

MOMENTUM

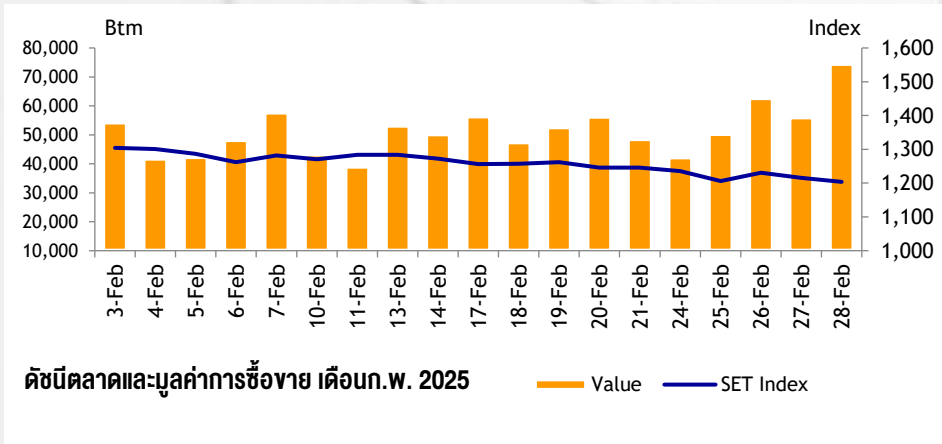
Vol. 03 March 2025



‘ ปรับลดเป้าหมาย SET แต่โอกาสยังคงอยู่ ‘

ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวในสหรัฐฯ และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดที่ช้าลงจากนโยบายของทรัมป์กำลังกดดันสินทรัพย์เสี่ยงและทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายไปตลาดตราสารหนี้ ทางด้านเศรษฐกิจไทยและกำไรที่ต่ำกว่าคาดใน 4Q24 ได้ก่อให้เกิดการปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้นในปี 2025 และทำให้ รพท. ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายเร็วขึ้น เราปรับลดเป้าหมาย SET เป็น 1,390 แต่คงมุมมองที่ว่า Valuation ของดัชนีในปัจจุบันอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากสำหรับการลงทุนระยะยาวไม่ว่าจะในแง่ของ PER PBV หรือ EY gap หุนเด่น เดือน มี.ค. ประกอบไปด้วย BA BTG CPALL MTC และ PR9

มุมมองทางเทคนิค มี.ค.2025
SET Index เดือนที่ผ่านมาผันลงแรงเกินคาดและหลุดแนวรับสำคัญ 1273 จุด ลงมา ทำให้ภาพรวมมีโอกาสปรับตัวลงต่อเนื่องได้หากไม่กลับไปยืนแนวดังกล่าว โดยมองเป้าหมายการลงที่อาจมีโอกาสลงไปในเดือนนี้อยู่ที่ 1183 และ 1128 จุด อย่างไรก็ตาม หากลงถึงระดับดังกล่าวอินดิเคเตอร์ของ SET ที่อยู่ในโซน Oversold อาจทำให้มีการรื้อवादได้ในช่วงกลางถึงครึ่งเดือนหลัง



กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวในสหรัฐฯ และการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดที่ซาลงจากนโยบายของทรัมป์กำลังกดดันสินทรัพย์เสี่ยงและทำให้เกิดการเคลื่อนย้ายไปตลาดตราสารหนี้ทางด้านเศรษฐกิจไทยและกำไรที่ต่ำกว่าคาดใน 4Q24 ได้ก่อให้เกิดการปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้นในปี 2025 และทำให้ รปท. ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายเร็วขึ้น เราปรับลดเป้าหมาย SET เป็น 1,390 แต่คงมุมมองที่ว่า Valuation ของดัชนีในปัจจุบันอยู่ในระดับที่น่าสนใจมากสำหรับการลงทุนระยะยาวไม่ว่าจะในแง่ของ PER PBV หรือ EY gap หักเด่น เดือน มี.ค. ประกอบไปด้วย BA BTG CPALL MTC และ PR9

ความกังวลเกี่ยวกับการชะลอตัวของเศรษฐกิจสหรัฐฯและการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายของเฟดที่ซาลงกดดันสินทรัพย์เสี่ยง

นโยบายภาษีในปี 2025 ของทรัมป์กำลังกดดันหุ้นสหรัฐฯ ในขณะที่ข้อมูลตัวเลขทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอเมื่อเร็ว ๆ นี้และเงินเฟ้อที่กำลังปรับตัวขึ้นบั่นทอนความหวังที่ดอกเบี้ยจะลดลง ตลาดคาดว่าเฟดจะคงอัตราดอกเบี้ยสักระยะหนึ่งก่อนลดดอกเบี้ยในเดือน มิ.ย. หรือ ก.ค. 2025 ประเทศไทยซึ่งมียอดการค้าเกินดุลกับสหรัฐฯ อยู่ USD45.6 พันล้านมีความเสี่ยงถ้าภาษีเล็งไปยังการส่งออกสำคัญ อาทิเช่น อิเล็กทรอนิกส์และชิ้นส่วนยานยนต์และอาจมีแรงกดดันทางอ้อมจากการนำเข้าจากจีนที่เพิ่มขึ้นจากภาษีที่สหรัฐฯ เรียกเก็บจากจีน

คาดเศรษฐกิจไทยจะโตในระดับปานกลาง รปท. ลดดอกเบี้ยเร็วขึ้น

ใน 4Q24 เศรษฐกิจไทยโต 0.4% q-q และ 3.2% y-y ซ้ำกว่าที่ตลาดคาดซึ่งทำให้เศรษฐกิจไทยในปี 2024 โต 2.5% y-y การบริโภคในภาคเอกชนยังคงดีในขณะที่ภาครัฐและส่งออกปรับตัวขึ้น ทั้งนี้สำนักงานสภาพัฒนาการเศรษฐกิจและสังคมแห่งชาติ (NESDC) คาดการเติบโตของเศรษฐกิจในปี 2025 ที่ 2.3-3.3% y-y โดยมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงของนโยบายการค้าโลกเมื่อไม่นานมานี้ กนง. ได้ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% มาอยู่ที่ 2% ซึ่งเร็วกว่าที่เราคาด เราคิดว่าการปรับดังกล่าวเป็นบวกต่อแนวโน้มการเติบโตของเศรษฐกิจไทยและน่าจะช่วยส่งเสริมตลาดทุนโดยเฉพาะ SET ให้ฟื้นตัวหลังลดลงแรงถึง 20% ในช่วง 4 เดือนที่ผ่านมา

กำไร 4Q24-2024 ที่ต่ำกว่าคาดทำให้ต้องปรับลดประมาณการปี 2025

ใน 4Q24 กำไรสุทธิรวมโต 8% q-q และ 12% y-y ต่ำกว่าคาด 8% โดยกลุ่มที่มีผลประกอบการแย่ที่สุดส่วนมากเป็นกลุ่ม Global-related อาทิเช่น พลังงาน ปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง อิเล็กทรอนิกส์และบรรจุภัณฑ์ ในทางตรงกันข้ามการท่องเที่ยวทำได้ดีกว่าคาดในขณะที่ยอดนักท่องเที่ยวเนื่องกับเศรษฐกิจในประเทศส่วนใหญ่ออกมาใกล้เคียงคาด สำหรับในปี 2024 EPS น่าจะอยู่ที่ประมาณ 78 (+2% y-y) แม้ว่าประมาณการ EPS ในปี 2025 จะลดลง 3% เหลือ 95 บาทแต่ตัวเลขดังกล่าวยังโตได้ 21% y-y

ปรับลดเป้าหมาย SET เป็น 1,390

เราปรับลดเป้าหมาย SET ของเราจาก 1,600 เป็น 1,390 โดยเราใช้ประมาณการ EPS ปี 2025 Conservative ขึ้นที่ 93 บาทและปรับลด PER เป้าหมายเหลือ 15x ปัจจุบันดัชนีมีการซื้อขายเทียบเท่า 2025 PER ต่ำกว่า 13x พร้อม Earnings yield gap ที่สูงผิดปกติถึง 5.5% ซึ่งทำให้ Valuations อยู่ในระดับที่น่าสนใจ แม้ในสถานการณ์ที่เลวร้ายที่สุดที่กำไรต่อหุ้นอยู่ที่เพียง 90 บาท PER จะยังอยู่ที่ 13.3x พร้อม Yield gap ที่อยู่ในระดับสูง เราชอบ Domestic-focused strategy โดยให้ความสำคัญกับหุ้นที่มีแนวโน้มดีในปี 2025 และมี Valuations ในระดับที่น่าสนใจ ทั้งนี้หุ้นเด่นของเราเดือนนี้ประกอบด้วย BA BTG CPALL MTC และ PR9

TOP5 : MARCH

บมจ. การบินกรุงเทพ

BA TB

BUY, TARGET: 30.0, +48.5%

THAI CAC : N/A

CG2024 : 4

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

License no. 080523



ผู้โดยสารในเส้นทางสมุยทำสถิติสูงสุดรายเดือนและรายปีใหม่เมื่อไม่นานมานี้

จากข้อมูลของสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (CAAT) ปริมาณผู้โดยสารในเส้นทางสมุยโตขึ้น 18% y-y เป็น 313,000 ในเดือน ม.ค. 25 สูงกว่าระดับก่อนโควิด 36% และทำสถิติสูงสุดรายเดือนใหม่ (ตัวเลขก่อนหน้าอยู่ที่ 293,000 ในเดือน ส.ค. 18) เราคาดว่าตัวเลขมีแนวโน้มโตต่อเนื่องโดยมีปัจจัยหนุนจาก The White Lotus season 3 (Series ทางโทรทัศน์ของ HBO ซึ่งกำหนดออกอากาศในวันที่ 16 ก.พ. 2025) ซึ่งมีการถ่ายทำที่ภูเก็ตและสมุย ทั้งนี้ปริมาณผู้โดยสารในเส้นทางสมุยทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 2.8 ล้านในปี 2024 (+16% เมื่อเทียบกับช่วงก่อนโควิด) และเราคาดว่าตัวเลขจะโตต่อเนื่องอีก 10% y-y เป็น 3.1 ล้านในปี 2025

แนวโน้มค่าโดยสารในเส้นทางสมุยน่าจะเพิ่มขึ้น จะช่วยบรรเทาความกังวลเกี่ยวกับการแข่งขันในเส้นทางอื่น

ตลาดมีความกังวลว่าอุปทานเครื่องบินที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ค่าโดยสารลดลงในปี 2025 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าค่าโดยสารของ BA น่าจะโตต่อเนื่องถ้าสมุยยังมีความต้องการในระดับสูง ทั้งนี้ค่าโดยสารในเส้นทางสมุยน่าจะอยู่ที่ประมาณ 4,400-4,500 บาทในปี 2024 (+4% เมื่อเทียบกับช่วงก่อนโควิด) และเราคาดว่าตัวเลขจะปรับขึ้นต่อเนื่องอีก 5% เป็น 4,600 บาทในปี 2025 ในขณะที่เราคาดว่าค่าโดยสารในเส้นทางอื่นจะลดลง 5% เป็น 3,500 บาทในปี 2025 จากการแข่งขันที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามเส้นทางสมุยคิดเป็น 70% ของรายได้จากผู้โดยสาร ดังนั้นค่าโดยสารเฉลี่ยน่าจะยังโตได้ 2% เป็น 4,300 บาทในปี 2025

ตัวเลขผู้โดยสารในเส้นทางสมุยที่เพิ่มขึ้นทุก ๆ 100,000 อาจทำให้กำไรปี 2025 สูงขึ้น 200 ลบ.

เราคาดว่ากำไรปกติในปี 2024 จะกระโดดเพิ่มจาก 1.7 พัน ลบ. ในปี 2023 เป็น 3.7 พัน ลบ. โดยมีปัจจัยหนุนหลักจากกำไรที่เพิ่มขึ้น 1.8 พัน ลบ. การดำเนินงานในเส้นทางสมุยบนสมมติฐานตัวเลขผู้โดยสารที่สูงขึ้น 500,000 เป็น 2.8 ล้านซึ่งหมายความว่าผู้โดยสารในเส้นทางสมุยที่เพิ่มขึ้นทุก ๆ 100,000 จะช่วยให้กำไรเพิ่ม 300-400 ลบ. ทั้งนี้เราคาดว่ากำไรของ BA จะโต 10% เป็น 4.1 พัน ลบ. ในปี 2025 ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของตลาดที่ 3.7 พัน ลบ. เราเชื่อว่าประมาณการของเรายังมี Upside และกำไรของ BA อาจดีกว่าที่ตลาดคาดจากตัวเลขผู้โดยสารในเส้นทางสมุยที่เพิ่มขึ้น 300,000 ในปีนี้ซึ่งอาจช่วยทำให้กำไรเพิ่ม 0.6-0.9 พัน ลบ. และทำให้ได้กำไรในปี 2025 อยู่ที่ 4.3-4.6 พัน ลบ.

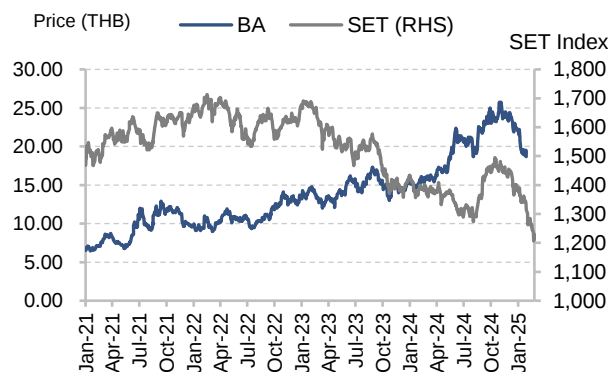
ปรับเพิ่มประมาณการกำไร ผลตอบแทนสูงกว่าหุ้นท่องเที่ยวอื่น

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2024-26 ของเราขึ้น 6-7% เพื่อสะท้อนกำไร 4Q24 ที่น่าจะดีกว่าคาด (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 9) และคงราคาเป้าหมายปี 2025 ของเราที่ 30 บาท (SoTP) ทั้งนี้ BA มีการซื้อขายโดยมี Valuation อยู่ในระดับที่น่าสนใจเพียง 9x 2025E P/E พร้อมผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ที่ 6% และผลตอบแทนต่อส่วนผู้ถือหุ้นที่สูงกว่าที่ 21% (เทียบกับหุ้นท่องเที่ยวอื่น อาทิเช่น AOT ที่ 18% และโรงแรมไทยที่ 6%)

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	19,681	23,950	25,824	26,397
Net profit	3,110	3,635	4,075	4,303
EPS (THB)	1.48	1.73	1.94	2.05
vs Consensus (%)	-	1.2	9.7	7.9
EBITDA	4,820	6,982	7,680	7,832
Recurring net profit	1,653	3,713	4,075	4,303
Core EPS (THB)	0.79	1.77	1.94	2.05
Chg. In EPS est. (%)	-	6.5	6.7	5.9
EPS growth (%)	nm	124.7	9.7	5.6
Core P/E (x)	23.4	10.4	9.5	9.0
Dividend yield (%)	5.4	6.0	6.3	6.7
EV/EBITDA (x)	11.2	7.4	6.3	5.9
Price/book (x)	2.3	2.1	1.9	1.7
Net debt/Equity (%)	91.8	70.8	50.5	34.8
ROE (%)	9.8	21.0	21.1	20.3

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : MARCH

บมจ. เบตาโกร

BTG TB

BUY, TARGET: 24.0, +22.4%

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Sureeporn Teewasuwet

License no. 040694



เราประทับใจกับอัตรากำไรที่สูงขึ้นใน 4Q24

BTG รายงานกำไรสุทธิ 4Q24 อยู่ที่ 983 ลบ. (ทรงตัว q-q, พลิกจากที่เคยขาดทุน 660 ลบ. ใน 4Q23) เมื่อหักรายการพิเศษกำไรปกติอยู่ที่ 976 ลบ. (+8% q-q, พลิกจากที่เคยขาดทุนใน 4Q23) แม้ว่าราคาเนื้อสัตว์ในไทยใน 4Q24 จะลดลง q-q ปริมาณขายที่สูงขึ้นช่วยให้รายได้รวมยังโต 0.7% q-q และ 10% y-y ทั้งนี้เราประทับใจกับอัตรากำไรขั้นต้นที่ 14.9% ใน 4Q24 ซึ่งสูงขึ้นจาก 13.9% ใน 3Q24 และทำสถิติสูงสุดในรอบ 8 ไตรมาส ตัวเลขดังกล่าวได้ประโยชน์จากราคาวัตถุดิบที่อยู่ในระดับต่ำและยอดขายที่สูงขึ้นจากช่องทางการจัดจำหน่ายที่มีอัตรากำไรสูง อาทิเช่น บริการอาหารส่งออก ธุรกิจในต่างประเทศและอาหารสัตว์เลี้ยง

ผู้บริหารให้แนวโน้มราคามื้อสัตว์เชิงบวก

ผู้บริหารตั้งเป้าให้รายได้ปี 2025 โต 3-7% โดยไม่รวมรายได้จากธุรกิจโไฟนสึคโปร (จะเพิ่มรายได้อีก 2-3%) บริษัทฯ ยังให้มุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มราคามื้อสัตว์ในปี 2025 โดยราคาเนื้อหมูซึ่งคาดว่าจะทรงตัวในระดับสูงที่ 80-82 บาท/กก. ใกล้เคียงกับราคาในปัจจุบันและราคาเนื้อไก่ที่คาดว่าจะยังทรงตัวที่ 42 บาท/กก. จากอุปทานที่ทรงตัวและความต้องการที่อยู่ในระดับสูง ทั้งนี้บริษัทฯ ตั้งเป้าอัตรากำไรขั้นต้นปี 2025 อยู่ที่ 13.5-15% สูงขึ้นจาก 13.5% ในปี 2024 โดยกลยุทธ์ในปีนี้จะมุ่งเน้นไปที่การขายสินค้ามูลค่าเพิ่มให้มากขึ้นและปรับสัดส่วนของช่องทางการจัดจำหน่ายต่าง ๆ ให้มีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น อาทิเช่น บริการอาหารและส่งออก

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q25 จะสูงเกิน 1 พัน ลบ.

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q25 จะโตต่อเนื่อง q-q และ y-y โดยได้ปัจจัยผลักดันจากราคามื้อสัตว์ที่กำลังฟื้นตัวรวมถึงราคามื้อหมูที่สูงขึ้นซึ่งน่าจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจหมูในประเทศจากระดับด้อยในปี 2024 นอกจากนี้การควบรวมธุรกิจโไฟนสึคโปรยังน่าจะช่วยทำให้กำไรสูงขึ้นเนื่องจากผู้บริหารคาดว่ากำไรของธุรกิจโไฟนสึคโปรน่าจะชดเชยค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจากหนี้ที่ใช้ในการซื้อธุรกิจดังกล่าวได้ซึ่งจะช่วยเพิ่มกำไรของ BTG ในภาพรวม

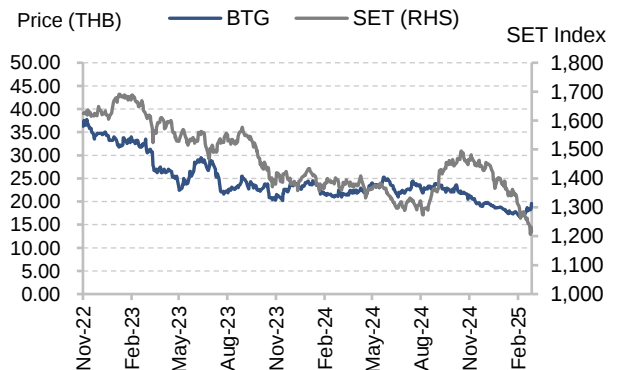
มองการนำเข้าวัตถุดิบจากสหรัฐฯ เป็นบวก

ในส่วนภาษีของสหรัฐฯ ถ้าไทยอนุญาตให้นำเข้าวัตถุดิบอาหารสัตว์จากสหรัฐฯ อาทิเช่น ข้าวโพดซึ่งประเทศไทยไม่สามารถนำเข้าจากสหรัฐฯ ได้ในปัจจุบัน การนำเข้าดังกล่าวจะเป็นปัจจัยบวกสำหรับเกษตรกรผู้เลี้ยงสัตว์เนื่องจากข้าวโพดของสหรัฐฯ มีราคาถูกกว่าข้าวโพดในประเทศ ปัจจุบันดังกล่าวจะช่วยลดจุดด้อยและช่วยทดแทนการนำเข้าข้าวโพดจากพม่าเนื่องจากอุปทานข้าวโพดในปัจจุบันมีไม่พอสำหรับความต้องการในประเทศ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	114,232	122,189	125,584	131,325
Net profit	2,466	2,658	2,885	3,118
EPS (THB)	1.28	1.38	1.50	1.62
vs Consensus (%)	-	17.6	(2.3)	(2.0)
EBITDA	9,005	9,460	10,021	10,922
Recurring net profit	2,377	2,658	2,885	3,118
Core EPS (THB)	1.19	1.33	1.44	1.56
Chg. In EPS est. (%)	nm	(3.9)	0.5	nm
EPS growth (%)	nm	11.8	8.5	8.1
Core P/E (x)	15.3	13.7	12.6	11.7
Dividend yield (%)	2.7	3.0	3.3	3.6
EV/EBITDA (x)	6.7	5.8	5.1	4.4
Price/book (x)	1.3	1.2	1.1	1.1
Net debt/Equity (%)	91.0	68.2	49.3	37.4
ROE (%)	9.1	9.6	9.7	9.8

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : MARCH

บุญ. ซีพี ออลล์ จำกัด

CPALL TB

BUY, TARGET: 83, +58.9%

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Thada Jirachoenying

License no. 054189



CPALL รายงานกำไรปกติทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 6.9 พัน ลบ. (+12% q-q, +24% y-y) สูงกว่าที่ราคาตลาด 6%

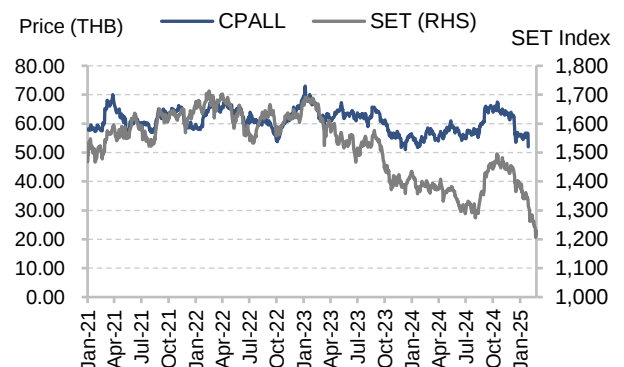
Highlights

- กำไรปกติ 4Q24 ทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 6.9 พัน ลบ. (+12% q-q, +24% y-y) และจบปี 2024 กำไรปกติทำสถิติสูงสุดใหม่เช่นกันที่ 25.3 พัน ลบ. (+40% y-y) โดยมีปัจจัยผลักดันจากยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ที่เป็นบวกได้ต่อเนื่อง และการขยายร้านสาขาเพิ่มขึ้น รวมถึงอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวดีขึ้นในธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ค้าส่งและค้าปลีก
- ไทม์การประชุม Analyst meeting วันที่ 28 ก.พ. เป็นกลาง เป้าปี 2025 ยังคงคล้ายเดิม SSSG ที่ระดับ GDP Growth + inflation (c3% +/-), GPM ขยายตัว 10-20bps จากการผลักดันยอดขายสินค้าที่ high margin มากขึ้น (higher gpm on product mixed) และการออกสินค้าใหม่ที่มี price point สูงขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่ม RTE,RTD เช่น ขยับแบรนด์จาก All Cafe เป็น All Select, การออกข้าวกล่องกับ Celebrity chef เป็นต้น
- การขยายร้านสาขายัง plan ที่ 700 สาขาในลักษณะร้านใหญ่และมีพื้นที่จอดรถ ขณะที่ Target ระยะกลาง-ยาว ที่ 20,000 สาขา (imply เปิด 700 สาขาได้อีก 7 ปี)
- ระยะสั้น QTD SSSG ยังบวกได้ 1-3% ซึ่งเทรนด์เดือนก.พ.อาจย่อลงเล็กน้อยจากจำนวนวันที่น้อยลง 1 วัน (c1% SSSG) โดยยังคงคาด SSSG ใน 1Q25E จะยังบวกได้ระดับ 1-3% แนวโน้มกำไร 1Q25E คาดว่าจะเพิ่มขึ้น y-y จากยอดขายของทั้ง 3BUs ที่ยังเป็นบวกได้ต่อเนื่อง รวมถึง synergy value ของ CPAXT ที่จะเห็นผลชัดเจนในช่วงครึ่งปีหลัง

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	958,998	1,004,725	1,054,529	1,106,895
Net profit	25,346	27,820	31,529	33,464
EPS (THB)	2.82	3.10	3.51	3.73
vs Consensus (%)	-	14.9	16.2	10.0
EBITDA	59,159	65,922	68,079	73,000
Recurring net profit	25,314	27,820	31,529	33,464
Core EPS (THB)	2.82	3.10	3.51	3.73
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	(0.1)	nm
EPS growth (%)	39.6	9.9	13.3	6.1
Core P/E (x)	17.5	15.9	14.0	13.2
Dividend yield (%)	2.7	3.1	3.6	3.8
EV/EBITDA (x)	17.2	15.7	14.8	13.6
Price/book (x)	3.8	3.4	3.0	2.7
Net debt/Equity (%)	115.8	112.9	98.2	85.9
ROE (%)	21.3	20.8	21.2	20.3

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : MARCH

บมจ. เมืองไทย แคปปิตอล

MTC TB

BUY, TARGET: 56.0, +16.7%

THAI CAC : Certified
CG2024 : 5
Analyst : Nathapol Pongsukcharoenkul
License no. 049193



ประเด็นเก็บตกสำคัญจากที่ประชุมนักวิเคราะห์ของ MTC

เราได้ประเด็นเก็บตกสำคัญจากที่ประชุมนักวิเคราะห์หลังผลประกอบการ 4Q24 ของ MTC (20 ก.พ.) ประกอบด้วย: 1) การประหยัลดต้นทุนในการกู้ยืมเฉลี่ยที่น้อยกว่าคาดเนื่องจาก MTC จะขยายระยะเวลาในการกู้ยืมเฉลี่ยเป็น 3.5 ปี; 2) คุณภาพสินทรัพย์ที่ดีจากการปรับปรุงประสิทธิภาพพนักงานและมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐในปัจจุบัน; และ 3) ปริมาณการเติบโตของสินเชื่อในระดับสูงที่ 13% y-y ในปี 2025 พร้อมสัดส่วนค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานต่อรายได้ที่คาดว่าจะลดลง

ระยะเวลาในการกู้ยืมที่ยาวขึ้นจะทำให้ประหยัลดต้นทุนในการกู้ยืมได้น้อยลง

แม้ว่า Fitch Thailand จะปรับอันดับความน่าเชื่อถือเป็นระดับ A- rating MTC จะขยายระยะเวลาในการกู้ยืมเฉลี่ยเป็น 3.5 ปีซึ่งยาวกว่าอายุเงินกู้เฉลี่ยที่ 2.5 ปี ทั้งนี้บริษัทฯ ให้เหตุผลว่าเพื่อต้องการหาแหล่งเงินทุนสำหรับการขยายธุรกิจและลดภาระในการออกหุ้นกู้ใหม่เพื่อทดแทนของเก่าหลังตลาดมีความผันผวนในปี 2024 จากทิศทางดังกล่าวเราคาดในขั้นต้นว่า MTC จะประหยัลดต้นทุนในการกู้ยืมปี 2025 ได้น้อยกว่าค่าเฉลี่ย 40bp y-y ที่คาดไว้เดิมอยู่มาก บริษัทฯ ให้เป้าหมายการว่าต้นทุนในการกู้ยืมเฉลี่ยในช่วง 1H25 น่าจะอยู่ที่ประมาณ 4.6% (ระดับเดียวกันกับใน 4Q24) ก่อนค่อย ๆ ลดลงในช่วง 2H25 ตามอัตราดอกเบี้ยนโยบายที่ลดลง

คุณภาพสินทรัพย์น่าจะดีขึ้นต่อเนื่อง

ในด้านบวกคุณภาพสินทรัพย์รวมยังอยู่ในเกณฑ์ดี จนถึงปัจจุบันสถานการณ์ในเดือน ม.ค. และ ก.พ. 25 ค่อนข้างเหมือนใน 4Q24 โดยมีประสิทธิภาพของพนักงานเก็บเงินที่สูงขึ้นและผลบวกจากมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาล (การแจกเงินสด 10,000 บาท มาตรการอุดหนุนรายได้เกษตรกร ฯลฯ) เป็นปัจจัยหนุนสำคัญ ทั้งนี้ MTC ตั้งเป้าสัดส่วนหนี้ด้วยคุณภาพในปี 2025 อยู่ที่ 2.7% และต้นทุนความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อที่ 2.8% ใกล้เคียงกับที่ราคา

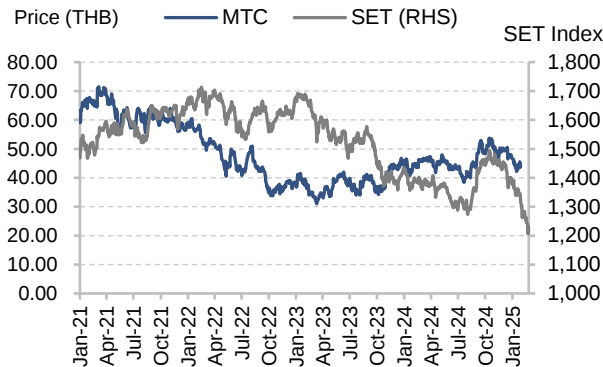
ปรับลดประมาณการกำไรของเรา 7-8% คงคำแนะนำซื้อและเลือกเป็นหุ้นเด่นที่ราคาเป้าหมายปี 2025 ใหม่ที่ 56 บาท

เราคงคำแนะนำซื้อและเลือก MTC เป็นหุ้นเด่นที่ราคาเป้าหมายปี 2025 ใหม่ที่ 56 บาท (GGM) จากเดิมที่ 60 บาท เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2025-26 ของเราลง 7-8% จากการประหยัลดต้นทุนในการกู้ยืมเฉลี่ยที่ต่ำกว่าคาด ปัจจุบันเราคาดว่า MTC จะมีต้นทุนในการกู้ยืมเฉลี่ยที่ 4.34% ในปี 2025 เทียบกับ 4.39% ในปี 2024 อย่างไรก็ตามเราคาดว่าผลลบจะชดเชยได้จากแนวโน้มคุณภาพสินทรัพย์ที่เอื้ออำนวยและต้นทุนความเสี่ยงในการปล่อยสินเชื่อที่คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 2.8% ในปี 2025-26 จากสินเชื่อที่โตต่อเนื่อง ประสิทธิภาพในการดำเนินงานที่ดีขึ้นและคุณภาพสินทรัพย์ที่เอื้ออำนวย เราคาดว่า MTC จะรายงานกำไรสุทธิในช่วงปี 2025-27 โต 16% CAGR

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Operating profit	7,328	8,854	10,371	11,445
Net profit	5,867	7,083	8,297	9,156
EPS (THB)	2.77	3.34	3.91	4.32
vs Consensus (%)	-	20.8	18.4	10.5
Recurring net profit	5,867	7,083	8,297	9,156
Core EPS (THB)	2.77	3.34	3.91	4.32
Chg. In EPS est. (%)	-	(7.3)	(8.1)	(11.3)
EPS growth (%)	19.6	20.7	17.1	10.4
Core P/E (x)	17.4	14.4	12.3	11.2
Dividend yield (%)	0.5	1.0	1.2	1.3
Price/book (x)	2.8	2.4	2.0	1.7
ROE (%)	17.0	17.6	17.6	16.7
ROA (%)	3.7	3.9	4.1	4.0

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



TOP5 : MARCH

บมจ. โรงพยาบาลพระรามเก้า

PR9 TB

BUY, TARGET: 30.0, +32.2%

THAI CAC : Certified

CG2024 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

License no. 080523



กำไร 4Q24 โต 10% y-y เป็น 207 ลบ. ใกล้เคียงกับที่ราคา

Highlights

- PR9 รายงานกำไร 4Q24 อยู่ที่ 207 ลบ. (+10% y-y, -1% q-q) ใกล้เคียงกับที่ราคา
- ในไตรมาส PR9 มีรายการลดภาษีได้สุทธิ 18 ลบ. (จากการบริการ X-ray มูลค่า 18 ลบ. ซึ่งใช้หักภาษีได้ 36 ลบ.) ดังนั้นกำไรปกติหลังหักประโยชน์ทางภาษีจึงลดลง 9% q-q เป็น 189 ลบ. (เทียบกับ 208 ลบ. ใน 3Q24)
- แม้ว่ารายได้จะสูงขึ้น 2% q-q ไปทำสถิติสูงสุดใหม่ ตลาดอาจจะผิดหวังกับกำไรอยู่เล็กน้อยเนื่องจากมีรายการพิเศษหลายรายการในค่าใช้จ่ายการขยายและบริหาร ประกอบด้วยรายการด้วยค่าของสินทรัพย์ 6 ลบ. ค่าซ่อมบำรุงเพิ่มเติม 3-4 ลบ. และการปรับต้นทุนปลายปี 8-10 ลบ. เมื่อหักรายการพิเศษดังกล่าวราคากำไรปกติอยู่ที่ 203-205 ลบ.
- รายได้สูงขึ้น 7% y-y โดยได้ปัจจัยผลักดันจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ (+51% y-y) เป็นหลัก ในขณะที่รายได้ผู้ป่วยชาวไทยทรงตัว y-y จากฐานที่สูงและการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ
- สัดส่วนรายได้จากผู้ป่วยชาวไทยคิดเป็น 80% ในขณะที่รายได้ผู้ป่วยต่างชาติคิดเป็น 20% สูงที่สุดเมื่อเทียบกับ 15-18% ก่อนหน้า
- ค่าใช้จ่ายการขยายและบริหารเพิ่มขึ้น 15% y-y และ 13% q-q ดังได้กล่าวไว้แล้วเบื้องต้น ในขณะที่ต้นทุนขายสูงขึ้น 8% y-y ซึ่งทำให้ EBITDA margin ลดลงเหลือ 23% ใน 4Q24 (เทียบกับ 25% ใน 4Q23) เมื่อหักรายการพิเศษต่าง ๆ EBITDA margin น่าจะอยู่ที่ 25%
- ในปี 2024 กำไรปกติกระโดดเพิ่ม 28% y-y เป็น 713 ลบ. ใกล้เคียงกับที่ราคา

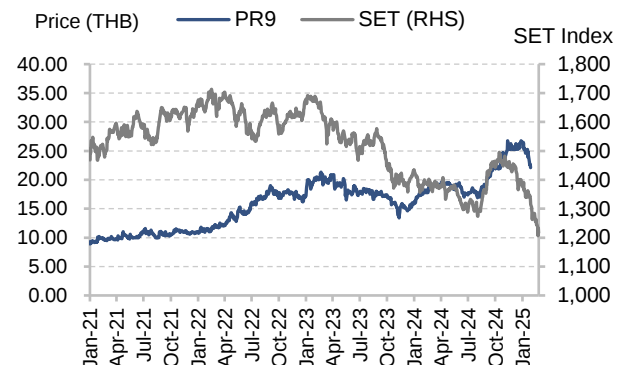
Outlook and valuation

- เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลงในปัจจุบันและความกังวลเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายการขยายและบริหารที่สูงขึ้นใน 4Q24 เป็นโอกาสในการซื้อเนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะโตต่อเนื่อง y-y ใน 1Q25 โดยมีปัจจัยผลักดันจากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติเป็นหลัก
- PR9 ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการในรอบ 2H25 อยู่ที่ 0.25 บาท/หุ้น (เงินปันผลระหว่างกาลรอบ 1H25 อยู่ที่ 0.15 บาท/หุ้น) คิดเป็นผลตอบแทนในรูปเงินปันผลอยู่ที่ 2%
- PR9 มีการซื้อขายโดยมี Valuation อยู่ในระดับที่น่าสนใจที่ 21x 2025E P/E พร้อมโอกาสที่จะได้ Upside จากรายได้ผู้ป่วยต่างชาติ

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	4,635	5,068	5,481	5,872
Net profit	713	816	905	1,002
EPS (THB)	0.91	1.04	1.15	1.27
vs Consensus (%)	-	13.9	11.1	10.1
EBITDA	1,114	1,271	1,427	1,562
Recurring net profit	713	816	905	1,002
Core EPS (THB)	0.91	1.04	1.15	1.27
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	0.0	nm
EPS growth (%)	27.8	14.5	10.9	10.7
Core P/E (x)	24.4	21.3	19.2	17.3
Dividend yield (%)	1.8	2.3	2.6	2.9
EV/EBITDA (x)	13.6	11.8	10.2	8.9
Price/book (x)	3.2	2.9	2.7	2.5
Net debt/Equity (%)	(41.2)	(40.4)	(44.2)	(48.7)
ROE (%)	13.6	14.3	14.6	14.9

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitys	The Sustainabilitys' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.																					
	<table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="2">Average:</td><td rowspan="2">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table>	AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428	
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **CG Score**; 2) **AGM Level**; 3) **Thai CAC**; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟ เอส เอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

คณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) ได้ดำรงตำแหน่งคณะกรรมการ/ผู้บริหารของบริษัทจดทะเบียนดังนี้ AEONTS, BAFS, BCPG, BE8, EA, FPT, FSX, KDH, SVI, VNG, WP, XO

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

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

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด” เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น