทรนด์ออนไลน์ใน Twitter คาดกำไร 2Q65 จะเติบโตโดดเด่น QoQ และ YoY |
| <b>TRUE</b>   | 9-Jun-22   | 10%    | 2.16%              | 4.62            | 4.72       | 5.70       | NM        | 4.72          | คาดการณ์การควบรวมกับ DTAC จะส่งเสริมความสามารถในการแข่งขันให้แข็งแกร่งขึ้น ช่วยลดต้นทุนที่ซ้ำซ้อน และนำไปสู่ฐานะการเงินที่เข้มแข็งขึ้น                                    |
| <b>CPF</b>    | 16-Jun-22  | 10%    | -0.95%             | 26.25           | 26.00      | 32.00      | 14.09     | 24.75         | ราคาไก่และหมูในไทยยังปรับเพิ่มขึ้นต่อเนื่องในงวด 2Q65 ถือเป็นผลบวกต่อแนวโน้มกำไรสุทธิงวด 2Q65                                                                             |
| <b>OSP</b>    | 15-Jun-22  | 10%    | 0.74%              | 34.00           | 34.25      | 37.00      | 28.27     | 29.75         | ทิศทางกำไร 2Q65 เร่งตัวขึ้น QoQ และ YoY หนุนด้วยประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น ตามการ Ramp up สายการผลิตขวดแก้วที่มีน้ำหนักเบาลง                                                |
| <b>TPIPL</b>  | 27-Jun-22  | 5%     | 1.30%              | 1.54            | 1.56       | 2.39       | 9.56      | 1.48          | แนวโน้มกำไร 2Q65 ยังโดดเด่น ธุรกิจปิโตรเคมีที่ยังทำกำไรดีมาก ตาม Spread EVA-Ethylene ที่พุ่งแรง ประกอบกับเงินบาทอ่อนค่า                                                   |
| <b>CRC</b>    | 20-Jun-22  | 15%    | 1.20%              | 34.58           | 35.00      | 44.75      | 32.19     | 33.00         | แนวโน้มกำไร 2Q65 จะเติบโต YoY และ สามารถลุ้นเติบโต QoQ ได้ ชับเคลื่อนจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ในช่วงเดือน เม.ย. - พ.ค. ในทุกกลุ่มสินค้า                       |
| <b>CASH</b>   | 20-Apr-22  | 20%    | 0.00%              | N.A.            | N.A.       | N.A.       | N.A.      | N.A.          | ถือเงินสด 20%                                                                                                                                                             |

ข้อมูลสิ้นสุด ณ วันที่ 30 มิ.ย. 2565

# RESEARCH TEAM

## Head of Research Division

เกิดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุนและด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132



## ทีมนักวิเคราะห์พื้นฐาน



อนุชิต เอื้ออารักษ์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน  
กลุ่มวัสดุก่อสร้าง, รับเหมาก่อสร้าง  
เหล็ก



ประสิทธิ์ รัตนกิจมณ CISA, CFA  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 025917  
กลุ่มวัสดุก่อสร้าง, วัสดุอุตสาหกรรม,  
ตราสารอนุพันธ์



อภิณัฐ คำจิ้ม  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน  
กลุ่มสื่อ-สิ่งพิมพ์, ขนส่งทางบก



ปราณปรียา แก้วสว่าง  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน  
กลุ่มชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์,  
เทคโนโลยีสารสนเทศ



นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 018350  
กลุ่มพลังงาน, ปีโตรเคมี



เอนกพงศ์ พุทธาภิบาล  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 063609  
กลุ่มเกษตร-อาหาร, เชื้อเชื้อ, ประกัน



ธัญญา อุดม  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน  
กลุ่มพลังงานทดแทน,  
สาธารณูปโภค-น้ำ



ภาสกร หวังวิวัฒน์เจริญ  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้าน  
หลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 093372  
กลุ่มท่องเที่ยว-โรงแรม, อาหาร,  
ยานยนต์, ธนาคารพาณิชย์



นวลพรรณ น้อยรัชชกร  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
และด้านเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 019994  
กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์, กองทุน  
อสังหาริมทรัพย์/REIT, ตราสารอนุพันธ์



ปิยะธิดา สนธิสมบัติ  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 018160  
กลุ่มเทคโนโลยีสารสนเทศ, ค่าปลีก-ค้าส่ง,  
เครื่องดื่ม



พีรวิชญ์ ประดิษฐาน  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐาน  
กลุ่มการแพทย์, ค่าปลีก-ค้าส่ง

## ทีม นักกลยุทธ์



ภวัต ภัทรพงศ์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 117985

วิเคราะห์เชิงปริมาณ



ภราดร เตียรณปราโมทย์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 075365

วิเคราะห์เชิงปริมาณ



ชาญชัย พันธธานากิจ

นักวิเคราะห์ปัจจัยทางเทคนิค,

ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ 064045

วิเคราะห์เทคนิค



ธนฐธร เกิดเนตร

วิเคราะห์เทคนิค

## ทีม สนับสนุน

ระบบฐานข้อมูล: ศศิชา โล่ห์ชัยพาณิชย์, รัตนา เตชะอุดมเดช, เอมิกา จารุอำพรพรรณ

งานธุรการ: แสงเดือน ดิตติโส

แปลบทวิเคราะห์: ชนาگانต์ หัตถการุณย์

## บทพิสูจน์ความสำเร็จของ เอเชีย พลัส

|      |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |     |                                                     |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|-----------------------------------------------------|
| 2548 | Best Brokerage Services Awards Retails                                                                                                                                                                                                                                            | โดย | ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย                         |
| 2549 | Best Brokerage Services Awards Retails<br>Best Research House Awards                                                                                                                                                                                                              | โดย | ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย                         |
| 2551 | One of Top 3 Best Retail Research House Candidates<br>นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยมกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์                                                                                                                                                                              | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์                         |
| 2552 | นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยมกลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์                                                                                                                                                                                                                                    | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์                         |
| 2553 | Best Securities Company Award Retail Investors<br>"Asia's Best Analyst" Survey                                                                                                                                                                                                    | โดย | ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย<br>วอลล์ สตรีท เจอร์นัล |
| 2555 | นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และวัสดุก่อสร้าง สายนักลงทุนรายบุคคล<br>นักกลยุทธ์ทางปัจจัยพื้นฐาน สายนักลงทุนรายบุคคล<br>โหวตจากสื่อมวลชน นักวิเคราะห์อนุพันธ์ สายนักลงทุนสถาบัน / สายนักลงทุนรายบุคคล                                                                 | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์หลักทรัพย์                         |
| 2555 | One of Three Asia's Top Stock Pickers by the Wall Street Journal                                                                                                                                                                                                                  | โดย | วอลล์ สตรีท เจอร์นัล                                |
| 2556 | นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยม กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ วัสดุก่อสร้างและรับเหมา สายนักลงทุนรายบุคคล<br>นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยม กลุ่มธุรกิจการเงิน สายนักลงทุนรายบุคคล<br>นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยมอนุพันธ์ สายนักลงทุนรายบุคคล<br>นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยมทางเทคนิค                                     | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน                           |
| 2557 | นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยมทางเทคนิค สายนักลงทุนสถาบัน และรายบุคคล                                                                                                                                                                                                                      | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน                           |
| 2559 | สุดยอดนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยอดเยี่ยม                                                                                                                                                                                                                                             | โดย | บันนี่ แซนแนล                                       |
| 2560 | สุดยอดนักวิเคราะห์หลักทรัพย์ยอดเยี่ยม                                                                                                                                                                                                                                             | โดย | บันนี่ แซนแนล                                       |
| 2561 | ทีมวิเคราะห์หุ้นปัจจัยพื้นฐานที่ Cover สูงสุด (IAA Consensus)<br>นักกลยุทธ์ทางปัจจัยพื้นฐาน สายนักลงทุนรายบุคคล<br>นักวิเคราะห์ยอดเยี่ยม กลุ่มธุรกิจการเงิน / กลุ่มบริการ สายนักลงทุนรายบุคคล                                                                                     | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน                           |
| 2563 | ทีมวิเคราะห์หุ้นปัจจัยพื้นฐานที่ Cover สูงสุด (IAA Consensus)<br>นักกลยุทธ์ทางปัจจัยพื้นฐาน ประเภทนักลงทุนสถาบัน<br>นักวิเคราะห์ผู้เฝ้าผลงาน Outstanding ประเภทนักลงทุนรายบุคคลและสถาบัน<br>กลุ่มอนุพันธ์ / กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี / กลุ่มเกษตรและอุตสาหกรรมอาหาร / กลุ่มบริการ | โดย | สมาคมนักวิเคราะห์การลงทุน                           |

## CONTACT US

☎ 0 2680 1600 ✉ research@asiaplus.co.th

## ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR

## คำอธิบายผลการประเมินแต่ละระดับ

ระดับที่ 1 มีนโยบาย (Committed)

มีค่านิยมหรือคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่ไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ระดับที่ 2 ประกาศเจตนารมณ์ (Declared)

มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีการบูรณาการในทางองเดียวกัน

ระดับที่ 3 มีมาตรการป้องกัน (Established)

มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ

ระดับที่ 4 ได้รับการรับรอง (Certified)

มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ต. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อให้ความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)

ระดับที่ 5 ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง (Extended)

มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลเกี่ยวกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น

เปิดเผยบ้างแต่ไม่มีนโยบายที่ชัดเจน

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

## CG SCORE: การจัดอันดับบรรษัทภิบาล

## คำอธิบายผลการประเมินแต่ละระดับ

ระดับคะแนน 5 (90-100) : ดีเลิศ



ระดับคะแนน 4 (80-89) : ดีมาก



ระดับคะแนน 3 (70-79) : ดี



NR : ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

"Disclaimer: การเปิดเผย (ก) ผลสำรวจในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance Report) ที่จัดทำโดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และ (ข) ผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้อง ซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการสำรวจและประเมินโดยสมาคมหรือสถาบันที่เกี่ยวข้องจากข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุใน (ก) แบบแสดงข้อมูลตามหลักเกณฑ์ Corporate Governance Report of Thai Listed Companies (CGR) ประจำปี และ (ข) แบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี โดยเป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ และเป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์

ทั้งนี้ ผลการสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวเป็นการนำเสนอในมุมมองของ IOD หรือสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมินแต่อย่างใด

เนื่องจากผลสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลสำรวจหรือผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลสำรวจหรือผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลสำรวจหรือผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ [•] มิได้อินยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลสำรวจหรือผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด"

## CG SCORE: การจัดอันดับบรรษัทภิบาล ข้อมูล ณ 26 ตุลาคม 2564



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



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



|      |        |      |       |        |        |        |      |        |        |       |       |       |       |       |  |
|------|--------|------|-------|--------|--------|--------|------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| A    | AU     | BSBM | CMO   | F&D    | IHL    | KCM    | MCS  | NOVA   | PRAKIT | SABUY | SPACK | TOCC  | TPOLY | VIBHA |  |
| AI   | BS2    | BSM  | CMR   | FMT    | IIG    | KK     | MDX  | NPX    | PRAPAT | SF    | SPG   | THULI | TQR   | W     |  |
| AIE  | BEAUTY | BTNC | CPT   | GIFT   | INGRS  | KKC    | MJD  | NUSA   | PRECHA | SGP   | SO    | TNH   | TTI   | WIN   |  |
| AJ   | BGT    | BYD  | CRANE | GLOCON | INOX   | KWI    | MORE | ALPHAX | PTL    | SICT  | SSP   | TNR   | TYCN  | WORK  |  |
| AMC  | BH     | CAZ  | CSR   | GREEN  | JAK    | KYE    | MUD  | PAF    | RCI    | SIMAT | STARK | TOPP  | UKEM  | WPH   |  |
| APP  | BIG    | CCP  | D     | GSC    | JR     | LEE    | NC   | PF     | RJH    | SISB  | STC   | TPCH  | UMS   | YGG   |  |
| AQ   | BLAND  | CGD  | EKH   | GTB    | JTS    | LPH    | NDR  | PK     | RP     | SK    | SUPER | TPPL  | UNIQ  | ZGA   |  |
| ARIN | BM     | CTY  | EMC   | HTECH  | JUBILE | MATI   | NFC  | PLE    | RPH    | SMART | SVOA  | TPPP  | LPA   |       |  |
| AS   | BROCK  | CMAN | EP    | HUMAN  | KASET  | M-CHAI | NNCL | PPM    | RSP    | SOLAR | TC    | TPLAS | UREKA |       |  |

## ANTI-CORRUPTION PROGRESS INDICATOR มี 2 กลุ่ม

## ได้รับการรับรอง

|        |        |        |        |        |        |       |        |        |       |        |        |        |       |        |      |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|------|
| 2S     | B      | BWG    | DELTA  | FSS    | IFEC   | KTG   | MFEC   | OGC    | PREB  | SAAM   | SMK    | SYNTEC | TKT   | TTCL   | WICE |
| ADVANC | BAFS   | CEN    | DEMCO  | FTE    | IFS    | KTC   | MINT   | ORI    | PRG   | SABINA | SMPC   | TAE    | TMK   | TU     | WIK  |
| AF     | BAM    | CENTEL | DIMET  | GBX    | ILNK   | KWC   | MONO   | PAP    | PRINC | SAPPE  | SNC    | TAKUNI | TMILL | TVD    | XD   |
| AI     | BANPU  | CFRESH | DRT    | GC     | INET   | KWI   | MOONG  | PATO   | PRM   | SAT    | SNP    | TASCO  | TMT   | TVI    | ZEN  |
| AIE    | BAY    | CGH    | DTAC   | GCAP   | INSURE | L&E   | MSC    | PB     | PROS  | SC     | SORKON | PTECH  | TNTY  | TVO    |      |
| AIRA   | BBL    | CHEWA  | DUSIT  | GEL    | INTUCH | LANNA | MST    | PCSGH  | PSH   | SCB    | SPACK  | TCAP   | TNL   | TWPC   |      |
| AKP    | BCH    | CHOTI  | EA     | GFPT   | IRC    | LH    | MTC    | PDG    | PSL   | SCC    | SPALI  | TCMC   | TNP   | U      |      |
| AMA    | BCP    | CHOW   | EASTW  | GGC    | IRPC   | LHFG  | MTI    | PDJ    | PSTC  | SCCC   | SPC    | TFG    | TNR   | UBE    |      |
| AMANAH | BCPG   | CIG    | ECL    | GJS    | ITEL   | LHK   | NBC    | PE     | PT    | SCG    | SPI    | TFI    | TOG   | UBIS   |      |
| AMATA  | BEYOND | CIMBT  | EGCO   | GPI    | IVL    | LPN   | NEP    | PG     | PTG   | SCN    | SRPC   | TFMAMA | TOP   | UEC    |      |
| AMATAV | BGC    | CM     | EP     | GPSC   | JKN    | LRH   | NINE   | PHOL   | PTT   | SEAOL  | SRICHA | TGH    | TOPP  | UKEM   |      |
| AP     | BGRIM  | CMC    | EPG    | GSTEEL | K      | M     | NKI    | PK     | PTTEP | SE-ED  | SSF    | THANI  | TPA   | UOBKH  |      |
| APCS   | BJCHI  | COM7   | ERW    | GUNKUL | KASET  | MAKRO | NATION | PL     | PTTGC | SELC   | SSP    | THOOM  | TPP   | UPF    |      |
| AQUA   | BKI    | COTTO  | ESTAR  | HANA   | KBANK  | MALEE | NNCL   | PLANB  | Q-CON | SENA   | SSSC   | THP    | TRU   | UV     |      |
| ARROW  | BLA    | CPALL  | ETE    | HARN   | KBS    | MBAX  | NOBLE  | PLANET | QH    | SGP    | SST    | THRE   | TRUE  | VGI    |      |
| ASIAN  | BPP    | CPF    | FE     | HEMP   | KCAR   | MBK   | NOK    | PLAT   | QLT   | SINGER | STA    | THREL  | TSC   | VIH    |      |
| ASK    | BROOK  | CPI    | FNS    | HMPRO  | KCE    | MC    | NSI    | PM     | QTC   | SIRI   | STOWER | TIDOR  | TSTE  | VNT    |      |
| ASP    | BRM    | CPN    | FPI    | HTC    | KGI    | MCOT  | NWR    | PPP    | RATCH | SITHAI | SUSCO  | TIPCO  | TSTH  | WACOAL |      |
| AWC    | BSBM   | CSC    | FPT    | ICC    | KKP    | META  | OCC    | PPPM   | RML   | SKR    | SVI    | TISCO  | TTA   | WHA    |      |
| AYUD   | BTS    | DCC    | FSMART | ICHI   | KSL    | MFC   | ALPHAX | PPS    | S & J | SMT    | SYMC   | TKS    | TTB   | WHAUP  |      |

## ประกาศเจตนาสมัคร

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



**สำนักงานใหญ่:** ชั้น 3/1 อาคารสารคดีตึกยาวเวอร์ เลขที่ 175 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กทม. 10120 โทรศัพท์: 0-2680-1111

#### สำนักงานสาขา พลับพลาไชย

ชั้น 1 อาคารพลับพลาไชย อาคาร 2  
9/1 ก.เสือป่า เขตป้อมปราบฯ กทม. 10100  
โทรศัพท์: 0-2623-1520-6 โทรสาร: 0-2623-1551

#### สำนักงานสาขา ลาดพร้าว

เลขที่ 1693 เซ็นทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 12 ห้อง 1213,1214 ก.พหลโยธิน  
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กทม. 10900  
โทรศัพท์: 0-2937-0455 โทรสาร: 0-2937-0465

#### สำนักงานสาขา สยาม

ชั้น 10 ยูนิค บี2 อาคารสยามทาวเวอร์  
989 ก.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กทม. 10330  
โทรศัพท์: 0-2670-9999 โทรสาร: 0-2670-9996-8

#### สำนักงานสาขา ศรีราชา

ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาศรีราชา  
98 ก.สุขุมวิท อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี 20110  
โทรศัพท์: 0-3832-2755 โทรสาร: 0-3877-1426

#### สำนักงานสาขา หาดใหญ่

ชั้น 7 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหาดใหญ่  
39 ก.นิพัทธ์อุทิศ 2 อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา 90110  
โทรศัพท์: 0-7426-2000-3 โทรสาร: 0-7426-2009

#### สำนักงานสาขา อุตรธานี

ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาโพธิ์ศรี  
227 ก.โพธิ์ศรี อ.เมือง จ.อุตรธานี 41000  
โทรศัพท์: 0-4232-6999 โทรสาร: 0-4232-6995

#### สำนักงานสาขา เชียงใหม่ 2 (ก.เชียงใหม่-หางดง)

เลขที่ 191/93 หมู่บ้านกุลพันธ์วิลล์ 5 หมู่ที่ 5 ก.เชียงใหม่-หางดง ต.แม่เหียะ  
อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 50100  
โทรศัพท์: 0-2680-1500 โทรสาร: 0-5327-7566

#### สำนักงานสาขา เชียงราย

ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาห้าแยกพ่วงเมืองราย  
866/18 ก.ทางหลวงหมายเลข 1 อ.เมือง จ.เชียงราย 57000  
โทรศัพท์: 0-5360-0788 โทรสาร: 0-2680-1400

#### สำนักงานสาขา ลำปาง

เลขที่ 219-221 ก.โฮวีย์-ลำปาง-จาง ต.สวนดอก  
อ.เมือง จ.ลำปาง 52100  
โทรศัพท์: 0-5420-9471-5 โทรสาร: 0-5432-3934

#### สำนักงานสาขา เอ็มโพรียม

ชั้น 10/4 อาคารเอ็มโพรียมทาวเวอร์  
622 สุขุมวิท 24 แขวงคลองตัน เขตคลองเตย กทม. 10110  
โทรศัพท์: 0-2664-8999 โทรสาร: 0-2664-9799

#### สำนักงานสาขา จามวงศ์วาน

ห้องเลขที่ 12/1 ชั้น 12 ศูนย์การค้าเดอะมอลล์ จามวงศ์วาน  
30/39-50 ก.จามวงศ์วาน ต.บางเอน อ.เมือง นนทบุรี 11000  
โทรศัพท์: 0-2550-0955 โทรสาร: 0-2550-0966

#### สำนักงานสาขา จันทบุรี

ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาก่อนท่าแฉลบ  
197 ก.ท่าแฉลบ อ.เมือง จ.จันทบุรี 22000  
โทรศัพท์: 0-3932-2135-38 โทรสาร: 0-3935-1636

#### สำนักงานสาขา พัทยา

อาคาร มุกส์ เรสซิเดนซ์ เลขที่ 222/99 ม.9 ก.เฉลิมพระเกียรติ (สาย3)  
ต.หนองปรือ อ.บางละมุง จ.ชลบุรี 20260  
โทรศัพท์: 0-3841-2400-05 โทรสาร: 0-3841-9014

#### สำนักงานสาขา สุราษฎร์ธานี

ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาก่อนถนนเกษม  
337/20 ก.เกษม อ.เมือง จ.สุราษฎร์ธานี 84000  
โทรศัพท์: 0-7728-3631-3 โทรสาร: 0-7721-6522

#### สำนักงานสาขา ขอนแก่น

ชั้น 4 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาหน้าเมือง  
680/12 ก.หน้าเมือง อ.เมือง จ.ขอนแก่น 40000  
โทรศัพท์: 0-4332-2101-04 โทรสาร: 0-4332-2120

#### สำนักงานสาขา เชียงใหม่

เลขที่ 164/44-45 ก.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน  
อ.เมือง จ.เชียงใหม่ 50100  
โทรศัพท์: 0-5327-3716-20 โทรสาร: 0-5327-3714

#### สำนักงานสาขา นครสวรรค์

ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขานครสวรรค์  
154/1 ก.สวรรค์วิถี ต.ปากน้ำโพ อ.เมือง จ.นครสวรรค์ 60000  
โทรศัพท์: 0-5631-2412 โทรสาร: 0-5631-2420

#### สำนักงานสาขา พิษณุโลก

ชั้น 3 อาคารธนาคารกรุงเทพ สาขาพิษณุโลก  
262/24 ก.บรมไตรโลกนาถ อ.เมือง จ.พิษณุโลก 65000  
โทรศัพท์: 0-5521-7833-37 โทรสาร: 0-5521-7851

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ไม่ว่าประการใด บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์และไม่ได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บริษัทหลักทรัพย์ เอเซีย พลัส จำกัด ไม่ว่ากรณีใด



# ASP Smart

## มีทีมวิจัยในมือคุณ

- ✓ **TRADE** *ใหม่ใหม่ เทรดได้ ใช้สะดวก* NEW  
โอกาสสร้างผลกำไรด้วยการเทรดได้ทุกที่ ทุกเวลา
- ✓ **RESEARCH** *รวบรวมบทวิเคราะห์ทุกฉบับในแอปพลิเคชันเดียว*  
อัปเดตข้อมูลบทวิเคราะห์หลักทรัพย์เหมือนมีนักวิเคราะห์อยู่ใกล้ตัว
- ✓ **PRODUCT INFO** *ข้อมูลสดใหม่ ครบครัน รอบด้าน*  
ครบครันด้วยข้อมูลการลงทุนแบบเรียลไทม์ ช่วยการตัดสินใจลงทุนอย่างมีประสิทธิภาพ
- ✓ **SMART SCAN** *เลือกหุ้นโดนใจ กำหนดเงื่อนไขด้วยตนเอง*  
คัดกรองหุ้นโดยใช้เงื่อนไขสำเร็จรูป หรือค้นหาหุ้นขึ้นสูง โดยการใส่เงื่อนไขที่ต้องการค้นหา
- ✓ **TECHNICAL GRAPH** *กราฟเทคนิคใช้งานง่าย*  
ออกแบบให้ใช้งานง่าย สบายตา พร้อม Indicators และ Drawing Tools ให้เลือกครบครัน สามารถ Save/Load ทั้งกราฟและIndicator เก็บไว้เรียกดูภายหลังได้

ทดลองใช้งาน **ฟรี!**



\*รองรับ iOS 7.0 ขึ้นไป และ Android 4.2 ขึ้นไป

# EXPLORATION BEYOND WEALTH

ค้นหามากกว่าความมั่งคั่ง จากตลาดทุนทั่วโลก



ทุกนาทีที่โอกาสใหม่ๆ เกิดขึ้นทั่วโลก  
คือจังหวะที่เราจะได้ใช้ความเชี่ยวชาญในการวิเคราะห์และตัดสินใจ  
เพื่อพบความสำเร็จได้ แม้ในตลาดหุ้นต่างประเทศ



VALUE BEYOND WEALTH

คุณค่าที่เหนือกว่าความมั่งคั่ง