

2Q22 ช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อ ขึ้นอยู่กับสงครามจบเร็วหรือไม่

- เราประเมินว่า 2Q22 เป็นช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อสำหรับแนวโน้มเศรษฐกิจและการลงทุน โดยเฉพาะแรงกดดันจากสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนที่ยังคงดำเนินอยู่ รวมถึงนโยบายการเงินของ FED ที่จะตึงตัวเร็วขึ้นจากแรงกดดันของเงินเฟ้อที่สูง ซึ่งหากสงครามยุติหรือผ่อนคลายเป็นนัยยะจะหนุนบรรยากาศการลงทุนในทางกลับกันหากยืดเยื้อลากยาวจะกระทบเศรษฐกิจชัดเจนมากขึ้น
- ประมาณการเศรษฐกิจทั่วโลกถูกทยอยปรับลงจากผลของสงคราม ผังสหรัฐฯล่าสุด FED ปรับลด GDP ปีนี้ลงเหลือ +2.8% Y-Y ขณะที่ยุโรปคาดถูกปรับลงเหลือระดับ 3%+- เช่นกัน ซึ่งกดดันให้ GDP โลกคาดถูกปรับลงเหลือ 3.5%+- อย่างไรก็ตามในส่วนของไทยล่าสุดรพ.ปรับลด GDP ลงจาก +3.4% เหลือ +3.2% ซึ่งปรับลงน้อยกว่าตลาดคาด ขณะที่ปี 2023 คาดเร่งตัวขึ้น +4.4% จากการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวโดยภาพรวมถือว่าการเติบโตยังแข็งแกร่งกว่าภูมิภาคอื่นๆ
- การเติบโตหลักๆยังมาจากในประเทศที่ฟื้นตัวหลัง Lockdown หลายรอบปีก่อน ส่วนการระบาดของโอไมครอนกระทบจำกัดเนื่องจากไม่มีมาตรการคุมเข้ม อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับขึ้นแรงกระทบต่อการดำเนินการซื้อสินค้าจำเป็นอื่นๆ ทำให้การบริโภคอาจมีผลกระทบบ้างบางส่วนซึ่งจะสะท้อนไปยัง SSSG ของบริษัทจดทะเบียน การส่งออกยังแข็งแกร่งแต่ฐานปีก่อนค่อนข้างสูง ขณะที่การลงทุนภาครัฐจำเป็นต้องเร่งตัวเพื่อยกระดับความสามารถในการแข่งขันของประเทศในระยะยาว เช่นเดียวกับภาคการท่องเที่ยวที่จะหนุนชัดเจนใน 4Q22 เป็นต้นไป
- FED จะเร่งขึ้นดอกเบี้ยและเริ่มลดขนาดงบดุลในการประชุมเดือน พ.ค. 22 เรามองว่ากระทบจำกัดในแง่กระแสเงินทุน เนื่องจากต่างชาติขายสุทธิหุ้นไทยราว 6 แสนลบ.ในปี 2018-2022 และทำให้สัดส่วน Foreign Holding ลดลงจากระดับกว่า 30% เหลือราว 26% ขณะที่แนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่เร่งตัว เราเชื่อว่ากระแสเงินทุนจะยังไหลเข้าในระยะกลาง-ยาวหลัง YTD ซื้อสุทธิกว่า 1 แสนลบ. ส่วนประเด็นกังวล Inverted Yield Curve ต้องคอยระวังหากกลับไปเนื่องติดต่อกันเป็นระยะเวลานาน แต่หากสงครามจบได้เร็วจะทำให้ประเด็นนี้คลี่คลาย
- ปัจจุบันเรายังคง SET Target ที่ 1,770 จุด โดยมี Upside เทียบกับดัชนีปัจจุบันเพียง 4.2% ซึ่งไม่กว้างนัก ขณะที่ Earnings Yield Gap ปัจจุบันค่อนข้างแคบที่ 3.1% ทำให้ในเชิงกลยุทธ์ต้อง Selective มากขึ้นและเน้นหุ้นที่ Valuation ยังต่ำเทียบกับก่อน COVID-19 เรายังชอบกลุ่ม Value และ Domestic Play ที่ โดยเราเลือก Top Pick ในช่วง 2Q22 ได้แก่ **BCP CPALL CPN IVL JR ORI OSP SHR TTB**

Finansia Top 2Q22 favorites

	Target	EPS growth (%)		PE (x)		PBV (x)		ROE (%)		Dividend Yield (%)	
	Price	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
BCP*	40.00	-5.5	0.8	5.9	5.9	0.7	0.7	12.3	11.7	8.4	8.5
CPALL*	82.00	44.3	32.1	34.3	25.9	6.3	5.5	15.9	18.9	1.2	1.5
CPN*	68.00	18.9	31.2	31.7	24.2	3.5	3.2	11.3	13.7	1.0	1.4
IVL*	70.00	10.4	8.3	9.4	8.6	1.4	1.3	13.7	13.3	5.5	5.9
JR	10.00	64.2	16.9	16.6	14.2	3.2	2.8	20.6	21.1	3.0	3.5
ORI	15.00	6.8	14.0	8.3	7.3	1.9	1.6	21.2	22.5	4.8	5.4
OSP*	42.00	12.3	10.4	30.9	28.0	5.7	5.6	18.6	20.2	3.0	3.4
SHR*	5.20	nm	337.6	110.6	25.3	0.8	0.8	0.7	3.2	0.3	1.7
TTB*	1.80	26.2	14.5	4.3	3.8	0.6	0.5	6.1	6.7	4.6	5.3

Note: * Figures are from FSSIA

Source: Finansia Research

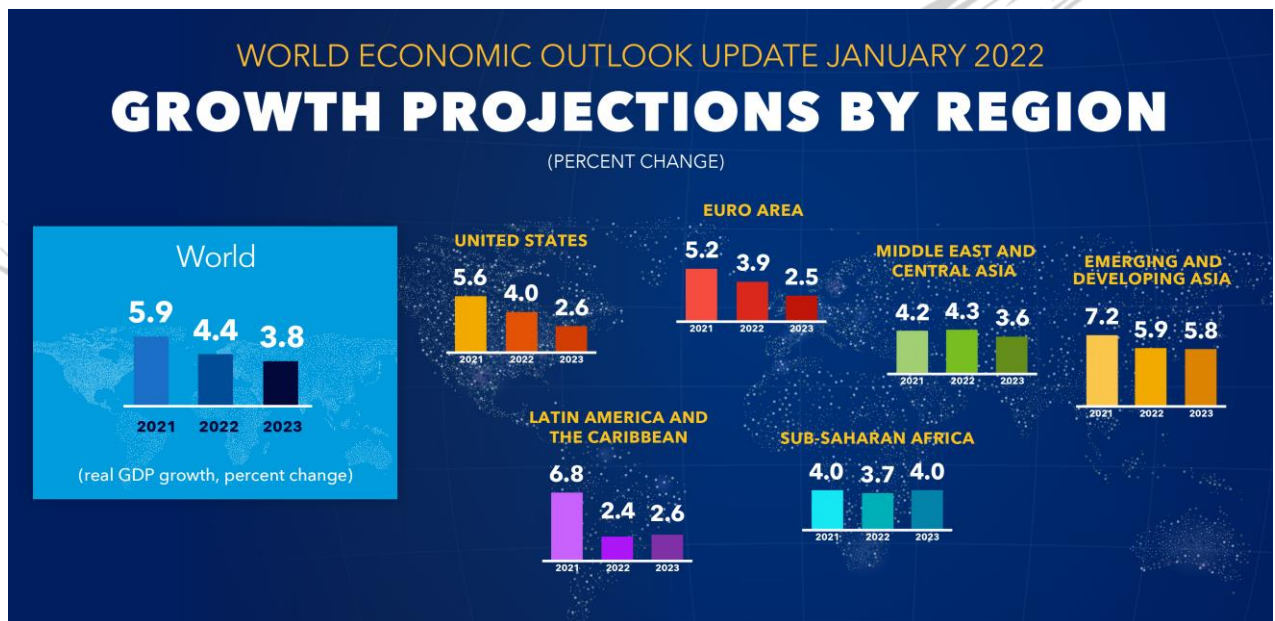
Analyst: Veeravat Virochpoka
Register No.: 047077
Tel.: +662 646 9821
Email: veeravat.v@fnsyrus.com

สงครามรัสเซีย-ยูเครนต้องรีบจบเพื่อไม่ให้กระทบเศรษฐกิจระยะยาว

สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนที่เริ่มขึ้นตั้งแต่ 24 ก.พ. 22 ยังลากยาวถึงปัจจุบัน รวมถึงมาตรการคว่ำบาตรจากชาติตะวันตกต่อรัสเซียที่เข้มข้นขึ้นถือเป็นปัจจัยเสี่ยงหลักต่อการเติบโตของเศรษฐกิจโลกโดยเฉพาะภูมิภาคยุโรป เราประเมินว่า 2Q22 ถือเป็นช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อและอาจกระทบเศรษฐกิจและภาพการลงทุนระยะยาวมากขึ้นหากสถานการณ์ยืดเยื้อและไม่สิ้นสุด ซึ่งเราคาดว่าจะเห็นการทยอยปรับลดประมาณการ GDP โลกลงสะท้อนผลกระทบดังกล่าว

- ปัจจุบัน Bloomberg Consensus คาด GDP โลกปี 2022 +4% Y-Y ขณะที่ IMF ปัจจุบันคาด +4.4% คาดปรับลงสู่ระดับใกล้เคียงกันที่ราว +3.5% Y-Y
- ยูโรโซนเบื้องต้นคาดถูกปรับลงจาก +3.9% Y-Y เป็นราว +3% Y-Y โดยเฉพาะรัสเซียที่ปัจจุบันตลาดประเมินว่าปีนี้จะหดตัวถึงราว -5-8% Y-Y
- สหรัฐฯเบื้องต้นคาดถูกปรับลงจาก +4% Y-Y ลงเหลือราว +3% Y-Y ใกล้เคียง FED ที่ปรับลงแล้วสู่ระดับ +2.8% Y-Y
- จีนถูกกระทบจาก COVID-19 ระลอกใหม่และมีการ Lockdown บางเมืองเป็นระยะเวลาดังกล่าว ส่งผลให้การปรับลดเป้าลงเหลือ +5.5% Y-Y ต่ำสุดรอบหลายสิบปี ล่าสุด Bloomberg Consensus คาด +5.1% Y-Y

คาดการณ์การปรับลดประมาณการ GDP ทั่วโลกลงในเดือนหน้า



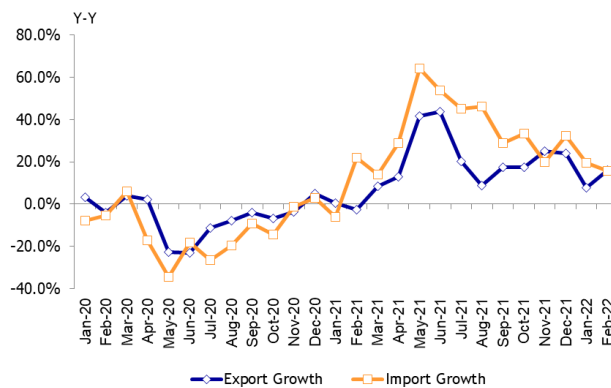
Source: IMF

การส่งออกเริ่มโตชะลอรวมถึงฐานที่สูงปีก่อน

การส่งออกไปรัสเซีย-ยูเครนคิดเป็นสัดส่วนรวมกันต่ำมากไม่ถึง 1% เทียบกับมูลค่าการส่งออกรวม US\$2.7 แสนล้านในปี 2021 อย่างไรก็ตาม ผลกระทบที่ขยายวงกว้างจากมาตรการคว่ำบาตรของฝั่งตะวันตกและกดดันการเติบโตของเศรษฐกิจ จะส่งผลกระทบทางอ้อมต่อการนำเข้า-ส่งออกของไทย โดยสหรัฐฯและยุโรป คิดเป็นสัดส่วนการส่งออกถึง 15.4% และ 8% ของมูลค่าการส่งออกรวมที่ US\$ 2.71 แสนล้าน ซึ่งมีนัยสำคัญอย่างมาก

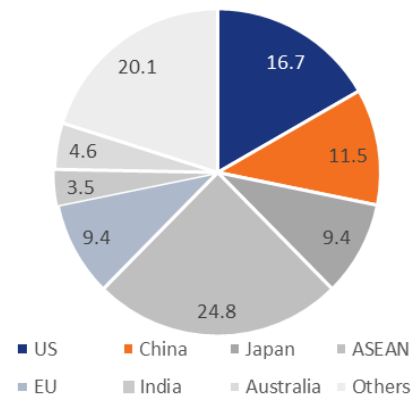
ล่าสุดตัวเลขส่งออกไทยเดือน 2M22 อยู่ที่ US\$4.5 หมื่นล้าน +12.2% Y-Y เด็บโตได้แข็งแกร่งต่อเนื่องจากช่วงเดียวกันของปีก่อนที่ฐานยังไม่สูงมากนัก อย่างไรก็ตามเราคาดว่าจะเริ่มเห็นผลกระทบจากสงครามต่อภาคก่อนส่งออกในเดือน มี.ค. 22 เป็นต้นไป ขณะที่เป้าการส่งออกของกระทรวงพาณิชย์ปีนี้คาดโต 3-4% ส่วนรพท.ล่าสุดปรับคาดการณ์ขึ้นเป็น +7% Y-Y โดยรวมสะท้อนให้เห็นว่าการเติบโต Y-Y ในช่วงที่เหลือของปีจะชะลอตัวลงโดยเฉพาะ 2H22 ที่ฐานค่อนข้างสูง ขณะที่การนำเข้าจะเร่งตัวขึ้นจากราคา Commodity ที่เร่งตัว โดยปี 2021 ไทยนำเข้าน้ำมันดิบคิดเป็นสัดส่วน 9% ของมูลค่านำเข้าทั้งหมดที่ US\$2.67 แสนล้าน ทำให้มีโอกาสพลิกมาขาดดุลการค้าโดย 2M22 ขาดดุลอยู่ US\$2.4 พันล้าน

การส่งออกปี 2022 เริ่มโตชะลอจากฐานสูงปีก่อน



Source: MOC

สัดส่วนการส่งออกแต่ละตลาดหลักช่วง 2M22



Source: MOC

การบริโภคถูกถ่วงระยะสั้นจากราคาน้ำมันที่สูงและเงินเฟ้อที่เร่งตัว

เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อการเติบโตของเศรษฐกิจไทยในปี 2022 หลังจากปี 2021 GDP เติบโตได้จำกัดเนื่องจากการระบาดของ COVID-19 และการ Lockdown หลายระลอก อย่างไรก็ตามจากประเด็นสงครามรัสเซีย-ยูเครนที่เกิดขึ้นตั้งแต่ปลายเดือน ก.พ. 22 เป็นต้นมาและยังคงยืดเยื้อ แม้ไทยจะไม่ได้รับผลกระทบโดยตรงเนื่องจากภูมิศาสตร์อยู่ค่อนข้างไกล แต่ยังคงถูกกระทบทางอ้อมตามเศรษฐกิจของคู่ค้าในภูมิภาคยุโรปและสหรัฐ รวมถึงราคา Commodity ที่ปรับตัวขึ้นแรง ทำให้ล่าสุดรพท.ปรับลดประมาณการ GDP ไทยลงจาก +3.4% เหลือ +3.2% Y-Y อย่างไรก็ตามถือว่าปรับลงน้อยกว่าที่ตลาดคาด ส่วน NESDC เราจะปรับลงเช่นกันจากปัจจุบันที่คาดโต 3.5-4.5% ลงสู่ระดับราว 3+-% ในช่วงเดือน พ.ค. 22

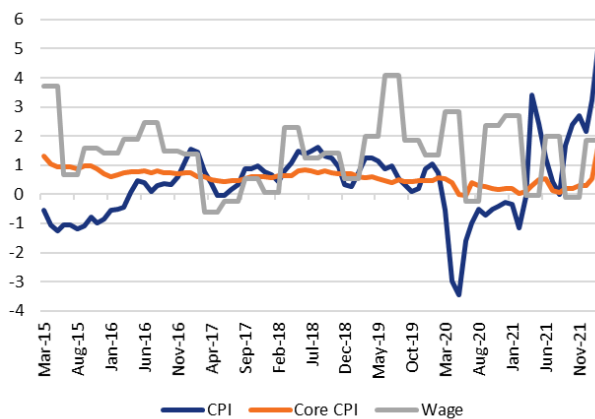
ภาคการบริโภคถูกกระทบจากต้นทุนพลังงานและ Commodity โดยเฉพาะราคาน้ำมันที่พุ่งแรง สะท้อนไปยังต้นทุนการผลิตและราคาสินค้าให้ปรับตัวขึ้น โดยล่าสุดเงินเฟ้อไทยทั่วไปและเงินเฟ้อพื้นฐานเดือน ก.พ. 22 +5.3% Y-Y และ +1.8% Y-Y ขณะที่ฝั่งค่าแรงเฉลี่ยล่าสุด 4Q21 ปรับตัวขึ้น +1.9% Y-Y ต่ำกว่าเงินเฟ้อทั่วไป ขณะที่รพท.คาดเงินเฟ้อทั่วไปปีนี้เร่งขึ้น +4.9% Y-Y เราจึงประเมินว่ากำลังซื้อของผู้บริโภคหลังหักการซื้อพลังงานจะเหลือเม็ดเงินใช้จ่ายซื้อสินค้าจำเป็นอื่นๆลดลง เราคาดว่าจะเริ่มส่งผลกระทบต่อ SSSG ของกลุ่มค้าปลีกใน 2Q22 ที่เริ่มมีแรงกดดันเล็กน้อย

NESDC and BoT Economic Projection

% Y-Y	2018	2019	2020	2021	NESDC	BoT
					2022E	2022E
GDP	4.2	2.3	-6.1	1.6	3.5-4.5	3.2
การบริโภคภาคเอกชน	4.6	4.0	-1.0	0.3	4.5	4.3
การลงทุนภาคเอกชน	4.1	2.7	-8.4	3.2	3.8	4.7
การอุปโภคภาครัฐ	2.6	1.7	0.8	3.2	-0.2	-0.7
การลงทุนภาครัฐ	2.8	0.1	5.7	3.8	4.6	4.2
มูลค่าการส่งออก (US\$)	7.5	-3.3	-6.6	18.8	4.9	7
เงินเฟ้อ	1.1	0.7	-0.8	1.2	1.5-2.5	4.9
ดุลบัญชีเดินสะพัด (% GDP)	5.6	7.0	3.3	-2.2	1.5	-

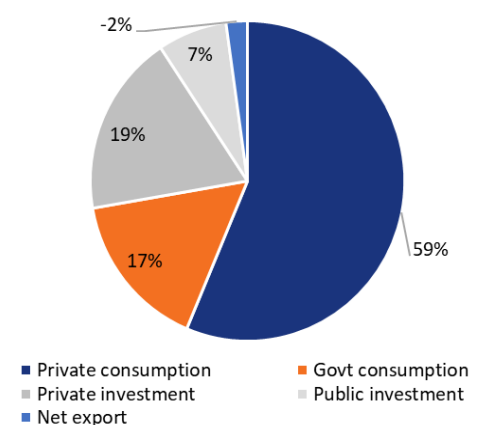
Source: NESDC and BoT

เงินเฟ้อเร่งตัวขึ้นเร็วกว่าค่าแรงกดดันกำลังซื้อ



Source: NESDC

โครงสร้าง GDP ไทยปี 2022



Source: NESDC

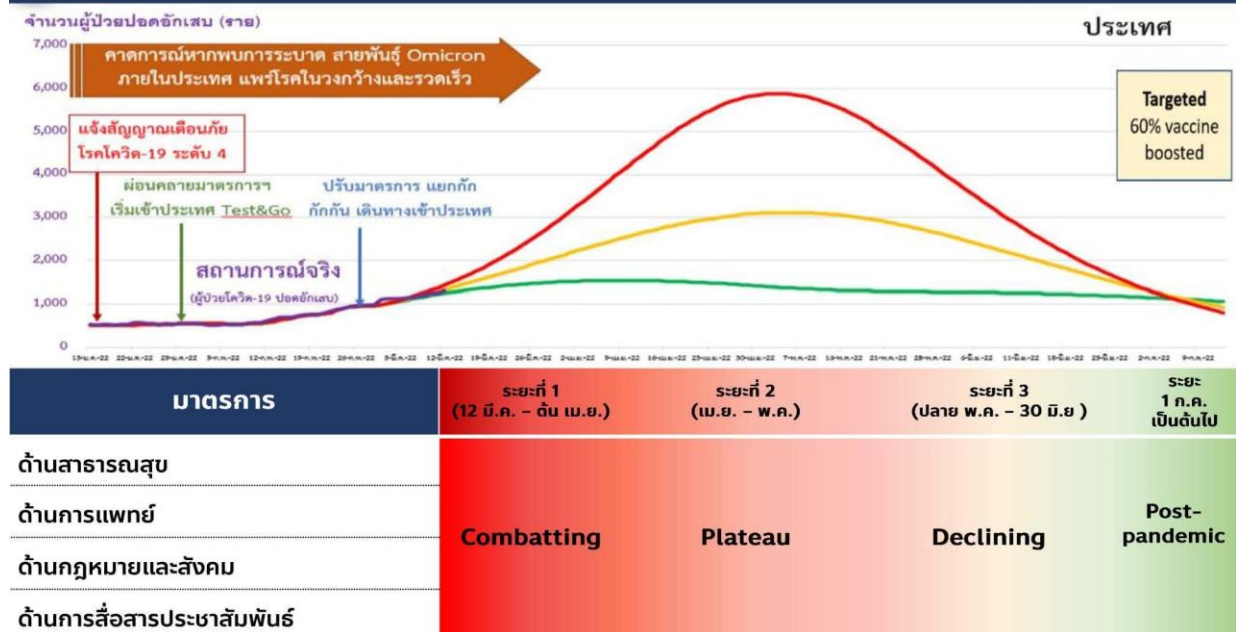
การลงทุนภาครัฐและการท่องเที่ยวที่ฟื้นเป็นความหวังในการฟื้นตัวระยะยาว

เราคาดว่า การลงทุนภาครัฐจะยังเป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนเศรษฐกิจในระหว่างช่วงที่เครื่องยนต์อื่นๆ ถูกกดดันจากประเด็นสงครามและเงินเฟ้อ หลายโครงการใหญ่ที่ประมูลเสร็จสิ้นเริ่มเดินหน้า เช่น รถไฟฟ้าม่วงใต้ รถไฟฟ้าทางคู่และมอเตอร์เวย์หลายเส้นทาง โดยคาดการณ์การลงทุนภาครัฐปี 2022 คาดยังโตแข็งแกร่ง +4.2% Y-Y

ขณะที่การท่องเที่ยวยังคงเป็นความหวังหนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจไทยในระยะยาว ล่าสุดศบค.มีมติผ่อนคลายมาตรการเดินทางเข้าประเทศ ยกเว้นการตรวจ RT-PCR ก่อนเดินทาง 72 ชั่วโมงตั้งแต่ 1 เม.ย. 22 เป็นต้นไป ทำให้สะดวกมากขึ้นสำหรับชาวต่างชาติที่จะเดินทางเข้ามาทำธุรกิจและท่องเที่ยว และสอดคล้องกับภาพใหญ่ที่ไทยเตรียมจะประกาศให้ COVID-19 เป็นโรคประจำถิ่นวันที่ 1 ก.ค. 22 เราจึงคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวที่ชัดเจนในครึ่งปีหลังโดยเฉพาะ 4Q22 ที่เข้า High Season ของการท่องเที่ยวไทยอีกครั้ง ธ.พ.ค.คาดการณ์นักท่องเที่ยวปี 2022 ที่ 5.6 ล้านคน และจะเร่งขึ้นเป็น 19 ล้านคนในปี 2023 หนุนรายได้จากการท่องเที่ยวฟื้นขึ้นเป็น 6% ของ GDP ทดสอบเข้าใกล้ช่วงก่อน COVID-19 ที่ 10-12%

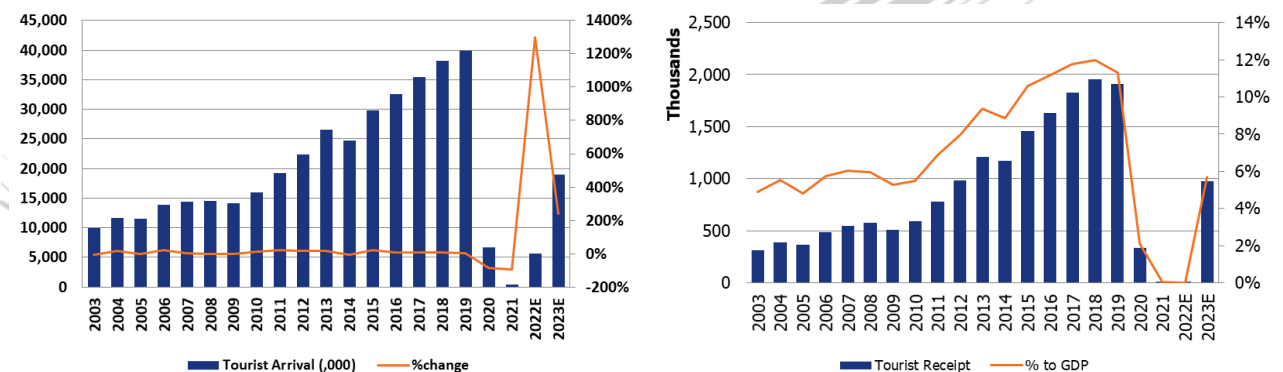
ศบค.ผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID-19 อย่างต่อเนื่องถึงกลางปี

ระยะดำเนินการ แผน/ มาตรการการบริหารจัดการสถานการณ์โรคโควิด 19 สู่โรคประจำถิ่น



Source: CCSA

คาดการณ์นักท่องเที่ยวเร่งขึ้นใน 4Q22 เป็นต้นไป หนุนการฟื้นตัวของเศรษฐกิจระยะยาว



Source: BoT and Finansia Research

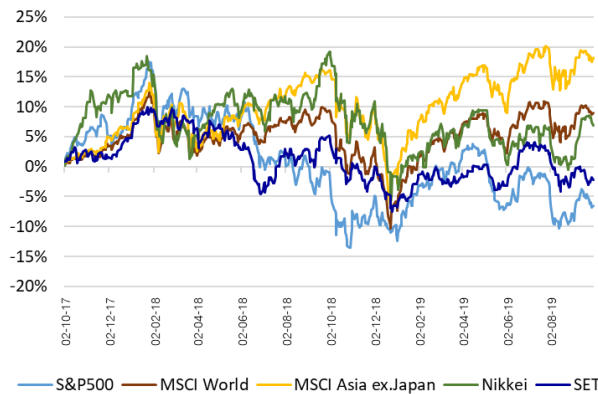
FED เตรียมลดงบดุลและเร่งขึ้นดอกเบี้ยกระทบช่วงสั้น แต่คาด Flow ยังเข้าระยะยาว

เราคาดว่านโยบายการเงินของ FED ที่จะดึงตัวในอัตราเร่งในการประชุมครั้งหน้าวันที่ 3-4 พ.ค. 22 ที่ตลาดประเมินว่าจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราเร่งอีก 0.5% ขึ้นเป็น 0.75-1% รวมถึงเริ่มลดขนาดงบดุลอย่างเป็นทางการอาจส่งผลกระทบต่อกระแสเงินทุนรวมถึงการเคลื่อนไหวของ SET Index ในช่วงสั้น และมีโอกาสเกิด Sell in May ซึ่งหากอิงสถิติในอดีต 10 ปีย้อนหลัง พบว่าผลตอบแทนของ SET Index เป็นลบเฉลี่ย -1.3% และปรับลง 6 ใน 10 ปีหลังสุด (ปี 2021 ผลตอบแทน +0.7% แต่ระหว่างเดือนปรับลงแรงสุด -5%)

หากอ้างอิงข้อมูลในช่วง FED ลดขนาดงบดุลรอบก่อนเดือน ต.ค. 17 - ก.ย. 19 กระแสเงินทุนไหลออกจากตลาดหุ้นสหรัฐฯและญี่ปุ่นหนาแน่น ไหลเข้าหาตลาดหุ้นจีน ส่วนหุ้นไทยถูกต่างชาติขายสุทธิราว US\$1 หมื่นล้านหรือกว่า 3 แสนลบ. ส่งผลให้ SET Index ปรับตัวลง -2.1% (ต่ำสุด -7.5% ช่วงปลายปี 2018) อย่างไรก็ตามเรามองว่าการลดขนาดงบดุลในรอบนี้จะแตกต่างจากครั้งก่อน เนื่องจากกระแสเงินทุนไหลออก

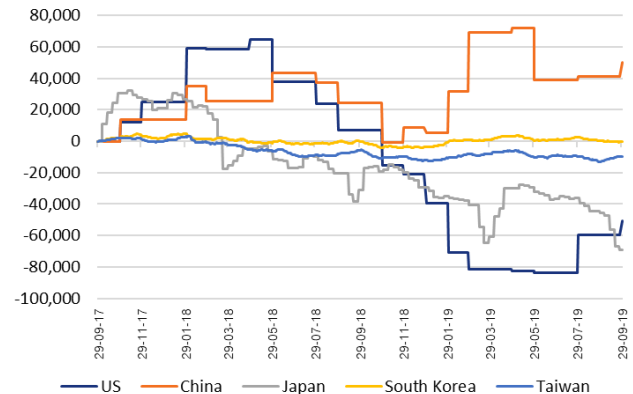
จากตลาดหุ้นไทยในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา (2018-2021) ราว 6 แสนลบ.และ Foreign Holding ลดต่ำเหลือราว 26% เทียบกับในอดีตที่ถือครองสูงสุดในปี 2013 ที่ 36.8% ทำให้แรงขายคาดว่าจำกัด ขณะที่แนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ชะลอจากผลกระทบของสงครามทำให้ไทยและภูมิภาคอาเซียนน่าสนใจมากขึ้นจากผลกระทบที่จำกัดมากกว่าภูมิภาคอื่นๆจากทั้งที่ตั้งทางภูมิศาสตร์ที่ค่อนข้างไกลและสัดส่วนการค้าที่ไม่สูง นอกจากนี้การท่องเที่ยวที่จะทยอยฟื้นตัวโดยเฉพาะใน 2H22 จะเป็นปัจจัยหนุนเศรษฐกิจไทยให้กลับมาฟื้นตัวได้แข็งแกร่งในระยะยาว เราจึงว่ามีโอกาสที่กระแสเงินทุนจะยังไหลเข้าตลาดหุ้นไทยต่อเนื่องในระยะยาว

หุ้นเอเชียบวกได้ดีช่วง FED ลงบดลยวง SET Index



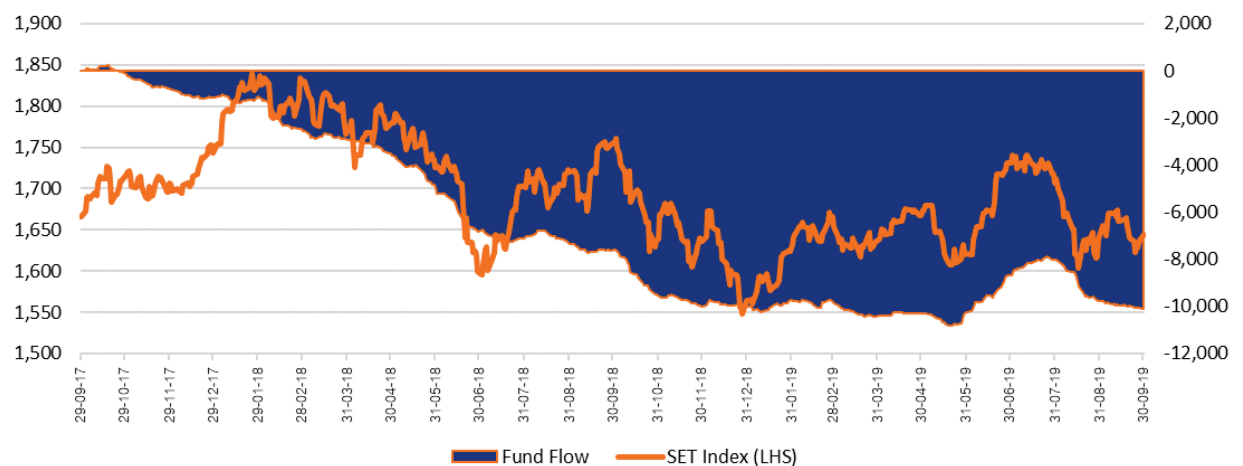
Source: Bloomberg

ส่วน Fund Flow ไหลออกจากสหรัฐฯและญี่ปุ่นเข้าจีน



Source: Bloomberg

กระแสเงินทุนไหลออกจากหุ้นไทยช่วง FED ลงบดลยรอบก่อน แต่รอบนี้คาดแตกต่าง



Source: Bloomberg

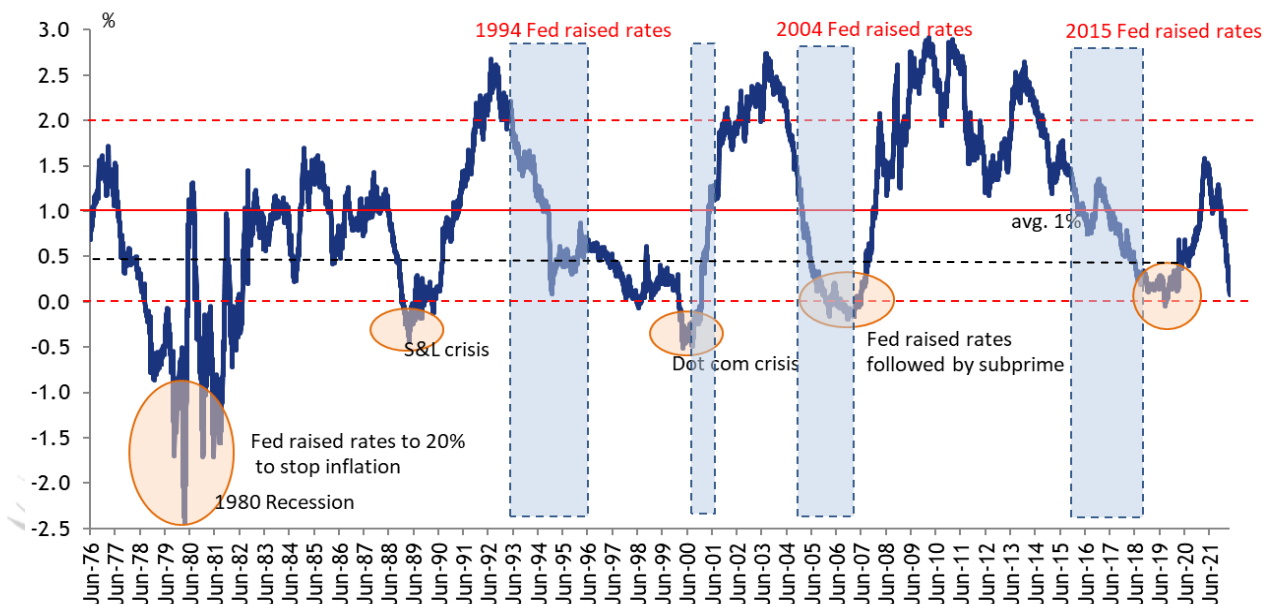
Source: Bloomberg

Inverted Yield Curve น่ากังวลแค่ไหน?

การเกิด Inverted Yield Curve เป็นตัวสะท้อนความกังวลของนักลงทุนว่าแนวโน้มเศรษฐกิจจะยาวมีแนวโน้มเติบโตในอัตราชะลอตัวและอาจต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยและเงินเฟ้อในระยะสั้น ซึ่งหากอิงจากข้อมูลในอดีตของสหรัฐฯ พบว่าเมื่อก่อน Inverted Yield Curve และติดลบกินระยะเวลานานระยะหนึ่ง มักจะมีวิกฤตเศรษฐกิจเกิดขึ้นตามมาในช่วง 3-6 เดือนซึ่งทำให้ FED ต้องปรับลดอัตราดอกเบี้ยอย่างรวดเร็ว ครั้งล่าสุดที่เกิด Inverted Yield Curve ขึ้นคือช่วงกลางปี 2019 ซึ่งในช่วงเวลาดังกล่าวอัตราดอกเบี้ยของสหรัฐฯปรับขึ้นขึ้นที่ 2.5% และเริ่มมีความกังวลว่าเศรษฐกิจอาจเติบโตในอัตราที่ชะลอและทำให้ FED เริ่มลดดอกเบี้ยเป็นระยะ อย่างไรก็ตาม ณ ช่วงเวลาดังกล่าวไม่ได้มีการเกิด Recession อย่างรุนแรง แต่ปัจจัยที่ทำให้เกิดวิกฤตเศรษฐกิจคือการมาของ COVID-19 ซึ่งหากเปรียบเทียบกับสถานการณ์ปัจจุบัน

ปัจจัยที่ทำให้ส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีและ 10 ปีที่แคบลงเหลือเพียง 0.08% ในปัจจุบันคือ สถานการณ์เงินเฟ้อที่เร่งตัวโดยเฉพาะแรงกดดันจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ทำให้ FED หวั่นเรื่องการปรับขึ้นดอกเบี้ยในอัตราเร่งได้ยาก ส่งผลให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีเร่งขึ้นเร็วกว่าอายุ 10 ปีที่มีแรงกดดันบางส่วนจากคาดการณ์เศรษฐกิจที่โตชะลอจากผลกระทบจากสงคราม ดังนั้นเรามองโอกาสเกิด Inverted Yield Curve ในครั้งนี้ หากสถานการณ์สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนจะยุติลงเร็วโดยจบลงใน 1H22 เชื่อว่า จะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อและผ่อนคลายสำหรับ FED ในการดำเนินนโยบายการเงินมากขึ้น ทำให้ผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีมีโอกาสก่อนตัวลง ขณะที่การเติบโตของเศรษฐกิจจะยาวจะดูผ่อนคลายมากขึ้นหนุนผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีสูงขึ้น ซึ่งลบโอกาสเกิด Inverted Yield Curve ได้ แต่ในทางกลับกันหากสงครามกินระยะเวลานานไปยัง 2H22 จะส่งผลลบต่อเศรษฐกิจโลกยาวนานและกดดันให้สินทรัพย์เสี่ยงโดยเฉพาะหุ้นมีโอกาสถูกเทขายโดยเฉพาะ Valuation ของหุ้นในปัจจุบันที่อยู่ในระดับค่อนข้างสูง

UST 10Y-2Y Yield



Source: Bloomberg and Finansia

Yield Curve ไทยไม่น่ากังวล แต่ Valuation ของ SET Index ไม่ถูก

Yield Curve ของไทยยังห่างไกลจากการเกิด Inverted Yield Curve เนื่องจากเงินเฟ้อไม่ได้กดดันให้รพท. ต้องเร่งปรับขึ้นดอกเบี้ยเหมือน FED ขณะที่เศรษฐกิจจะยาวมีแนวโน้มเติบโตโดยเฉพาะจากการท่องเที่ยวที่จะฟื้นตัวอย่างมีนัยยะใน 4Q22 เป็นต้นไป ส่งผลให้ส่วนต่างผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 2 ปีและ 10 ปีเพิ่มขึ้นล่าสุดเป็น 1.8%

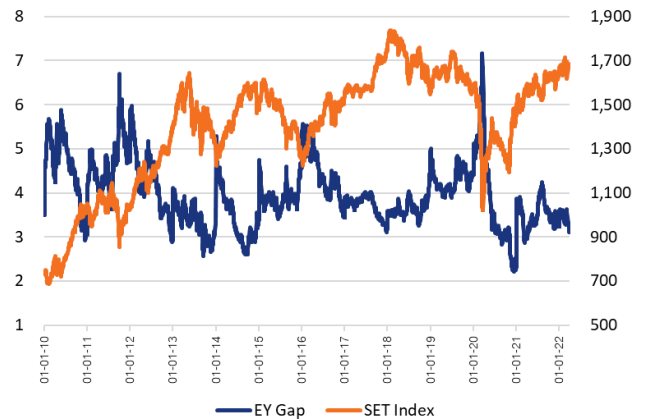
อย่างไรก็ตามในแง่ของ Valuation ปัจจุบัน SET Index เทตที่ 2022 PER 17.7 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง +1 SD ขณะที่อัตราผลตอบแทนพันธบัตรที่เร่งตัวขึ้น ทำให้ Earning Yield Gap ปัจจุบันแคบลงเหลือ 3.1% เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 4% ซึ่งสะท้อนว่าหุ้นไทยไม่ถูก อย่างไรก็ตามหากอ้างอิงช่วงปี 2014 ที่กระแสเงินทุนไม่ได้ไหลออกรุนแรงนัก พบว่า Earnings Yield Gap ปรับลงได้ต่ำสุดที่ 2.6% หากอ้างอิงผลตอบแทนพันธบัตรอายุ 10 ปีช่วงปี 2018-2019 ที่ยังไม่มี COVID-19 เฉลี่ยราว 2.8% จะได้ Target Earnings Yield ที่ 5.4% ซึ่งเทียบเท่ากับระดับ PER ราว 18.5 เท่า ใกล้เคียงกับระดับ SET Target ที่ 1,770 จุด (อิง Target EPS 96 บาท)

TH 10Y-2Y Yield



Source: Bloomberg

TH Earnings Yield Gap



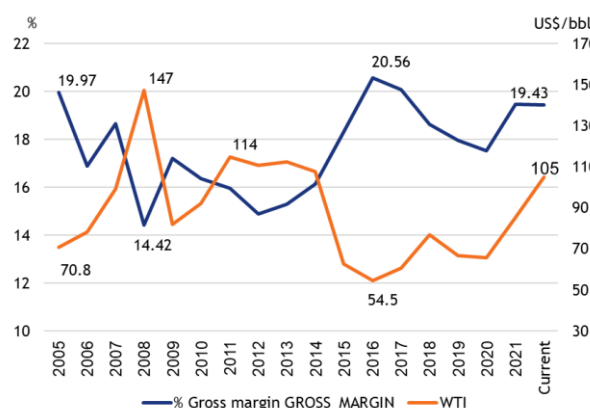
Source: Bloomberg

EPS ของ SET Index มี Downside จากต้นทุนที่พุ่งแค่ไหน?

จากบทวิเคราะห์หลักทรัพย์เมื่อวันที่ 8 มี.ค. 22 ที่ผ่านมา เราประเมินว่าราคาน้ำมันและ Commodity ที่ปรับพุ่งแรงจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนการผลิตของบริษัทจดทะเบียน โดยเทียบกับช่วงเวลาที่ราคาน้ำมันดิบยืนสูงกว่าระดับ US\$100 ต่อบาร์เรลได้ต่อเนื่องในช่วงปี 2011-2014 พบว่า Gross Margin ของ SET Index ชะลอตัวลงจากระดับ 16.4% ในปี 2010 เหลือ ราว 14.9-15.3% ในปี 2012-2013 หรือลดลงราว 1.0-1.5% อย่างไรก็ตามในส่วนของ Net Margin ลดลงจาก 7.6% ในปี 2010 เหลือ 6.2-7.2% ในช่วงปี 2011-2014 หรือลดลงเฉลี่ยเพียง 0.5-1.0% ซึ่งสะท้อนให้เห็นว่าบริษัทจดทะเบียนมีการควบคุมค่าใช้จ่ายส่วนอื่นๆ เพื่อชดเชยผลกระทบของต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้น

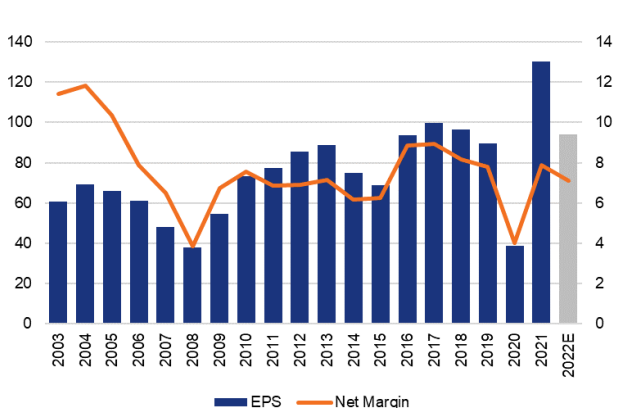
ซึ่งหากนำมาปรับใช้กับสถานการณ์ในปัจจุบันโดยอ้างอิงตัวเลขจาก Bloomberg Consensus ปี 2022 ซึ่งตลาดคาดการณ์ EPS ที่ 94 บาท และมี Net Margin ที่ 7.1% หากรวมผลกระทบจากต้นทุน Commodity ที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ามีโอกาสที่จะทำให้ Net Margin ชะลอตัวลงราว 0.5-1.0% เหลือ 6.1-6.6% จึงประเมินเบื้องต้นว่า Downside ของ EPS ปีนี้จะอยู่ที่ราว 86-90 บาท

Oil vs SET Gross Margin



Source: Bloomberg

SET EPS and Net Margin



Source: Bloomberg

SET Index Valuation Table

EPS	PER (x)										
	16	16.5	17	17.5	18	18.5	19	19.5	20	20.5	21
80	1,280	1,320	1,360	1,400	1,440	1,480	1,520	1,560	1,600	1,640	1,680
82	1,312	1,353	1,394	1,435	1,476	1,517	1,558	1,599	Downside from EPS Revision		1,722
84	1,344	1,386	1,428	1,470	1,512	1,554	1,596	1,638			1,764
86	1,376	1,419	1,462	1,505	1,548	1,591	1,634	1,677			1,806
88	1,408	1,452	1,496	1,540	1,584	1,628	1,672	1,716		1,760	1,848
90	1,440	1,485	1,530	1,575	1,620	1,665	1,710	1,755	1,800	1,845	1,890
92	1,472	1,518	1,564	1,610	1,656	1,702	1,748	1,794	1,840	1,886	1,932
94	1,504	1,551	1,598	1,645	1,692	1,739	1,786	1,833	1,880	1,927	1,974
96	1,536	1,584	1,632	1,680	1,728	1,776	1	Current SET Target		1,968	2,016
98	1,568	1,617	1,666	1,715	1,764	1,813	1			2,009	2,058
100	1,600	1,650	1,700	1,750	1,800	1,850	1,900	1,950	2,000	2,050	2,100

Source: Finansia Research

กลยุทธ์ต้อง Selective มากขึ้น เน้นหุ้น Valuation ไม่สูง

SET Index ปัจจุบันเคลื่อนไหวใกล้ระดับ 1,700 จุด มี Upside จาก SET Target ปี 2022 ของเราที่ 1,770 จุด ไม่กว้างนักเพียง 4.2% ขณะที่ EPS ของตลาดยังเสี่ยงมี Downside จากราคา Commodity ที่สูง ประกอบกับ SET Index ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องเท่ากับระดับปี 2019 ซึ่งยังไม่มี COVID-19 รวมถึง PER ปัจจุบัน 17.8 เท่าถือว่าไม่ถูก ทำให้ในแง่กลยุทธ์ต้องเน้น Selective หุ้นที่ยังมี PER และ PBV ต่ำเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต ประกอบกับเศรษฐกิจโลกที่เติบโตในอัตราชะลอจากผลกระทบของสงคราม รวมถึงนโยบายการเงินของ FED ที่ตึงตัวเร็ว ในขณะที่เศรษฐกิจในประเทศอยู่ในช่วงเติบโตในอัตราเร่งในปี 2022-2023 ตามประมาณการของ ธปท. เราจึงยังให้น้ำหนักบวกต่อหุ้น Value และ Domestic Play กลุ่มที่เราชอบยังคงเป็น ธนาคาร ค้าปลีก อาหารและเครื่องดื่ม อสังหาริมทรัพย์ รับเหมาฯ ขณะที่ท่องเที่ยวคาดว่าจะปรับตัวได้แข็งแกร่งในระยะถัดไปตามการผ่อนคลายมาตรการเดินทาง

นอกจากนี้หากอิงช่วงที่ FED ลดขนาดงบดุลรอบก่อน พบว่ากลุ่มที่ Outperform คือ PF&REIT + 37.5% ดังนั้นเราคาดว่ากองทุนที่เราเลือกเป็น Top Pick ในบทวิเคราะห์ REIT Focus ได้แก่ AIMIRT ALLY DIF HREIT FTREIT ยังคงเป็นตัวเลือกที่น่าสนใจ ส่วนหุ้น Top Pick ในช่วง 2Q22 ได้แก่ BCP CPALL CPN IVL JR ORI OSP SHR TTB

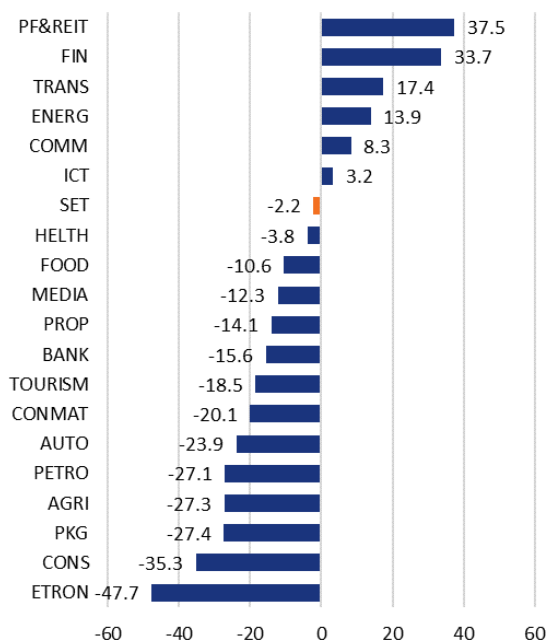
Our Top 2022 Picks

	Target	EPS growth (%)		PE (x)		PBV (x)		ROE (%)		Dividend Yield (%)	
	Price	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
BCP*	40.00	-5.5	0.8	5.9	5.9	0.7	0.7	12.3	11.7	8.4	8.5
CPALL*	82.00	44.3	32.1	34.3	25.9	6.3	5.5	15.9	18.9	1.2	1.5
CPN*	68.00	18.9	31.2	31.7	24.2	3.5	3.2	11.3	13.7	1.0	1.4
IVL*	70.00	10.4	8.3	9.4	8.6	1.4	1.3	13.7	13.3	5.5	5.9
JR	10.00	64.2	16.9	16.6	14.2	3.2	2.8	20.6	21.1	3.0	3.5
ORI	15.00	6.8	14.0	8.3	7.3	1.9	1.6	21.2	22.5	4.8	5.4
OSP*	42.00	12.3	10.4	30.9	28.0	5.7	5.6	18.6	20.2	3.0	3.4
SHR*	5.20	nm	337.6	110.6	25.3	0.8	0.8	0.7	3.2	0.3	1.7
TTB*	1.80	26.2	14.5	4.3	3.8	0.6	0.5	6.1	6.7	4.6	5.3

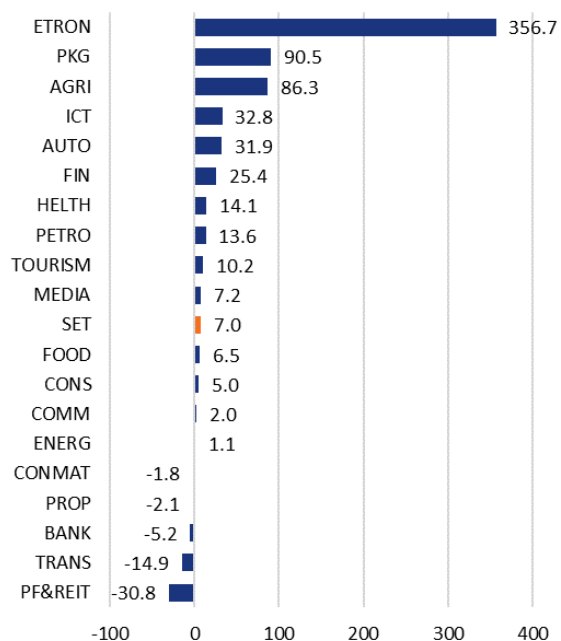
Note: * Figures are from FSSIA

Source: Finansia Research

Oct-17 to Sep-19 Sector Return



2020TD Sector Return



Source: Setsmart and Finansia Research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท
เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอัมมาลิ่งค์

25 อาคารอัมมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15
ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา บางนา

589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา มินท์ ทาวเวอร์

ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มินท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สินธร 1

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา เคียนหงวน (สินธร 2)

140/1 อาคารเคียนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-254-1717

สาขา สาทร

เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
จ.กรุงเทพมหานคร
02-036-4859

สาขา รังสิต

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์

576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ด.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ

99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ขอนแก่น

311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)
ด. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุดรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุดรชัย 1 ด. หมากร่าง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่

310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ด.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-711

สาขา เชียงราย

758 ถ.พหลโยธิน ด.เวียง
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา สมุทรสาคร

เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย
อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร
034-428-045

สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ด.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

198/1 ด.รอกสมอราย
ด.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อดำ
ด.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย
ด.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ด.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี
077-222-595

สาขา ตรี

59/28 ถ.ห้วยยอด ด.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา บัตดาบี

300/69-70 หมู่ 4 ด.ระสมิแล
อ.เมือง จ.บัตดาบี
073-350-140-4

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ AAV, ADVANC, AEONTS, AMATA, ANAN, AOT, AP, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BGRIM, BH, BJC, BLAND, BPP, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DTAC, EA, EGCO, EPG, ERW, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMT, KBANK, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MAJOR, MBK, MEGA, MINT, MTC, ORI, OSP, PLANB, PRM, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, RATCH, ROBINS, RS, SAWAD, SCB, SCC, SGP, SIRI, SPALI, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, TCAP, THAI, THANI, TISCO, TKN, TMB, TOA, TOP, TPIPP, TRUE, TTW, TU, TVO, WHA และ SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำหนังสือชี้แจงของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้แจงของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) – Corporate Governance Report Rating 2021

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2564 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 6 มกราคม 2565) มี 2 กลุ่ม คือ
 - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
 - ได้รับการรับรอง CAC