

MOMENTUM

Vol. 11 November 2023



“สภาวะตลาดที่ไม่เอื้ออำนวยยังเป็นปัจจัยกดดัน”

ตลาดหุ้นยังคงได้รับแรงกดดันจากอัตรา

ผลตอบแทนพันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้น

ยาวนาน ราคา Downside ของ SET อยู่ที่

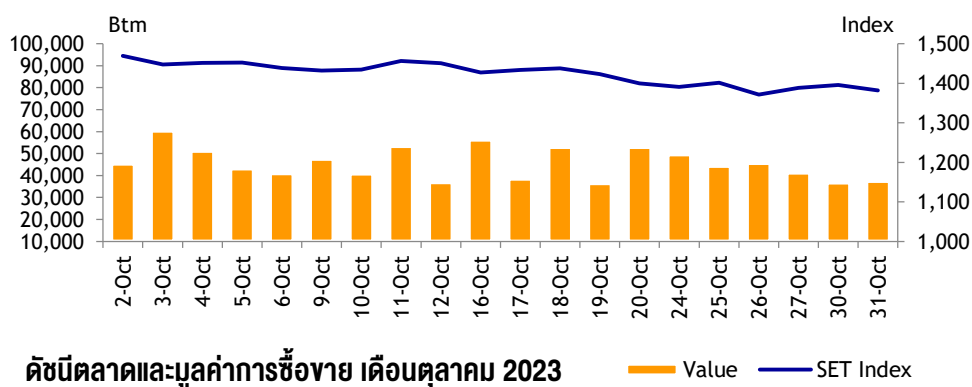
1,320-1,360 โดยใช้สมมติฐานจาก Earnings

yield gap ในอดีต วางแผนปรับเป้าของ SET ไป

เป็นสิ้นปี 2024 หลังประกาศกำไร 3Q23 และปรับ

ประมาณการ เดือนพฤศจิกายนนี้ เราแนะนำ ...

AOT, BH, CENTEL, CPN และ SISB



มุมมองทางเทคนิค

เดือนพฤศจิกายน 2023

SET Index ลงต่อเนื่องในระดับ

100 จุดเป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกัน

ซึ่งถือว่าเป็นไปตามที่เรา

คาดการณ์ไว้เดือนที่แล้วว่า SET

มีโอกาสเป็นขาลงใหญ่เมื่อหลุด

จากแนวรับสำคัญ 1461 จุด

ตอนนี้ เรายังมองเป้าหมายการ

ลงสำคัญบริเวณ 1320-1340

จุด ซึ่งเป็นแนวรับจากเส้น

ค่าเฉลี่ย 200 เดือน อย่างไรก็ตาม

ตาม ในระยะสั้นอาจมีการติดตัว

กลับขึ้นบ้าง เนื่องจากระดับอินดิ

เคเตอร์อยู่ในโซน Oversold ของ

ภาพรายสัปดาห์ โดยมีแนวต้าน

สำคัญบริเวณ 1390-1415 จุด

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



ตลาดหุ้นยังคงได้รับแรงกดดันจากอัตราผลตอบแทน พันธบัตรและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับขึ้นยาวนาน เราคาด Downside ของ SET อยู่ที่ 1,320-1,360 โดยใช้ สมมติฐานจาก Earnings yield gap ในอดีต วางแผน ปรับเป้าของ SET ไปเป็นสิ้นปี 2024 หลังประกาศกำไร 3Q23 และปรับประมาณการ หุ้นเด่นในเดือน พฤศจิกายนนี้ ประกอบด้วย AOT, BH, CENTEL, CPN และ SISB

อัตราผลตอบแทนที่สูงขึ้นยังเป็นปัจจัยกดดันสำคัญในตลาดหุ้น

เราคาดว่าตลาดหุ้นโลกยังคงได้รับแรงกดดันจาก Earnings yield gap ที่ถือเป็นศูนย์เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยหลังวิกฤต Subprime ที่ 3.5% เนื่องจากอัตราผลตอบแทน พันธบัตรสหรัฐฯ อายุ 10 ปีแตะระดับสูงสุดที่ประมาณ 5% ในขณะที่ Inverted yield curve ยังส่งสัญญาณเตือนการชะลอตัวทางเศรษฐกิจหรือเศรษฐกิจถดถอยในปีหน้า แม้ว่าผลต่างที่เป็นลบจะเริ่มแคบลง แต่เกิดจากภาวะ bear steepener ซึ่งไม่เป็นผลดีต่อตลาด เราคิดว่าอัตราเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับสูงอย่างต่อเนื่องในสหรัฐฯจะหนุนอัตราดอกเบี้ยและผลตอบแทน พันธบัตรให้ทรงตัวในระดับสูงอย่างยาวนานเพื่อชะลอการเติบโตทางเศรษฐกิจ เราคาดว่า การลดอัตราดอกเบี้ยครั้งแรก อาจเกิดขึ้นอย่างรวดเร็วที่สุดในช่วง 2H24

SET จะตกต่ำสุดได้แค่ไหน

Earnings yield gap ของ SET ในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 3% เทียบเท่า SD -1 ของค่าเฉลี่ยในอดีตตั้งแต่ปี 2010 ที่ 3.7% แต่หากมองข้ามไปในปี 2024 Earnings yield gap จะเพิ่มเป็น 3.8% ถ้าเราสมมติให้ Earnings yield gap เพิ่มสู่ระดับ SD -1 หรือ 4.4% โดยตรงผลตอบแทนพันธบัตรไว้ที่ 3.3% หรือ คง Earnings yield gap ไว้ที่ 3.8% แต่เพิ่มอัตราผลตอบแทน พันธบัตรเป็น 3.5-3.75% ระดับการประเมินมูลค่าของ SET อาจลดลงมาอยู่ที่ระดับ PER รว 13.2-13.6x เทียบเท่า SET ที่ 1,320-1,360 ซึ่งเรามองเป็นโอกาสในการสะสมสำหรับการลงทุนในระยะยาว อย่างไรก็ตามถ้าเราตั้งสมมติฐานในกรณีเลวร้ายที่สุดโดยให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรอยู่ที่ 3.5-3.75% และ Earnings yield gap อยู่ที่ 4.4% SET อาจมี Downside อยู่ที่ระดับราว 1,250 ซึ่งเราคิดว่ามีโอกาสเกิดต่ำมาก

จับตาดูการปรับประมาณการกำไรหลังผลประกอบการ 3Q23

เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมใน 3Q23 จะกระโดดเพิ่มอย่างมีนัยสำคัญถึง 22% q-q และ 34% y-y พ้นตัวจากจุดต่ำสุดใน 2Q23 กลุ่มพลังงานน่าจะมีผลประกอบการดีที่สุดจากการขึ้นของราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่นที่พุ่งขึ้น หากไม่รวมกลุ่มพลังงาน ปิโตรเคมีและธนาคาร กำไรสุทธิของตลาด คาดว่าจะลดลงเล็กน้อย 4% q-q และ 2% y-y ซึ่งถือว่าไม่สดใสนักเนื่องจากกระทบจากฤดูฝนและการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ยังมีความไม่แน่นอนในช่วงต้นไตรมาส เราคาดว่ากลุ่ม การแพทย์ ท่องเที่ยว ขนส่ง พาณิชยกรรมและการเงินจะยังมีการทำกำไรในทิศทางที่ดี ส่วนกลุ่มอาหารต้นน้ำน่าจะมีกำไรต่ำที่สุดโดยมีปัจจัยถ่วงจากราคาเนื้อสัตว์ที่ลดลง ขณะที่กลุ่ม อสังหาริมทรัพย์ วัสดุก่อสร้างและบรรจุกินที่น่าจะรายงานการเติบโตติดลบและไม่สดใส

ยังมองการปรับฐานของดัชนีเป็นโอกาสสะสมระยะกลาง-ยาว

เราเห็นแนวโน้มการปรับลดประมาณการกำไรของบจ. ลง ซึ่งเป็น Downside ต่อ EPS ตลาดฯ โดยเรามีแผนปรับ SET Target จากกลางปี 2024 ที่ 1,650 เป็นสิ้นปี 2024 หลังการประกาศกำไร 3Q23 เสร็จสิ้น ซึ่งมีแนวโน้มลดลงจากทั้งประมาณการ EPS และการ De-rate Valuation ปัจจุบัน SET Index ซื้อขายที่ระดับ 2024E PER รว 14x ใกล้กับ SD -1.0 ซึ่งนับว่าไม่แพง เรามองการปรับลงของตลาดยังเป็นโอกาสที่ดีสำหรับการสะสมหุ้นเพื่อถือลงทุนระยะกลาง-ยาว ท่ามกลางสภาวะตลาดยังไม่เอื้ออำนวยต่อสินทรัพย์เสี่ยง เรา ยังคงกลยุทธ์ที่มุ่งเน้นไปยังหุ้นในประเทศ หุ้นเด่นของเรา ประกอบด้วย AOT, BH, CENTEL, CPN และ SISB

TOP5 : NOVEMBER

บมจ. ท่าอากาศยานไทย

AOT TB

BUY, TARGET: 85.00, +22.7%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



ตัวเลขนักท่องเที่ยวขาเข้าจีนน่าจะแตะ 500-700k/เดือนใน 4Q23

เมื่อไม่นานมานี้ประเทศไทยได้ออกมาตรการยกเว้นวีซ่าให้นักท่องเที่ยวชาวจีนตั้งแต่วันที่ 25 ก.ย. 2023 ถึง 29 ก.พ. 2024 โดยกระทรวงการท่องเที่ยวและกีฬาคาดว่าตัวเลขนักท่องเที่ยวขาเข้าจีนจะกระโดดเพิ่มจาก 355k ในเดือน ส.ค. เป็น 500-700k ต่อเดือนใน 4Q23 (เท่ากับ 60-85% ของระดับก่อนโควิด) คาดการณ์ดังกล่าวสอดคล้องกับ AOT ซึ่งคาดว่าตัวเลขนักท่องเที่ยวขาเข้าจีนจะกระโดดเพิ่มเป็น 620k ในเดือน ต.ค. โดยพิจารณาจากสมมติฐานที่ว่าตัวเลขเที่ยวบินในเส้นทางไทย-จีนที่สนามบินสุวรรณภูมิน่าจะเพิ่มจาก 2,300 เที่ยวบินในเดือน ก.ย. เป็นมากกว่า 3,000 เที่ยวบิน ต.ค. AOT น่าจะได้ประโยชน์จากปัจจัยดังกล่าวเนื่องจากบริษัทฯ มี 26% ของผู้โดยสารมาจากจีนในปี 2019

ตัวเลขผู้โดยสารต่างชาติที่เพิ่มขึ้นจะช่วยหนุนกำไร 4QFY23

เราคาดว่ากำไรปกติ 4QFY23 (ก.ค. - ก.ย.) จะโต 11% q-q เป็น 3.6 พัน ลบ. โดยได้ปัจจัยหนุนจากตัวเลขผู้โดยสารต่างชาติที่เพิ่มขึ้น 7% q-q และรายได้สัมปทานที่สูงขึ้น 15-20% q-q เราคาดว่ากำไรปกติจะเร่งตัวขึ้นใน 1Q-2QFY24 ซึ่งเป็นฤดูท่องเที่ยวในประเทศไทย เราคาดว่ากำไรปกติ FY24 ที่ 30.4 พัน ลบ. สูงกว่าระดับก่อนโควิดที่ 24.4 พัน ลบ. จากปริมาณผู้โดยสารซึ่งน่าจะฟื้นตัวและแตะระดับก่อนโควิดที่ 142 ล้าน (เทียบกับ 100 ล้านในปี FY23) และการรับประกันรายได้ขั้นต่ำรายปีจากสัญญาสัมปทานของ King Power

SAT-1 จะช่วยหนุนการเติบโตระยะยาว

AOT ได้เปิดอาคารเทียบเครื่องบินรองหลังที่ 1 (SAT-1 Terminal) ไปเมื่อวันที่ 28 ก.ย. โดยมี Thai AirAsia X และ Thai Vietjet ให้บริการเที่ยวบินในช่วงเริ่มต้น แม้ว่าการเปิดอาคารใหม่ดังกล่าวอาจลดกำไรของ AOT ในช่วงแรกประมาณ 2.8 พัน ลบ. ต่อปีจากค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม (ค่าเสื่อม 1.2 พัน ลบ. และค่าใช้จ่ายอื่น 1.6 พัน ลบ.) ปัจจัยดังกล่าวจะสร้างการเติบโตในระยะยาวให้แก่ AOT เนื่องจากอาคารดังกล่าวจะเพิ่มความสามารถในการรองรับผู้โดยสารของสนามบินสุวรรณภูมิได้ 15 ล้านต่อปี (จาก 45 ล้านก่อนหน้า) และเพิ่มลานจอดเครื่องบินได้ 28 ลาน (จาก 51 ก่อนหน้า)

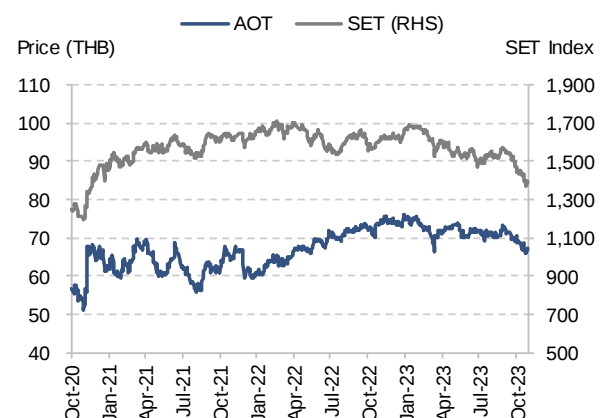
ปรับลดประมาณการกำไรปกติ หันมาซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจ

เราปรับลดประมาณการกำไร FY23 ลง 9% เพื่อสะท้อนประมาณการ 4QFY23 ของเราและปรับลดประมาณการกำไร FY24-25 ลงเล็กน้อยที่ 2-5% จากค่าใช้จ่ายดำเนินงานที่สูงขึ้นและรายได้สัมปทานที่ลดลง (สัญญาอื่นนอกเหนือจาก King Power) AOT มีการซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจที่ 33x ของค่า FY24E P/E (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 36x) หันมา Upside ประกอบด้วยโอกาสในการขึ้นค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) และการโอนสนามบินใหม่จากกรมท่าอากาศยาน

Consolidated earnings

YE Sep (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	16,560	47,028	75,671	84,984
Net profit	(11,088)	8,962	30,383	36,848
EPS (THB)	(0.78)	0.63	2.13	2.58
vs Consensus (%)	-	(17.6)	8.9	7.9
EBITDA	(1,400)	23,419	49,858	58,396
Recurring net profit	(10,173)	9,212	30,383	36,848
Core EPS (THB)	(0.71)	0.64	2.13	2.58
Chg. In EPS est. (%)	nm	(8.6)	(5.0)	(1.7)
EPS growth (%)	nm	nm	229.8	21.3
Core P/E (x)	(97.2)	107.4	32.6	26.8
Dividend yield (%)	-	0.4	1.4	1.7
EV/EBITDA (x)	(748.9)	44.5	20.5	17.3
Price/book (x)	9.8	9.0	7.3	6.2
Net debt/Equity (%)	56.3	46.1	22.5	9.8
ROE (%)	(9.5)	8.7	24.6	25.0

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : NOVEMBER

บมจ. โรงพยาบาลบำรุงราษฎร์

BH TB

BUY, TARGET: 300.00, +20.5%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 4

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



ข้อมูลเชิงบวกจากที่ประชุมนักวิเคราะห์

เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ BH เมื่อวันที่ 16 ส.ค. และได้รับข้อมูลเชิงบวกจากที่ประชุมดังกล่าว กำไรปกติทำสถิติสูงสุดใหม่ใน 2Q23 ซึ่งเป็นฤดูที่ซบเซาสำหรับธุรกิจการดูแลสุขภาพ นอกจากนี้ยังมีความเป็นไปได้สูงที่กำไรจะทำสถิติสูงสุดใหม่อีกครั้งใน 3Q23 ซึ่งเป็นฤดูที่ดีสำหรับธุรกิจดังกล่าว แม้ว่าราคาหุ้นจะปรับตัวได้ดีกว่า SET อยู่ 13% ในช่วงเดือนที่ผ่านมา เรายังชอบ BH จากแนวโน้ม 3Q23 ที่อยู่ในเกณฑ์ดีและศักยภาพในการจับตลาดผู้ป่วยต่างชาติใหม่ประกอบด้วยจีนและซาอุดีอาระเบีย

Revenue intensity ที่เพิ่มขึ้นชี้ให้เห็นถึงระยะเวลาในการเข้าพักที่สูงขึ้น

BH อธิบายว่ารายได้ที่โตได้ถึง 23% y-y ใน 2Q23 เกิดจาก Revenue intensity (14%), ปริมาณที่เพิ่มขึ้น (4%) และการปรับราคา (5%) ระยะเวลาในการเข้าพัก (LOS) เฉลี่ยเพิ่มเป็น 5.3 วันในช่วง 1H23 จาก 4.4 วันในปี 2019 โดยได้ปัจจัยผลักดันจาก LOS ของผู้ป่วยชาวตะวันตกกลางซึ่งกระโดดเพิ่มเป็น 22 วันใน 2Q23 จาก 13 วันใน 2Q19 นอกจากนี้ BH ยังปรับราคาค่ารักษาพยาบาลขึ้น 4.6% ในเดือน ก.ค. ซึ่งทำให้ราคาเพิ่มขึ้น 6.6% ในปี 2023 ด้วยเหตุดังกล่าวเราคาดว่ารายได้ต่อหัวจะโตได้ในช่วง 2H23

รายได้ 3Q23 น่าจะโตประมาณ 20-40% y-y

BH คาดว่ารายได้ 3Q23 จะโตในอัตราสองหลักเมื่อเทียบ y-y โดยน่าจะมีการเติบโตที่ระหว่าง 23% y-y (2Q23) และ 47% y-y (1Q23) เพราะฉะนั้นเราจึงเชื่อว่ากำไรปกติ 3Q23 จะทำสถิติสูงสุดใหม่ เราเห็นปัจจัยผลักดันสำคัญ 3 ประการใน 3Q23 ประเด็นแรกตัวเลขเตียงพร้อมใช้เพิ่มขึ้นเป็น 497 เตียงใน 3Q23 เทียบกับ 471 เตียงพร้อมอัตราการใช้เตียงที่ 80% ใน 2Q23 ประเด็นสองโดยปกติปริมาณผู้ป่วยชาวตะวันตกกลางและไทยจะสูงในฤดูการดูแลสุขภาพ นอกจากนี้ผู้ป่วยชาวพม่าซึ่งเป็นลำดับหนึ่งในด้านสัดส่วนรายได้ในปี 2022 และตกมาอยู่ที่สองในช่วง 1H23 จากปัญหาความตึงเครียดทางการเมืองน่าจะกลับมาใน 3Q23 หลังสถานการณ์ทางการเมืองปรับตัวดีขึ้น ประเด็นสุดท้ายบริษัทฯ ปรับราคาขึ้นในเดือน ก.ค.

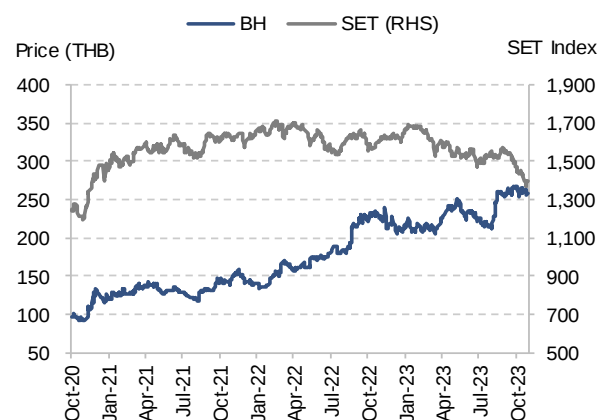
ปรับเพิ่มกำไรปกติ

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติปี 2023 ขึ้น 13% เพื่อสะท้อนแนวโน้มที่ดีใน 2Q23 และสดใสใน 3Q23 นอกจากนี้เรายังปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2024-25 อีก 10-11% ส่วนมากจาก Revenue intensity พร้อมปรับการประเมินมูลค่าไปในปี 2024 (DCF) ซึ่งทำให้เราได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 300 บาท (จาก 280 บาท) ปัจจุบัน BH มีการซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจที่ 28x ของค่า 2024E P/E (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 32x)

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	20,721	25,629	26,662	28,282
Net profit	4,938	6,822	7,066	7,552
EPS (THB)	6.21	8.57	8.88	9.49
vs Consensus (%)	-	19.4	13.4	16.6
EBITDA	7,127	9,527	9,909	10,562
Recurring net profit	4,941	6,762	7,066	7,552
Core EPS (THB)	6.21	8.50	8.88	9.49
Chg. In EPS est. (%)	-	12.6	11.2	10.1
EPS growth (%)	287.9	36.8	4.5	6.9
Core P/E (x)	40.1	29.3	28.0	26.2
Dividend yield (%)	1.3	1.4	2.0	2.1
EV/EBITDA (x)	26.7	19.5	18.4	17.0
Price/book (x)	10.1	8.3	7.4	6.6
Net debt/Equity (%)	(41.1)	(54.3)	(58.6)	(62.7)
ROE (%)	26.7	31.1	28.0	26.6

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : NOVEMBER

บมจ. โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา

CENTEL TB

BUY, TARGET: 53.00, +21.1 %

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



คาดการณ์โรงแรมจะพลิกมามีกำไรใน 3Q23

RevPAR ของโรงแรมในไทยน่าจะโต 44% y-y และ 7% q-q นอกจากนี้ตัวเลขดังกล่าวยังน่าจะสูงกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 19% โดยได้ปัจจัยหนุนจากค่าห้องรายวันเฉลี่ย (ADR) และโรงแรมในไอชาท้าวซึ่งเปิดในเดือน ก.ค. น่าจะรายงานอัตราการใช้ห้องพัก (OCC rate) อยู่ในเกณฑ์ที่ดีที่ 67% แม้ว่าจะอยู่นอกฤดูท่องเที่ยว ส่วน RevPAR ของโรงแรมในดูไบน่าจะโต 28% y-y จาก ADR ที่ดีขึ้น ในด้านลบ RevPAR ของโรงแรมในมัลดีฟส์น่าจะปรับตัวลดลง 3% q-q จากการแข่งขันที่อยู่ในระดับสูง เราคาดว่า EBITDA margin จะค่อนข้างทรงตัว q-q และผลประกอบการจะพลิกเป็นกำไรที่ 10 ลบ. (เทียบกับที่ขาดทุน 14 ลบ. ใน 2Q23) เราคาดว่าโรงแรมในไอชาท้าวจะพลิกเป็นกำไรที่ขาดทุนประมาณ 120-130 ลบ. ใน 2Q23 เป็นเท่าๆกันใน 3Q23 อย่างไรก็ดีผลประกอบการน่าจะได้รับแรงกดดันจาก 1) ค่าเสื่อมและดอกเบี้ยที่สูงขึ้น 19 ลบ. และค่าภาษีหรือตัดบัญชีของโรงแรมในหัวหินจำนวน 32 ลบ., 2) การปิด Centara Karon ซึ่งอาจก่อให้เกิดผลขาดทุนไม่เกิน 10 ลบ. และ 3) กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนที่หายไป (38 ลบ. ใน 2Q23)

คาดการณ์จากธุรกิจอาหารจะค่อนข้างทรงตัว q-q

เราคาดว่ากำไรก่อนหักภาษีเงินได้ (SSSG) ใน 2Q23 จะทรงตัว y-y โดยเราคาดว่ายอดขาย Dine-in ที่สูงขึ้นจะช่วยชดเชยยอดขาย Delivery ที่ลดลง รายได้จากธุรกิจอาหารน่าจะโต 3% y-y และในระดับก่อนโควิด เราคาดว่า 3Q23 EBITDA margin ของธุรกิจอาหารจะปรับตัวดีขึ้นเป็น 19.5% (จาก 18.9% ใน 2Q23) จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงและคาดว่าธุรกิจอาหารจะรายงานกำไรปกติค่อนข้างทรงตัว q-q ที่ 130 ลบ. ในภาพรวมเราคาดว่า CENTEL จะรายงานกำไรปกติ 3Q23 อยู่ที่ 140 ลบ. (เทียบกับ 121 ลบ. ใน 2Q23 และ 215 ลบ. ใน 3Q19)

โรงแรมใหม่จะช่วยหนุนกำไรปี 2024 ให้สูงกว่าระดับก่อนโควิด

เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวใน 4Q23 จากเหตุการณ์ท่องเที่ยวของทุกพอร์ตรองรับ (ไทย มัลดีฟส์ ดูไบและญี่ปุ่น) และธุรกิจอาหาร เราคาดว่ากำไรปกติปี 2024 จะโต 44% เป็น 2.0 พัน ลบ. สูงกว่าระดับก่อนโควิดที่ 1.7 พัน ลบ. โดยมีปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่ดีจากโรงแรมใหม่ (ในดูไบและไอชาท้าว)

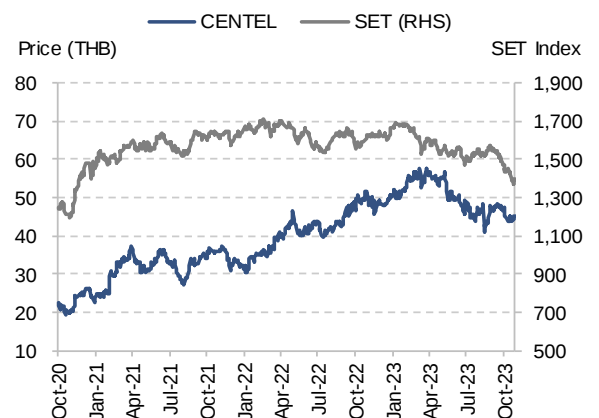
ปรับลดประมาณการกำไรปกติ

เราปรับลดประมาณการกำไรปกติปี 2023-25 ลง 5-19% เพื่อสะท้อนค่าเช่าที่สูงขึ้นของโรงแรมในหัวหินและผลจากการปรับปรุง Centara Karon และ Centara Grand Mirage Pattaya ซึ่งทำให้ได้ราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 53 บาท (DCF) CENTEL มีการซื้อขายที่ค่า 2024E P/E ที่ 30x (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 33x) ราคาหุ้นที่อ่อนแอเป็นโอกาสในการซื้อเนื่องจากกำไรที่อ่อนแอใน 2Q-3Q23 เป็นเรื่องชั่วคราว นอกจากนี้กำไรยังน่าจะฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q23 เป็นต้นไป

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	17,502	22,038	24,718	27,081
Net profit	398	1,375	1,973	2,240
EPS (THB)	0.29	1.02	1.46	1.66
vs Consensus (%)	-	(11.1)	(13.0)	(14.4)
EBITDA	3,741	5,066	5,770	6,332
Recurring net profit	398	1,375	1,973	2,240
Core EPS (THB)	0.29	1.02	1.46	1.66
Chg. In EPS est. (%)	-	(19.3)	(6.9)	(5.4)
EPS growth (%)	nm	245.4	43.5	13.5
Core P/E (x)	148.4	43.0	29.9	26.4
Dividend yield (%)	-	0.9	1.3	1.5
EV/EBITDA (x)	21.1	17.3	15.5	14.2
Price/book (x)	3.2	3.0	2.8	2.6
Net debt/Equity (%)	102.4	138.0	139.2	130.8
ROE (%)	2.2	7.2	9.6	10.2

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : NOVEMBER

บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา

CPN TB

BUY, TARGET: 82.00, +33.3%

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

FSSIA



เปิด Go! Hotel 2 แห่งใหม่ใน 3Q23

ใน 3Q23 ไม่มีการเพิ่มเติมสินทรัพย์ภายใต้การบริหารใหม่ ยกเว้นมีเปิดโรงแรมแบรนด์ Go! 2 แห่งที่ศรีราชาและชลบุรี และทำให้ CPN มีโรงแรมทั้งสิ้น 8 แห่ง รวม 1,338 ห้อง ณ สิ้น 3Q23 CPN ยังมีศูนย์การค้าทั้งหมด 38 แห่ง Community mall 17 แห่ง และศูนย์การค้าภายใต้ JV อีก 1 แห่ง พื้นที่ให้เช่าสุทธิรวม 2.3 ล้านตร.ม. นอกจากนี้ ยังมีออฟฟิศให้เช่าทั้งหมด 10 อาคาร โรงแรม 8 แห่ง และโครงการอสังหาริมทรัพย์และรอโอน 27 โครงการ

ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ แผนการเติบโตใน 3Q23

เรคาดกำไรปกติของ CPN ใน 3Q23 ที่ 4,025 ลบ. (+11% q-q, +40% y-y) การเติบโตหลักมาจากรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ที่คาดเติบโตสูงถึง 88% q-q และ 207% y-y เป็น 1,923 ลบ. (คิดเป็น 16% ของรายได้รวม) จากการโอน 3 โครงการที่อยู่ระยะ หาดใหญ่ และภูเก็ต ในขณะที่ธุรกิจศูนย์การค้า มีจำนวนศูนย์การค้าเท่ากับไตรมาสก่อนแต่ Traffic ดีขึ้นทั้งในกรุงเทพฯ และต่างจังหวัด เราคาดรายได้ในธุรกิจนี้เติบโต 1% q-q และ 12% y-y ค่าไฟฟ้าอัตราใหม่ที่ลดลง 1.5% ในช่วงเดือน พ.ค.-ส.ค. 2023 เป็นบวกต่อมาร์จิ้นของบริษัท ในส่วนของรายได้จากธุรกิจโรงแรม เราคาดเพิ่มขึ้น 5% q-q และ 53% y-y จากการเปิดโรงแรม Go! บ่อวิน (4Q22) บ้านฉาง (2Q23) ศรีราชาและระยอง (3Q23)

ปรับเปลี่ยนประมาณการกำไร 2023-25 ใหม่โดยธุรกิจอสังหาริมทรัพย์

เนื่องจากกำไรปกติงวด 9M23 ต่ำกว่าที่คาดเดิมและแนวโน้มยังสดใส เราจึงปรับเปลี่ยนประมาณการกำไรปี 2023-25 ขึ้น 16%/12%/13% เป็นเติบโต 39%/6%/5% ตามลำดับ หลักๆมาจากการปรับเปลี่ยนรายได้จากธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ สำหรับปี 2023 ธุรกิจอสังหาริมทรัพย์และเป็นที่เริ่กในการเติบโต ขณะที่ในปี 2024-25 ธุรกิจศูนย์การค้าและโรงแรมจะเป็นธุรกิจหลักขับเคลื่อนการเติบโต

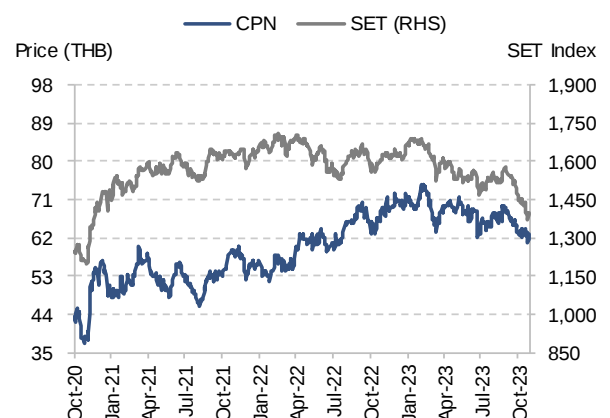
ยืนยันคำแนะนำซื้อ ราคาเป้าหมาย 82 บาท

เรายังคงแนะนำซื้อ คงราคาเป้าหมาย 82 บาท (DCF, 7.2% WACC, 3% LTG) ราคาหุ้นที่ปรับลงถึง 13% YTD ทำให้ปัจจุบันซื้อขายที่ 2024E P/E เพียง 17.5 เท่า คิดเป็น -1.5SD ของค่าเฉลี่ย P/E ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	35,575	44,803	46,020	48,830
Net profit	10,760	14,904	15,809	16,801
EPS (THB)	2.40	3.32	3.52	3.74
vs Consensus (%)	-	16.6	10.5	8.5
EBITDA	19,608	24,508	25,811	27,399
Recurring net profit	10,945	14,904	15,809	16,801
Core EPS (THB)	2.44	3.32	3.52	3.74
Chg. In EPS est. (%)	-	15.6	12.4	12.6
EPS growth (%)	114.6	36.2	6.1	6.3
Core P/E (x)	25.2	18.5	17.5	16.4
Dividend yield (%)	1.5	2.0	2.2	2.3
EV/EBITDA (x)	20.6	15.2	14.4	13.9
Price/book (x)	3.4	3.0	2.7	2.5
Net debt/Equity (%)	133.7	88.2	80.9	80.4
ROE (%)	14.2	17.3	16.5	15.9

Sources: Company data, FSSIA estimates



SISB TB

BUY, TARGET: 42.00, +43.6%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 3

Analyst : Jitra Amornthum

FSSIA



กำไร 3Q23 มีแนวโน้มดีกว่าที่เคยคาด

กำไรของ SISB ใน 3Q23 มีแนวโน้มดีกว่าที่เคยคาดไว้เดิมจากจำนวนนักเรียนใหม่ที่มากกว่าคาดมาก เราคาดกำไรสุทธิ 122 ล้านบาท (สูงกว่าคาดการณ์เดิม 12%) ลดลง 22% q-q แต่เพิ่มขึ้น 22% y-y แต่ยังเป็นกำไรที่ต่ำที่สุดของปีนี้ จำนวนนักเรียนในไตรมาสนี้น่าจะเข้ามาเพิ่มถึง 730 คน (จาก 4 โรงเรียนเดิม 370 คนและโรงเรียน 2 แห่งใหม่ 360 คน) โรงเรียนใหม่ที่สาขานกขุรีได้รับการตอบรับอย่างดีจากผู้ปกครอง ด้วยนักเรียนที่เข้ามาประมาณ 250-260 คนเมื่อเปิดเทอม ตามเป้าหมายบริหารที่ตั้งไว้ ขณะที่สาขาระยองยังต่ำกว่าเป้าที่ 120 คน โดยมีจำนวนนักเรียนเข้ามาเรียนประมาณ 100 คน

ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2023-25 ขึ้น 4-5%

เราคาดจำนวนนักเรียนใน 4Q23 น่าจะเพิ่มอีกประมาณ 55 คนเพราะยังอยู่ในเทอมแรกของการศึกษาเช่นเดียวกับ 3Q23 ทำให้จำนวนนักเรียนทั้งหมดรวมเป็น 4,180 คนสิ้นปี 2023 เราปรับประมาณการกำไรปี 2023-25 ขึ้น 4%/5%/5% ตามลำดับ จากการปรับเพิ่มจำนวนนักเรียนสิ้นปี 2023 เป็น 4,180 คน แต่คงประมาณการจำนวนนักเรียนสิ้นปี 2024 ที่ 4,600 คน และสิ้นปี 2025 ที่ 5,000 คน และเรายังปรับเพิ่มอัตราค่าเทอมในแต่ละปีขึ้นเล็กน้อยจากการกระจายตัวของประชากรนักเรียนที่เปลี่ยนไปโดยนักเรียนชั้นโตกว่า (ค่าเทอมสูงกว่าชั้นเด็กเล็ก) เพิ่มสัดส่วนมากขึ้น

เดินหน้าขยาย Capacity ในโรงเรียนเดิมต่อ

เมื่อโรงเรียนสาขานกขุรีและระยองเปิดดำเนินการแล้ว SISB กลับมาเดินหน้าขยาย Capacity โรงเรียนเดิมต่อ โดยจะขยาย Capacity ที่สาขานกขุรีเฟส 3 อีก 700 ที่นั่งในช่วงปี 2024-25 ส่วนสาขาประถมศึกษาและเชียงใหม่ จะขยายเพิ่มอีก 300 ที่นั่งและ 325 ที่นั่ง คาดแล้วเสร็จในปี 2024 ภายหลังการแผน Capacity แล้วเสร็จ SISB จะสามารถรองรับนักเรียนได้ถึง 8,000 คน

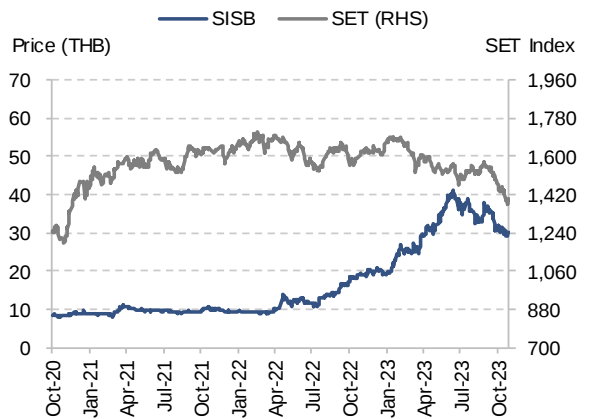
คงราคาเป้าหมาย 42 บาท ยืนยันคำแนะนำซื้อ

บนประมาณการใหม่ กำไรสุทธิของ SISB จะเติบโต 66%/46%/18% ในปี 2023-25 ตามลำดับ คิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 31% CAGR (สูงกว่าประมาณการเดิมที่คาด 30% CAGR เล็กน้อย) เราคงราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 42 บาท (DCF, 8.2% WACC, 5% LTG) ราคาเป้าหมายดังกล่าวคิดเป็น Implied P/E ปี 2024 ที่ 30.8 เท่าหรือ PEG เพียง 1.0 และจะลดลงเหลือเพียง 21.7 เท่าในปี 2026 หลังจากการขยายกำลังการผลิตเสร็จสิ้น เรายังคงแนะนำซื้อ

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	1,319	1,894	2,384	2,723
Net profit	369	613	892	1,052
EPS (THB)	0.39	0.65	0.95	1.12
vs Consensus (%)	-	(7.5)	0.4	(6.5)
EBITDA	551	801	1,110	1,283
Recurring net profit	369	613	892	1,052
Core EPS (THB)	0.39	0.65	0.95	1.12
Chg. In EPS est. (%)	-	3.6	4.9	4.9
EPS growth (%)	73.1	66.0	45.6	17.9
Core P/E (x)	74.5	44.9	30.8	26.1
Dividend yield (%)	0.3	0.9	1.3	1.5
EV/EBITDA (x)	49.3	33.9	24.5	21.2
Price/book (x)	12.0	10.3	8.6	7.7
Net debt/Equity (%)	(15.4)	(14.3)	(9.7)	(7.4)
ROE (%)	17.2	24.8	30.5	31.1

Sources: Company data, FSSIA estimates



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

สำนักงานอัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 14
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 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 รัตนธิเบศร์

576 ถ.รัตนธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ

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

สาขา ขอนแก่น

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

สาขา อุตรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุตรคชภูฏี ต. หมากร้าง
อ.เมืองอุตรธานี จ.อุตรธานี
042-245-589

สาขา เชียงใหม่

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

สาขา เชียงราย

758 ถ.พหลโยธิน ต.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 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

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

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อดำคลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

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

สาขา สุราษฎร์ธานี

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

สาขา ตรัง

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

สาขา บั๊ตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิถแล
อ.เมือง จ.บั๊ตตานี
073-350-140-4

Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

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**" by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) "**AGM Checklist**" by the Thai Investors Association (TIA), a "**CAC certified member**" of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) "**Sustainability Investment List (THSI)**" by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)¹

The **CG Score** indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the [Thai IOD website](#) in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The **five underlying categories and weighting** used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 50-59), and not rated (score below 50).

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thaiiod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)²

The "**AGM Checklist**" quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The **Checklist** contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of 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.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)³

A **CAC certified member** is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification's criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member **start with** by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the **CAC Council** for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

Sustainability Investment (THSI)⁴ by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (**THSI**) quantifies responsibility in **Environmental**, and **Social** issues, by managing business with transparency in **Governance**. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >15% by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives' wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: **Economic** (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); **Environmental** (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); **Social** (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices⁵ (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the **THSI list**, the SET further developed a sustainability **SETTHSI Index** in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > 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.

Sources: [SEC](#); [Thai IOD](#); [Thai CAC](#); [SET](#); FSSIA's compilation

Disclaimer:

¹ Thai Institute of Directors Association ([Thai IOD](#)) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

² Thai Investors Association ([TIA](#)) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

³ Thai Private Sector Collective Action against Corruption ([CAC](#)) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC's operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

⁴ Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

⁵ Dow Jones Sustainability Indices – [Wikipedia](#) – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ที่ปรึกษาการลงทุน เอฟ เอส เอส อินเตอร์เนชั่นแนล จำกัด "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อหรือควรเชื่อว่ามีที่น่าเชื่อถือ 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

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ต่างๆ รวมถึง SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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