



KBank Multi Asset Strategies

April 2020

กอบสิทธิ์ ศิลปชัย CFA

kobsidthi.s@kasikornbank.com

KResearch

kr.bd@kasikornresearch.com

KSecurities

ks.research@kasikornsecurities.com

แนวโน้มค่าเงิน	1
แนวโน้มตลาดตราสารหนี้	7
แนวโน้มเศรษฐกิจ	13
แนวโน้มตลาดหุ้น	18

“KBank Multi Asset Strategies”
can now be accessed
on Bloomberg: **KBCM**
<GO>

Disclaimer: This report must be read with the Disclaimer on page 78 that forms part of it

แนวโน้มค่าเงิน: เงินดอลลาร์และค่าเงินบาท...ผลกระทบจากตลาดการเงินผันผวนทั่วโลก

- ▶ ห้องค้ากสิกรไทยประเมินว่าดัชนีดอลลาร์ยังมีแนวโน้มอยู่ในระดับสูง จากเศรษฐกิจโลกถดถอย แม้แรงกดดันจากสภาพคล่องดอลลาร์ขาดแคลนคลี่คลายลงจากมาตรการของธนาคารกลาง
- ▶ ทั้งนี้ เมื่อการระบาดของไวรัสโคโรนาเริ่มมีสัญญาณส่งผลต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จนทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง มาอยู่ที่ 0.00-0.25% และอัดฉีดสภาพคล่องครั้งยิ่งใหญ่ รวมถึงการอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีเม็ดเงินสูงถึง 2 ล้านล้านดอลลาร์ เป็นจังหวะที่เราได้เห็นเงินดอลลาร์อ่อนค่า
- ▶ ประเมินว่า ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าแตะระดับ 33.00-33.50 จากทั้งแนวโน้มเงินดอลลาร์แข็งค่า กระแสเงินทุนไหลออกจากภาวะความกังวลความเสี่ยง และแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอลงมาก
- ▶ ปัจจัยต่อเงินบาทอ่อนค่าในระยะต่อไป ได้แก่ **แนวโน้มและผลจากการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ความเสี่ยงในด้านเครดิตของบริษัทเอกชนที่อาจรุนแรงขึ้น และช่วงจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียน**

กอบสิทธิ์ ศิลปชัย cfa

kobsidthi.s@kasikornbank.com

พีรพรรณ สุวรรณรัตน์

Peerapan.s@kasikornbank.com

วรินทร์ ภูทอง

Warunthom.p@kasikornbank.com

สรรค์ อรรถรังสรรค์

San.a@kasikornbank.com

เหตุใดเงินดอลลาร์จึงผันผวน และแข็งค่าขึ้นมาก

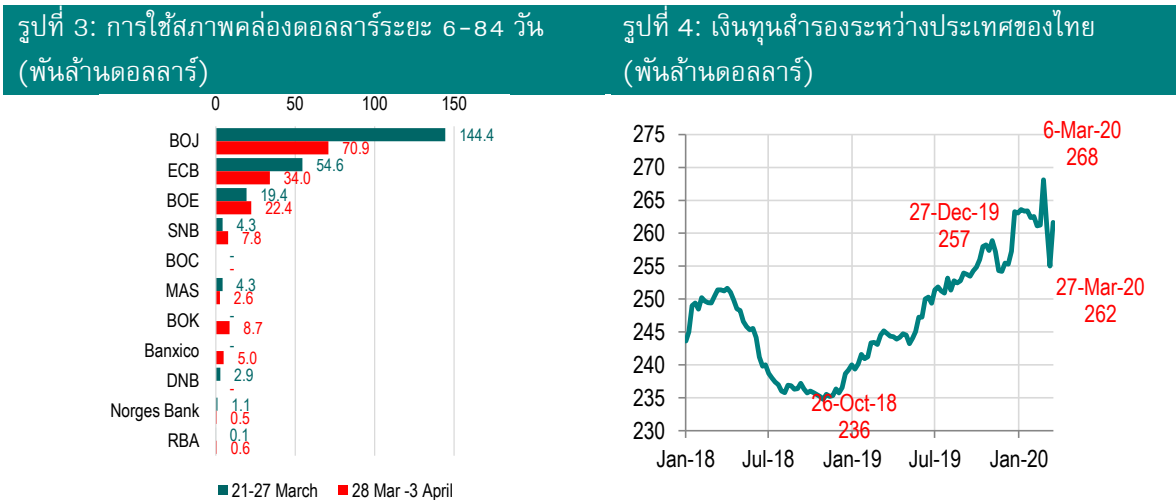
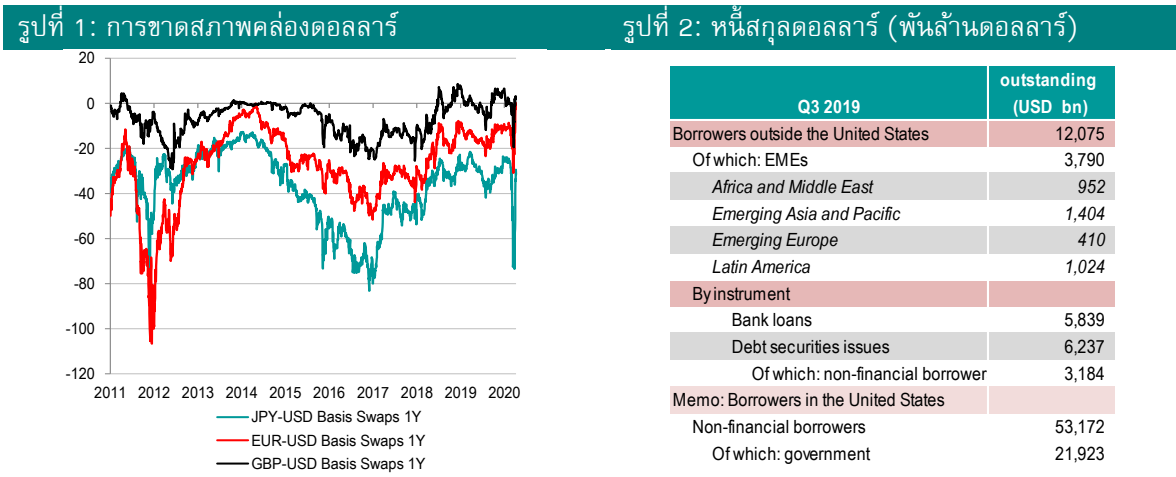
การระบาดของไวรัสโคโรนาลุกลามรุนแรงขึ้นทั่วโลกโดยเฉพาะในจีน ยุโรป และสหรัฐฯ ทำให้เกิดการชะงักงันของกิจกรรมทางเศรษฐกิจโลกจากการดำเนินมาตรการควบคุมการระบาดของเชื้อ ส่งผลให้ตลาดการเงินทั่วโลกผันผวน และกดดันให้เงินดอลลาร์แข็งค่า คล้ายกับกับที่เกิดขึ้นในช่วงวิกฤตเศรษฐกิจการเงินโลกปี 2008 พร้อมกับความผันผวนของค่าเงินที่สูงขึ้นมาก

1. **การขาดสภาพคล่องดอลลาร์ในตลาดการเงินโลก** ความต้องการสภาพคล่องดอลลาร์ ทั้งจากการปรับตัวลดลงของอัตราผลตอบแทนในตลาดหุ้นและตลาดตราสารหนี้ เนื่องจากนักลงทุนกังวลผลกระทบจากไวรัสโคโรนาที่เริ่มระบาดในอิตาลีและทั่วยุโรปรุนแรง จะเกิดกับผลประกอบการของธุรกิจ ส่งผลให้นักลงทุนทั่วโลกหันไปถือเงินดอลลาร์ จนทำให้เกิดภาวะการขาดสภาพคล่องดอลลาร์ในระบบการเงิน โดยเฉพาะหลังจากที่ธนาคารกลางสหรัฐฯ ส่งสัญญาณการขาดสภาพคล่องดอลลาร์สะท้อนให้เห็นในต้นทุนการกู้ยืมดอลลาร์ (Basis Swap) ผ่านสัญญาแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศที่สูงขึ้นมาก (รูปที่ 1) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อความเสี่ยงด้านการกู้ยืมของธุรกิจทั่วโลก เนื่องจากการกู้ยืมทั่วโลกนอกสหรัฐฯ ที่ 82.7 ล้านล้านดอลลาร์ มีสัดส่วนที่เป็นหนี้สกุลดอลลาร์สูง 15% ของทั้งหมด หรือคิดเป็นมูลค่า 12 ล้านล้านดอลลาร์ โดยแบ่งเป็นตราสารหนี้สกุลดอลลาร์ 6.2 ล้านล้านดอลลาร์ และสินเชื่อธนาคาร 5.8 ล้านล้านดอลลาร์ (รูปที่ 2)

ดังนั้น ธนาคารกลางต่าง ๆ จึงต้องเร่งดำเนินมาตรการเพื่อลดการขาดแคลนสภาพคล่องดอลลาร์ โดยเฟดและธนาคารกลางหลัก 5 แห่ง (ญี่ปุ่น ยุโรป อังกฤษ สวิสเซอร์แลนด์ และ



แคนาดา) ได้ประกาศความร่วมมือจัดตั้งวงเงินสภาพคล่องระหว่างกันผ่านธุรกรรม Swap (Swap Line) ซึ่งได้ส่งผลให้แรงกดดันต่อสภาพคล่องดอลลาร์ลดลง อย่างไรก็ตาม ความตึงตัวในตลาดการเงินสหรัฐฯ ยังคงอยู่ สะท้อนจากส่วนต่างผลตอบแทนหุ้นกู้เอกชนสหรัฐฯ เทียบกับพันธบัตรรัฐบาล และส่วนต่างดอกเบี้ยเงินกู้ระหว่างธนาคารพาณิชย์กับดอกเบี้ยอ้างอิงกับ Fed Funds rate (Libor-OIS Spread) ที่ยังคงกว้างมาก ส่วนในเอเชียการขาดสภาพคล่องดอลลาร์ทำให้ธนาคารกลางเกาหลีใต้ขอใช้สภาพคล่องดอลลาร์ผ่าน Swap line จากเฟดที่มีวงเงิน 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เพื่อเพิ่มสภาพคล่องดอลลาร์ในตลาด Onshore ของเกาหลีใต้ เช่นเดียวกับธนาคารกลางสิงคโปร์ที่กำหนดวงเงิน 6 หมื่นล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ระยะ 6 เดือน โดยธนาคารกลางหลายแห่งทั้งในเศรษฐกิจหลักและตลาดเกิดใหม่ได้มีการขอใช้สภาพคล่องดอลลาร์รวม 1.53 แสนล้านดอลลาร์¹ ในช่วงวันที่ 26 มี.ค.-2เม.ย. (รูปที่ 3)



¹ ธนาคารกลางสหรัฐฯ



ส่วนธนาคารกลางอินโดนีเซียกำลังเข้าขอสภาพคล่องจากเฟดผ่าน Swap line วงเงิน 3 หมื่นล้านดอลลาร์ในปัจจุบัน หลังจากที่ต้องทำการแทรกแซงค่าเงินรูเปียะห์อย่างหนัก จากการอ่อนค่าสุดเป็นประวัติศาสตร์และระดับกว่า 17,000 ต่อดอลลาร์ ด้าน ธปท. ได้ทำเข้าแทรกแซงตลาดอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อรักษาสภาพคล่องดอลลาร์ สะท้อนจากปริมาณเงินทุนสำรองระหว่างประเทศที่ลดลงในช่วงเดือนมีนาคม

2. เศรษฐกิจโลกถดถอยส่งผลให้ความต้องการสินทรัพย์ปลอดภัยสูง

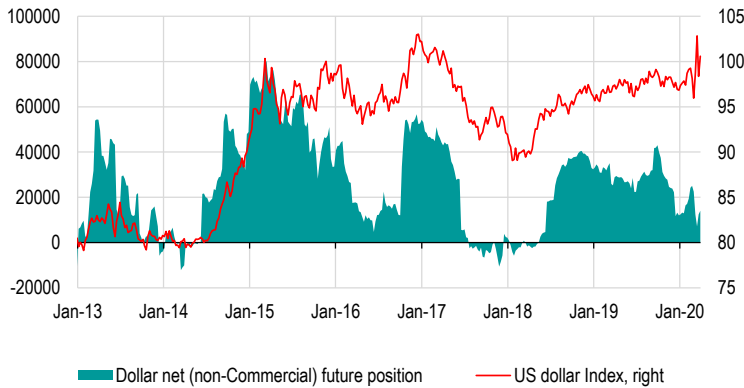
เมื่อเศรษฐกิจของประเทศใดประเทศหนึ่งอ่อนแอลง จะส่งผลให้ค่าเงินสกุลของประเทศนั้นอ่อนค่าทั้งจาก (1) แนวโน้มเศรษฐกิจไม่เป็นที่น่าลงทุน ส่งผลให้นักลงทุนต่างชาติขายสินทรัพย์ออก และ (2) นโยบายผ่อนคลายทางการเงินและการคลังส่งผลให้เกิดปริมาณเงินในระบบสูงขึ้นและอัตราผลตอบแทนจากการลงทุนในสินทรัพย์ประเทศนั้นต่ำลง ดังนั้น เมื่อการระบาดของไวรัสโคโรนาเริ่มมีสัญญาณส่งผลต่อเศรษฐกิจสหรัฐฯ จนทำให้ธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงในช่วงต้นเดือน มี.ค. 50bps ตลาดได้มีการคาดการณ์ว่าเฟดจะลดอัตราดอกเบี้ยลงต่อเนื่อง และหลังจากนั้นเฟดลดอัตราดอกเบี้ยฉุกเฉินอีกครั้งในวันที่ 17 มี.ค. ที่ 100bps มาอยู่ที่ 0.00-0.25% และการอนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจสหรัฐฯ ที่มีเม็ดเงินสูงถึง 2 ล้านล้านดอลลาร์ในช่วงปลายเดือน มี.ค. เป็นจังหวะที่เราได้เห็นเงินดอลลาร์อ่อนค่า

อย่างไรก็ดี ในช่วงสามเดือนที่ผ่านมา ค่าเงินดอลลาร์กลับมาแข็งค่าเนื่องจากการระบาดของไวรัสโคโรนารุนแรงในเศรษฐกิจหลัก ทั้งในสหรัฐฯ ยุโรป และจีนที่มีสัดส่วนของจีดีพีรวมคิดเป็น 50.4% ของจีดีพีโลก ทำให้การบริโภคอ่อนแอลงมากจากทั้งมาตรการปิดเมืองและการเลิกจ้าง รวมถึงราคาน้ำมันตกต่ำ จนส่งผลให้เศรษฐกิจประเทศตลาดเกิดใหม่ และประเทศที่พึ่งพาการส่งออกสูง ซึ่งรวมถึงจีน ยุโรป กลุ่มประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน และเอเชียมีแนวโน้มจะเข้าสู่ภาวะถดถอย เมื่อความเชื่อมั่นต่อการถือเงินสกุลประเทศเหล่านี้ลดลง ความต้องการถือเงินดอลลาร์สูงขึ้นแทน โดยจะสะท้อนจากฐานะการถือเงินดอลลาร์ในตลาดล่วงหน้ายังมีฐานะเป็นการซื้อสุทธิอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับแนวโน้มเงินดอลลาร์ที่แข็งค่า (รูปที่ 4)

3. บทบาทของเงินดอลลาร์ที่สำคัญในตลาดการเงินโลก สะท้อนว่าจะทำให้เงินดอลลาร์แข็งค่าในภาวะเศรษฐกิจโลกถดถอย แม้เฟดจะอัดฉีดดอลลาร์เข้าสู่ระบบเศรษฐกิจและรัฐบาลสหรัฐฯ จะก่อหนี้สาธารณะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เนื่องจาก (1) สถานะเป็นสกุลเงินสำรองระหว่างประเทศ โดยธนาคารกลางทั่วโลกมีสัดส่วนการถือครองเงินดอลลาร์ที่ 58% ในเงินสำรองระหว่างประเทศทั้งหมด และ (2) การใช้เงินดอลลาร์เป็นสกุลหลักในระบบการชำระเงินโลก โดย 47% ของการชำระเงินทั่วโลกผ่านระบบ Swift อยู่ในรูปเงินดอลลาร์ ขณะที่ สัดส่วนถือครองเงินยูโรเป็นอันดับที่สองที่ 20% ประกอบกับปริมาณหนี้สกุลเงินดอลลาร์ทั่วโลกที่อยู่ในระดับสูงดังที่กล่าวมาข้างต้น



รูปที่ 5. ฐานะการซื้อเงินดอลลาร์ในตลาดล่วงหน้า และดัชนีดอลลาร์



ที่มา: Bloomberg, KBank

เงินบาทยังมีแนวโน้มอ่อนค่าลง...อย่างน้อยครึ่งแรกของปี

ห้องค้ากสิกรไทยประเมินว่า ค่าเงินบาทมีแนวโน้มอ่อนค่าแต่ละระดับ 33.00-33.50 ณ สิ้นไตรมาสที่ 2 จากทั้งแนวโน้มเงินดอลลาร์แข็งค่า กระแสเงินทุนไหลออกจากภาวะความกังวลความเสี่ยง และแนวโน้มเศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอลงมาก โดยมีปัจจัยของไทยที่กดดันจากการระบาดของเชื้อไวรัสและภัยแล้ง อีกทั้งการใช้จ่ายภาครัฐจะยังไม่เพียงพอที่จะทดแทนการชะงักงันของกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้ทั้งหมด ประกอบกับจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลง และอุปสงค์ในต่างประเทศที่อ่อนแอลง

โดยประเด็นต่อค่าเงินที่ต้องติดตามมาจาก:

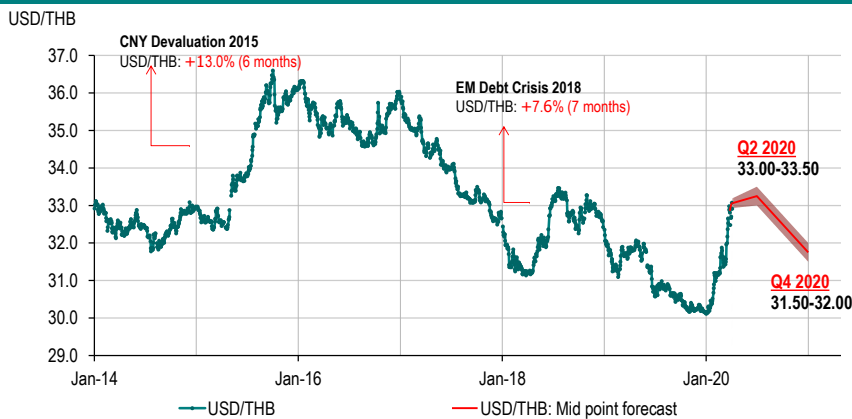
- **แนวโน้มการผ่อนคลายนโยบายการเงินเพิ่มเติม ธปท.** ซึ่งแม้ ธปท.จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงมาอยู่ในระดับถึง 0.75% และออกมาตรการเพื่อเสริมสภาพคล่องในระบบการเงิน การให้สินเชื่อ (soft loan) แก่ธนาคารเพื่อสนับสนุน SMEs วงเงินรวม 5 แสนล้านบาท รวมทั้งลดภาระหนี้ให้กับธุรกิจและบุคคลไปแล้ว แต่ประเมินว่า ธปท. ยังมีแนวโน้มดำเนินมาตรการเพิ่มเติมจากแนวโน้มการหดตัวของเศรษฐกิจไทย โดย ธปท. ได้ปรับลดเงินนำส่งของสถาบันการเงินลงเหลือ 0.23% จากเดิมที่ 0.46% เป็นระยะเวลา 2 ปี เป็นการเปิดช่องให้ลดดอกเบี้ยนโยบายลง
- **ผลของการแก้ไขปัญหาสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้เพิ่มเติมผ่านการเข้าซื้อหุ้นกู้เอกชนคุณภาพดีในตลาดรองโดย ธปท.** ภายใต้อำนาจ ดูแลเสถียรภาพภาคการเงิน โดยมีการตั้งวงเงิน 4 แสนล้านบาทให้ ธปท. เข้าซื้อ-ขายหุ้นกู้ที่ต้องการต่ออายุหนี้ (roll over) ซึ่งประเมินว่าจะส่งผลให้ปริมาณเงินไหลเวียนในระบบปรับสูงขึ้นมาก กดดันให้เงินบาทอ่อนค่า ซึ่งอาจส่งผลให้เงินสำรองระหว่างประเทศลดลงได้ นอกจากนี้ ยังต้องติดตามภาวะความเสี่ยงด้านเครดิตที่ ธปท. ต้องแบกรับจากหุ้นกู้เข้าซื้อ
- **ความเสี่ยงในด้านเครดิตของบริษัทเอกชนที่อาจรุนแรงขึ้น หากธุรกิจหยุดชะงักยาวนาน** จนส่งผลกระทบต่อความสามารถในการชำระหนี้ แม้ว่า ธปท. จะมีมาตรการเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ และมีการพิจารณาขยายมาตรการเพิ่มเติม แต่ส่วนต่างระหว่างอัตราผลตอบแทนของหุ้นกู้เอกชนและพันธบัตรรัฐบาลยังคงกว้าง จากการประเมินว่าความ



เสี่ยงที่จะเกิดการผัดขันธ์ชำระหนี้ของการกู้ยืมของบริษัท โดยเฉพาะกลุ่มที่ได้รับกระทบจากมาตรการควบคุมการระบาดของไวรัสโคโรนาในระดับสูง อาทิ โรงแรม และการคมนาคม รวมถึงหุ้นก็คุณภาพต่ำกว่าเกณฑ์ลงทุน

- **ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยที่ลดลงในช่วงเดือนเมษายนและพฤษภาคม** จากการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนประจำปี โดยห้วงค่ากสิกรไทยประเมินว่ายอดการจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนให้กับนักลงทุนต่างชาติในช่วงเดือนเมษายน-มิถุนายน 2020 ซึ่งส่งผลให้เกิดการนำรายได้จากการลงทุนกลับของนักลงทุนต่างชาติถึง 88,709 ล้านบาท (ตารางที่ 1) รวมทั้งผลจากนักท่องเที่ยวที่หายไปในช่วงการระบาดของไวรัสโคโรนา จะส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดไทยลดลงเป็นการขาดดุลในระยะสั้น และกดดันให้เงินบาทอ่อนค่า

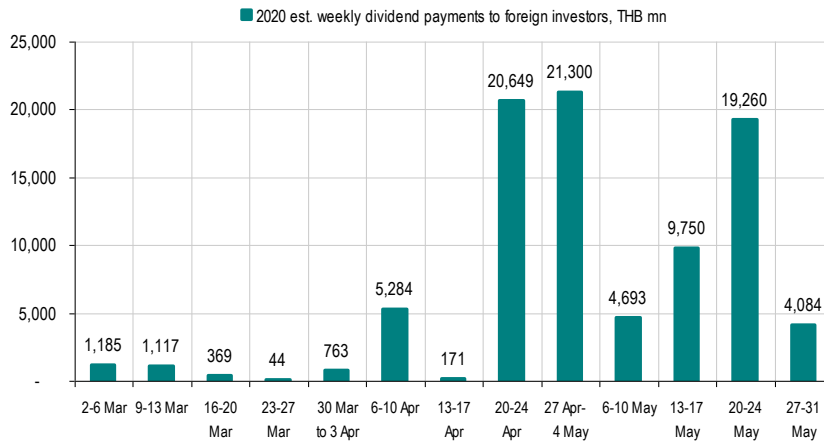
รูปที่ 6. ประมาณการค่าเงินบาท



ที่มา: CEIC, KBank

ตารางที่ 1. การจ่ายเงินปันผลของบริษัทจดทะเบียนให้นักลงทุนต่างชาติ

estimates of upcoming dividend payment to foreign investors			estimates of upcoming dividend payment to foreign investors		
company	amount, THB mn	payment date	company	amount, THB mn	payment date
1 ADVANCED INFO SERVICE PCL	7,682	22-Apr-20	26 BANGKOK BANK PUBLIC CO LTD	954	07-May-20
2 PTT PCL	6,459	30-Apr-20	27 OSOTSPA PCL	922	28-May-20
3 KASIKORNBANK PCL	4,689	30-Apr-20	28 HANA MICROELECTRONICS PCL	860	15-May-20
4 INDORAMA VENTURES PCL	4,210	20-May-20	29 SRISAWAD CORP PCL	766	22-May-20
5 CP ALL PCL	3,880	22-May-20	30 SIAM CITY CEMENT PUB CO LTD	755	03-Apr-20
6 SIAM COMMERCIAL BANK PUB CO	3,457	29-Apr-20	31 THAI UNION GROUP PCL	656	22-Apr-20
7 INTOUCH HOLDINGS PCL	3,406	23-Apr-20	32 HOME PRODUCT CENTER PCL	610	08-May-20
8 TOTAL ACCESS COMMUNICATION	3,152	24-Apr-20	33 MINOR INTERNATIONAL PCL	600	21-May-20
9 SIAM CEMENT PCL/THE	3,097	27-Apr-20	34 THANACHART CAPITAL PCL	582	15-May-20
10 DELTA ELECTRONICS THAI PCL	2,613	09-Apr-20	35 SUPALAI PUBLIC COMPANY LTD	565	18-May-20
11 PTT EXPLOR & PROD PUBLIC CO	2,545	10-Apr-20	36 THAI CENTRAL CHEMICAL PUB CO	540	23-Apr-20
12 TISCO FINANCIAL GROUP PCL	2,477	15-May-20	37 BERLI JUCKER PUBLIC CO LTD	493	22-May-20
13 ELECTRICITY GENERATING PCL	1,773	23-Apr-20	38 KIATNAKIN BANK PCL	492	21-May-20
14 CHAROEN POKPHAND FOODS PUB	1,575	19-May-20	39 THAI OIL PCL	483	21-Apr-20
15 BANK OF AYUDHYA PCL	1,563	21-May-20	40 MAJOR CINEPLEX GROUP PCL	462	07-May-20
16 BANGKOK DUSIT MED SERVICE	1,560	24-Apr-20	41 FRASERS PROPERTY THAILAND IN	454	11-Mar-20
17 CENTRAL PATTANA PUB CO LTD	1,453	15-May-20	42 BANPU PUBLIC CO LTD	423	30-Apr-20
18 TRUE CORP PCL	1,336	29-May-20	43 BUMRUNGRAD HOSPITAL PCL	417	08-May-20
19 JASMINE INTL PUBLIC CO LTD	1,328	12-May-20	44 BTS RAIL MASS TRANSIT G FUND	413	13-Mar-20
20 PTT GLOBAL CHEMICAL PCL	1,299	28-Apr-20	45 WHA CORP PCL	410	25-May-20
21 KRUNG THAI BANK PUB CO LTD	1,163	08-May-20	46 TIPCO ASPHALT PUB CO LTD	407	24-Apr-20
22 JASMINE BROADBAND INTERNET I	1,091	04-Mar-20	47 LH FINANCIAL GROUP PCL	401	20-May-20
23 GULF ENERGY DEVELOPMENT PCL	1,076	28-Apr-20	48 STAR PETROLEUM REFINING PCL	382	07-May-20
24 LAND & HOUSES PUB CO LTD	1,073	22-May-20	49 SPCG PCL	377	15-May-20
25 VINYTHAI PUBLIC CO LIMITED	969	22-May-20	50 OTHERS	10,354	
			EST. TOTAL	88,709	



ที่มา: Bloomberg, KBank

ตารางที่ 2. เครื่องชี้ภาวะตลาดการเงินโลก เทียบกับวิกฤตปี 2008

07/04/2020	Last Price	1 Month Change	Current Crisis 2020			Global Financial Crisis 2008			
			Change (cycle Peak to trough)	from	to	Change (cycle Peak to trough)	from	to	No. of months
S&P 500 Index	2,663.7	-10.4 %	-35.4%	19/02/2020	23/03/2020	-52.5%	15/05/2008	09/03/2009	10
MSCI- EM Asia	562.5	-13.0 %	-30.9%	14/01/2020	19/03/2020	-60.2%	02/05/2008	27/10/2008	6
Thailand Stock Exchange	1,138.8	-16.5 %	-44.6%	11/07/2019	13/03/2020	-56.2%	21/05/2008	02/12/2008	7
10YR US corp bond (Baa) vs UST	358.3	178 bps	336	01/01/2020	23/03/2020	496	04/06/2008	16/12/2008	7
VIX	45.2	3 pts	74	17/04/2019	18/03/2020	62	22/08/2008	15/07/2009	11
Fixed Income Vol Index (MOVE)	66.3	-59 pts	118	03/05/2019	09/03/2020	164	29/08/2008	01/05/2009	8
US Dollar Index	100.63	4.9 %	8.8%	09/03/2020	20/03/2020	23.8%	27/07/2008	05/03/2009	7
Asian currencies Index	101.15	-2.8 %	-6.3%	17/04/2019	23/03/2020	-13.0%	28/02/2008	18/05/2009	15
USD/JPY	108.90	6.0 %	-10.0%	24/04/2019	09/03/2020	-21.0%	15/08/2008	03/03/2009	7
USD/THB	32.86	4.1 %	10.7%	30/12/2019	02/04/2020	16.8%	20/03/2008	24/06/2009	15
WTI oil price	26.94	-34.7 %	-71.1%	30/03/2020	23/04/2019	-76.6%	03/07/2008	12/02/2009	7

ที่มา: Bloomberg, KBank



แนวโน้มตลาดตราสารหนี้: มาตรการ ธปท. เพื่อลดการขาดแคลนสภาพคล่องของตลาดตราสารหนี้

- ▶ ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงตั้งแต่เดือนมีนาคมเป็นต้นมา และนักลงทุนต่างชาติและบริษัทบริหารสินทรัพย์ขายตราสารหนี้ไทยปริมาณมหาศาล ขณะที่รายย่อยขายกองทุนรวมตราสารหนี้จนทำให้กองทุนบางแห่งขาดสภาพคล่อง
- ▶ ความกังวลว่าวิกฤตการแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนาจะกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกคือมูลเหตุสำคัญ
- ▶ ตราสารหนี้ภาคเอกชนของไทยเสี่ยงมากที่สุดที่จะผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจากต้นทุนการกู้เงินของเอกชนที่พุ่งขึ้นรุนแรง ขนาดของหุ้นกู้เอกชนระยะยาวเพิ่มขึ้นมาก โดยเฉพาะ Non-rated และรายย่อยเป็นผู้ที่ถือครองหุ้นกู้รายใหญ่
- ▶ มาตรการการเงินที่ประกาศในวันนี้ (7 เมษายน) สะท้อนว่า ธปท. ต้องการลดอุปสรรคด้านการส่งผ่านของมาตรการ และจะช่วยเหลือผู้ประกอบการและประชาชนได้เร็วขึ้น โดยคาดว่าจะทำให้ (1) มีโอกาสปล่อยสินเชื่อจริงมากขึ้น (2) ต้นทุนของสถาบันการเงินที่รับเงินฝากต่ำลง (3) ช่วยลดความขาดแคลนอุปสงค์ในตลาดตราสารหนี้ แต่แต่หุ้นกู้บางส่วนยังคงเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจากมาตรการไม่ครอบคลุมตราสารหนี้ที่ความน่าเชื่อถือต่ำกว่า BBB- และ Non-rated และอุปสงค์ในตลาดยังต่ำ

กอบสิทธิ์ ศิลป์ชัย CFA

kobsidhi.s@kasikornbank.com

พีรพรรณ สุวรรณรัตน์

Peerapan.s@kasikornbank.com

วรินทร์ ภูทอง

Warunthorn.p@kasikornbank.com

สรศักดิ์ อรรถรังสรรค์

San.a@kasikornbank.com

ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงและขาดสภาพคล่อง

ตลาดตราสารหนี้ไทยผันผวนสูงตั้งแต่เดือนมีนาคมเป็นต้นมา โดยนักลงทุนขายตราสารหนี้ไทยปริมาณมหาศาล โดยเฉพาะต่างชาติขายสุทธิถึง 9.2 หมื่นล้านบาท มากที่สุดตั้งแต่มีการบันทึกข้อมูลในปี 2009 และทำให้สัดส่วนการถือครองพันธบัตรรัฐบาลของต่างชาติในเดือนมีนาคมลดลงเหลือเพียง 15% จากสูงสุดที่ 18.9% ส่วนบริษัทหลักทรัพย์จัดการกองทุน (Asset Management Companies) ซื้อสุทธิเพียง 7.5 หมื่นล้านบาท ต่ำกว่ามูลค่าซื้อเฉลี่ยตั้งแต่ปี 2009 ที่กว่า 3 แสนล้านบาทต่อเดือน (รูปที่ 1)

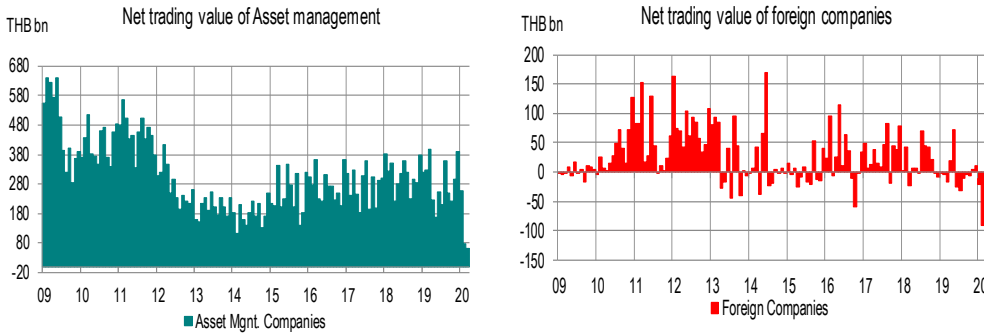
นักลงทุนเทขายกองทุนรวมตราสารหนี้ไทยตั้งแต่กลางเดือนมีนาคม ทำให้กองทุนจำเป็นต้องขายตราสารหนี้ที่ถือครองออกมา จนสินทรัพย์ของกองทุนรวมโดยรวมลดลงกว่า 13% เพียงในช่วงครึ่งเดือน (รูปที่ 2) ราคาตราสารหนี้ลดลง และอัตราผลตอบแทนพุ่งขึ้นมาก จนทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ 4 แห่งตัดสินใจปิดกองทุนลง

ในตลาดแรก มีพันธบัตรธนาคารแห่งประเทศไทยถึง 2 รุ่นที่ออกประมูลแต่มีผู้ซื้อไม่เต็มวงเงิน นั่นคือ รุ่นอายุ 3 เดือนและ 3 ปี โดยมีมูลค่าประมูลเพียง 1.45 และ 0.99 หมื่นล้านบาทจากวงเงินที่รุ่นละ 4.5 หมื่นล้านบาท จากปกติที่สามารถออกพันธบัตรได้ตามจำนวนวงเงินทุกรุ่น สะท้อนว่าความต้องการในตราสารหนี้ไทยลดลง



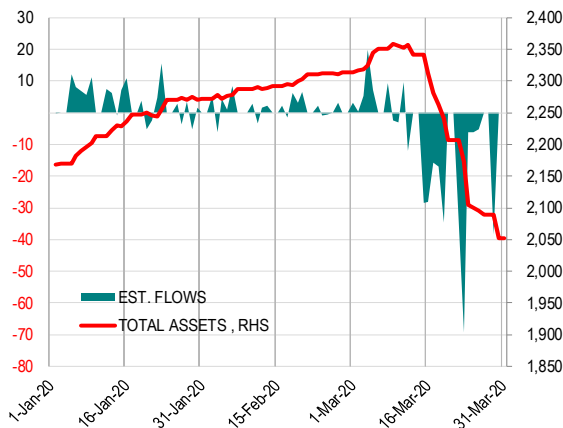
อย่างไรก็ตาม สถานการณ์เทขายตราสารหนี้ไทยค่อย ๆ บรรเทาลงเมื่อธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ออกมาตรการเสริมสภาพคล่องในตลาดตราสารหนี้ไทยเมื่อวันที่ 22 มีนาคมที่ผ่านมา

รูปที่ 1 มูลค่าซื้อขายสุทธิตราสารหนี้ไทยของบริษัทบริหารสินทรัพย์ไทยและนักลงทุนต่างชาติ



ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 2 สินทรัพย์และประมาณมูลค่าขายจากกองทุนรวมตราสารหนี้ไทย (พันล้านบาท)



ที่มา: Bloomberg และประมาณการโดยธนาคารกสิกรไทย

ความกังวลต่อภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลก คือ มูลเหตุของของปัญหา

ตลาดเริ่มกังวลว่าวิกฤตด้านสาธารณสุขครั้งนี้อาจบานปลายกลายเป็นวิกฤตเศรษฐกิจโลกครั้งใหม่ เนื่องจากการแพร่ระบาดของไวรัสโคโรนาทั่วโลกยังรุนแรงและยังไม่มียุทธศาสตร์ป้องกัน โดยองค์การการเงินระหว่างประเทศ (IMF) ยังยืนยันว่าเศรษฐกิจโลกกำลังเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้อย่างรุนแรงมากกว่าช่วงวิกฤตซับไพร์มในปี 2008-2009 ด้วย

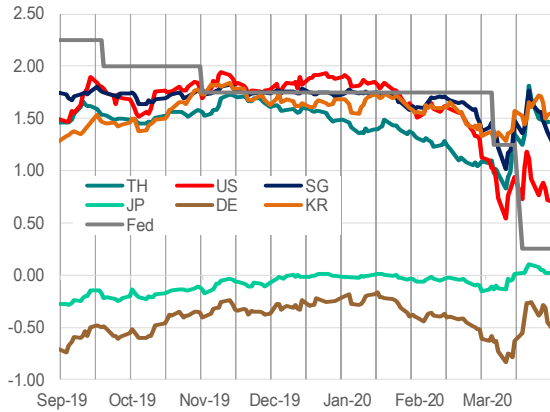
ความกังวลดังกล่าวทำให้นักลงทุนทั่วโลกต้องการถือสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำโดยเฉพาะเงินดอลลาร์ และเทขายสินทรัพย์ประเภทอื่นๆ ออกมาทั้งหมดรวมทั้งจากสินทรัพย์ทางการเงินของไทย ไม่เว้นแม้แต่พันธบัตรรัฐบาลสหรัฐฯ ที่ถือว่าเป็นสินทรัพย์ทางการเงินที่มีความเสี่ยงต่ำมาก สะท้อนจากอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลทั่วโลกที่พุ่งขึ้นและผันผวนมากในช่วงเดือนมีนาคม (รูปที่ 3)

ตลาดผันผวนสูงตามปริมาณเงินทั่วโลกที่สูงกว่าช่วงวิกฤตซับไพร์มมาก ขนาดสินทรัพย์ของธนาคารกลางหลัก 3 แห่ง (เฟด อีซีบี และบีโอเจ) เพิ่มขึ้นจากก่อนวิกฤต 2008 กว่า 3.5 เท่ามาอยู่ที่ 14.7 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปัจจุบัน และมีแนวโน้มจะเพิ่มขึ้นเป็นมากกว่า 17 ล้านล้านดอลลาร์สหรัฐฯ



ณ สิ้นปี 2020 และยังทำให้นักลงทุนต่างชาติสะสมพันธบัตรรัฐบาลไทยเพิ่มขึ้นมากกว่า 2% ของยอดคงค้างพันธบัตรมาสูงที่สุดที่ 18.9% ดังนั้น เมื่อความเสี่ยงในตลาดโลกเพิ่มสูงขึ้น จึงทำให้มีเงินทุนไหลออกจากตราสารหนี้ไทยในปริมาณมาก

รูปที่ 3 การเปลี่ยนแปลงของอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลอายุ 10 ปี



ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

ตราสารหนี้ภาคเอกชนเสี่ยงผิมนัดชำระหนี้

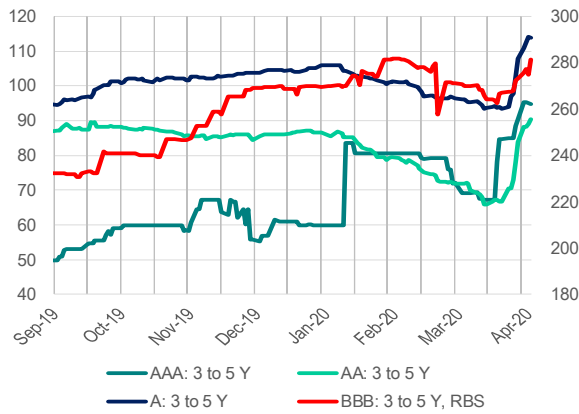
ตราสารหนี้ภาคเอกชนเสี่ยงผิมนัดชำระหนี้ เนื่องจากผลกระทบของภาคธุรกิจจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และผลของภาษ้นำเข้าสหรัฐฯ-จีนที่ยังบังคับใช้ทำให้เงินทุนหมุนเวียนและรายได้ของภาคธุรกิจลดลง ประกอบกับสถานการณ์ของหุ้นกู้ที่ทำให้ความเสี่ยงสูงขึ้น กล่าวคือ

1. **ต้นทุนการกู้เงินของเอกชนที่พุ่งสูงขึ้นตั้งแต่กลางมีนาคม** (รูปที่ 4) เนื่องจากนักลงทุนลดการถือครองสินทรัพย์เสี่ยง ทำให้ส่วนต่างอัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาลและตราสารหนี้ภาคเอกชนกว้างขึ้นมาก
2. **ภาคเอกชนออกหุ้นกู้เยอะขึ้นมากในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา** ทำให้ยอดคงค้างของหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวของไทยเพิ่มสูงขึ้นมากกว่า 2.1 ล้านล้านบาทมาอยู่ที่ 3.4 ล้านล้านบาทในปัจจุบัน (+62%) (รูปที่ 5a) เนื่องจากอัตราผลตอบแทนในช่วงที่ผ่านมาต่ำกว่าอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ของธนาคาร และน่าสังเกตว่าหุ้นกู้ที่ไม่จัดอันดับความน่าเชื่อถือ (Non-rated) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงเพิ่มขึ้นมากกว่า 2 เท่า และมีสัดส่วนถึง 14% ของยอดคงค้าง
3. **หุ้นกู้เสี่ยงต่ออายุตราสารหนี้ไม่ได้เต็มจำนวน** เนื่องจากไม่มีความต้องการในตลาดที่มากพอ โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนรายย่อยคือผู้ซื้อหลัก (รูปที่ 5b) และก่อนหน้านี้เทขายกองทุนรวมตลาดเงิน (Money market fund: MMF) จนทำให้กองทุนรวมตราสารหนี้ต้องขายสินทรัพย์ในกองทุนออกมาด้วย ทั้งนี้ นักลงทุนรายย่อยและกองทุนรวมตลาดเงินถือครองหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวถึง 39% ของยอดคงค้าง ทำให้เสี่ยงที่หุ้นกู้เหล่านี้จะต่ออายุหุ้นกู้ได้ (Roll-over)

ในทางกลับกัน หากหุ้นกู้ผิมนัดชำระหนี้จะส่งผลกระทบต่อตลาดตราสารหนี้อย่างมาก เนื่องจาก นักลงทุนรายย่อย บริษัทประกัน กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ กองทุนรวม และกองทุนรวมตลาดเงินถือครองตราสารหนี้ในระดับสูง



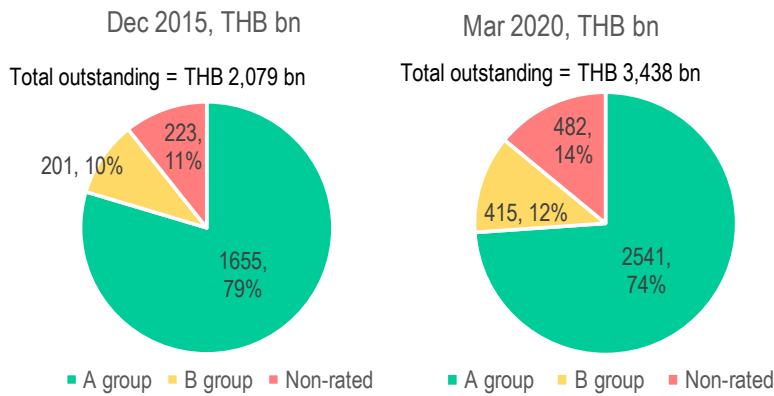
รูปที่ 4 ค่าเฉลี่ยส่วนต่างอัตราผลตอบแทนหุ้นกู้ของไทยอายุ 3-5 ปีตามอันดับความน่าเชื่อถือ



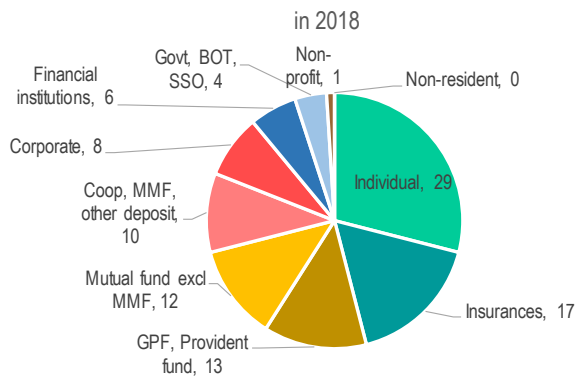
ที่มา: CEIC และธนาคารกสิกรไทย

รูปที่ 5 ยอดคงค้างหุ้นกู้ภาคเอกชนระยะยาวเทียบปัจจุบันกับ 5 ปีก่อนหน้า

(a) จำแนกตามความน่าเชื่อถือ



(b) จำแนกตามผู้ถือครองตราสาร



ที่มา: ThaiBMA และธนาคารกสิกรไทย



รพท. ออกมาตรการเสริมสภาพคล่องตลาดตราสารหนี้

ในเดือนมีนาคม รพท. ออกมาตรการเพิ่มสภาพคล่องให้ตราสารหนี้แบ่งเป็น 3 ประเภทตราสาร คือ

1. **พันธบัตร:** รพท. ซื้อพันธบัตรรัฐบาลมาแล้วกว่า 1 แสนล้านบาทในช่วงวันที่ 16-19 มีนาคม และลดวงเงินประมูลพันธบัตร รพท. อายุ 3 และ 6 เดือนในเดือนเมษายนลงจาก 4.5 เป็น 3.0 หมื่นล้านบาทต่อสัปดาห์ วงเงินประมูลของพันธบัตรอายุ 14 วันและ 1 ปีลดลงจาก 5 เหลือ 2 หมื่นล้านบาท อีกทั้งหยุดประมูลพันธบัตรอายุ 14 วันตั้งแต่ 2 เมษายนเป็นต้นมา จากปกติที่มีการประมูลทุกสัปดาห์
2. **กองทุนรวมตลาดเงิน:** อนุญาตให้สถาบันการเงินที่ซื้อหรือให้ความช่วยเหลือกองทุนรวมตลาดเงินที่ความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไป (คุณภาพดี) สามารถนำกองทุนนั้น ตัวเงินคลังและพันธบัตรรัฐบาล หรือตราสารหนี้ภาคเอกชนสกุลเงินบาทที่ความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไปมาเป็นหลักประกันเพื่อขอสภาพคล่องตามธุรกรรม Repurchase agreement กับ รพท. ได้ โดยอัตราดอกเบี้ยเงินกู้ยืมที่อัตราดอกเบี้ยนโยบายลบ 50bps
3. **ตราสารหนี้และหุ้นกู้ภาคเอกชน:** ตั้งกองทุนรวมเสริมสภาพคล่อง (Corporate Bond Liquidity Stabilization Fund: BSF) วงเงิน 70,000-100,000 ล้านบาท เพื่อซื้อหุ้นกู้ที่สามารถต่ออายุตราสาร (roll-over) ได้เต็มจำนวน โดยต้องมีความน่าเชื่อถือ BBB- ขึ้นไปและฐานะการดำเนินงานดี ทั้งนี้ กองทุน BSF จำกัดวงเงินซื้อไว้สูงสุดที่ 50% ปริมาณตราสารหนี้และหุ้นกู้ภาคเอกชนที่จะหมดอายุลงในไตรมาสที่ 2 สูงถึง 2.8 แสนล้านบาท โดยที่กองทุน BSF มีวงเงินซื้อสูงสุดเพียง 1 แสนล้านบาท ทำให้ ในวันที่ 7 เมษายน คณะรัฐมนตรีได้ออกพระราชกำหนดเพิ่มขนาดของกองทุนเป็น 4 แสนล้านบาทและให้ รพท. ซื้อขายหน่วยลงทุนดังกล่าว (รายละเอียดในส่วนถัดไป)

ห้องค้ากสิกรไทยประเมินว่ามาตรการนี้จะช่วยบรรเทาภาวะขาดสภาพคล่องได้บางส่วน โดยมูลค่าขายของนักลงทุนต่างชาติต่อวันลดลงจากวันละ 15 พันล้านบาทในช่วงวันที่ 12-13 มีนาคมอยู่ที่ประมาณ 6 พันล้านบาทในสัปดาห์ถัดมา และลดลงเรื่อยๆ ลดเหลือประมาณ 1-3 พันล้านบาท

มาตรการล่าสุดที่ประกาศในวันที่ 7 เมษายน

คณะรัฐมนตรีอนุมัติมาตรการการเงินการคลังมูลค่า 1.9 ล้านล้านบาท คิดเป็นประมาณ 12% ของจีดีพี โดยในส่วนของมาตรการการเงินมีวงเงิน 9 แสนล้านบาท ดังนี้

1. พระราชกำหนดให้อำนาจ รพท. ทำโครงการสินเชื่อดอกเบี้ยต่ำ (soft loan) เหมือนที่เคยทำในปี 2012 เพื่อช่วยเพิ่มเงินทุนหมุนเวียนในกับภาคธุรกิจ SMEs ที่ประสบภาวะภัยแล้งและภาวะเศรษฐกิจอ่อนแอ ในอัตราดอกเบี้ย 2% วงเงินรวม 5 แสนล้านบาท รวมทั้งพักชำระหนี้เงินต้นและดอกเบี้ยแก่ SMEs เป็นเวลา 6 เดือน
2. พระราชกำหนดให้อำนาจ รพท. สามารถซื้อขายหน่วยลงทุนของกองทุน BSF เพื่อช่วยซื้อตราสารหนี้เอกชนที่ครบกำหนดและต้องการต่ออายุได้ วงเงิน 4 แสนล้านบาท
3. ขยายระยะเวลาคุ้มครองเงินฝากที่ 5 ล้านบาทต่อไปอีก 1 ปีจากที่สิ้นสุดในเดือนสิงหาคมปีนี้



4. ลดการนำเงินส่งกองทุนเพื่อการฟื้นฟูและสถาบันการเงินของสถาบันการเงินลงครึ่งหนึ่งจาก 46 bps เป็น 23 bps เป็นเวลา 2 ปี

ห้องค้ำกสิกรไทยวิเคราะห์ว่า มาตรการดังกล่าวสะท้อนว่า ธปท. ต้องการลดอุปสรรคด้านการส่งผ่านของมาตรการ และจะช่วยเหลือผู้ประกอบการและประชาชนได้เร็วขึ้น กล่าวคือ

1. **มีโอกาสปล่อยสินเชื่อจริงมากขึ้น** เนื่องจากสถาบันการเงินได้รับดอกเบี้ยต่ำพิเศษจาก ธปท. ที่ผ่านมา ธปท. เคยออกมาตรการดังกล่าวมาแล้ว 6 ครั้ง คือ โครงการช่วงใช้วิกฤต สีนามิ ช่วยเหลือ 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้ ช่วยเหลือสงขลาและสตูล ช่วยเหลือ SMEs ที่ได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาท และล่าสุด ในช่วงมหาอุทกภัยปี 2554 โดยสินเชื่อที่ได้รับการอนุมัติจริงสูงถึง 70-95% ของวงเงิน
2. **ต้นทุนของสถาบันการเงินที่รับเงินฝากต่ำลง** เนื่องจาก ธปท. ลดค่าธรรมเนียมนำส่งกองทุน FIDF ลงครึ่งหนึ่ง และอาจเป็นสัญญาณที่ชัดเจนขึ้นว่า ธปท. มีแนวโน้มที่จะลดดอกเบี้ยนโยบายลงอีกครั้งในปีนี้ โดยห้องค้ำกสิกรไทยประเมินว่า **ธปท. จะลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลงอีก 25 bps มาอยู่ที่ระดับ 0.50% ในการประชุมเดือนพฤษภาคมนี้**

กองทุน **BSF** ช่วยลดความขาดแคลนอุปสงค์ในตลาดตราสารหนี้ได้ แต่หุ้นกู้บางส่วนยังคงเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจาก ธปท. สามารถซื้อตราสารหนี้ภาคเอกชนที่ต้องการต่ออายุตราสารหนี้ของตนเองได้ครอบคลุมมากขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังคงมีความเสี่ยงจาก (1) **มีโอกาสจะมีผู้ซื้อไม่มากพอ** หรือหุ้นกู้ที่ต้องการต่ออายุมีผู้ซื้อในตลาดไม่ถึง 50% ขณะที่ ธปท. สามารถซื้อหุ้นกู้ได้สูงสุดเพียง 50% โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนรายย่อยคือผู้ถือครองหุ้นกู้รายใหญ่ที่สุดในช่วงที่ผ่านมา และ (2) **กองทุน BSF ไม่ครอบคลุมตราสารหนี้ที่มีความน่าเชื่อถือต่ำกว่า BBB- และ Non-rated** ซึ่งเสี่ยงผิดนัดชำระหนี้มากที่สุด



แนวโน้มเศรษฐกิจ

- ▶ ข้อมูลเศรษฐกิจไทยเดือนกุมภาพันธ์บ่งชี้ว่า เศรษฐกิจไทยได้รับผลกระทบมากขึ้นจาก การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19
- ▶ เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีี้ โดยอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจอาจลดลงไปใกล้เคียงกับคาดการณ์ล่าสุดของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ -5.3%
- ▶ การแพร่ระบาดของโควิด-19 อาจส่งผลให้เศรษฐกิจโลกเข้าสู่ภาวะถดถอย แม้ว่าจะมีการออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจเป็นวงเงินมหาศาล

Macro Department, KResearch
info.kr@kasikornresearch.com

Units: YoY %, or indicated otherwise

	2018	2019	4Q-19	1Q-20	Dec-19	Jan-20	Feb-20	Mar-20	YTD 2020
Private Consumption Index (PCI)	4.6	2.4	1.8		1.0	2.5	3.4		3.0
· Non-durables Index	1.5	2.2	0.9		-2.1	1.0	2.4		1.7
· Durables Index	8.1	-2.0	-8.8		-12.0	-3.1	-8.7		-5.9
· Service Index	5.3	2.8	3.0		2.5	2.4	-12.2		-4.6
· Passenger Car Sales	19.1	-2.5	-15.9		-20.2	-4.8	-20.8		-12.9
· Motorcycle Sales	-3.1	-3.3	-7.8		-20.7	-2.0	-4.5		-3.2
Private Investment Index (PII)	3.5	-2.7	-5.2		-3.6	-6.2	-10.1		-8.1
· Construction Material Sales Index	4.4	-0.7	-1.9		1.7	-3.2	-0.4		-1.8
· Domestic Machinery Sales at constant prices	6.1	-5.5	-8.9		-7.2	0.5	-2.1		-0.8
· Imports of Capital Goods at constant prices	3.6	-1.0	-3.0		3.7	-2.8	-15.3		-8.4
· Newly Registered Motor Vehicles for Investment	5.7	-3.0	-15.4		-26.4	-17.6	-8.4		-13.5
Manufacturing Production Index	3.7	-3.6	-6.8		-4.4	-4.0	-5.2		-4.6
· Capacity Utilization	69.2	66.0	63.3		64.9	65.2	63.8		64.5
Agriculture Production Index	8.5	0.4	-3.7		-4.4	-3.9	-4.5		-4.2
· Agriculture Price Index	-5.4	1.9	3.5		5.5	9.2	8.7		8.9
Tourist arrival growth	7.3	4.2	6.4		2.5	2.5	-42.8		-19.8
Exports (Custom basis)	6.9	-2.7	-4.5		-1.3	3.3	-4.5		-0.8
Price	3.4	0.3	0.4		1.1	0.7	-0.2		0.2
Volume	3.9	-3.5	-5.3		-2.8	2.8	3.8		3.3
Imports (Custom basis)	12.0	-4.7	-6.8		2.5	-7.9	-4.3		-6.3
Price	5.6	0.2	0.8		2.5	2.1	-0.6		0.7
Volume	7.7	-5.6	-8.3		-0.7	-2.1	-7.2		-4.4
Trade Balance (\$ billions) (Custom basis)	4.76	9.60	1.65		0.60	-1.56	3.90		2.34
Current Account (\$ billions)	28.46	37.91	10.35		4.21	3.44	5.38		8.83
Broad Money	5.1	4.1	4.1		3.6	3.7	3.2		3.5
Headline CPI	1.06	0.71	0.39	0.41	0.87	1.05	0.74	-0.54	0.41
USD/THB (Reference Rate)	32.3	31.0	30.3	31.3	30.2	30.4	31.3	32.1	31.3

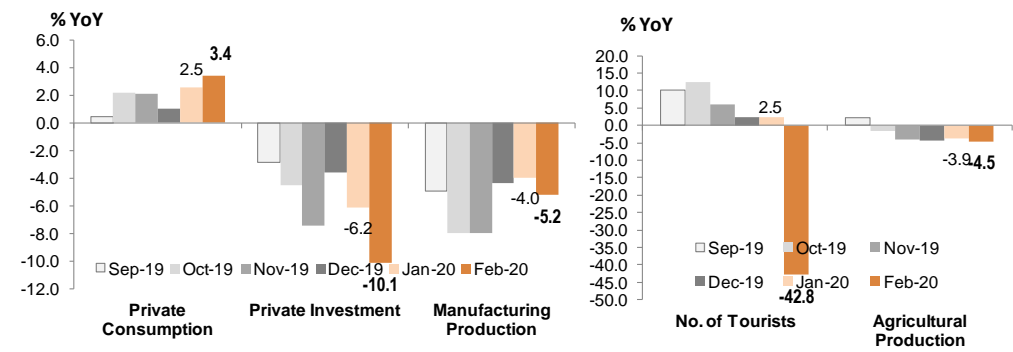
Sources: BOT, MOC, OAE, and OIE



ภาพรวมเศรษฐกิจไทย

เศรษฐกิจไทยเดือนกุมภาพันธ์ 2563 ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 อย่างมาก โดยการแพร่ระบาดส่งผลให้ความเชื่อมั่นของผู้บริโภคและนักลงทุนอ่อนแรงลง ซึ่งบั่นทอนการลงทุนและการบริโภค โดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้จ่ายในภาคบริการและสินค้าคงทน ขณะที่การใช้จ่ายในสินค้าจำเป็นเพิ่มสูงขึ้นเนื่องจากการซื้อสินค้าอย่างตื่นตระหนก (Panic buying) ขณะที่ในภาคต่างประเทศ การส่งออกของไทยในเดือนกุมภาพันธ์หดตัวลงเนื่องจากอุปสงค์โลกที่ชะลอลง ประกอบกับราคาน้ำมันที่ทรุดตัวลง อย่างไรก็ตาม การส่งออกทองคำยังคงขยายตัวอย่างต่อเนื่องเนื่องจากความต้องการของนักลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัย ทั้งนี้ เมื่อมองไปข้างหน้า เศรษฐกิจไทยมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้ เนื่องจากการแพร่ระบาดคาดว่าจะยืดเยื้อและจะก่อให้เกิดความเสียหายต่อเศรษฐกิจเป็นจำนวนมาก

ภาพที่ 1. เครื่องชี้ภาวะเศรษฐกิจไทยที่สำคัญ



Source: BOT, OAE, KResearch

เครื่องชี้การบริโภคภาคเอกชนเติบโตในอัตราที่เร่งขึ้นที่ 3.4% YoY ในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 เนื่องจากการใช้จ่ายในสินค้าจำเป็นที่เร่งขึ้นจากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาด อย่างไรก็ตาม การใช้จ่ายในหมวดหมู่อื่นๆ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในภาคบริการ เช่นในโรงแรมและร้านอาหาร รวมถึงในการเดินทาง ลดลงอย่างมาก โดยส่วนหนึ่งเกิดจากการที่ผู้คนหลีกเลี่ยงการออกไปข้างนอก นอกจากนี้ การใช้จ่ายในสินค้าคงทนยังหดตัวอย่างต่อเนื่อง สอดคล้องกับความเชื่อมั่นผู้บริโภคและรายได้ครัวเรือนที่อ่อนแรงลง

เครื่องชี้การลงทุนภาคเอกชนหดตัวอย่างมากที่สุดที่ 10.1% YoY ในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 การนำเข้าสินค้าทุน โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากจีนลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากการที่โรงงานในจีนต้องปิดตัวลงเพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของโควิด-19 ในขณะเดียวกัน เครื่องบ่งชี้การลงทุนภาคเอกชนอื่นๆ ก็ลดลงเช่นเดียวกัน เนื่องจากอุปสงค์ภายในและภายนอกประเทศที่อ่อนแรงลง ประกอบกับความเชื่อมั่นของนักลงทุนที่ลดลงท่ามกลางการแพร่ระบาดของโควิด-19

จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติเข้าเดือนกุมภาพันธ์ 2563 ลดลงถึง 42.8% เนื่องจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ทั้งนี้ นักท่องเที่ยวจีน ซึ่งเป็นแหล่งนักท่องเที่ยวที่ใหญ่ที่สุดของไทย ทรุดตัวลงถึง 84.9% เนื่องจากทางการจีนมีการระงับการท่องเที่ยวขาออกของนักท่องเที่ยวชาวจีน ขณะที่นักท่องเที่ยวจากประเทศอื่นๆ ก็ชะลอลงเช่นเดียวกัน เนื่องจากความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดส่งผลให้ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวที่ลดลง



การใช้จ่ายภาครัฐหดตัวลง 6.9% YoY ในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 โดยการเบิกจ่ายงบลงทุนยังคงลดลงอย่างมากที่ 77.8% YoY จากความล่าช้าของการผ่านร่าง พ.ร.บ. งบประมาณรายจ่ายประจำปี 2563 ขณะที่การเบิกจ่ายงบประมาณประจำเพิ่มขึ้นเล็กน้อย

ด้านเศรษฐกิจต่างประเทศ การส่งออกในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 ลดลง 4.5% ท่ามกลางหลากหลายปัจจัยที่ส่งผลกระทบ โดยราคาน้ำมันที่ทรุดตัวลง ประกอบกับฐานที่สูงจากการส่งออกยุทธโศปกรณ์ในเดือนกุมภาพันธ์ 2562 เป็นปัจจัยจุดรั้งหลักของการส่งออกในเดือนกุมภาพันธ์ที่ผ่านมา ขณะที่ความต้องการทองคำที่พุ่งสูงขึ้นอย่างต่อเนื่องยังคงเป็นปัจจัยที่สนับสนุนการส่งออกไทย อย่างไรก็ตาม ภัยพิบัติจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ต่อการส่งออกไทยในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 ยังคงไม่รุนแรงเท่าใดนัก เนื่องจากการแพร่ระบาดยังคงจำกัดอยู่ที่จีนเป็นส่วนมาก อีกทั้งจีนเป็นประเทศเดียวที่ออกมาตรการปิดเมือง ณ เวลานั้น อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ขยายวงกว้างทั่วโลกในปัจจุบัน ดังนั้น ทั่วโลกจึงเผชิญกับการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ รวมถึงดีสรัปชันในห่วงโซ่อุปทานจากสายพานการผลิตที่หยุดชะงักทั่วโลก ดังนั้น การส่งออกไทยมีแนวโน้มที่จะทรุดลงไปกว่าเดิมในอนาคตอันใกล้

เงินเฟ้อทั่วไปเดือนกุมภาพันธ์ 2563 ตกลงมาอยู่ในแดนลบเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2559 โดยอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเดือนกุมภาพันธ์ 2563 อยู่ที่ -0.54% YoY เงินเฟ้อทั่วไปในเดือนมีนาคม 2563 ลดลงอย่างมากเนื่องจากราคาน้ำมันที่ทรุดตัวลง ขณะเดียวกัน ดัชนีราคาผู้บริโภคพื้นฐานก็ปรับสูงขึ้นในอัตราที่ชะลอลงที่ 0.54% เมื่อเทียบกับ 0.58% ในเดือนก่อนหน้า เนื่องจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ประกอบกับมาตรการปิดเมือง ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ของสินค้าบางรายการ อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าเกษตร เช่น ข้าว ไข่ และไข่สดเพิ่มสูงขึ้นจาก Panic buying

อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทยปี 2563 มีแนวโน้มปรับลดลงมาใกล้เคียงกับคาดการณ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ -5.3% เนื่องจาก สถานการณ์การแพร่ระบาดของโควิด-19 เปลี่ยนแปลงไปมาก รวมถึงผลกระทบที่มีมากกว่าที่ประเมินไว้การแพร่ระบาดในไทยมีแนวโน้มที่จะรุนแรงและลากยาวขึ้นเนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อโควิด-19 ในไทยนั้นเพิ่มสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว เช่นเดียวกับหลายประเทศในยุโรปที่ไม่สามารถควบคุมการระบาดได้ สำหรับในกรณีที่มีการแพร่ระบาดลากยาวไปหลายเดือน การบริโภคและการลงทุนในไทยจะอ่อนแรงลงอย่างมาก นอกจากนี้ การแพร่ระบาดที่ยาวนานจะส่งผลให้ภาคการท่องเที่ยวของไทยตกอยู่ในภาวะวิกฤติ และจำนวนนักท่องเที่ยวอาจไม่กลับมาฟื้นคืนจนกระทั่งปลายปีนี้ ดังนั้น เศรษฐกิจไทยจึงมีแนวโน้มที่จะทรุดตัวอย่างรุนแรงจากอุปสงค์ในประเทศที่ชะลอลง ประกอบรายได้จากภาคการท่องเที่ยวที่ลดลง นอกจากนี้ เศรษฐกิจโลกที่ชะลอลงจะส่งผลกระทบต่อภาคการส่งออกและการท่องเที่ยวของไทยอย่างมีนัยสำคัญ อีกทั้ง การส่งออกไทยยังจะถูกจุดรั้งด้วยราคาน้ำมันและราคาสินค้าโภคภัณฑ์ต่างๆ ที่ทรุดตัวลง ดังนั้น เศรษฐกิจไทยจะเผชิญความเสี่ยงเชิงลบเพิ่มมากขึ้น

อย่างไรก็ดี ทางภาครัฐได้ออกมาตรการกระตุ้นต่างๆ เช่น มาตรการแจกเงิน มาตรการสินเชื่อ ดอกเบี้ยต่ำ มาตรการสินเชื่อฉุกเฉิน มาตรการขยายเวลาการชำระภาษี เป็นต้น เพื่อบรรเทาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ในขณะเดียวกัน ธนาคารแห่งประเทศไทยได้ดำเนินนโยบายการเงินแบบผ่อนคลายเป็นพิเศษ รวมถึงมีการอัดฉีดเพิ่มสภาพคล่องในระบบอย่างต่อเนื่องเพื่อให้ธุรกิจยังสามารถดำเนินต่อไปได้ ทั้งนี้ มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจทั้งทางการคลังและทางการเงินอาจช่วยประคองกิจกรรมทางเศรษฐกิจภายในประเทศได้ระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม เนื่องจาก



ผลกระทบทางเศรษฐกิจจากการแพร่ระบาดสูงกว่าที่ประเมินไว้ ดังนั้น เศรษฐกิจไทยจึงมีแนวโน้มเข้าสู่ภาวะถดถอยในปี 2563 โดยอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจอาจปรับลงมาใกล้เคียงกับคาดการณ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่ -5.3% ซึ่งเป็นตัวเลขที่ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2541 จากวิกฤติต้มยำกุ้ง อย่างไรก็ตาม ความรุนแรงของภาวะเศรษฐกิจถดถอยยังคงขึ้นอยู่กับสถานการณ์การแพร่ระบาดซึ่งยังมีความไม่แน่นอนสูงเป็นหลัก

ประเด็นเศรษฐกิจโลก

เศรษฐกิจโลกเผชิญความเสี่ยงที่จะเข้าสู่ภาวะถดถอยมากขึ้น เนื่องจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ยังคงยืดเยื้อ

การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ยังคงขยายวงกว้างอย่างควบคุมไม่ได้ เนื่องจากจำนวนผู้ติดเชื้อทั่วโลกยังคงเพิ่มสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น หลายประเทศ เช่น จีน นิวซีแลนด์ อิตาลี ฝรั่งเศส สหรัฐฯ และอินเดียจึงได้ออกมาตรการปิดเมืองอย่างเข้มงวด โดยมุ่งหวังที่จะชะลอการแพร่กระจายของเชื้อไวรัส ซึ่งมาตรการปิดเมืองนี้ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจไม่สามารถดำเนินได้ตามปกติ การบริโภคโดยเฉพาะอย่างยิ่งการใช้จ่ายที่ไม่จำเป็น เช่น ที่ร้านอาหารหรือห้างสรรพสินค้า หดตัวลงอย่างมาก ขณะที่ภาคการท่องเที่ยวก็ตกอยู่ในภาวะวิกฤติท่ามกลางการระงับการเดินทางและความกังวลเกี่ยวกับการแพร่ระบาดซึ่งบั่นทอนความต้องการในการเดินทางท่องเที่ยว นอกจากนี้ การค้าโลกต้องหยุดชะงักท่ามกลางเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแรงลงและดิ้นรนขึ้นในห่วงโซ่อุปทาน

ประเทศต่างๆ ทั่วโลกต่างได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาด ซึ่งข้อมูลเศรษฐกิจเบื้องต้นสำหรับเดือนมีนาคม 2563 เริ่มบ่งชี้ให้เห็นภาพเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแรงลงจากการแพร่ระบาดของโควิด-19 โดยจากตัวเลขเบื้องต้น เศรษฐกิจสิงคโปร์ในไตรมาส 1/2563 หดตัวหนักสุดตั้งแต่วิกฤติเศรษฐกิจปี 2552 โดยหดตัวที่ 2.2% YoY และ 10.6% QoQ ซึ่งตัวเลขเศรษฐกิจสิงคโปร์ที่แย่งนั้นฉายภาพให้เห็นถึงความเสียหายทางเศรษฐกิจที่ประเทศอื่นๆ ในภูมิภาคน่าจะได้รับการแพร่ระบาดของโควิด-19

ในขณะเดียวกัน สหรัฐฯ และยุโรปก็ประสบปัญหากิจกรรมทางเศรษฐกิจชะลอลงในเดือนมีนาคมที่ผ่านมาเนื่องจากการแพร่ระบาดบั่นทอนการขยายตัวทางเศรษฐกิจและกดดันให้ธุรกิจต้องหยุดชะงัก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อเบื้องต้นของสหรัฐฯ ลดลงสู่ระดับที่ 40.5 ในเดือนมีนาคมที่ผ่านมา ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดตั้งแต่ปี 2552 ขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของยุโรปลดลงสู่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 31.4 ในเดือนมีนาคม ในทำนองเดียวกัน ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของญี่ปุ่นก็ลดลงอย่างมากสู่ระดับที่ 35.8 ในเดือนมีนาคม ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำสุดตั้งแต่เหตุการณ์ซึนามิในปี 2554

ในกรณีของประเทศจีน เศรษฐกิจจีนในเดือนมีนาคม 2563 พ้นตัวจากการทรุดตัวอย่างรุนแรงในเดือนกุมภาพันธ์ 2563 หลังจากจำนวนผู้ติดเชื้อในจีนลดลงอย่างมาก โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อของจีนเพิ่มขึ้นจากระดับ 35.7 ในเดือนกุมภาพันธ์ เป็น 52.0 ในเดือนมีนาคม อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจจีนคาดว่าจะไม่ฟื้นตัวเป็น 'V-shape' เนื่องจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอลงยังจะเป็นปัจจัยกดดันเศรษฐกิจจีนต่อไป โดยเศรษฐกิจจีนในปีนี้อาจเติบโตในอัตราที่ต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 2.5%

ทั้งนี้ เนื่องจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 ได้สร้างความเสียหายต่อเศรษฐกิจโลกอย่างมาก ดังนั้น เศรษฐกิจโลกอาจเข้าสู่ภาวะถดถอยในปีนี้ โดยระดับความรุนแรงอาจมีมากกว่าวิกฤติเศรษฐกิจในปี 2552 เนื่องจากประเทศเกิดใหม่ เช่น จีนและอินเดีย ต่างได้รับผลกระทบอย่างมาก



จากการแพร่ระบาดในครั้งนี้นั้นเช่นกัน ต่างจากในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจปี 2552 ที่ประเทศเหล่านี้ยังคงเติบโตได้ดี ขณะที่ สหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่นน่าจะเข้าสู่ภาวะถดถอยอย่างแน่นอนในปีนีเนื่องจากการได้รับผลกระทบอย่างมากจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจต้องหยุดชะงักลง อย่างไรก็ตาม ระยะเวลาและความรุนแรงของภาวะถดถอยของเศรษฐกิจโลกขึ้นอยู่กับสถานการณ์การแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 เป็นหลัก ซึ่งหากสถานการณ์สามารถควบคุมได้ในอนาคตอันใกล้ ภาวะเศรษฐกิจถดถอยอาจรุนแรงแต่ใช้เวลาฟื้นตัวไม่นานนัก แต่หากสถานการณ์การแพร่ระบาดลากยาวไปกว่าที่คาดการณ์ไว้ เศรษฐกิจโลกอาจชะงักอย่างรุนแรงและยาวนาน

ภาครัฐทั่วโลกต่างออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจจำนวนมหาศาลเพื่อบรรเทาผลกระทบจากการแพร่ระบาด

ภาครัฐทั่วโลกต่างออกมาตรการหลากหลาย เช่น มาตรการลดดอกเบี้ย มาตรการอัดฉีดเพิ่มสภาพคล่อง มาตรการเยียวยาผลกระทบอย่างเจาะจง และมาตรการขยายเวลาการชำระภาษี เป็นต้น เพื่อที่จะประคองเศรษฐกิจที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 โดยธนาคารกลางสหรัฐฯ (เฟด) ได้ปรับลดดอกเบี้ยนโยบายมาอยู่ที่ระดับใกล้เคียงกับ 0% อีกทั้งยังได้อัดฉีดเพิ่มสภาพคล่องสู่ระบบด้วยวงเงินมหาศาล นอกจากนี้ สภาของเฟดของสหรัฐฯ ได้อนุมัติมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจวงเงินสูงสุดในประวัติศาสตร์ที่ 2 ล้านล้านเหรียญฯ เพื่อพยุงเศรษฐกิจที่อ่อนแรงลง ซึ่งประกอบไปด้วยวงเงิน 2.5 แสนล้านเหรียญฯ สำหรับเงินสนับสนุนรายได้ครัวเรือน วงเงิน 3.5 แสนล้านเหรียญฯ สำหรับสินเชื่อธุรกิจขนาดเล็ก วงเงิน 2.0 ล้านเหรียญฯ สำหรับประกันการตกงาน และวงเงิน 5.0 แสนล้านเหรียญฯ สำหรับให้สินเชื่อแก่บริษัทที่ประสบปัญหาอย่างหนัก ในทำนองเดียวกัน ธนาคารกลางต่างๆ ทั่วโลก เช่น ธนาคารกลางยุโรป ธนาคารกลางอังกฤษ และธนาคารกลางญี่ปุ่น ต่างอัดฉีดเพิ่มสภาพคล่องในตลาดการเงินด้วยวงเงินมหาศาล ผ่านทางการทำ Repo operations และการเข้าซื้อพันธบัตรและสินทรัพย์ต่างๆ เพื่อที่จะป้องกันปัญหาขาดสภาพคล่องที่อาจเกิดขึ้น ในขณะเดียวกัน รัฐบาลแต่ละประเทศ ไม่ว่าจะเป็นอังกฤษ แคนาดา และสิงคโปร์ ต่างออกมาตรการบรรเทาและเยียวยาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของเชื้อไวรัสโควิด-19 สูงสุดเป็นประวัติการณ์ ทั้งนี้ มาตรการต่างๆ เหล่านี้คาดว่าจะสามารถช่วยบรรเทาความเสียหายที่เกิดจากการแพร่ระบาดได้ในระดับหนึ่ง ซึ่งแม้ว่าประสิทธิผลของมาตรการยังคงเป็นประเด็นที่ต้องติดตามต่อไป แต่อย่างน้อยมาตรการเหล่านี้ก็น่าจะช่วยป้องกันปัญหาขาดสภาพคล่องที่อาจเกิดขึ้นและส่งผลให้เศรษฐกิจหดตัวน้อยกว่าเมื่อเปรียบเทียบกับกรณีที่ไม่มีมาตรการใดๆ มารองรับ



แนวโน้มตลาดหุ้น: การทดสอบภาวะวิกฤติไวรัสโควิด-19

- ▶ ภาพรวมตลาดยังคงขึ้นอยู่กับสถานการณ์ที่จะเกิดขึ้น (path-dependent) จากประเด็นไวรัสโควิด-19 เราเชื่อว่ามาตรการที่เด็ดขาดในการควบคุมการแพร่ระบาด แม้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมากในระยะสั้น คือแนวทางที่เหมาะสม
- ▶ เราได้ปรับลดเป้าหมาย SET Index 12 เดือนลงเป็น 1,370 ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐาน scenario #2 (ประสบความสำเร็จในการพัฒนาต้านไวรัสที่มีประสิทธิภาพ) และคาดว่า SET Index จะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 1,230 (scenario #3) เมื่อสามารถควบคุมการแพร่ระบาดได้ด้วยมาตรการปิดเมืองในสหรัฐฯ และสหภาพยุโรป (EU) เรามองว่า SET Index ปัจจุบันมี downside ที่จำกัดแล้ว เพราะได้สะท้อนปัจจัยด้านการแพร่ระบาดใน EU และสหรัฐฯ รวมถึงผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากมาตรการปิดเมืองเต็มรูปแบบ ตามสมมติฐาน scenario #4
- ▶ ด้วยการที่วิกฤติไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้อุปสงค์โลกชะงักงัน เราก็มองว่ามีความจำเป็นที่จะทำการ stress test เราได้ทำการทดสอบภาวะวิกฤติ (stress test) เปรียบเทียบกับการเติบโตของ GDP ปี 2563 ในกรณีพื้นฐานของเราที่ 0.4% โดยแบ่งเป็น 3 กรณีได้แก่ GDP -2% -5.8% และ -10% ใช้รูปแบบการวิเคราะห์จากล่างขึ้นบน (bottom-up) โดยอิงจากมุมมองของนักวิเคราะห์ที่ แนะนำให้นักลงทุนหรือกับนักวิเคราะห์ของเราเกี่ยวกับรายละเอียดด้านปัจจัยอ่อนไหว (sensitivities) ทางการเงินของหุ้นแต่ละกลุ่ม

Equity Research Team

เป้าหมาย SET Index ล่วงหน้า 12 เดือน ที่ 1,370

เราได้ปรับลดเป้าหมาย SET Index ล่วงหน้า 12 เดือนเป็น 1,370 (จาก 1,450) โดยในครั้งนี้เพื่อสะท้อนเหตุขัดข้องในตลาดเครดิต ที่ได้รับผลกระทบจากความกังวลที่สูงขึ้นต่อคุณภาพเครดิตที่ส่งผลให้เกิดสถานะถือครองสภาพคล่องทั้งในตลาดการเงินของโลกและไทย ที่ทำให้อัตราผลตอบแทนพันธบัตรรัฐบาล (bond yield) และส่วนต่างเครดิตปรับพุ่งสูงขึ้น อย่างไรก็ตาม ธนาคารกลางหลักซึ่งรวมถึงธนาคารแห่งประเทศไทย (ธปท.) ได้ออกมาตรการอัดฉีดสภาพคล่องขนาดใหญ่ซึ่งที่ผ่านมาช่วยบรรเทาเหตุขัดข้องได้บ้าง

เรายังมองว่าภาพรวมตลาดยังเป็นไปตามรูปแบบ “path-dependent” ของสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เราเชื่อว่ามาตรการที่เด็ดขาดในการควบคุมการแพร่ระบาด เช่น การปิดเมืองเต็มรูปแบบเพื่อการควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แม้จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจอย่างมากในระยะสั้น คือแนวทางที่เหมาะสม ส่วนมาตรการที่ไม่ตรงจุดและไม่หนักแน่นพอหรือกรณีเลวร้ายที่สุดคือไม่มีการควบคุมการแพร่ระบาดจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจที่รุนแรงกว่า และส่งผลให้มียอดผู้เสียชีวิตสูงกว่า

เป้าหมาย SET Index 12 เดือนของเราที่ 1,370 สอดคล้องกับสมมติฐาน scenario #2 ที่คาดว่าจะมีการพัฒนาต้านไวรัสที่มีประสิทธิภาพได้สำเร็จ ซึ่งนับเป็นปัจจัยบวกต่อการลงทุน

นอกจากนี้เราคาดว่า SET Index จะฟื้นตัวขึ้นสู่ระดับ 1,230 (scenario #3) เมื่อสามารถควบคุมการแพร่ระบาดได้ด้วยมาตรการปิดเมืองในสหรัฐฯ และ EU ซึ่งเรามองว่าเป็นมาตรการที่จะต้องดำเนินในท้ายที่สุด เรามองว่า SET Index ที่ 1,024 (ณ วัน 23 มี.ค. 2563) มี downside ที่จำกัดแล้ว เพราะได้



สะท้อนปัจจัยด้านการแพร่ระบาดใน EU และสหรัฐฯ รวมถึงผลกระทบต่อเศรษฐกิจจากมาตรการปิดเมืองเต็มรูปแบบ ตามสมมติฐาน scenario #4

เรามองว่าวิกฤตไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้เกิดภาวะชะงักงันต่ออุปสงค์โลก เราจึงเห็นถึงความจำเป็นในการทดสอบสภาวะวิกฤต (stress test) เพราะเป็นการทดสอบมาตรฐานสำหรับความเสี่ยงที่รุนแรงในช่วงปลาย (fat-tail risk) อย่างสถานการณ์ไวรัสโควิด-19 เราได้ทำ stress test เปรียบเทียบกับการเติบโตของ GDP ปี 2563 ในกรณีพื้นฐานของเราที่ 0.4% โดยแบ่งเป็น 3 กรณีได้แก่ GDP -2% -5.8% และ -10% โดยผลกระทบต่อ GDP ปี 2563 ที่ยิ่งสูงในการทำ stress test ของเราสะท้อนผลกระทบต่อเศรษฐกิจไทยที่ยาวนานขึ้นจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19

กลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยได้แก่:

กลุ่ม ICT คาดว่าในปี 2563 จะลดลง 8%/10%/13% จากกรณีพื้นฐาน โดยมี ADVANC ที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดในระดับ 9.8-16.6% YoY เพราะมีสถานะการเงินแข็งแกร่ง ขณะที่กำไรและการเงินของ TRUE จะได้รับผลกระทบมากที่สุด ขณะที่เราไม่เห็นถึงปัญหาด้านเครดิตสำหรับกลุ่ม CP

กลุ่มถุงมือยาง (STA) จากการทดสอบพบว่ากำไรของ STA จะลดลงเพียง 1%/3%/5% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา สืบเนื่องจากอุปสงค์ยางธรรมชาติที่อ่อนแอ แต่แทบจะได้รับการชดเชยทั้งหมดจากอุปสงค์ถุงมือยางที่แข็งแกร่ง

กลุ่มสาธารณูปโภค คาดว่ากำไรทั้งปี 2563 ของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานหลักจะปรับลดลง 7%/15%/23% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา ขณะที่กลุ่มพลังงานทดแทนจะปรับลดลงเพียง 0%/1%/2% เนื่องจากมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ที่แน่นอนแล้วกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.)

กลุ่มพาณิชย์ คาดว่ากำไรโดยรวมของผู้ค้าปลีก 6 รายจะลดลง 5%/8%/13% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากการบริโภคที่ลดลง ขณะที่บริษัทส่วนใหญ่ยังคงมีสถานะทางการเงินที่ดีหลังผ่านการทดสอบ stress test ของเรา

กลุ่มที่ได้รับผลกระทบปานกลางได้แก่:

กลุ่มบริหารจัดการสินทรัพย์ (AMCs) คาดกำไรของกลุ่มจะปรับลดลง 2%/8%/12% จากกรณีพื้นฐานของเรา แม้จะได้ประโยชน์จากปริมาณ NPLs ปรับสูงขึ้น แต่เราจัดกลุ่ม AMCs เข้าสู่ประเภทกลุ่มที่จะได้รับผลกระทบปานกลางเพราะยังคงมีความกังวลเกี่ยวกับการรีไฟแนนซ์

กลุ่ม soft commodities เราคาดว่ากำไรโดยรวมของกลุ่ม (CPF GFPT และ TU) จะลดลง 6%/16%/19% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากการบริโภคของโลกที่ปรับลดลง ซึ่งส่วนหนึ่งจะได้รับการชดเชยจากการอ่อนค่าของเงินบาท

กลุ่มรับเหมางานโยธาคาดว่ากำไรปี 2563 จะลดลง 8%/14%/21% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา ส่วนกลุ่มงานเสาเข็มเจาะจะได้รับผลกระทบที่หนักกว่าเพราะมีส่วนแบ่งจากภาคเอกชนมากกว่า



กลุ่มขนส่งภาคพื้นดิน เราคาดว่ากำไรโดยรวมจะลดลง 12%/17%/21% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลง ขณะที่ไม่เล็งเห็นปัญหาด้านเครดิตภายในกลุ่มนี้

กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม (F&B) คาดว่ากำไรปี 2563 จะลดลง 10%/22%/37% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 แต่ไม่เล็งเห็นปัญหาด้านเครดิตภายในกลุ่มนี้ เพราะมี D/E ratio ต่ำ

กลุ่มที่ได้รับผลกระทบอย่างมากได้แก่:

กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ คาดกำไรปี 2563 ของกลุ่มจะปรับลดลง 6%/31%/63% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา สืบเนื่องจากอุปสงค์โลกที่ลดลง ซึ่งได้รับการชดเชยส่วนหนึ่งจากการอ่อนค่าของเงินบาท

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีคาดว่ากำไรจะลดลง 7%/18%/35% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากราคาน้ำมัน GRM และส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่ลดลง โดยบริษัทส่วนใหญ่ยังคงมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งด้วย D/E ratio ระดับต่ำ

กลุ่ม non-banks คาดกำไรปี 2563 ลดลง 20%/39%/73% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา ด้วยอัตราส่วนการตั้งสำรอง (coverage ratio) ที่ลดลงจาก 139% เป็น 95% 76% และ 68% ตามลำดับ โดยทุกบริษัทในกลุ่มนี้ต่างมี D/E ratio ที่ต่ำกว่า debt covenant

กลุ่มการแพทย์ (โรงพยาบาล) คาดว่ากำไรจะลดลง 0%/24%/45% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากปริมาณผู้ป่วยเงินสดที่ลดลง โดยไม่เห็นปัญหาด้านเครดิต เพราะมี D/E ratio ต่ำ

กลุ่ม IFF/Office REIT คาดกำไรลดลง 19%/33%/35% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา โดยกลุ่ม IFF/Office REIT จะได้รับผลกระทบมากที่สุดในการจัดกลุ่มประเภทนี้ แต่ไม่เล็งเห็นถึงสภาวะถดถอยทางการเงินที่มีนัยสำคัญ ยกเว้นอาจจะมีเงินปันผลต่อหน่วย (DPU) ที่ลดลง

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เราคาดว่ากำไรปี 2563 ของกลุ่มจะลดลง 13%/23%/42% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา แต่มองว่า net IBDE ratio จะยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ SIR และ ORI มีความเสี่ยงสูงกว่าเพราะมีสัดส่วนการลงทุนสูงกว่าบริษัทอื่น (กรณีของ SIRI) และมีฐานเงินทุนต่ำ (กรณีของ ORI)

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ (CPN) คาดว่ากำไรจะลดลง 20%/28%/36% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา และแม้ว่า CPN จะเป็นหนึ่งในบริษัทที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด แต่ด้วยการที่บริษัทมีงบดุลแข็งแกร่งจึงมองว่า CPN จะยังคงมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งตามเดิมในทุกสมมติฐานของการทดสอบ

กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม คาดกำไรลดลง 14%/29%/53% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา แต่มองว่าสถานะทางการเงินโดยรวมยังแข็งแกร่งอยู่

กลุ่มที่ได้รับผลกระทบมากที่สุดได้แก่:

กลุ่มธนาคาร คาดว่ากำไรจะลดลง 49%/134%/243% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จาก NPL ratio ที่ปรับสูงขึ้น (จาก 5ppt เป็น 15ppt) และการเติบโตของสินเชื่อที่ปรับลดลงอย่างมาก (จาก -2ppt เป็น -15ppt) แต่ CET1 ratio ของธนาคารทุกแห่งยังคงอยู่ในระดับที่ดีและสูงกว่าเกณฑ์ของ ธปท.

กลุ่มการบินและการท่องเที่ยวคาดว่าจะกำไรปี 2563 จะลดลง 26%/142%/234% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงภายใต้การทำ stress test ของเรา ทั้งนี้ เราเป็นกังวลกับ



สถานะการเงินของ THAI มากที่สุดจากความเสี่ยงที่บริษัทจะมีเงินทุนติดลบ แต่เชื่อว่า AAV BA และหุ้นกลุ่มโรงแรมทั้งหมดที่เราวิเคราะห์อยู่จะผ่านพ้นวิกฤตนี้ไปได้ และจะสามารถชำระหนี้สินได้ในปี 2563 ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เราได้เสนอธีมการลงทุน 4 แนวทางดังต่อไปนี้:

กลุ่มหลักที่จะได้ประโยชน์จากประเด็นไวรัสโควิด-19 (STA และ ADVANC) อุปสงค์การใช้ถุงมือยางที่พุ่งสูงขึ้นท่ามกลางความกังวลต่อสถานการณ์ของไวรัสโควิด-19 จะเป็นประโยชน์ต่อ STA ขณะที่คาดว่ากลุ่ม ICT จะได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสไม่มากนัก และมองว่าการใช้บริการข้อมูลอาจปรับสูงขึ้นในช่วงการแพร่ระบาดเพราะผู้คนต่างการออกนอกบ้านลง

กลุ่มหลักที่จะได้ประโยชน์จากการกักตุนสินค้าจำเป็นของภาคครัวเรือน (CPALL BJC และ RBF) คาดว่ากลุ่มสินค้าจำเป็นจะได้ประโยชน์จากการที่ผู้คนกักตุนสินค้าจำเป็นเพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับกรกักตัวอยู่บ้านเป็นเวลานาน โดยเราเล็งเห็นอุปสงค์ต่อผลิตภัณฑ์สารให้ความหวานและส่วนผสมอื่นๆ ของ RBF โดยคาดว่า RBF จะสามารถฝ่าฟันสภาวะเศรษฐกิจขาลงในขณะนี้ไปได้ เพราะผลิตภัณฑ์จำพวกอาหารยังคงเป็นความต้องการพื้นฐานของผู้คน

กลุ่มหลักที่จะได้ประโยชน์จากการกักตุนของเงินหลังจากควบคุมการแพร่ระบาดได้ (SCC) เราคาดว่ากำไรและการบริโภคในจีนจะกลับสู่สภาวะปกติ หลังจากที่สามารถควบคุมสถานการณ์การแพร่ระบาดครั้งใหญ่ได้ ซึ่งจะนำไปสู่การกักตุนผลิตภัณฑ์ต่างๆ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ประเภทปิโตรเคมี

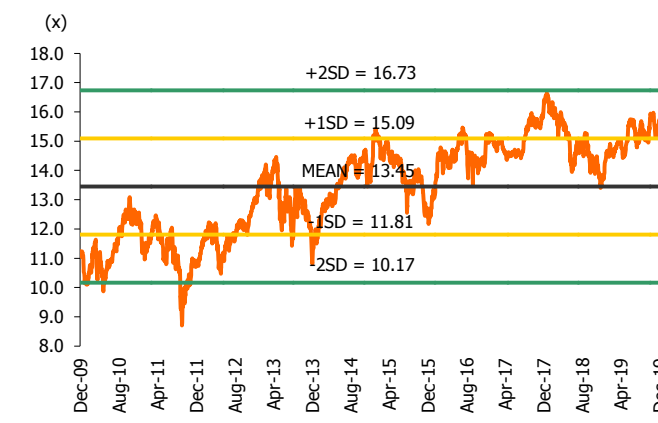
กลุ่มหลักที่จะได้ประโยชน์จาก NPLs ที่สูงขึ้นในประเทศไทย (BAM) คาดว่า BAM จะได้ประโยชน์จาก NPLs ที่สูงขึ้น ซึ่งจะกลายเป็นอุปทานสำหรับธุรกิจรับซื้อหนี้สินของบริษัท ทั้งนี้ BAM มีประสบการณ์ยาวนานในธุรกิจบริหารจัดการ NPLs มาตั้งแต่วิกฤตการเงินในประเทศไทยช่วงปี 2540

Fig. 1 SET Index and major sectors: Bloomberg consensus forecasts & valuations

	Index		EPS			PER (x)			EPS growth (%)			YTD EPS revision (%)			ROE (%)	Div yld (%)
	(20 Mar)	% YTD	2020E	2021E	2021E	2020E	2021E	2021E	2020E	2021E	2021E	2020E	2021E	2021E	2020E	2020E
SET	1,127	-28.6	88.0	99.1	106.3	12.8	11.4	10.6	2.3	12.5	7.3	-12.9	-9.6	-4.5	8.4	4.1
Energy	17,067	-31.9	1,394.1	1,606.5	1,793.7	12.2	10.6	9.5	0.1	15.2	11.7	-22.4	-14.2	-11.3	8.7	4.1
Petrochem	534	-44.5	66.9	83.1	78.4	8.0	6.4	6.8	63.6	24.2	-5.6	-23.5	-16.0	-4.9	6.7	5.7
Banks	263	-39.8	46.4	49.7	53.7	5.7	5.3	4.9	-1.1	7.0	8.0	-10.7	-9.5	-1.2	8.0	7.1
Telcos	135	-16.3	8.5	8.6	9.0	15.9	15.7	15.0	-20.9	1.5	4.3	-9.4	-11.4	-0.6	5.0	6.0
Commerce	29,400	-24.9	1,433.0	1,602.5	1,739.7	20.5	18.3	16.9	-2.1	11.8	8.6	-10.1	-10.8	0.9	19.5	2.6
Property	162	-35.4	17.0	17.6	18.3	9.6	9.2	8.9	1.2	3.5	3.9	-6.8	-6.3	0.4	7.4	4.6
ConMat	7,717	-21.9	625.3	698.0	690.6	12.3	11.1	11.2	5.2	11.6	-1.1	-8.1	-7.3	-3.1	6.1	4.4
Transport	291	-28.6	7.7	12.1	13.9	37.6	24.1	21.0	-7.0	55.7	15.1	-27.0	-22.6	-9.6	10.1	2.4
Food	9,655	-21.6	646.7	728.4	785.5	14.9	13.3	12.3	-1.8	12.6	7.8	-2.8	0.8	4.6	9.8	3.5
Healthcare	4,463	-20.3	152.3	169.8	181.8	29.3	26.3	24.5	-23.0	11.5	7.1	-9.3	-6.8	-1.9	12.2	2.0
Hotel	311	-34.5	17.8	25.8	25.7	17.4	12.0	12.1	41.3	44.6	-0.5	-31.0	-0.2	0.0	3.4	#N/A

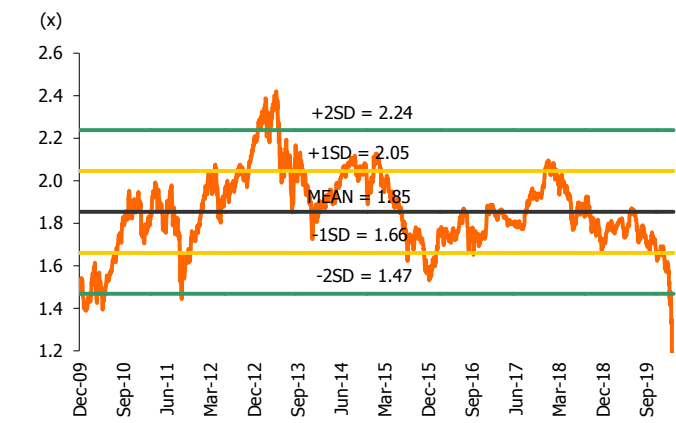
Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 2 SET Index 12-month forward consensus PER



Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 3 SET Index 12-month forward consensus PBV



Source: Bloomberg, KS Research

ปัจจัยเสี่ยงต่อมุมมองเชิงบวกของเรา

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อมุมมองภาพรวมปี 2563 ของเราคือ 1) สถานการณ์การแพร่ระบาดของระดับโลกของไวรัสโควิด-19 ที่รุนแรงยิ่งขึ้น และมีการดำเนินมาตรการปิดเมืองเต็มรูปแบบ และ 2) การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ขนาดใหญ่ “เฉพาะ” ในประเทศไทยจากมาตรการควบคุมที่มีประสิทธิภาพต่ำ

การกำหนดเป้าหมาย SET Index

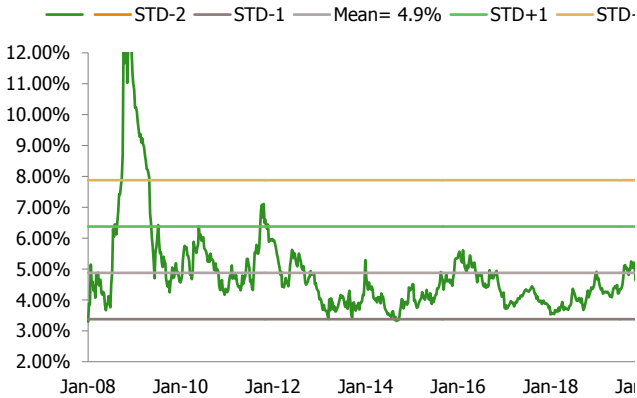
เป้าหมาย SET Index ของเราอิงราคาเป้าหมายหุ้นที่เราวิเคราะห์อยู่ทั้งหมด และนำไปปรับกับเป้าหมายค่าเฉลี่ยในรอบ -20% (กรณีเชิงลบ) ถึง +20% (กรณีเชิงบวก) โดยค่าที่ใช้จะขึ้นอยู่กับปัจจัยต่าง ๆ จำนวนมาก เช่น ภาพรวมเศรษฐกิจ มูลค่าตลาดในภาพรวม ทิศทางการไหลของกลุ่มบริษัท ฯลฯ ทั้งนี้ด้วยการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่ทวีความรุนแรงขึ้น เราจึงยังคงอิงสมมติฐาน “กรณีเชิงลบ” (เป้าหมาย SET Index จากล่างขึ้นบนในรอบ -5% ถึง -20%) ที่ -14% คิดเป็นเป้าหมาย SET Index ล่วงหน้า 12 เดือนที่ 1,370 (เทียบกับเป้าหมาย SET Index กรณีพื้นฐานที่ 1,601) โดยเป้าหมาย SET Index ของเราสะท้อนสมมติฐาน Scenario #2 ที่เราคาดว่าจะประสบความสำเร็จในการพัฒนาภายใต้ไวรัสรูปแบบค็อกเทล

Fig. 4 SET Index target setting

Unit: Btmn	Base-line	Strategist adjustment vs base-line SET Index target				
		Bearish (-5% to -20%)	Modestly bearish (0 to -5%)	Neutral (0%)	Modestly bullish (0% to +5%)	Bullish (+5% to +20%)
KS Coverage: Total market cap based on current share price	8,847,977					
KS Coverage: Total market cap based on target price	13,832,158					
- Upside/(downside)	56.3%					
SET Index (23 March)	1,024					
SET Index target (-5% adjustment = Modestly bearish)	1,601	1,370				
Implied 12-months forward PER based on 2020 BB EPS consensus		15.6				
Total return (based on 3% dividend yield)		36.7%				

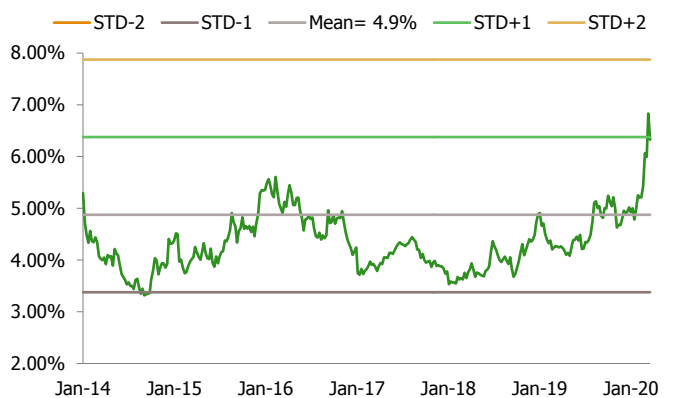
Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 5 Market yield gap (net of 10-year GBY)



Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 6 Market yield gap (net of 10-year GBY) — cont.



Source: Bloomberg, KS Research

บททวน 5 สถานการณ์ที่อาจเกิดขึ้น

Scenario #1 (ค้นพบวัคซีนต้านไวรัสโควิด-19) กรณีนี้คือกรณีเชิงบวกที่การค้นพบวัคซีนต้านไวรัสโควิด-19 จะนำไปสู่การพลิกฟื้นจากสถานการณ์ขายที่เห็นมาในช่วงหลังนี้ ในขณะที่มีความพยายามเร่งขั้นตอนการพัฒนาวัคซีนและการข้ามขั้นตอนการทดสอบที่สำคัญบางส่วน เช่น การทดสอบกับสัตว์ ฯลฯ ทั้งนี้ Moderna หนึ่งในผู้พัฒนาวัคซีนต้านไวรัสโควิด-19 รายสำคัญได้เข้าสู่ขั้นตอนการทดสอบเชิงคลินิก (clinical tests) ครั้งแรกโดยมีผู้อาสาในจำนวนจำกัด วัคซีนของ Moderna นั้นมาจากเมสเซนเจอร์ อาร์เอ็นเอ (mRNA) มากกว่าเชื้อตาย (inactive virus) ซึ่งมีความเสี่ยงน้อยกว่าในทางทฤษฎี ทั้งนี้ การทำ clinical tests นั้นมีด้วยกันทั้งหมด 4 เฟส โดยในเฟสที่ 2 จะทดสอบกับอาสาสมัคร 100-300 คน เฟส 3 ที่ 1,000-3,000 คน และเฟส 4 คือการศึกษาถึงความปลอดภัยในช่วงการทดสอบเชิงพาณิชย์

อย่างไรก็ตามจากมุมมองปัจจุบันพบว่าจะต้องใช้เวลาอย่างน้อยอีก 12 เดือนนับจากนี้กว่าจะค้นพบวัคซีนที่ปลอดภัยและมีประสิทธิภาพ เราจึงมองว่ากรณีนี้มีความเป็นไปได้ต่ำ

SET Index ภายใต้กรณีนี้คาดฟื้นตัวสู่ระดับ 1,544 (อิงค่าเฉลี่ยของอัตราส่วนต่างผลตอบแทนตลาดและพันธบัตร (EYG)) แม้เราจะคาดว่าทุกกลุ่มอุตสาหกรรมจะมีภาพรวมแข็งแกร่ง แต่ก็เชื่อว่ากลุ่มการท่องเที่ยว (สนามบิน สายการบิน และโรงแรม) และกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะฟื้นตัวมากที่สุด ทั้งนี้ ความสำเร็จในการผลิตวัคซีนจะทำให้การดำเนินมาตรการเข้มงวดลดความจำเป็นลง

Scenario #2 (ค้นพบยาต้านที่ใช้ต้านไวรัสโควิด-19 ได้เป็นอย่างดี) กรณีนี้ยังถือเป็นกรณีเชิงบวกโดยมองว่ามีความเป็นไปได้มากที่สุด สืบเนื่องจากความพร้อมของยาด้านไวรัสในขณะนี้ (ทั้งที่ผ่านการอนุมัติแล้วและกำลังพัฒนา) ในช่วงตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ ยา Avigan (หรือ Favipiravir ที่พัฒนาโดย Fujifilm) ได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการยับยั้งไวรัสได้ในระดับหนึ่ง โดยเฉพาะในช่วงเริ่มต้นของการให้ยา ซึ่งคาดว่าจะช่วยเร่งอัตราการฟื้นตัวและ/หรือลดอัตราการเสียชีวิตลงได้ในระดับหนึ่ง เมื่อเทียบกับ Scenario #1 เรามองว่ากรณีนี้มีความเป็นไปได้มากกว่า



SET Index ภายใต้กรณีนี้คาดว่าจะฟื้นตัวแตะระดับ 1,369 (อิง +0.5SD ต่อ EYG) โดยคาดถึงการฟื้นตัวอย่างทั่วถึงจากระดับปัจจุบัน แต่ไม่สามารถกลับไปสู่ระดับก่อนที่จะเกิดการแพร่ระบาดได้ อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่ากลุ่มการท่องเที่ยวและกลุ่มอสังหาริมทรัพย์จะฟื้นตัวแข็งแกร่ง เพราะกรณีนี้ยังจำเป็นต้องดำเนินมาตรการควบคุมต่างๆ ต่อไป (การรักษาระยะห่างทางสังคม (social distance) นโยบายทำงานจากบ้าน การห้ามจัดงานที่มีผู้เข้าร่วมหนาแน่น การค้าผ่านระบบออนไลน์) ที่มองว่าจะ เป็นปัจจัยจำกัดการฟื้นตัว ในกรณีนี้เราชอบหุ้นที่อิงวัฏจักรโลก

Scenario #3 (EU/สหรัฐฯ สามารถควบคุมการแพร่ระบาดได้) คาด SET Index ภายใต้กรณีนี้จะมีมูลค่าพื้นฐานที่ 1,230 (อิง EYG ที่ +1.0SD) เป็นการสะท้อนว่า EU และสหรัฐฯ สามารถควบคุมสถานการณ์ได้หลังจากดำเนินมาตรการปิดเมือง เราเชื่อว่าการปิดเมืองจะช่วยควบคุมการแพร่ระบาดได้อย่างมีประสิทธิภาพอย่างที่เห็นได้จากการดำเนินมาตรการของจีน เราคาดว่าตลาดโดยรวมจะฟื้นตัวขึ้นเหมือนกับ Scenario #2 แต่จะมีกลุ่มการท่องเที่ยว กลุ่มอสังหาริมทรัพย์และกลุ่มการเงินที่ฟื้นตัวน้อยกว่าสำหรับกรณีนี้ เนื่องจากจะยังคงได้รับผลกระทบจากประเด็นไวรัสโควิด-19 จากมาตรการเข้มงวดที่ยังคงดำรงอยู่และจากปัญหา NPLs

Scenario #4 (กลุ่มประเทศพัฒนาแล้ว (DMs) หลักๆ ดำเนินมาตรการปิดเมืองเต็มรูปแบบ 14 วัน) กรณีดังกล่าวคือกรณีที่ "ไม่ดี" ทั้งนี้ การปิดเมืองเต็มรูปแบบของกลุ่มประเทศ DMs หลักๆ โดยเฉพาะในสหรัฐฯ ยุโรป และญี่ปุ่น จะสร้างความมั่นใจว่าการแพร่ระบาดจะอยู่ภายใต้การควบคุมของทางการ คล้ายกับที่เกิดขึ้นในจีน แต่จะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจในวงกว้าง และมองว่าตลาดหุ้นจะได้รับผลกระทบอีกไกลออกไป ทั้งนี้ หลังจากดำเนินมาตรการเข้มงวดเต็มรูปแบบ เรายังเล็งเห็นถึงความจำเป็นในการคงมาตรการเข้มงวดต่อไป เพื่อให้มั่นใจว่าการติดเชื้อจะลดลง 2 จะเป็นไปอย่างเบาบางและอยู่ภายใต้การควบคุม

คาดว่า SET Index ภายใต้กรณีนี้จะอยู่ที่ 1,021 (อิง +1.5SD ต่อ EYG) เรามองว่าจะดับดับดังกล่าวเป็นระดับที่ "ไม่ดี" เพราะการปิดเมืองโดยกลุ่มประเทศ DMs (คาดว่าจะเกิดขึ้นในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (EMs) บางประเทศเช่นกัน) จะป้องกันไม่ให้เกิดการพัฒนาไปสู่สถานการณ์ที่ "เลวร้ายที่สุด" ที่มีการแพร่ระบาดยาวนานต่อเนื่อง

Scenario #5 (สถานการณ์ยืดเยื้อและมีการแพร่ระบาดที่รุนแรงขึ้น) ไม่คาดว่ากรณีจะเกิดขึ้นจริง เพราะคาดว่ากลุ่มประเทศ DMs หลักๆ จะดำเนินมาตรการปิดเมืองเต็มรูปแบบ เพื่อป้องกันไม่ให้เกิดสถานการณ์ตามกรณีนี้ขึ้นตั้งแต่แรก

ภายใต้กรณีนี้เราอิง +3.0SD ต่อ EYG ในการประเมินเป้าหมาย SET Index โดยประเมินได้ที่ 873 ซึ่งกรณีนี้คือกรณีที่ตลาดการเงินทั่วโลกจะได้รับผลกระทบเชิงลบ และนำหลีกเลี่ยงการลงทุนในตลาดหุ้น



Fig. 7 Earnings yield gap and the five COVID-19 scenarios*

	As at 20 March 2020		As at 20 March 2020			Note; scenarios
	Earnings yield gap	10-yr bond yield	Earnings yield	12mth forward market EPS	Implied SET Index	
-SD1	3.38%	0.97%	4.35%	90	2,076	
-SD0.875	3.57%	0.97%	4.54%	90	1,990	
-SD0.75	3.75%	0.97%	4.73%	90	1,912	
-SD0.625	3.94%	0.97%	4.91%	90	1,839	
-SD0.5	4.13%	0.97%	5.10%	90	1,771	
-SD0.375	4.31%	0.97%	5.29%	90	1,709	
-SD0.25	4.50%	0.97%	5.48%	90	1,650	
-SD0.125	4.69%	0.97%	5.66%	90	1,596	
mean	4.88%	0.97%	5.85%	90	1,544	COVID-19 vaccine successfully developed
+SD0.125	5.06%	0.97%	6.04%	90	1,497	
+SD0.25	5.25%	0.97%	6.23%	90	1,452	
+SD0.375	5.44%	0.97%	6.41%	90	1,409	
+SD0.5	5.63%	0.97%	6.60%	90	1,369	Antiviral drug (s) that works with COVID-19
+SD0.625	5.81%	0.97%	6.79%	90	1,331	
+SD0.75	6.00%	0.97%	6.97%	90	1,296	
+SD0.875	6.19%	0.97%	7.16%	90	1,262	
+SD1	6.38%	0.97%	7.35%	90	1,230	Multiple countries trigger city lockdown/travel ban
+SD1.125	6.56%	0.97%	7.54%	90	1,199	
+SD1.25	6.75%	0.97%	7.72%	90	1,170	
+SD1.375	6.94%	0.97%	7.91%	90	1,142	
+SD1.5	7.12%	0.97%	8.10%	90	1,116	
+SD1.625	7.31%	0.97%	8.29%	90	1,091	
+SD1.75	7.50%	0.97%	8.47%	90	1,066	
+SD1.875	7.69%	0.97%	8.66%	90	1,043	
+SD2	7.87%	0.97%	8.85%	90	1,021	Key DM countries trigger full-scale 14-days quarantine
+SD2.125	8.06%	0.97%	9.04%	90	1,000	
+SD2.25	8.25%	0.97%	9.22%	90	980	
+SD2.375	8.44%	0.97%	9.41%	90	960	
+SD2.5	8.62%	0.97%	9.60%	90	942	
+SD2.625	8.81%	0.97%	9.78%	90	924	
+SD2.75	9.00%	0.97%	9.97%	90	906	
+SD2.875	9.18%	0.97%	10.16%	90	890	
+SD3	9.37%	0.97%	10.35%	90	873	Prolonged and severe pandemic

Source: Bloomberg, KS Research, *due to unusual movement in Thai 10-yr bond yield, we arbitrarily use 0.97% (vs actual of 1.69%), the same as previous note



Fig. 8 Earnings yield gap and the five COVID-19 scenarios (in the previous strategy note dated Mar. 6)

	As at 6 March 2020			As at 6 March 2020		Note; scenarios
	Earnings yield gap	10-yr bond yield	Earnings yield	12mth forward market EPS	Implied SET Index	
-SD1	3.38%	0.97%	4.35%	95	2,184	
-SD0.875	3.57%	0.97%	4.54%	95	2,094	
-SD0.75	3.75%	0.97%	4.73%	95	2,011	
-SD0.625	3.94%	0.97%	4.91%	95	1,934	
-SD0.5	4.13%	0.97%	5.10%	95	1,863	
-SD0.375	4.31%	0.97%	5.29%	95	1,797	
-SD0.25	4.50%	0.97%	5.47%	95	1,736	
-SD0.125	4.69%	0.97%	5.66%	95	1,678	
mean	4.88%	0.97%	5.85%	95	1,624	COVID-19 vaccine successfully developed
+SD0.125	5.06%	0.97%	6.04%	95	1,574	
+SD0.25	5.25%	0.97%	6.22%	95	1,527	
+SD0.375	5.44%	0.97%	6.41%	95	1,482	
+SD0.5	5.63%	0.97%	6.60%	95	1,440	Antiviral drug (s) that works with COVID-19
+SD0.625	5.81%	0.97%	6.79%	95	1,400	
+SD0.75	6.00%	0.97%	6.97%	95	1,363	
+SD0.875	6.19%	0.97%	7.16%	95	1,327	
+SD1	6.38%	0.97%	7.35%	95	1,293	Multiple countries trigger city lockdown/travel ban
+SD1.125	6.56%	0.97%	7.54%	95	1,261	
+SD1.25	6.75%	0.97%	7.72%	95	1,230	
+SD1.375	6.94%	0.97%	7.91%	95	1,201	
+SD1.5	7.12%	0.97%	8.10%	95	1,173	Key DM countries trigger full-scale 14-days quarantine
+SD1.625	7.31%	0.97%	8.28%	95	1,147	
+SD1.75	7.50%	0.97%	8.47%	95	1,122	
+SD1.875	7.69%	0.97%	8.66%	95	1,097	
+SD2	7.87%	0.97%	8.85%	95	1,074	
+SD2.125	8.06%	0.97%	9.03%	95	1,052	
+SD2.25	8.25%	0.97%	9.22%	95	1,030	
+SD2.375	8.44%	0.97%	9.41%	95	1,010	
+SD2.5	8.62%	0.97%	9.60%	95	990	
+SD2.625	8.81%	0.97%	9.78%	95	971	
+SD2.75	9.00%	0.97%	9.97%	95	953	
+SD2.875	9.18%	0.97%	10.16%	95	935	
+SD3	9.37%	0.97%	10.34%	95	919	Prolonged and severe pandemic

Source: Bloomberg, KS Research



การทำ stress tests กับกลุ่ม/หุ้นที่เราวิเคราะห์อยู่

- ▶ เราได้ทำ stress test แบ่งออกเป็น 3 กรณีด้วยอัตราดอกเบี้ยโตของ GDP ที่แตกต่างกัน เพื่อระบุ downside risk ต่อกำไรและสถานะทางการเงินของแต่ละบริษัทว่าจะต้านทานเศรษฐกิจขาลงที่ได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้มากน้อยแค่ไหน สมมติฐาน 3 กรณีดังกล่าว ประกอบด้วย GDP ปีที่ -2.2% (Scenario #1) -5.8% (Scenario #2) และ -10% (Scenario #3) ตามลำดับ

เราแบ่งถือการลงทุนออกเป็น 4 แนวทาง โดยจะขึ้นอยู่กับปัจจัยบวก/ลบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ซึ่งประกอบด้วย 1) กลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยจากการแพร่ระบาด 2) กลุ่มที่ได้รับผลกระทบปานกลาง 3) กลุ่มที่ได้รับผลกระทบอย่างมาก และ 4) กลุ่มที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด

▶ กลุ่มที่ได้รับผลกระทบน้อยจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19

กลุ่ม ICT คาดกำไรปี 2563 จะลดลง 8%/10%/13% จากกรณีพื้นฐาน โดยมี ADVANC ที่ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดในระดับ 9.8-16.6% YoY ตามด้วย DTAC ที่ลดลงในกรอบ 12-25.9% YoY และ TRUE ที่ 214.5-350.6% YoY เรามองว่าทุกบริษัทมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง ยกเว้น TRUE แต่มองว่า TRUE จะผ่านพ้นวิกฤตไปได้ภายใต้เริ่มเงาของกลุ่ม CP

กลุ่มมืองมีอย่าง (STA) จากการทดสอบพบว่ากำไรของ STA จะลดลงเพียง 1%/3%/5% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา สืบเนื่องจากอุปสงค์ยางธรรมชาติที่อ่อนแอ แต่แทบจะได้รับการชดเชยทั้งหมดจากอุปสงค์ยางมีอย่างที่แข็งแกร่ง

กลุ่มสาธารณูปโภค คาดกำไรทั้งปี 2563 ของกลุ่มโรงไฟฟ้าพลังงานหลักจะปรับลดลง 7%/15%/23% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา ขณะที่กลุ่มพลังงานทดแทนจะปรับลดลงเพียง 0%/1%/2% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา โดยกลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ (IPP) นั้นมีกันชนต่อความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจ เนื่องจากมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ที่แน่นอนแล้วกับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ขณะที่กลุ่มโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) จะมีต้นทุนพลังงานต่ำ ซึ่งส่วนหนึ่งจะชดเชยอุปสงค์ลูกค้าภาคอุตสาหกรรมที่อ่อนแอได้

กลุ่มพาณิชย์ คาดว่ากำไรโดยรวมของผู้ค้าปลีก 6 รายจะลดลง 5%/8%/13% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จาก GDP และการเติบโตของการบริโภคภาคเอกชนที่ลดลง แต่ net D/E ratio และ net D/EBITDA ratio โดยรวมจะไม่เปลี่ยนแปลงมากนักจากกรณีพื้นฐานของเรา และจะยังคงต่ำกว่า debt covenant อยู่ เราจึงเชื่อว่าผู้ค้าปลีกทั้ง 6 รายจะมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

▶ กลุ่มที่ได้รับผลกระทบปานกลาง

กลุ่มบริหารจัดการสินทรัพย์ (AMCs) คาดกำไรของกลุ่มจะปรับลดลง 2%/8%/12% จากกรณีพื้นฐานของเรา แม้จะได้ประโยชน์จากปริมาณ NPLs ปรับสูงขึ้น แต่เศรษฐกิจที่อ่อนแออาจส่งผลกระทบต่อกลุ่ม AMCs ในแง่ของการทวงถามหนี้ที่ลดลง เพราะลูกค้าจะมีเงินใช้จ่ายน้อยลง

กลุ่ม soft commodities เราคาดว่ากำไรโดยรวมของกลุ่ม (CPF GFPT และ TU) จะลดลง 6%/16%/19% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา จากการบริโภคของโลกที่ปรับลดลงอันเป็นผลมาจากเหตุขัดข้องในการดำเนินงานในจีน แต่เราคาดว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงจะช่วยบรรเทาผลกระทบในส่วนนี้ได้ เราไม่มีความกังวลต่อสถานะทางการเงินของกลุ่มนี้ เพราะ net D/E ratio และ net D/EBITDA ratio จะปรับเพิ่มเพียงเล็กน้อย และยังคงต่ำกว่า debt covenant

กลุ่มรับเหมางานโยธา คาดว่ากำไรปี 2563 จะลดลง 8%/14%/21% จากกรณีพื้นฐานปี 2563 ของเรา สมมติฐานปัจจุบันของเราคาดว่า การเซ็นสัญญางาน MRT สายสีส้มจะเกิดขึ้นในปี 2564 เราคาดว่ากลุ่มงานเสาเข็มจะจะได้รับผลกระทบที่หนักกว่าเพราะมีส่วนแบ่งจากภาคเอกชนมากกว่า

กลุ่มขนส่งภาคพื้นดิน เราได้ทำ sensitivity analysis ของผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงด้านจำนวนผู้โดยสารในระบบ MRT ที่จะมีต่อ BEM และ BTS โดยเราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะปรับลดลง 16-40% ในปี 2563 เนื่องจากจำนวนเคสผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 พุ่งสูงขึ้นในพื้นที่



กรุงเทพฯ เมื่ออิงจากการทำ stress test 3 กรณี เราก็คาดว่ากำไรโดยรวมจะลดลง 12%/17%/21% จากกรณีพื้นฐานปี 2563

กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของบริษัทในกลุ่มนี้ที่เราวิเคราะห์อยู่จะลดลง 10%/22%/37% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 อิงจาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา กลุ่มสินค้าจำเป็นอ่อนไหวค่อนข้างน้อยและอาจได้ประโยชน์จากการกักตุนสินค้า อย่างไรก็ตาม การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อยอดขายและกำไรสุทธิของบริษัทที่ให้บริการร้านอาหาร

▶ **กลุ่มที่ได้รับผลกระทบอย่างมาก**

กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของบริษัทในกลุ่มนี้ที่เราวิเคราะห์อยู่จะลดลง 6%/31%/63% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 อิงจาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เริ่มรุนแรงมากขึ้นและจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์สินค้าอิเล็กทรอนิกส์ทั่วโลกซึ่งในกรณีที่เลวร้ายที่สุดจะฉุดให้อุตสาหกรรมเข้าสู่ช่วงวัฏจักรซาลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเงินบาทที่อ่อนค่าลงจะช่วยบรรเทาผลกระทบดังกล่าว

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของบริษัทในกลุ่มนี้ที่เราวิเคราะห์อยู่จะลดลง 7%/18%/35% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 อิงจาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา สาเหตุที่ทำให้กำไรสุทธิปรับลดลงมาจากการปรับลดราคาน้ำมัน, GRM และส่วนต่างราคาปิโตรเคมีบางรายการแม้รวมประมาณการค่าเงินบาท/ดอลลาร์ที่อ่อนแอแล้ว net D/E ratio และ net debt to EBITDA โดยรวมจะเปลี่ยนแปลงเล็กน้อยจากกรณีพื้นฐานของเราและยังอยู่ในระดับต่ำกว่าที่กำหนดไว้

กลุ่มการเงิน จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 20%/39%/73% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 แม้อัตราสำรองต่อหนี้สูญของเราจะลดลงมากจากระดับเฉลี่ยที่ 139% มาอยู่ที่ 95%, 76% และ 68% ตามลำดับ แต่ D/E ratio ของกลุ่มในปี 2563 จะเพิ่มขึ้นจาก 2.72 เท่า เป็น 2.77 เท่า, 2.91 เท่า และ 3.06 เท่า ตามลำดับ ภายใต้ทั้ง 3 สมมติฐาน D/E ratio ของบริษัทในกลุ่มการเงินจะยังอยู่ในระดับ debt covenant ratio

กลุ่มประกันภัย จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 23%/54%/62% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 แม้อัตราส่วนรวมจะเพิ่มขึ้นจาก 112% ในกรณีพื้นฐานมาอยู่ที่ 115%, 119% และ 123% ตามลำดับ CAR ratio จะเคลื่อนไหวเล็กน้อยจาก 279% เป็น 273%/274%/275% ตามลำดับ

กลุ่มการแพทย์ (โรงพยาบาล) จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 0%/24%/45% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 กลุ่มการแพทย์แตกต่างกับกลุ่มอื่น ๆ ตรงที่ประมาณการปัจจุบันของเราสะท้อนสมมติฐานที่ 1 เป็นส่วนใหญ่และกลายมาเป็นสมมติฐานพื้นฐานของเรา เราคาดว่าภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อคนไข้เงินสดขณะที่เราคงประมาณการรายได้จากโครงการประกันสังคมไว้ตามเดิม เราคาดว่ารายได้จากคนไข้เงินสดที่ลดลงจากกรณีพื้นฐานของเราจะลดลง 6% และ 12% สำหรับสมมติฐานที่ 2 และ 3 ตามลำดับ นอกจากนี้ เรายังปรับลดประมาณการอัตรากำไรลง 50 bps และ 100 bps ตามลำดับจากกรณีพื้นฐานสำหรับสมมติฐานที่ 2 และ 3 เรามองเห็นสถานะการเงินที่แข็งแกร่งของโรงพยาบาลทุกแห่ง ยกเว้น THG โดย THG เป็นโรงพยาบาลแห่งเดียวที่มี net debt-to-equity ratio มากกว่า 1 เท่า และมี net debt to EBITDA สูงที่สุดที่ 11-12 เท่า ผลจากการเปิดให้บริการโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง ในปี 2559 ซึ่งจะต้องใช้เวลากว่าจะถึงจุดคุ้มทุนขณะที่รายได้จากการขายโครงการจัดซื้อ เวลบีอิง เคาน์ตี น้อยกว่าเป้าที่ตั้งไว้

กลุ่มกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน/Office REIT จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 19%/33%/35% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ส่งผลให้กิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศไทยต้องหยุดชะงักและประชาชนในประเทศเริ่มมีระยะห่างทางสังคม (social distance) เราคาดว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน/Office REIT

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 13%/23%/42% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 จากมาตรการ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้นและโควิด-19 ที่ส่งผลกระทบต่อจำนวนผู้ซื้อ แม้ net IBDE ratios จะยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้ภายใต้ทั้ง 3 สมมติฐานเนื่องจากผู้พัฒนาอสังหา



ฯ ทั้งหมดที่เราวิเคราะห์อยู่ต่างมีจุดที่แข็งแกร่ง แต่ SIRI (ระดับการลงทุนสูง) และ ORI (equity base ต่ำ) มีความเสี่ยงมากที่สุดในประเด็นนี้

กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 14%/29%/53% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 เห็นได้ชัดเจนว่าโควิด-19 ทำให้ห่วงโซ่อุปทานของหลายอุตสาหกรรมต้องหยุดชะงักลงนอกจากจะส่งผลกระทบต่อการบินทั่วโลก เราเห็นสถานะการเงินที่แข็งแกร่ง

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อการพาณิชย์ (CPN) จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของทั้งกลุ่มการเงินจะลดลง 20%/28%/36% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 เนื่องจากศูนย์การค้าเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากโควิด-19 ในส่วนของความแข็งแกร่งด้านการเงิน งบดุลและกระแสเงินสดของ CPN ยังแข็งแกร่งมากแม้ในสมมติฐานที่ GDP จะเติบโตที่ -10.0% ก็ตาม

▶ **กลุ่มที่ได้รับผลกระทบมากที่สุด**

กลุ่มธนาคาร เราคาดว่า NPL ratio จะเพิ่มขึ้นเป็น 5% จาก GDP ในปี 2563 ที่เติบโตที่ -2% (สมมติฐานที่ 1), เพิ่มขึ้นเป็น 10% จาก GDP ที่เติบโตที่ -5.8% (สมมติฐานที่ 2) และเพิ่มขึ้นเป็น 15% จาก GDP ที่เติบโตที่ -10% (สมมติฐานที่ 2) นอกจากนี้ เราคาดว่าอัตราเติบโตของสินเชื่อจะลดลง 3ppt/7.5ppt/12ppt จากกรณีพื้นฐานของเรา ตามลำดับ จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของกลุ่มธนาคารจะลดลง 49%/134%/243% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 แม้ CET 1 ratio จะยังสูงกว่าข้อกำหนดของธนาคารแห่งประเทศไทยสำหรับ CET1 ที่ 8.5% และ CAR ratio ที่ 11% ในทั้ง 3 สมมติฐาน เราคาดว่าอัตราสำรองต่อหนี้สูญจะลดลงจากระดับเฉลี่ยที่ 145% มาอยู่ที่ 117%, 74% และ 65% ตามลำดับภายใต้ทั้ง 3 สมมติฐานของเรา

กลุ่มการบินและท่องเที่ยว โควิด-19 ส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมการบินและการท่องเที่ยวจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลงมาก จาก 3 สมมติฐาน stress test ของเรา เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมของกลุ่มธนาคารจะลดลง 14.1%/22.8%/33.7% ผลลัพธ์ของการวิเคราะห์ที่ความอ่อนไหวสามารถสรุปได้ว่าบรรดาสายการบินอาจจะสามารถสร้างกำไรภายใต้สถานการณ์นี้แม้ได้ผลบวกจากราคาน้ำมันที่ลดลงและภาษีสรรพสามิตของน้ำมันเชื้อเพลิงที่ลดลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าที่ลดลงจะส่งผลให้ RevPar ของกลุ่มโรงแรมลดลงซึ่งจะส่งผลให้ธุรกิจโรงแรมรับรู้ผลขาดทุนในปี 2563 ในส่วนของความแข็งแกร่งด้านการเงิน เรากำลังดูกับ THAI มากที่สุดจาก net debt/equity ระดับสูงและปัจจัยเสี่ยงเรื่องการเพิ่มเงินสดหาก THAI รับรู้ผลขาดทุนก่อนใหญ่ในไตรมาส 1/2563 ซึ่งจะส่งผลให้ equity ติดลบหากไม่รวม TFRS16 เราไม่กังวลเรื่องงบดุลของ AAV และ BA นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากลุ่มโรงแรมทุกแห่งที่เราวิเคราะห์อยู่จะสามารถชำระหนี้สินได้ในปี 2563



Fig. 9 Stress test – Change in net profit vs. base case forecasts

Sector	Change in net profit (%) - 2020E			Change in net profit (%) - 2021E		
	Scenario1	Scenario2	Scenario3	Scenario1	Scenario2	Scenario3
Chemical	-12%	-46%	-81%	0%	-8%	-21%
Commerce - Commerce	-5%	-8%	-13%	-4%	-7%	-12%
Commerce - Cosmetics	-15%	-32%	-51%	-14%	-27%	-43%
Commerce - E-commerce	-16%	-31%	-52%	-11%	-33%	-55%
Commerce - Gadgets	-17%	-42%	-65%	-13%	-33%	-71%
Commodity - Agrobusiness	-6%	-16%	-19%	-1%	-6%	-10%
Contractor - Civil	-8%	-14%	-21%	0%	-1%	-13%
Contractor - EPC	-31%	-355%	-896%	-90%	-99%	-145%
Energy - Oil & Gas	-9%	-22%	-41%	3%	-8%	-12%
Energy - Other Oil & Gas	-1%	-15%	-27%	-9%	-9%	-19%
Energy - Petrochemical	-3%	-8%	-20%	1%	-3%	-3%
F&B - F&B	-10%	-22%	-37%	-9%	-24%	-40%
F&B - Packaging	-27%	-36%	-100%	-12%	-15%	-58%
Healthcare - Healthcare Products	-7%	-11%	-30%	-7%	-10%	-40%
Healthcare - Hospital	0%	-24%	-45%	0%	-18%	-32%
ICT & Media - ICT	-8%	-10%	-13%	-13%	-22%	-50%
Industrial Products - Construction Materials	-1%	-3%	-4%	-1%	-3%	-5%
Industrial Products - Electronics	-6%	-31%	-63%	-6%	-21%	-39%
Property - Commercial	-20%	-28%	-36%	-10%	-13%	-16%
Property - Industrial	-14%	-29%	-53%	-10%	-23%	-45%
Property - Residential	-13%	-23%	-42%	-7%	-12%	-22%
Mid-Small Cap	-5%	-12%	-20%	-5%	-12%	-23%
Mid-Small Cap - Asset Management	-2%	-8%	-12%	-3%	-8%	-13%
Tourism - Airport	-12%	-22%	-29%	-7%	-10%	-12%
Tourism - Aviation	-16%	-39%	-75%	-46%	-50%	-138%
Tourism - Hotel	-28%	-137%	-208%	-9%	-29%	-48%
Transportation - Ground Transport	-12%	-17%	-21%	-8%	-17%	-26%
Transportation - Logistics	-10%	-26%	-34%	-5%	-13%	-22%
Utilities - Conventional Power	-7%	-15%	-23%	2%	2%	1%
Utilities - Renewable Power	0%	-1%	-2%	-2%	-3%	-5%
REITs - Other	-29%	-91%	-121%	23%	-32%	-46%
IFF & REITs	-19%	-33%	-35%	-3%	-7%	-20%
Bank	-49%	-134%	-243%	-24%	-61%	-113%
Finance	-20%	-39%	-73%	-17%	-33%	-63%
Insurance	-23%	-54%	-62%	-28%	-66%	-76%
KS coverage (total or average)	-19%	-47%	-81%	-7%	-23%	-42%

Source: KS Research



Fig. 10 Stress test – Changes in net D/E vs. base case forecasts

Sector	Net D/E (x) - 2020E			
	Base case	Scenario1	Scenario2	Scenario3
Chemical	-0.09	-0.09	-0.10	-0.11
Commerce - Commerce	0.81	0.82	0.82	0.83
Commerce - Cosmetics	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40
Commerce - E-commerce	-0.23	-0.22	-0.21	-0.20
Commerce - Gadgets	0.36	0.33	0.32	0.27
Commodity - Agrobusiness	0.82	0.82	0.82	0.82
Contractor - Civil	0.85	0.67	0.69	0.73
Contractor - EPC	0.32	0.32	0.32	0.33
Energy - Oil & Gas	0.48	0.50	0.51	0.52
Energy - Other Oil & Gas	0.58	0.58	0.59	0.59
Energy - Petrochemical	0.71	0.70	0.70	0.71
F&B - F&B	-0.25	-0.24	-0.24	-0.24
F&B - Packaging	1.44	1.44	1.41	1.41
Healthcare - Healthcare Products	-0.10	-0.11	-0.11	-0.65
Healthcare - Hospital	0.18	0.18	0.20	0.21
ICT & Media - ICT	0.56	0.52	0.56	0.61
Industrial Products - Construction Materials	-0.19	-0.17	-0.17	-0.17
Industrial Products - Electronics	-0.09	-0.08	-0.07	-0.05
Property - Commercial	0.45	0.47	0.49	0.51
Property - Industrial	1.33	1.37	1.41	1.48
Property - Residential	0.94	0.98	1.01	1.07
Mid-Small Cap	0.81	0.82	0.85	0.87
Mid-Small Cap - Asset Management	1.15	1.15	1.15	1.14
Tourism - Airport	-0.19	-0.18	-0.17	-0.16
Tourism - Aviation	0.47	0.50	0.54	0.63
Tourism - Hotel	0.84	0.85	0.92	0.97
Transportation - Ground Transport	1.35	1.20	1.24	1.29
Transportation - Logistics	0.87	0.87	0.89	0.89
Utilities - Conventional Power	0.92	0.93	0.95	0.96
Utilities - Renewable Power	1.05	1.05	1.05	1.05
REITs - Other	0.20	0.20	0.20	0.20
IFF & REITs	0.28	0.28	0.28	0.28
KS coverage (average)	0.51	0.50	0.51	0.51

Source: KS Research



Fig. 11 Stress test – Changes in net debt to EBITDA vs. base case forecasts

Sector	Net debt to EBITDA (x) -2020E			
	Base case	Scenario1	Scenario2	Scenario3
Chemical	-0.79	-0.83	-1.09	-1.48
Commerce - Commerce	3.19	3.28	3.33	3.45
Commerce - Cosmetics	-12.44	-13.05	-17.52	-63.45
Commerce - E-commerce	-1.29	-1.38	-1.49	-1.71
Commerce - Gadgets	1.45	1.10	-0.32	6.14
Commodity - Agrobusiness	4.45	4.61	4.79	4.85
Contractor - Civil	9.08	9.04	8.99	8.74
Contractor - EPC	1.67	0.75	0.74	0.73
Energy - Oil & Gas	5.18	-13.01	-0.21	1.08
Energy - Other Oil & Gas	2.88	2.95	3.29	3.71
Energy - Petrochemical	4.67	4.56	4.51	5.15
F&B - F&B	-1.12	-1.15	-1.32	-1.46
F&B - Packaging	3.20	3.44	3.44	4.23
Healthcare - Healthcare Products	-0.40	-0.44	-0.47	-0.90
Healthcare - Hospital	1.29	1.29	1.42	1.55
ICT & Media - ICT	1.53	1.19	1.58	2.20
Industrial Products - Construction Materials	-0.64	-0.62	-0.65	-0.66
Industrial Products - Electronics	-1.36	-0.70	-0.73	-0.80
Property - Commercial	1.87	2.11	2.34	2.62
Property - Industrial	10.27	11.27	12.30	14.03
Property - Residential	8.93	10.47	11.85	14.29
Mid-Small Cap	1.53	1.59	1.68	1.79
Mid-Small Cap - Asset Management	4.64	4.69	4.84	4.95
Tourism - Airport	-0.85	-0.89	-0.92	-0.95
Tourism - Aviation	16.01	42.52	119.34	n.m. *
Tourism - Hotel	7.63	8.23	9.29	14.42
Transportation - Ground Transport	8.31	6.91	7.44	8.30
Transportation - Logistics	3.40	3.58	3.93	4.06
Utilities - Conventional Power	5.81	5.85	5.80	5.80
Utilities - Renewable Power	4.02	4.02	4.03	4.05
KS coverage (average)	3.07	3.38	6.34	1.54*

Source: KS Research

* Please note that Aviation data for Scenario 3 are not meaningful.



กลุ่มอุตสาหกรรมและหุ้นรายตัวที่เราชอบ

- ▶ เราตัด BTS และ CHAYO ออกจากรายชื่อหุ้นเด่นของเราในบทวิเคราะห์ที่กลยุทธ์แม้เราคงมุมมองบวกต่อทั้ง 2 บริษัทในระยะยาวก็ตาม เราตัด BTS ออกจากจำนวนผู้โดยสารรถไฟฟ้าที่ลดลงตามการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และการฟื้นตัวอาจต้องใช้เวลามากกว่าคาดจนกว่าจะค้นพบวัคซีนในการรักษา ในส่วนของ CHAYO เราตัดออกจากรายชื่อหุ้นเด่นของเราเพราะเรากำลังในเรื่องต้นทุนการเงินที่สูงขึ้นในช่วงที่ตลาดพันธบัตรมีสภาพคล่องตึงตัว หากใช้วิธีคำนวณใหม่ เราเลยเลือก BJC เข้ามาในรายชื่อหุ้นเด่นของเราแทน สำหรับขณะนี้ เรามีอิมลงทุน 4 อิมสำหรับหุ้นเด่นรายเดือนของเรา
- ▶ กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 (STA และ ADVANC) อุปสงค์ถูงมือที่เพิ่มขึ้นมากจากความกังวลเกี่ยวกับโควิด-19 คาดจะส่งผลบวกต่อ STA เราคาดว่ากลุ่ม ICT จะอ่อนไหวค่อนข้างน้อยต่อการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และการใช้ data อาจเพิ่มขึ้นในช่วงการแพร่ระบาดเนื่องจากประชาชนลดการทำกิจกรรมนอกบ้าน
- ▶ กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการกักตุนสินค้าจำเป็นในครัวเรือน (CPALL, BJC และ RBF) เราคาดว่าผู้ผลิตสินค้าอุปโภค-บริโภคจะได้ประโยชน์เนื่องจากประชาชนกักตุนสินค้าจำเป็นเพื่อพร้อมรับมือกับการกักตัวอยู่บ้านเป็นเวลานาน เราเห็นอุปสงค์ที่แข็งแกร่งมากขึ้นสำหรับวัตถุดิบให้ความหวานและอื่น ๆ เราคาดว่า RBF จะปลอดภัยในสถานการณ์ที่เศรษฐกิจจะชะลอตัวในขณะนี้เนื่องจากอาหารยังเป็นหนึ่งในความต้องการพื้นฐาน
- ▶ กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการกลับมาของสินค้าในประเทศจีนหลังควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ (SCC) เราคาดว่าการผลิตและการบริโภคจะกลับมาอยู่ในระดับปกติในประเทศจีนหลังสามารถควบคุมการแพร่ระบาดไว้ได้และจะช่วยหนุนให้อุปสงค์การกลับมาของสินค้าเพิ่มขึ้นโดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี
- ▶ กลุ่มที่ได้ประโยชน์จาก NPLs ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทย (BAM) เนื่องจากคาดว่าบริษัทฯ จะได้ประโยชน์จาก NPLs ที่เพิ่มมากขึ้นซึ่งจะส่งผลบวกต่อธุรกิจซื้อหนี้สิน BAM มีประสบการณ์ยาวนานในการบริหารจัดการธุรกิจ NPL ตั้งแต่เกิดวิกฤตการเงินในประเทศไทยในปี 2540

Fig. 12 Performance of KS's previous top picks

	11-Mar-20	24-Mar-20	% change
ADVANC	185.00	194.00	4.86%
BAM	23.50	17.50	-25.53%
BTS	10.90	8.25	-24.31%
CHAYO	5.55	3.30	-40.54%
CPALL	66.00	59.00	-10.61%
RBF	4.18	2.88	-31.10%
SCC	312.00	289.00	-7.37%
STA	12.70	9.60	-24.41%
TASCO	20.00	16.60	-17.00%
Simple avg			-19.56%
SET Index	1249.89	1033.84	-17.29%

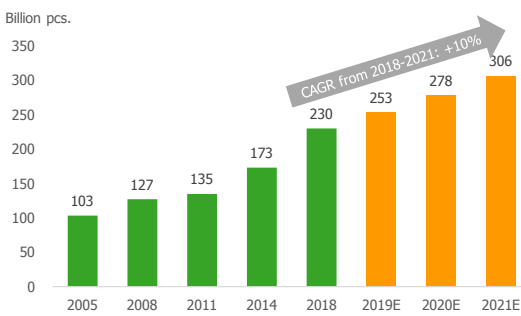
Source: Bloomberg, KS Research



กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 (STA และ ADVANC)

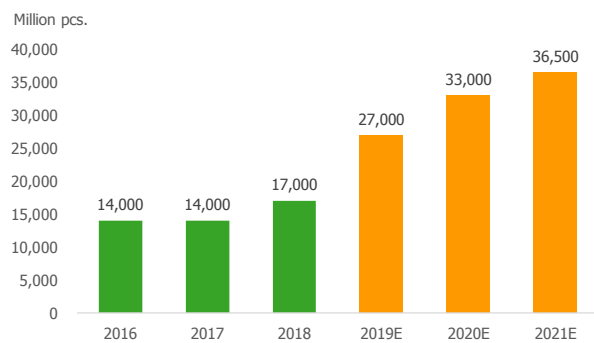
ถุงมือยางเป็นสินค้าที่ขายดีมากทั่วโลกเนื่องจากเป็นสินค้าจำเป็นในอุตสาหกรรมทางการแพทย์ นอกจากนี้ยังมีอุปสงค์สำหรับการกลับมาที่ศูนย์สินค้าในยุโรปและสหรัฐฯ เพื่อให้เห็นใจว่าจะมีอุปทานมากเพียงพอในกรณีที่เกิดการแพร่ระบาด อัตราการผลิตถุงมือในโรงงานผลิตของ STA เกินระดับ 100% แล้วในไตรมาส 1/2563 เทียบกับที่ 92% ในปี 2562 จากอุปสงค์ถุงมือที่เพิ่มขึ้นมาก

Fig. 13 Global demand for gloves



Source: Company data

Fig. 14 STGT's production capacity at the end of year



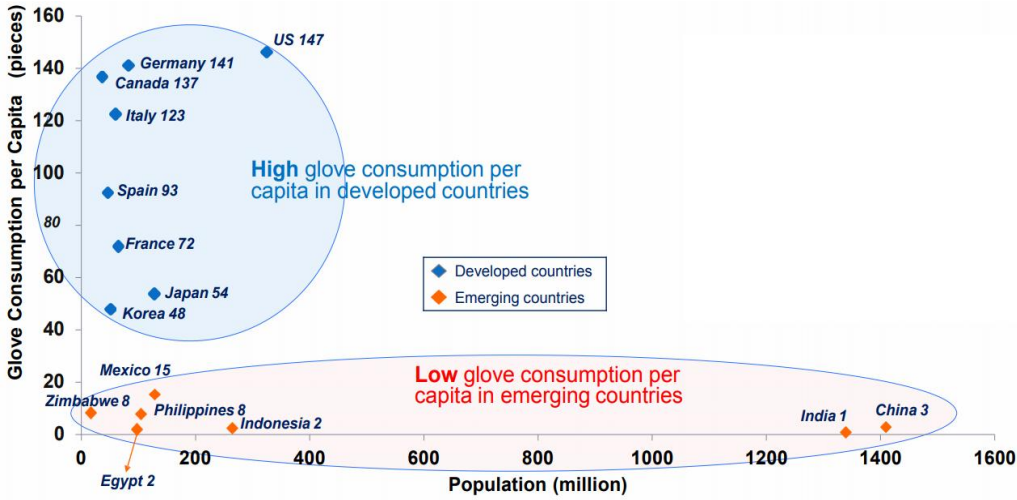
Source: KS Research

STA ตั้งเป้าเพิ่มกำลังการผลิตถุงมือขึ้นเป็น 50,000 ชิ้น/ปี ในปี 2568 จาก 27,000 ชิ้น/ปี ขณะนี้เพื่อรองรับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นมากโดยเฉพาะในตลาดประเทศเกิดใหม่ที่สัดส่วนการบริโภครวมอยู่ที่แค่ 10 ชิ้น/หัว เทียบกับที่ 147 ชิ้น/หัว ในสหรัฐฯ เราคาดว่าอุปสงค์จะมาจากแนวโน้มการดูแลสุขภาพที่มากขึ้น, การควบคุมการแพร่ระบาดและการบังคับใช้มาตรฐาน USP<800> (ตั้งแต่เดือน ธ.ค.2562) ซึ่งกำหนดให้บุคลากรทางการแพทย์ต้องใส่ถุงมือ 2 คู่ เมื่อกำจัดยาอันตราย STA เตรียมออก IPO บริษัทในเครืออย่าง STGT ในไตรมาส 3/2563 และจะมี dilution ที่ 31% จากการเสนอขายหุ้นใหม่ซึ่งจะส่งผลให้สัดส่วนการถือหุ้นใน STGT ของ STA ลดลงเป็น 56% จากที่ 81% ณ ปัจจุบัน dilution effect คาดจะถูกหักล้างจากแผนการขยายธุรกิจของ STA ซึ่งจะหนุนให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 2 เท่า ในปี 2568

คุณ Minling Wang นักวิเคราะห์ของเราชอบ STA เพราะคิดว่ากำไรสุทธิจะฟื้นตัวขึ้นแข็งแกร่งตั้งแต่ไตรมาส 1/2563 เป็นต้นไปจากเงินบาทที่อ่อนค่าลง (-5% YTD), ราคาขายที่ต่ำลง (-7% YTD), ราคาไนไตรล์ที่ลดลง (จากบิวทาไดอีนที่ -5% YTD และอะครีโลไนไตรล์ที่ -4% YTD) และยอดขายและราคาขายถุงมือที่มากขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 2563 จะอยู่ที่ 2 พันลบ. พลิกกลับจากผลขาดทุนในปี 2562



Fig. 15 Population vs. glove consumption per capita in 2017



Source: TOPG’s investor presentation, KS Research

กลุ่ม ICT (ADVANC) เราคาดว่ากลุ่ม ICT จะได้รับผลกระทบที่ค่อนข้างน้อยจากโควิด-19 และคาดการณ์ว่า
บริษัทจะเพิ่มขึ้นในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดเนื่องจากประชาชนลดการทำกิจกรรมนอกบ้าน

คุณพิสุทธิ งามวิตรวงศ์ นักวิเคราะห์กลุ่ม ICT ของเรามีมุมมองบวกต่อกลุ่มสื่อสารโทรคมนาคมหนุนจาก
1) ผลประกอบการที่คาดว่าจะแข็งแกร่งในไตรมาส 1/2563 2) ปลอดภัยจากสภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว
ลง 3) อุปสงค์ได้รับผลกระทบจำกัดจากโควิด-19 และ 4) อัตราตอบแทนเงินปันผลแข็งแกร่ง
นอกจากนี้ ยังคาดว่าอุปสงค์โทรศัพท์มือถือ, fixed broadband และบริการสื่อสารทางดาวเทียมจะยังไม่ได้รับ
ผลกระทบในกรณีที่มีผลกระทบ 6-9 เดือน อุปสงค์ของผู้บริโภคสำหรับบริการสื่อสารโทรคมนาคมอาจ
เพิ่มขึ้นเนื่องจากประชาชนต้องใช้เวลาอยู่บ้านและออนไลน์มากขึ้น คุณพิสุทธิคาดว่ารายได้บริการ
โทรศัพท์มือถือของทั้งอุตสาหกรรมจะเติบโตขึ้น 5% YoY ในปี 2563 และคาดว่ากลุ่มจะลดการทำกิจกรรม
ข้างนอกลงเช่นกัน



Fig. 16 Revenue breakdown (ADVANC, DTAC and TRUE) pre COVID-19 adjustment

Btmn	2,018	2019	2020E	2021E	2022E
Mobile					
-Voice and data revenue	231,944	243,588	258,217	269,488	279,952
-IR, IDD and others	13,492	12,549	11,000	10,129	9,577
Total mobile service revenue	245,436	256,137	269,217	279,617	289,529
Fixed broadband revenue	33,439	35,911	41,776	45,310	47,997
Pay TV, EDS and others	13,697	12,982	11,608	12,094	12,612
Service revenue ex IC	292,572	305,030	322,601	337,020	350,138
IC revenue and others	36,481	44,251	37,567	36,285	35,480
Sales	50,490	54,739	52,737	53,456	53,465
Total revenue	379,542	404,019	412,905	426,761	439,083
% YoY					
Mobile					
-Voice and data revenue		5.0%	6.0%	4.4%	3.9%
-IR, IDD and others		-7.0%	-12.3%	-7.9%	-5.5%
Total mobile service revenue		4.4%	5.1%	3.9%	3.5%
Fixed broadband revenue		7.4%	16.3%	8.5%	5.9%
Pay TV, EDS and others		-5.2%	-10.6%	4.2%	4.3%
Service revenue ex IC		4.3%	5.8%	4.5%	3.9%
IC revenue and others		21.3%	-15.1%	-3.4%	-2.2%
Sales		8.4%	-3.7%	1.4%	0.0%
Total revenue		6.4%	2.2%	3.4%	2.9%
Proportion					
Mobile					
-Voice and data revenue	61.1%	60.3%	62.5%	63.1%	63.8%
-IR, IDD and others	3.6%	3.1%	2.7%	2.4%	2.2%
Total mobile service revenue	64.7%	63.4%	65.2%	65.5%	65.9%
Fixed broadband revenue	8.8%	8.9%	10.1%	10.6%	10.9%
Pay TV, EDS and others	3.6%	3.2%	2.8%	2.8%	2.9%
Service revenue ex IC	77.1%	75.5%	78.1%	79.0%	79.7%
IC revenue and others	9.6%	11.0%	9.1%	8.5%	8.1%
Sales	13.3%	13.5%	12.8%	12.5%	12.2%
Total revenue	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Source: Company, KS Research

ในสถานการณ์ที่ credit market ดิ่งตัว ผู้ประกอบการโทรศัพท์มือถือทั้ง 3 รายที่เราวิเคราะห์อยู่จะมีสถานะเงินสดขาดมือ อย่างไม่รู้ดี มีความเป็นไปได้ต่ำที่กลุ่มสื่อสารฯ จะประสบปัญหาสภาพคล่องและจะต้องอัดฉีด equity ในราคาเท่าใดก็ได้เนื่องจากคาดว่าจะหาแหล่งเงินทุนผ่านเงื่อนไขการชำระเงินใบอนุญาตที่มีกำหนดระยะเวลา, หุ้นกู้ใหม่, ลดการจ่ายเงินหรือขายทรัพย์สิน

มาตรการของ กสทช. ในการบรรเทาภาระการเงินของลูกค้าในช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดผ่านกลุ่ม ICT โดยกำหนดให้ผู้ประกอบการโทรศัพท์มือถือลดต้นทุนเครือข่ายลงจากค่าธรรมเนียมใบอนุญาตล่วงหน้า และต้นทุนเครือข่ายจากค่าบริการเพื่อส่งผลกระทบต่อกระแสเงินสดจากสถานการณ์ credit market ที่ดิ่งตัวขณะนี้



Fig. 17 Scenario analysis of the NBTC's mobile broadband subsidy proposal

Ceiling price	0.16	Bt/MB	1,600	Bt/10GB
Effective market rate	0.02	Bt/MB	200	Bt/10GB
Subscriber (m)	SIM		Unique	
ADVANC	42.01		25.52	
DTAC	20.64		12.54	
TRUE	30.64		18.62	
Total sub (m)	93.30		56.68	
Total pop > 15 age (m)	56.68			
Scenario	1	2	3	4
ARPU (Bt)	232	232	232	232
Subsidy period (month)	3	3	3	3
% sub applying for this program	25.0%	50.0%	75.0%	100.0%
% sub downtrading packages	75.0%	50.0%	25.0%	0.0%
Deductible net of downtrade (Btmn)				
ADVANC	1,111	4,443	9,998	17,774
DTAC	546	2,183	4,912	8,732
TRUE	810	3,241	7,292	12,963
Total	2,467	9,867	22,201	39,469
% of payable license fee				
ADVANC	3.6%	14.4%	32.4%	57.5%
DTAC	6.0%	23.8%	53.6%	95.4%
TRUE	3.0%	12.0%	26.9%	47.9%
Total	3.7%	14.7%	33.1%	58.8%
Value upside (Bt/share)				
ADVANC	0.37	1.49	3.36	5.98
DTAC	0.23	0.92	2.07	3.69
TRUE	0.02	0.10	0.22	0.39

Source: NBTC, Company, KS Research

กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการกักตุนสินค้าจำเป็นในครัวเรือน (CPALL, BJC และ RBF)

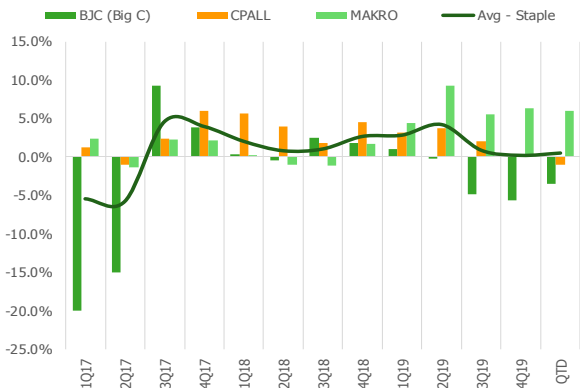
เราคาดว่ากลุ่มที่ผลิตสินค้าอุปโภค-บริโภคจะได้ประโยชน์จากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เนื่องจากประชาชนต่างกักตุนสินค้าจำเป็นเพื่อเตรียมความพร้อมในการกักตัวอยู่บ้านเป็นเวลานาน คุณฉวีทิพย์ วงษ์แสงไพบุลย์ นักวิเคราะห์กลุ่มพาณิชย์ของเราคาดว่า SSSG ของผู้ค้าปลีกสินค้าจำเป็นจะยังแข็งแกร่งและคาดว่า CPALL และ MAKRO จะรายงาน SSSG ที่ 0% และ +6% ขณะที่คาดว่า BJC จะรายงาน SSSG ตีลบน้อยในไตรมาส 1/2563 เทียบกับที่ -6.3% ในไตรมาส 4/2562 ร้านค้าของ BJC (บิ๊กซี ซูเปอร์เซ็นเตอร์), CPALL และ MAKRO สามารถเปิดให้บริการได้ตามปกติในช่วงที่คำสั่งปิดศูนย์การค้าเป็นเวลา 22 วัน เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เนื่องจากเป็นผู้ขายสินค้าจำเป็นในครัวเรือนซึ่งเป็นสิ่งจำเป็นพื้นฐานของมนุษย์ ดังนั้น เราจึงเลือก CPALL และ BJC เป็นหุ้นเด่นของเราเพราะคาดว่าจะได้ประโยชน์สูงสุดจากแนวโน้มดังกล่าวและคาดว่าจะปลอดภัยในช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวลงขณะนี้

อุปสงค์วัตถุดิบที่ให้ความหวานในอาหารและวัตถุดิบอื่น ๆ ของ RBF เพิ่มขึ้นมากจากการกักตุนอาหารเพื่อเตรียมพร้อมสำหรับการกักตัวอยู่บ้านเป็นเวลานานทั่วโลก คุณกรกช เสวตรครุฑมัตต์ คาดว่า RBF จะรายงานกำไรสุทธิที่เติบโตขึ้น 22% ในปี 2563 หนุนจากรายได้ที่เติบโตขึ้นแข็งแกร่งจากโรงงานผลิตแห่งใหม่ในประเทศอินโดนีเซียและเวียดนามที่มีกำหนดผลิตเชิงพาณิชย์ในไตรมาส 1/2563 และอัตรากำไรจากการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยและสัดส่วนค่าใช้จ่าย SG&A ต่อยอดขายที่ลดลง เรามองว่ามูลค่าหุ้นยังถูกโดยซื้อขายด้วย PER ปี 2563 ที่ 13 เท่า เทียบกับระดับเฉลี่ยของผู้แข่งทั่วโลกที่ 17% แต่คาดว่า EPS จะเติบโตมากกว่าคู่แข่งในปี 2563



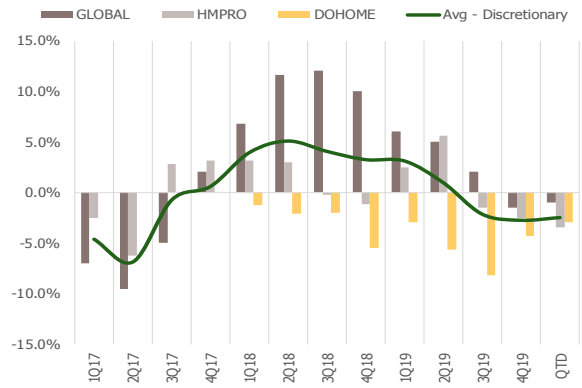
เราคาดว่า RBF จะปลอดภัยในช่วงที่สภาวะเศรษฐกิจชะลอลงเนื่องจากอาหารยังเป็นหนึ่งในความต้องการพื้นฐานและเป็นบริษัทที่ปลอดภัย

Fig. 18 QTD SSSG for staple retailers



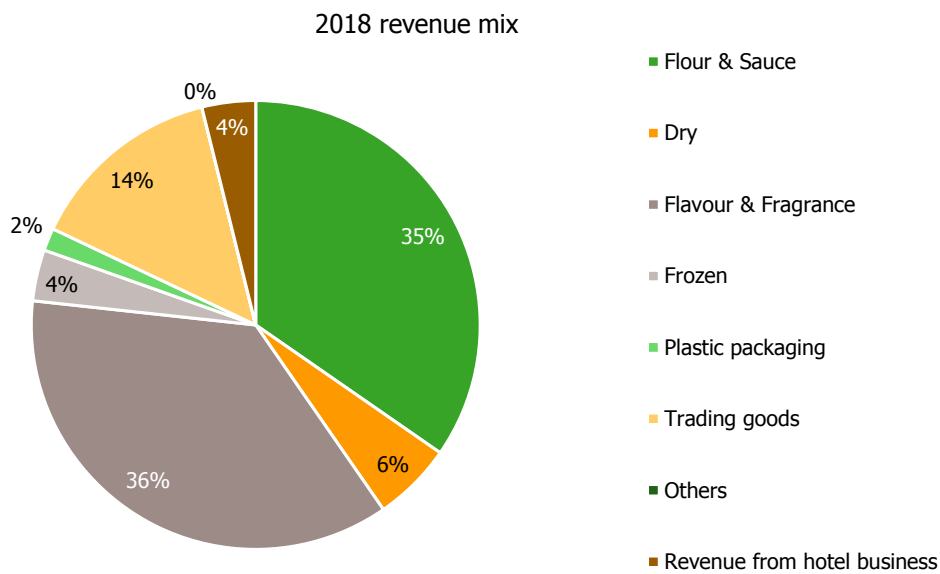
Source: Companies data and KS Research

Fig. 19 QTD SSSG for discretionary retailers



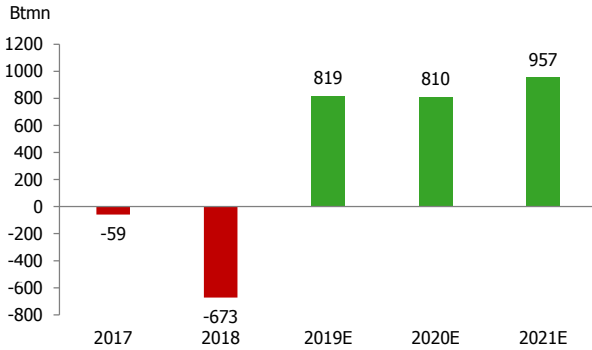
Source: Companies data and KS Research

Fig. 20 Revenue mix by product



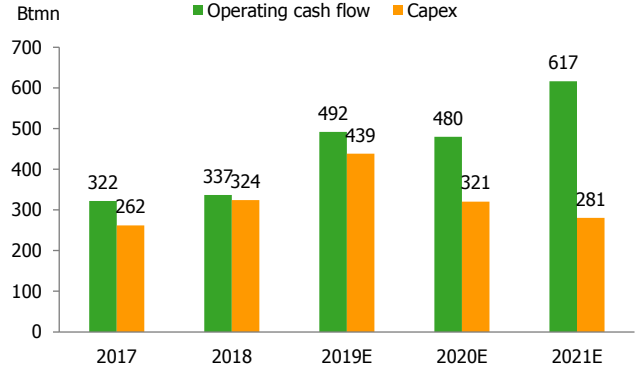
Source: RBF, KS Research

Fig. 21 To turn to a net cash position post-IPO



Source: RBF, KS Research

Fig. 22 Operating cash flow sufficient to fund capex



Source: KS Research

กลุ่มที่ได้ประโยชน์จากการกลับมาที่ต้นทุนสินค้าในประเทศจีนหลังควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ (SCC)

เราคาดว่า การผลิตและการบริโภคจะกลับมาอยู่ในระดับปกติในประเทศจีนหลังสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้ ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการกลับมาที่ต้นทุนสินค้า จากสถิติในอดีตช่วงที่เกิดการแพร่ระบาดของโรคซาร์ส เราคาดว่า สภาวะเศรษฐกิจจีนจะฟื้นตัวขึ้นอย่างรวดเร็วในส่วนของอุปสงค์การกลับมาที่ต้นทุนสินค้าและการบริโภคสินค้าและบริการหลังหยุดชะงักไปนาน

คุณจักรพงษ์ เขวงศรี นักวิเคราะห์ของเราคาดว่า SCC จะเป็นหนึ่งในผู้ที่ได้ประโยชน์หลักจากราคาน้ำมันที่ลดลง naphtha crackers ของ SCC จะได้ประโยชน์จากต้นทุนที่ลดลงจากต้นทุนวัตถุดิบตั้งต้นและการใช้เชื้อเพลิงเช่นกัน ราคาหุ้นที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมาเพิ่ม upside ต่อราคาเป้าหมายใหม่สิ้นปี 2563 ของเราขึ้นเป็น 16% ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญคือกำไรสุทธิที่อ่อนแอในไตรมาส 1/2563 จากผลขาดทุนสต็อกน้ำมันก่อนใหญ่ แต่เราเชื่อมั่นว่าราคาหุ้นที่ปรับลดลงเปิดโอกาสที่ดีในการสะสมหุ้นเก็บไว้สำหรับนักลงทุนระยะยาว

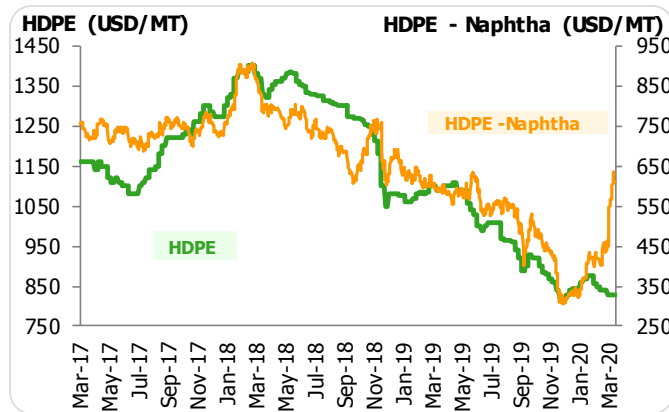
Fig. 23 Implied valuations under our bad and worst-case scenarios

	BV		Lowest PBV		Implied share price		Downside to		Basis under bad-case scenario
	YE2019	Worst	Bad	Worst	Bad	Worst	Bad		
Upstream & Conglomerate									
PTT	30.8	0.73	0.91	22.5	28.0	-40%	-25%	-1.5x S.D. PBV or SOTP of the potential trading of subsidiaries	
PTTEP	89.9	0.46	1.05	41.4	94	-61%	-11%	-1.0x S.D. PBV or almost average of lowest PBV in FY2008/16	
BANPU	14.0	0.52	0.52	7.3	7.3	2%	2%	Lowest PBV of 0.52x in FY2016 when coal price was USD50/ton	
Refinery									
TOP	58.8	0.46	0.86	27.1	50.6	-35%	21%	} Lowest PBV of 0.86x in FY2014 when avg. GRM was USD2.8/bbl	
BCP	30.3	0.27	0.86	8.2	26.0	-65%	11%		
SPRC	7.5	0.46	0.86	3.4	6.4	-48%	-2%		
ESSO	6.4	0.43	0.86	2.7	5.5	-54%	-8%		
Petrochemical									
PTTGC	62.6	0.46	0.77	28.8	48.2	-32%	14%	Lowest PBV in FY2012 was 0.77x	
IRPC	4.1	0.35	0.75	1.4	3.1	-38%	33%	Lowest PBV in FY2012 was 0.75x	
IVL	20.6	1.00	1.16	20.6	23.9	-24%	-12%	Lowest PBV in FY2015 was 1.16x	
Others									
SCC	233.5	1.00	1.45	233.5	339	-26%	7%	-2x S.D. PBV in FY2018, but the lowest in FY2011-12 was 1.74x	
PTG	4.0	1.49	2.95	5.9	11.7	-61%	-23%	Lowest in FY2018 was 1.49x	

Note: Worst = Global recession/ lowest trading point
 Bad = Sharp slowdown, but not a global recession
 SCC's YE2019 BV is adjusted BV (prior to IFRS 9/16)
 IVL and BCP are adjusted BV (excl. perpetual bond)

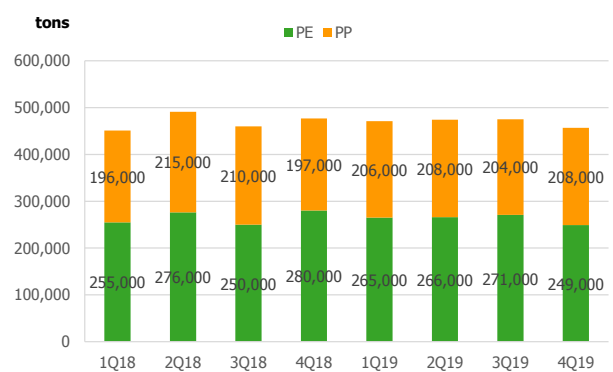
Source: KS Research

Fig. 24 HDPE and PP spreads



Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 25 SCC's polyolefin sales volumes



Source: KS Research

กลุ่มที่ได้ประโยชน์จาก NPLs ที่เพิ่มขึ้นในประเทศไทย (BAM)

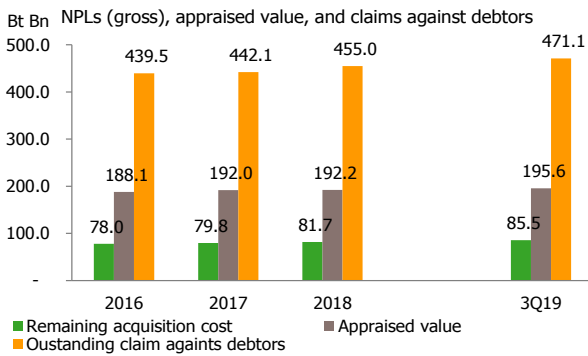
อิงจากทั้ง 3 สมมติฐานการเติบโตของ GDP ในปี 2563 (-2.2%, -5.8% และ -10.0%) ประเมินการกำไรสุทธิในปี 2563 ของทั้งกลุ่มจะลดลงจาก +20% ในกรณีพื้นฐานของเรา (ประมาณการปัจจุบัน) มาอยู่ที่ -4%, -27% และ -67% จากค่าใช้จ่ายสำรองหนี้สูญที่สูงขึ้นตาม NPLs ที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าอัตราสำรองต่อหนี้สูญในปี 2563 จะลดลงมากจากระดับเฉลี่ยที่ 139% มาอยู่ที่ 95%, 76% และ 68% ตามลำดับ ขณะที่ค่า D/E ratio ในปี 2563 จะเพิ่มขึ้นจาก 2.72 เท่า มาอยู่ที่ 2.77 เท่า, 2.91 เท่า และ 3.06 เท่าตามลำดับ ภายใต้ทั้ง 3 สมมติฐานของเรา D/E ratio ของบริษัทการเงินจะยังอยู่ในระดับ debt covenant ในส่วนของสภาพคล่อง เราเชื่อมั่นว่าบริษัทการเงินจะสามารถปรับหุ้นกู้ได้เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถืออยู่ในอันดับการลงทุนทั้งหมดซึ่งในกรณีเลวร้ายที่สุดที่ธนาคารแห่งประเทศไทยจะก่อตั้ง



กองทุนเสริมสภาพคล่องเพื่อลดความเสี่ยงของการระดมทุนสูงถึง 70,000-100,000 ลบ. จะยังช่วยสามารถสนับสนุนหุ้นกู้ที่กำลังจะหมดระยะเวลาที่ไม่สามารถปรับออกไปได้

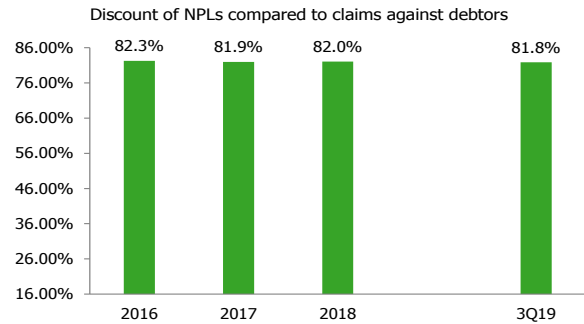
เราเชื่อมั่นว่า BAM จะปลอดภัยในสถานการณ์ที่สภาวะเศรษฐกิจจะชะลอตัวลง BAM มีงบดุลที่เสถียรเนื่องจากบัญชีที่ 2.3 เท่า มีเกราะป้องกันจากการประเมินมูลค่าหลักประกัน, ธุรกิจที่สวนทางการสภาวะเศรษฐกิจและเงินปันผลที่สูงถึง 5-6% นอกจากนี้ กำไรสุทธิของ BAM ก็ยังปลอดภัยจาก DTAs ซึ่งเรายังไม่รวมในประมาณการกำไรสุทธิของเรา BAM จะคงเป้าการซื้อ NPL ไว้ตามเดิมที่ 1.0-1.2 หมื่นลบ. ในปี 2563 (เทียบกับที่ 1.28 หมื่นลบ. ในปี 2562) เพื่อบริการกระแสเงินสดและสภาพคล่องแม้ BAM บันทึกยอดขาย NPL จากธนาคารมากขึ้น ในอีก 2-3 ปีข้างหน้า บริษัทฯ จะยังคงใช้กลยุทธ์ในการซื้อ NPL เช่นนี้ตามเดิมเนื่องจากสามารถฟื้นตัวขึ้นในปีก่อนและมีอัตราเติบโตที่ 5-10%

Fig. 26 Comparison of NPL book value to appraised value and claims against debtors



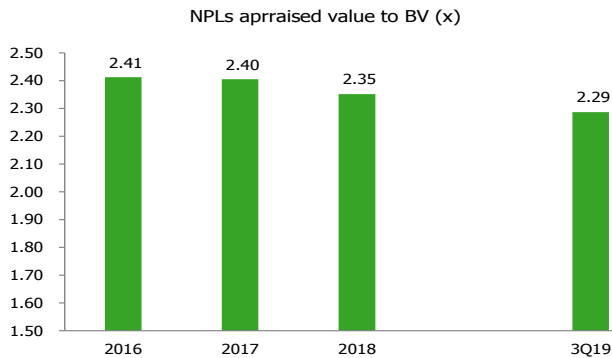
Source: Company data, KS research

Fig. 27 BAM acquired NPLs at a discount of 82%-83% of the claim value against debtors



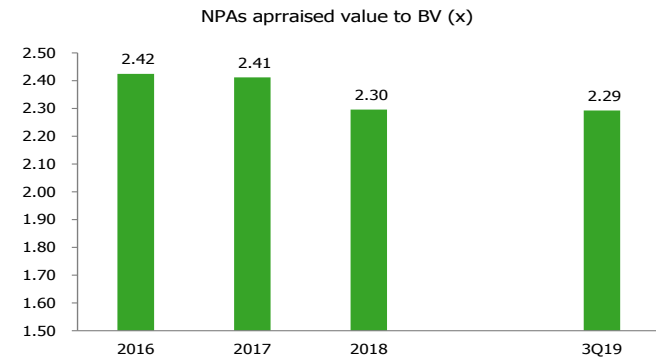
Source: Company data, KS research

Fig. 28 Appraised value of collateral is 2.3x NPL cost as of 3Q19



Source: Company data, KS research

Fig. 29 Appraised value of collateral is 2.3x NPA cost as of 3Q19



Source: Company data, KS research



Fig. 30 KS top picks

Stock	Sector	Rec	Price (Bt)	TP (Bt)	Upside (%)	Total return (%)	PER (x)		PBV (x)		ROE (%)		Div yield (%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
ADVANC	Telco - Telco	Outperform	194.00	225.92	16.45	20.83	19.44	18.45	7.85	7.36	41.61	41.16	4.37	4.61
BAM	Financials - NPL management	Outperform	17.50	26.50	51.43	57.07	12.40	12.12	1.42	1.20	11.87	11.52	5.64	5.36
BJC	Commerce - Staples	Outperform	37.75	48.00	27.15	29.37	20.54	19.37	1.27	1.23	6.19	6.33	2.22	2.24
CPALL	Commerce - Staples	Outperform	59.00	80.00	35.59	37.82	23.57	21.11	5.05	4.48	22.37	22.07	2.23	2.48
RBF	F&B - F&B	Outperform	2.88	5.00	73.61	76.60	13.36	12.13	1.36	1.28	10.65	10.88	2.99	3.30
SCC	Oil & gas - Midstream	Outperform	289.00	365.00	26.30	31.14	12.51	12.32	1.19	1.15	9.71	9.48	4.84	4.84
STA	Industrial products - Agriculture	Outperform	9.60	16.30	69.79	75.05	7.60	7.51	0.57	0.54	7.73	7.36	5.26	5.32

Source: Bloomberg, KS Research, share prices as of 24 March 2020

ภาพรวมเศรษฐกิจไทย

นักวิเคราะห์: ภาสกร ลินมณีโชติ

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์: กรรณ หทัยศรีธา

- การทำ sensitivities analysis ต่อประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2563 2564 แบ่งสมมติฐานเป็น 3 กรณีเพื่อสะท้อน downside ที่อาจเกิดขึ้นรุนแรงต่อการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เห็นได้ชัดเจนว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 นั้นมี downside ซึ่งระบบที่รุนแรงต่อเศรษฐกิจของประเทศไทย เราจึงคงมุมมองจากบทวิเคราะห์ KS Strategy ฉบับก่อน ([KS Strategy - อุปสงค์ชะงักงัน! ฉบับวันที่ 11 มี.ค. 2563](#)) ว่าการแพร่ระบาดครั้งใหญ่จะก่อให้เกิดสภาวะอุปสงค์ชะงักงัน จากผลดังกล่าว เราจึงทำการวิเคราะห์ที่ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivities analysis) เพื่อระบุถึง downside risk จากการแพร่ระบาดครั้งใหญ่ในครั้งนี โดยสมมติฐาน 3 กรณีต่อประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2563 ของเราอยู่ในระดับ -2.2% (Scenario #1) - 5.8% (Scenario #2) และ -10% (Scenario #3) ตามลำดับ โดยเรายังคงประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2563 ที่ 0.4% เป็นกรณีพื้นฐานของเรา ด้วยคาดการณ์ว่าการบริโภคภาคเอกชนจะปรับเพิ่มขึ้น +1.8% YoY การลงทุนภาคเอกชนหดตัวลง 1.3% จากบรรยากาศการลงทุนที่อ่อนแอลง ส่วนในด้านของรัฐบาล คาดว่าการลงทุนรวมภาครัฐ (capital formation) จะดีขึ้น 4.6% เพราะเราคาดการณ์ใช้จ่ายงบลงทุนขนาดใหญ่จากรัฐบาล ส่วนในด้านของการค้า ค่าการส่งออกลดลง 5.6% และการนำเข้าลดลง 6.4% เพื่อสะท้อนถึงสภาวะอุปสงค์โลกที่อ่อนแอและประเด็นไวรัสโควิด-19 ด้วยเหตุนี้เราจึงปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2563 เป็น -0.3% หลักๆ สะท้อนสงครามราคาน้ำมันระหว่างสมาชิกกลุ่ม OPEC+ ขณะที่ยังคงสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ณ สิ้นปีที่ 0.5% และ 31.0 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ตามลำดับ ประการสุดท้าย เรายังคงประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2564 ที่ 4% สืบเนื่องจากฐานที่ต่ำอย่างมากในปี 2563

- **Scenario #1.** สมมติฐานกรณีนี้เราได้ปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP ปี 2563 ลงเป็น -2.2% จากกรณีพื้นฐานของเราที่ 0.4% สมมติฐานที่สำคัญของเราในกรณีนี้คือการมองว่าสถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะส่งผลลบต่อเศรษฐกิจไทยไปจนถึงไตรมาส 3/2563 และจะฟื้นตัวขึ้นหลังจากนั้น ทั้งนี้ เราได้ปรับลดสมมติฐานการบริโภคภาคเอกชนลงเป็น -1.3% จากกรณีพื้นฐานของเราที่ 1.8% หลักๆ เป็นผลมาจากมาตรการปิดสถานบันเทิงในประเทศไทย ขณะที่ปรับลดการลงทุนภาคเอกชนลงเป็น -2% จาก -1.3% ด้วยสาเหตุของบรรยากาศการลงทุนที่ไม่ดี ทางด้านตัวเลขของรัฐบาล เราได้ปรับลดตัวเลขการลงทุนภาครัฐลงเป็น +2.6% จาก +4.6% เพราะเราคาดการณ์การออกมาตรการกระตุ้นมากกว่าที่จะมีการลงทุนภาครัฐ ทั้งนี้ เราคาดว่าโครงการโครงสร้างพื้นฐานบางส่วนจะถูกเลื่อนกำหนดการออกไป ในส่วนของตัวเลขการค้า เราได้ปรับลดทั้งตัวเลขการส่งออกและนำเข้าลงเป็น -8.7% และ -8.2% จากกรณีพื้นฐานของเราที่ -5.6% และ -6.4% ตามลำดับ มีสาเหตุมาจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่จุดกิจกรรมภาคการท่องเที่ยวทั้งขาเข้าและขาออก ทั้งนี้ เราได้ปรับลดตัวเลขการ



ส่งออก (ภาคบริการ) และนำเข้า (ภาคบริการ) ลงเป็น -19.9% -22.5% จาก -10.7% และ 10% นอกจากนี้ เราได้ปรับลดอัตราเงินเฟ้อทั่วไปปี 2563 ลงเป็น -0.4% ด้วยสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยที่ 40.0 ดอลลาร์/บาร์เรล ขณะที่คาดถึงอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ FX ณ สิ้นปีที่ 0.5% และ 32.0 บาท/ดอลลาร์ฯ ตามลำดับ ส่วนภาพข้างหน้า เราได้ปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตของ GDP เป็น 3.7% จาก 4% โดยอิงจากสมมติฐานข้างต้น

- ▶ **สมมติฐานที่ 2** เราปรับลดประมาณการ GDP ในปี 2563 ลงเป็น -5.8% จากสมมติฐานพื้นฐานของเรา ประมาณการหลักของสมมติฐานนี้คือเราคาดว่าไวรัสโควิด-19 จะแพร่กระจายมากขึ้นซึ่งจะส่งผลให้อุปสงค์เกิดการตกใจและรัฐบาลจะปิดประเทศในไตรมาส 2/2563 เพื่อควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ดังนั้น เราจึงคาดว่าสภาวะเศรษฐกิจของประเทศไทยจะอ่อนตัวลงจนถึงช่วงครึ่งแรกของปี 2564 ก่อนที่จะค่อย ๆ ฟื้นตัวขึ้น เราปรับลดประมาณการการบริโภคของภาคเอกชนลงเป็น -4% ขณะที่ปรับลดการลงทุนของภาคเอกชนลงเป็น +2.6% เนื่องจากสมมติฐานที่ 1 เราคาดว่าจะมีการช่วยเหลือด้านการเงินในรูปแบบของมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมากกว่าการลงทุนของภาครัฐ ในส่วนของการค้า เราปรับลดประมาณการทั้งการส่งออกและนำเข้าลงเป็น -11.6% และ -9.1% เนื่องจากโควิด-19 จะทำให้กิจกรรมการท่องเที่ยวต้องยุติลงอย่างสิ้นเชิง นอกจากนี้ เรายังปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2563 ลงเป็น -0.5% เนื่องจากเราประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบไว้ที่ 35.0 ดอลลาร์/บาร์เรล, ระดับเฉลี่ย) ขณะที่เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ FX (เงินบาท/ดอลลาร์ฯ) ช่วงสิ้นปี 2563 จะอยู่ที่ 0.25% และ 33.0 บาท อีกทั้ง เรายังปรับลดประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2564 ลงมาอยู่ที่ 1% อิงจากการนำเข้าหลังปิดประเทศ
- ▶ **สมมติฐานที่ 3** เราปรับลดประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2563 ลงเป็น -10% ซึ่งเป็นตัวเลขที่ค่อนข้างต่ำมากและจะส่งผลให้สภาวะเศรษฐกิจทั่วโลกเกิดการเปลี่ยนแปลงด้านโครงสร้าง ดังนั้น เราจึงปรับลดประมาณการการบริโภคของภาคเอกชนลงเป็น -6.8%, การลงทุนของภาครัฐเป็น -8% จากอุปสงค์ที่เกิดการตกใจ ในส่วนของภาครัฐ เราคงประมาณการการลงทุนของภาครัฐไว้ตามเดิมที่ +2.6% เนื่องจากสมมติฐานที่ 1 และ 2 เนื่องจากเราคาดว่ารัฐบาลจะออกมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจมากกว่าการลงทุนของภาครัฐ ในส่วนของการค้าขาย เราปรับลดประมาณการการส่งออกและนำเข้าลงเล็กน้อยเป็น -11% และ -9.3% จากสมมติฐานที่ 2 เนื่องจากทั้ง 2 สถานการณ์จะสะท้อนการปิดประเทศของรัฐบาล นอกจากนี้ เรายังปรับลดประมาณการอัตราเงินเฟ้อทั่วไปในปี 2563 ลงเป็น -0.6% เนื่องจากเราประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบไว้ที่ 27.5 (ดอลลาร์/บาร์เรล, ระดับเฉลี่ย) ขณะที่เราคาดว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายและ FX (เงินบาท/ดอลลาร์ฯ) ช่วงสิ้นปีจะอยู่ที่ 0% และ 34 บาท นอกจากนี้ เรายังปรับลดประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2563 ไว้ที่ -1.4% จากภาวะถดถอยทั่วโลก



Fig. 31 KS economic sensitivity analysis -- Base Case

KS Econ forecasts	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	Avg (2008-19)
GDP (%YoY)	2.7%	1.0%	3.1%	3.4%	4.1%	4.2%	2.4%	0.4%	4.0%	3.4%	3.1%
Private consumption (%YoY)	1.0%	0.5%	2.6%	2.9%	3.1%	4.6%	4.5%	1.8%	4.9%	4.0%	3.0%
Public consumption (%YoY)	1.5%	2.8%	2.5%	2.2%	0.1%	2.6%	1.4%	2.0%	2.0%	2.0%	4.0%
Gross fixed capital formation (%YoY)	-1.0%	-2.2%	4.4%	2.9%	1.8%	3.8%	2.2%	-0.1%	4.5%	3.9%	2.5%
Private investment (%YoY)	-1.5%	-0.9%	-2.1%	0.6%	2.9%	3.9%	2.9%	-1.3%	4.0%	3.3%	2.7%
Public investment (%YoY)	0.8%	-6.6%	28.4%	9.5%	-1.2%	3.3%	0.1%	4.6%	6.0%	5.5%	2.7%
Exports of goods&services (%YoY)	2.5%	0.3%	1.3%	2.7%	5.2%	3.3%	-2.6%	-5.6%	3.5%	4.9%	2.9%
Export of goods (%YoY)	0.1%	0.8%	-2.3%	0.2%	5.4%	3.8%	-3.6%	-4.1%	3.3%	4.9%	2.1%
Exports of services (%YoY)	14.3%	-1.4%	16.9%	11.8%	4.5%	2.0%	0.4%	-10.7%	4.3%	5.0%	6.2%
Imports of goods&services (%YoY)	1.7%	-5.3%	0.0%	-1.0%	6.2%	8.3%	-4.4%	-6.4%	5.5%	6.0%	3.1%
Imports of goods (%YoY)	1.8%	-6.3%	0.2%	-2.3%	7.4%	7.9%	-5.5%	-5.5%	5.5%	6.0%	3.4%
Imports of services (%YoY)	1.1%	-0.5%	-1.0%	4.7%	1.3%	9.9%	0.0%	-10.0%	5.3%	6.0%	1.8%
Current account (% of GDP)	-2.0%	2.9%	6.9%	10.5%	9.7%	5.6%	6.3%	5.8%	5.5%	5.3%	4.4%
HL inflation (%YoY, annual avg)	2.2%	1.9%	-0.9%	0.2%	0.7%	1.1%	0.7%	-0.3%	0.3%	0.8%	1.7%
Core inflation (% YoY, annual avg)	1.0%	1.6%	1.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	1.2%
Policy rate at year end (%)	2.25%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.75%	1.25%	0.50%	0.75%	1.00%	2.0%
THB/USD at year end	32.8	32.9	36.1	35.8	32.6	32.4	29.8	31.0	31.0	31.0	32.7
Dubai oil price (USD/barrel, avg)	105.1	95.0	51.4	42.6	53.8	68.8	63.0	43.0	50.0	55.0	77.5

Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 33 KS economic sensitivity analysis -- Scenario #2

KS Econ forecasts	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	Avg (2008-19)
GDP (%YoY)	2.7%	1.0%	3.1%	3.4%	4.1%	4.2%	2.4%	-5.8%	1.0%	3.3%	3.1%
Private consumption (%YoY)	1.0%	0.5%	2.6%	2.9%	3.1%	4.6%	4.5%	-4.0%	0.0%	4.0%	3.0%
Public consumption (%YoY)	1.5%	2.8%	2.5%	2.2%	0.1%	2.6%	1.4%	3.6%	3.2%	2.0%	4.0%
Gross fixed capital formation (%YoY)	-1.0%	-2.2%	4.4%	2.9%	1.8%	3.8%	2.2%	-3.7%	2.4%	3.9%	2.5%
Private investment (%YoY)	-1.5%	-0.9%	-2.1%	0.6%	2.9%	3.9%	2.9%	-5.5%	1.0%	3.3%	2.7%
Public investment (%YoY)	0.8%	-6.6%	28.4%	9.5%	-1.2%	3.3%	0.1%	2.6%	6.0%	5.5%	2.7%
Exports of goods&services (%YoY)	2.5%	0.3%	1.3%	2.7%	5.2%	3.3%	-2.6%	-11.6%	3.1%	4.9%	2.9%
Export of goods (%YoY)	0.1%	0.8%	-2.3%	0.2%	5.4%	3.8%	-3.6%	-6.5%	3.3%	4.9%	2.1%
Exports of services (%YoY)	14.3%	-1.4%	16.9%	11.8%	4.5%	2.0%	0.4%	-28.4%	2.5%	5.0%	6.2%
Imports of goods&services (%YoY)	1.7%	-5.3%	0.0%	-1.0%	6.2%	8.3%	-4.4%	-9.1%	5.0%	6.0%	3.1%
Imports of goods (%YoY)	1.8%	-6.3%	0.2%	-2.3%	7.4%	7.9%	-5.5%	-5.0%	5.5%	6.0%	3.4%
Imports of services (%YoY)	1.1%	-0.5%	-1.0%	4.7%	1.3%	9.9%	0.0%	-26.2%	2.2%	6.0%	1.8%
Current account (% of GDP)	-2.0%	2.9%	6.9%	10.5%	9.7%	5.6%	6.3%	3.8%	3.5%	3.3%	4.4%
HL inflation (%YoY, annual avg)	2.2%	1.9%	-0.9%	0.2%	0.7%	1.1%	0.7%	-0.5%	0.1%	0.6%	1.7%
Core inflation (% YoY, annual avg)	1.0%	1.6%	1.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	1.2%
Policy rate at year end (%)	2.25%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.75%	1.25%	0.25%	0.50%	1.00%	2.0%
THB/USD at year end	32.8	32.9	36.1	35.8	32.6	32.4	29.8	33.0	32.0	31.0	32.7
Dubai oil price (USD/barrel, avg)	105.1	95.0	51.4	42.6	53.8	68.8	63.0	35.0	40.0	45.0	77.5

Source: Bloomberg, KS Research

Fig. 33 KS economic sensitivity analysis -- Scenario#3

KS Econ forecasts	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	Avg (2008-19)
GDP (%YoY)	2.7%	1.0%	3.1%	3.4%	4.1%	4.2%	2.4%	-10.0%	-1.4%	3.2%	3.1%
Private consumption (%YoY)	1.0%	0.5%	2.6%	2.9%	3.1%	4.6%	4.5%	-6.8%	-2.5%	4.0%	3.0%
Public consumption (%YoY)	1.5%	2.8%	2.5%	2.2%	0.1%	2.6%	1.4%	3.6%	3.2%	2.0%	4.0%
Gross fixed capital formation (%YoY)	-1.0%	-2.2%	4.4%	2.9%	1.8%	3.8%	2.2%	-5.6%	-0.5%	3.9%	2.5%
Private investment (%YoY)	-1.5%	-0.9%	-2.1%	0.6%	2.9%	3.9%	2.9%	-8.0%	-3.0%	3.3%	2.7%
Public investment (%YoY)	0.8%	-6.6%	28.4%	9.5%	-1.2%	3.3%	0.1%	2.6%	6.0%	5.5%	2.7%
Exports of goods&services (%YoY)	2.5%	0.3%	1.3%	2.7%	5.2%	3.3%	-2.6%	-15.0%	2.1%	4.9%	2.9%
Export of goods (%YoY)	0.1%	0.8%	-2.3%	0.2%	5.4%	3.8%	-3.6%	-11.0%	3.3%	4.9%	2.1%
Exports of services (%YoY)	14.3%	-1.4%	16.9%	11.8%	4.5%	2.0%	0.4%	-28.2%	-2.3%	5.0%	6.2%
Imports of goods&services (%YoY)	1.7%	-5.3%	0.0%	-1.0%	6.2%	8.3%	-4.4%	-9.3%	4.3%	6.0%	3.1%
Imports of goods (%YoY)	1.8%	-6.3%	0.2%	-2.3%	7.4%	7.9%	-5.5%	-5.0%	5.5%	6.0%	3.4%
Imports of services (%YoY)	1.1%	-0.5%	-1.0%	4.7%	1.3%	9.9%	0.0%	-27.5%	-2.6%	6.0%	1.8%
Current account (% of GDP)	-2.0%	2.9%	6.9%	10.5%	9.7%	5.6%	6.3%	2.8%	2.5%	2.3%	4.4%
HL inflation (%YoY, annual avg)	2.2%	1.9%	-0.9%	0.2%	0.7%	1.1%	0.7%	-0.6%	0.0%	0.5%	1.7%
Core inflation (% YoY, annual avg)	1.0%	1.6%	1.0%	0.5%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	1.2%
Policy rate at year end (%)	2.25%	2.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.75%	1.25%	0.00%	0.25%	0.50%	2.0%
THB/USD at year end	32.8	32.9	36.1	35.8	32.6	32.4	29.8	34.0	33.0	32.0	32.7
Dubai oil price (USD/barrel, avg)	105.1	95.0	51.4	42.6	53.8	68.8	63.0	27.5	35.0	40.0	77.5

Source: Bloomberg, KS Research



กลุ่มการบินและการท่องเที่ยว (กลาง)

นักวิเคราะห์: ภาสกร ลินมณีโชติ

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์: พชระ เลิศวิราม

- ▶ **ผลกระทบที่หลีกเลี่ยงไม่ได้สำหรับกลุ่มการบินและท่องเที่ยว** เราคาดว่า การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อกลุ่มการบินและการท่องเที่ยว ดังนั้น เราจึงได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวถึงจำนวนนักท่องเที่ยวที่มีการเปลี่ยนแปลงรวมทั้ง RevPar ของโรงแรมเพื่อสะท้อนผลกระทบที่มีต่อกำไรสุทธิและสถานะการเงินของแต่ละบริษัทในกลุ่มในกรณีที่การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 กินระยะเวลานานและส่งผลให้ GDP ลดลง 2.2%/5%/10% ในปี 2563 และพบว่าอุปสงค์ที่ตกใจจากจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าที่น้อยลงผลจากโควิด-19 จะส่งผลกระทบต่อกำไรสุทธิในปี 2563 ของกลุ่มการบินและท่องเที่ยว แม้เราคาดว่าราคาน้ำมันที่ลดลงและอัตราภาษีสรรพสามิตของน้ำมันอากาศยานที่ลดลงจะส่งผลบวกต่ออุตสาหกรรมสายการบิน แต่ไม่สามารถชดเชยผลกระทบจากอุปสงค์ที่ตกใจได้ในปี 2563 เราเลือก AOT เป็นหุ้นเด่นของเราเนื่องจากเราคาดว่ากำไรสุทธิของ AOT จะฟื้นตัวขึ้นมากที่สุดหลังสถานการณ์กลับมาอยู่ในระดับปกติ (ควบคุมการแพร่ระบาดของโควิด-19 ได้) จากค่าธรรมเนียมที่คงที่ แบ่งเป็นของผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 700 บาท และของผู้โดยสารในประเทศที่ 100 บาท ขณะที่เราคาดว่ากลุ่มสายการบินและโรงแรมจะต้องใช้เวลาในการเพิ่มค่าโดยสารเฉลี่ยและ ADR
- ▶ **จำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าและ RevPar ที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มสายการบินและโรงแรม** เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าจะลดลง 14.1%/22.8%/33.7% สำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราที่คาดว่า GDP จะลดลงที่ 2.2%/5%/10% ในปี 2563 ผลลัพธ์จากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเราสามารถสรุปได้ว่ากลุ่มสายการบินจะไม่สามารถทำกำไรภายใต้สถานการณ์เช่นนี้แม้มีผลบวกจากราคาน้ำมันที่ลดลงก็ตาม (เราคาดว่าราคาน้ำมันอากาศยานเฉลี่ยปี 2563 จะอยู่ที่ 53 ดอลลาร์/บาร์เรล) และอัตราภาษีสรรพสามิตของน้ำมันอากาศยานจะอยู่ที่ 0.20 บาท/ลิตร จาก 4.7 บาท/ลิตร ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าที่ลดลงจะลดให้ RevPar ของกลุ่มโรงแรมลดลงซึ่งจะทำให้ธุรกิจโรงแรมรับรู้ผลขาดทุนในปี 2563
- ▶ **ราคาน้ำมันที่ลดลงจะสนับสนุนการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมสายการบินขึ้น** แม้เราคาดว่ากำไรสุทธิของกลุ่มสายการบินจะอ่อนแอในปี 2563 แต่เราคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นแข็งแกร่งในปี 2564 (ช่วงต้นครึ่งหลังของปี 2563) จากจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าที่ฟื้นตัวขึ้นหลังสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ไว้ได้และราคาน้ำมันอากาศยานที่อยู่ในระดับต่ำที่ 60 ดอลลาร์/บาร์เรล ในปี 2564 ซึ่งสูงกว่าในปี 2559 ไม่มากนัก (53 ดอลลาร์/บาร์เรล) ช่วงที่หลายสายการบินรายงานกำไรสุทธิสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เราคาดว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวอยู่ในระดับต่ำจนกว่าจะสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ไว้ได้จากอุปทานส่วนเกินที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะลดให้ราคาน้ำมันดิบไปลดลงมาอยู่ในระดับเฉลี่ยที่ 50 ดอลลาร์/บาร์เรล ในปี 2563 ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวขาเข้าจะฟื้นตัวขึ้นแข็งแกร่งในปี 2564 จาก pent-up demand อิงจากที่เราคาดว่าจะสามารถควบคุมการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ไว้ได้ในปี 2563
- ▶ **กังวลเกี่ยวกับสถานะการเงินของ THAI** เรากังวลเกี่ยวกับสถานะการเงินของ THAI เนื่องจาก net debt/equity และ net debt/EBITDA ในปี 32562 อยู่ที่ 10.7 เท่า และ 36.4 เท่า ขณะที่บริษัทฯ รายงาน equity ปี 2562 ที่แค่ 1.18 หมื่นลบ. ดังนั้น เราจึงเห็นปัจจัยเสี่ยงในการเพิ่มเงินสดหาก THAI ยังรายงานผลขาดทุนก้อนใหญ่ในไตรมาส 1/2563 ซึ่งจะส่งผลให้ equity ตีตลาด หากไม่รวมมาตรฐานบัญชี TFRS16 เราไม่กังวลต่อบดุลของ AAV และ BA อิงจากงบดุลในปี 2562 เราไม่กังวลต่อสถานะการเงินของกลุ่มและคาดว่ากลุ่มโรงแรมที่เราวิเคราะห์อยู่จะสามารถชำระหนี้คืนได้ในปี 2563 อย่างไรก็ดี จากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวของเรา เราได้แสดงความกังวลต่อสถานะการเงินของ DTC และ ERW จาก net debt/equity และ net debt/EBITDA ที่สูง

▪ **หุ้นเด่น: AOT**

หุ้นขาย: -



Fig. 35 Aviation & Tourism valuations

Stock	Rating	Price (Bt) 24-Mar-20	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
AOT	OP	48.00	75.25	56.8	28.4	27.9	4.2	3.9	-3.6	1.9	2.1	2.1	15.2	14.6
AAV	OP	1.02	3.70	262.7	n.m.	3.6	0.3	0.2	22.1	469.6	0.0	0.0	-1.9	6.7
BA	OP	3.60	14.00	288.9	n.m.	38.2	0.3	0.3	-660.4	110.1	0.0	0.0	-6.7	0.7
THAI	OP	2.84	7.10	150.0	n.m.	n.m.	-0.9	-0.4	-56.8	60.5	0.0	0.0	-850.3	68.1
AWC	OP	2.94	6.70	127.9	44.0	34.6	1.3	1.2	105.7	27.2	0.9	1.2	2.8	3.6
CENTEL	OP	13.10	22.80	74.0	22.9	10.7	1.3	1.2	-55.7	114.7	2.4	5.2	5.6	11.4
DTC	N	7.00	9.20	31.4	n.m.	n.m.	1.2	1.3	-583.6	7.6	0.0	0.0	-3.8	-3.6
ERW	OP	1.96	5.20	165.3	n.m.	11.1	0.9	0.8	-116.6	699.6	0.0	3.6	-1.3	7.6
MINT	OP	13.70	32.50	137.2	18.7	8.5	0.8	0.8	-68.4	121.4	0.8	1.8	4.4	9.3
VRANDA	OP	4.80	6.50	35.4	11.0	8.3	0.7	0.6	68.1	32.8	0.0	0.0	6.2	7.7
PRM	OP	3.60	11.30	213.9	6.6	5.4	1.1	1.0	34.0	21.8	6.1	7.4	17.9	18.7

Source: KS Research

Fig. 36 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AOT	21,262	22,908	-12%	-7%	(0.19)	(0.18)	(0.85)	(0.89)	International and domestic passenger to decline 15.1% and 11.5%
AAV	(945)	842	-156%	-38%	0.66	0.73	8.98	20.50	Tourist arrival to decline 14.1%
BA	(1,736)	240	12%	22%	0.28	0.26	n.m.	60.03	Tourist arrival to decline 14.1%
THAI	(22,007)	(9,683)	-17%	-30%	n.m.	n.m.	23.05	47.03	Tourist arrival to decline 14.1%
PRM	1,312	1,659	-4%	-1%	0.52	0.53	1.84	1.91	Southern oil demand -10%
AWC	493	1,682	-77%	-38%	0.70	0.72	7.82	11.41	RevPar to decline -15.1%
CENTEL	772	1,657	0%	0%	0.39	0.39	1.79	1.79	RevPar to decline -18.2%
DTC	(256)	(238)	-36%	-37%	0.24	0.24	18.84	18.84	RevPar to decline -12.9%
ERW	(74)	443	0%	0%	2.08	2.08	8.38	8.38	RevPar to decline -13.8%
MINT	3,379	7,483	0%	0%	1.15	1.15	6.31	6.31	RevPar to decline -15.8%
VRANDA	140	186	0%	0%	0.50	0.50	2.62	2.62	RevPar to decline -12.6%
Total/Avg	2,340	27,180	-26%	-12%	0.63	0.64	7.88	16.18	

Source: KS Research

Fig. 37 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AOT	18,922	22,072	-22%	-10%	(0.19)	(0.17)	(0.85)	(0.92)	International and domestic passenger to decline 23.3% and 13.3%
AAV	(1,392)	807	-277%	-41%	0.66	0.80	8.98	178.65	Tourist arrival to decline 22.8%
BA	(1,966)	198	0%	0%	0.28	0.28	n.m.	60.03	Tourist arrival to decline 22.8%
THAI	(26,202)	(9,819)	-39%	-32%	n.m.	n.m.	23.05	n.m.	Tourist arrival to decline 22.8%
PRM	1,282	1,647	-7%	-1%	0.52	0.53	1.84	1.95	Southern oil demand -15%
AWC	(215)	1,365	-110%	-50%	0.70	0.73	7.82	14.19	RevPar to decline 25%
CENTEL	219	1,564	-72%	-6%	0.39	0.43	1.79	2.45	RevPar to decline 28.3%
DTC	(391)	(341)	-108%	-96%	0.24	0.27	18.84	n.m.	RevPar to decline 24.3%
ERW	(615)	297	-732%	-33%	2.08	2.25	8.38	15.94	RevPar to decline 24.1%
MINT	(1,360)	5,746	-140%	-23%	1.15	1.27	6.31	10.16	RevPar to decline 25.6%
VRANDA	62	174	-56%	-6%	0.50	0.58	2.62	3.72	RevPar to decline 24.2%
Total/Avg	(11,657)	23,709	-142%	-27%	0.63	0.70	7.88	31.80	

Source: KS Research



Fig. 38 Scenario 3: GDP 2020E = -10%

Scenario 3 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AOT	17,193	21,531	-29%	-12%	(0.19)	(0.16)	(0.85)	(0.95)	International and domestic passenger to decline 29.1% and 15.8%
AAV	(2,333)	228	-532%	-83%	0.66	0.95	8.98	n.m.	Tourist arrival to decline 33.7%
BA	(2,305)	(119)	-17%	-160%	0.28	0.30	n.m.	n.m.	Tourist arrival to decline 33.7%
THAI	(32,527)	(14,122)	-72%	-90%	n.m.	n.m.	23.05	n.m.	Tourist arrival to decline 33.7%
PRM	1,252	1,623	-9%	-3%	0.52	0.54	1.84	1.98	Southern oil demand -20%
AWC	(1,022)	911	-148%	-67%	0.70	0.74	7.82	19.52	RevPar to decline 36.1%
CENTEL	(174)	1,270	-122%	-23%	0.39	0.46	1.79	3.20	RevPar to decline 37%
DTC	(595)	(518)	-216%	-198%	0.24	0.30	18.84	n.m.	RevPar to decline 33.2%
ERW	(898)	197	-1114%	-55%	2.08	2.35	8.38	29.12	RevPar to decline 31.7%
MINT	(3,959)	4,383	-217%	-41%	1.15	1.34	6.31	15.24	RevPar to decline 33.4%
VRANDA	2	150	-99%	-19%	0.50	0.65	2.62	5.04	RevPar to decline 33.1%
Total/Avg	(25,365)	15,536	-234%	-68%	0.63	0.75	7.88	n.m.	

Source: KS Research

กลุ่มพาณิชย์ (กลาง) กลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตร (กลาง)

นักวิเคราะห์: ธรีทิพย์ วงษ์แสงไพบุลย์

- ▶ **กลุ่มพาณิชย์: มองเป็น กลาง** เราได้ทำการวิเคราะห์ที่ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivity analysis) ต่อการเปลี่ยนแปลงของอัตราการเติบโตของ GDP และการบริโภคภาคเอกชน โดยได้ข้อสรุปว่าการเติบโตของ GDP และการบริโภคภาคเอกชนที่ปรับลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำไรปี FY2563-64 ของกลุ่มค้าปลีกไทย หลักๆ เป็นผลจากการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) และอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ปรับลดลง โดยสรุป หาก GDP ลดลง 2.2% 5.8% และ 10% กำไรโดยรวมของผู้ค้าปลีก 6 รายที่เราทำการวิเคราะห์ที่อยู่จะปรับลดลง 4.9%/7.6%/12.9% จากสมมติฐานกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 และ 4.4%/7.2%/12.1% จากกรณีพื้นฐานในปี 2564 อย่างไรก็ตาม อัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุนสุทธิ (net D/E ratio) และอัตราส่วนหนี้สินต่อกำไรก่อนหักดอกเบี้ย ภาษี ค่าเสื่อม และค่าตัดจำหน่ายสุทธิ (net D/EBITDA) จะเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อยจากกรณีพื้นฐานของเรา และยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าเงื่อนไขสัญญาเงินกู้ (debt covenant) เราจึงเชื่อว่าผู้ค้าปลีก 6 รายที่เราวิเคราะห์ที่อยู่จะมีสถานะการเงินที่แข็งแกร่ง
- ▶ **กลุ่มค้าปลีกเครื่องสำอาง: มอง ลบ** ในบรรดาผู้ค้าปลีกเครื่องสำอาง 3 ราย เราคาดว่า BEAUTY จะได้รับผลกระทบมากที่สุดเพราะมีส่วนลูกค้าเป็นนักท่องเที่ยวและสัดส่วนตลาดจีนในระดับที่สูง ขณะที่ KAMART มีสัดส่วนต่อตลาดต่างประเทศน้อยกว่า ส่วน DDD นั้นมีสัดส่วนต่อตลาดต่างประเทศค่อนข้างน้อยหลังจากเข้าซื้อกิจการ Kuron อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ายอดขายในประเทศจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศ ในกรณีที่ GDP ลดลง 2.2%/5.6%/10% เราคาดว่ากำไรโดยรวมจะปรับลดลง 15%/32%/51% จากกรณีพื้นฐานในปี 2563 และลดลง 14.4%/27%/44% จากกรณีพื้นฐานในปี 2564 แม้จะคาดการณ์การหดตัวลงของกำไร แต่ผู้ค้าปลีกเครื่องสำอางทั้ง 3 รายต่างมีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งเป็นอย่างมาก โดย BEAUTY และ DDD นั้นมีสถานะเงินสดสุทธิ ขณะที่ KAMART นั้นมี net D/E ratio ที่ต่ำ
- ▶ **กลุ่ม Soft Commodities – มองเป็น กลาง** แม้บริษัท 3 แห่งในกลุ่มสินค้าโภคภัณฑ์ทางการเกษตร (soft commodities) ที่เราวิเคราะห์อยู่ได้แก่ CPF GFPT และ TU จะได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ในแง่ของการบริโภคของโลกที่ชะลอตัวลง และเหตุขัดข้องในการดำเนินงานในจีน แต่คาดการณ์ว่าเงินบาทจะอ่อนค่าลงจะช่วยบรรเทาผลกระทบจากปริมาณยอดขายที่ลดลงขณะที่ขีดความสามารถในการแข่งขันของสินค้าไทยจะปรับสูงขึ้น ส่วนในกรณีที่ GDP ลดลง 2.2%/5.6%/10% คาดว่ากำไรโดยรวมของกลุ่มจะปรับลดลง 6%/16%/19% จากกรณีพื้นฐานของเราในปี 2563 และลดลง 1%/6%/10% จากกรณีพื้นฐานในปี 2564 ทั้งนี้ เราไม่มีความกังวลเกี่ยวกับสถานะทางการเงินของกลุ่ม เพราะ net D/E ratio และ net D/EBITDA ratio จะปรับเพิ่มเพียงเล็กน้อย และยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่า debt covenant

- **หุ้นเด่น: CPALL และ CPF**



หุ้นขาย: -

Fig. 39 Commerce & soft commodity valuations

Stock	Rating	Price (฿) 24-Mar-20	Target price (฿)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
BJC	OP	37.75	48.00	27.2	20.5	19.4	1.3	1.2	1.2	6.0	2.2	2.2	6.2	6.3
CPALL	OP	59.00	80.00	35.6	23.6	21.1	5.0	4.5	5.1	11.2	2.2	2.5	22.4	22.1
DOHOME	OP	4.06	8.70	114.3	11.9	10.2	1.2	1.1	1.4	17.2	2.5	3.1	10.3	11.0
GLOBAL	N	8.35	12.70	52.1	17.8	16.0	2.2	2.0	-1.5	11.5	2.6	2.9	12.1	12.5
HMPRO	OP	9.35	14.20	51.9	21.0	18.7	5.7	5.4	-5.4	12.5	3.8	4.3	27.1	28.8
MAKRO	OP	31.25	39.50	26.4	22.9	21.9	6.7	6.2	5.1	4.5	3.3	3.4	29.3	28.3
BEAUTY	N	1.12	2.20	96.4	13.7	8.4	3.1	3.0	6.1	63.3	6.7	11.0	22.7	36.2
DDD	N	10.70	15.50	44.9	91.2	18.4	0.7	0.7	169.4	395.1	1.0	4.9	0.8	3.9
KAMART	N	2.04	4.40	115.7	7.5	6.9	1.8	1.8	-8.0	8.4	14.2	14.9	23.7	25.7
CPF	OP	22.50	33.50	48.9	11.1	10.0	1.0	1.0	-10.4	10.9	3.6	4.0	9.6	10.0
GFPT	N	8.75	13.10	49.7	12.0	7.5	0.8	0.7	-23.4	59.3	2.1	3.3	6.6	9.9
TU	OP	14.20	17.60	23.9	13.5	11.9	1.3	1.3	32.0	12.8	4.1	4.6	10.1	10.8

Source: KS Research

Fig. 40 Sensitivity analysis on changes in major assumptions

Scenario 1

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BJC	7,167	7,582	-2.68	-2.89	1.19	1.19	6.87	6.96	2020 SSSG assumption of -3.6%
CPALL	22,228	24,849	-5.36	-4.81	0.87	0.89	2.29	2.41	2020 SSSG assumption of -3.0%
DOHOME	762	876	-5.61	-5.24	1.15	1.15	4.81	4.94	2020 SSSG assumption of -4.0%
HMPRO	6,046	6,461	-4.65	-5.43	0.59	0.59	1.08	1.13	2020 SSSG assumption of -3.0%
GLOBAL	2,131	2,327	-2.84	-1.49	0.84	0.85	3.67	3.76	2020 SSSG assumption of -2.0%
MAKRO	6,144	6,529	-6.40	-4.79	0.19	0.23	0.39	0.47	2020 SSSG assumption of 0.0%
BEAUTY	182	320	-26.29	-20.51	-0.62	-0.63	-1.80	-2.34	Sales dropped 7.5% from base case
DDD	35	169	-4.62	-8.64	-0.73	-0.70	-35.9	-37.2	Sales dropped 4% from base case
KAMART	226	237	-5.78	-9.07	0.15	0.14	0.42	0.42	Sales dropped 4.4% from base case
CPF	15,690	18,260	-5.13	-0.47	1.30	1.30	6.56	6.70	Sales dropped 2.0% from base case
GFPT	887	1,493	-3.19	2.31	0.19	0.19	1.71	1.64	Sales dropped 1.8% from base case
TU	4,550	5,403	-9.67	-4.87	0.96	0.97	5.09	5.50	Sales dropped 1.5% from base case
Total/Avg	66,047	74,506	-5.34	-3.52	0.51	0.51	-0.40	-0.47	

Scenario 2

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BJC	6,808	7,062	-7.55	-9.55	1.19	1.20	6.87	7.11	2020 SSSG assumption of -5.0%
CPALL	21,730	24,296	-7.48	-6.93	0.87	0.90	2.29	2.5	2020 SSSG assumption of -4.0%
DOHOME	739	851	-8.39	-7.87	1.15	1.15	4.81	5.01	2020 SSSG assumption of -6.0%
HMPRO	5,935	6,346	-6.40	-7.11	0.59	0.59	1.08	1.14	2020 SSSG assumption of -5.0%
GLOBAL	2,060	2,250	-6.06	-4.73	0.84	0.83	3.67	3.76	2020 SSSG assumption of -5.0%
MAKRO	5,934	6,396	-9.59	-6.72	0.19	0.25	0.39	0.52	2020 SSSG assumption of -2.0%
BEAUTY	154	305	-37.67	-24.21	-0.62	-0.64	-1.80	-2.66	Sales dropped 10.3% from base case
DDD	15	115	-59.81	-37.74	-0.73	-0.73	-35.9	-50.5	Sales dropped 7% from base case
KAMART	187	200	-22.11	-23.54	0.15	0.18	0.42	0.59	Sales dropped from 7.2% base case
CPF	13,669	17,666	-17.36	-3.70	1.30	1.30	6.56	7.10	Sales dropped 5.6% from base case
GFPT	793	1,173	-13.39	-19.59	0.19	0.19	1.71	1.78	Sales dropped 1.9% from base case
TU	4,466	5,047	-11.34	-11.14	0.96	0.97	5.09	5.49	Sales dropped 2.0% from base case
Total/Avg	62,491	71,708	-10.44	-7.14	0.51	0.52	-0.40	-1.52	

Scenario 3

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BJC	6,559	6,864	-10.93	-12.09	1.19	1.20	6.87	7.23	2020 SSSG assumption of -7.0%
CPALL	20,233	22,647	-13.85	-13.25	0.87	0.93	2.29	2.61	2020 SSSG assumption of -6.0%
DOHOME	694	803	-13.96	-13.13	1.15	1.15	4.81	5.15	2020 SSSG assumption of -8.0%
HMPRO	5,638	6,196	-11.09	-9.31	0.59	0.60	1.08	1.19	2020 SSSG assumption of -8.0%
GLOBAL	1,901	2,104	-13.33	-10.91	0.84	0.84	3.67	3.95	2020 SSSG assumption of -7.0%
MAKRO	5,683	6,123	-13.43	-10.70	0.19	0.28	0.39	0.60	2020 SSSG assumption of -6.0%
BEAUTY	115	201	-53.54	-50.24	-0.62	-0.64	-1.80	-3.31	2020 Sales dropped 14.5% from base case
DDD	-28	97	-176.12	-47.41	-0.73	-0.74	-35.9	-188	2020 Sales dropped 12.3% from base case
KAMART	171	182	-28.72	-30.38	0.15	0.19	0.42	0.67	2020 Sales dropped from 9.4% base case
CPF	13,168	17,040	-20.38	-7.11	1.30	1.30	6.56	7.15	2021 Sales dropped from 8.4% base case
GFPT	770	997	-15.90	-31.64	0.19	0.19	1.71	1.77	2022 Sales dropped from 7.2% base case
TU	4,324	4,897	-14.16	-13.78	0.96	0.98	5.09	5.62	2023 Sales dropped from 1.4% base case
Total/Avg	59,228	68,150	-15.11	-11.75	0.51	0.52	-0.40	-12.92	

Source: KS Research



กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง (บวก) และกลุ่มโครงสร้างพื้นฐาน (ลบ)

นักวิเคราะห์: ฐิติพร อมรอรธโกวิท

- ▶ **การทำ stress test 3 กรณี** จากกรณีที่ไวรัสโควิด-19 แพร่ระบาดอย่างรวดเร็วในประเทศไทย ที่มกลยุทธ์ของเราได้ทำการวิเคราะห์เศรษฐกิจรายกรณีเพื่อให้เราทำการทดสอบสภาวะวิกฤต (stress test) 1) GDP หดตัวลง 2.2% ในปี 2563 และเติบโตขึ้น 3.7% ในปี 2564 2) GDP หดตัวลง 5.8% ในปี 2563 และ 1% ในปี 2564 และ 3) GDP หดตัวลง 10% ในปี 2563 และ 1.4% ในปี 2564 เราคาดว่ากลุ่มขนส่งภาคพื้นดิน (BEM และ BTS) จะได้รับผลกระทบเชิงลบจากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลง เพราะขณะนี้ผู้คนต่างอยู่กับบ้าน และมีหลายบริษัทที่เริ่มดำเนินมาตรการทำงานจากบ้านเพื่อช่วยลดการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากลุ่มรับเหมางานโยธาจะได้รับผลกระทบในวงแคบ เนื่องจากสัดส่วน 1 ใน 3 ของรายได้งานก่อสร้างนั้นมาจากโครงการภาครัฐในประเทศ จึงคาดว่าจะเผชิญกับปัญหาสภาพคล่องและปัญหาทางการเงินของภาคเอกชนในวงแคบ
 - ▶ **กลุ่มรับเหมางานโยธา (บวก)** เรายังคงมุมมองเป็น “บวก” ต่อกลุ่มรับเหมางานโยธา เพราะเราคาดว่ากลุ่มนี้จะได้รับผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 น้อยกว่ากลุ่มอื่นๆ ทั้งนี้ การทำ stress test ของเราแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิปี 2563 ของ STEC จะลดลงในกรอบ 1.0-8.7% YoY CK จะลดลงในกรอบ 20.2-26.4% จากส่วนแบ่งกำไรบริษัทลูกที่ลดลง สำหรับ ITD จะลดลงในกรอบ 9.4-49.9% จากฐานกำไรที่ต่ำ สำหรับ UNIQ จะลดลงในกรอบ 4.9-21.5% ทั้งนี้ สมมติฐานชุดล่าสุดของเราคาดว่า การเซ็นสัญญางานใหม่อย่างโครงการ MRT สายสีส้มจะเกิดขึ้นในปี 2564 โดยเราคาดว่ากลุ่มงานเสาเข็มเจาะจะได้รับผลกระทบมากกว่ากลุ่มอื่น เพราะรายได้ส่วนใหญ่มาจากภาคเอกชน โดยการคำนวณของเราแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิปี 2563 ของ PYLON จะปรับลดลง 2.9-51.6% ขณะที่มองว่า SEAFCO จะได้รับผลกระทบน้อยกว่าในกรอบ 4.8-23.4%
 - ▶ **STEC คือหุ้นที่ปลอดภัยที่สุดเพราะมี backlog สูง** เรายังคงเลือก STEC เป็นหุ้นเด่นเพราะมองว่าเป็นหุ้นที่ปลอดภัยที่สุดในกลุ่มท่ามกลางสภาวะที่ไม่แน่นอนเช่นนี้ เมื่ออิงจากการทำ stress test ที่แบ่งเป็น 3 กรณีของเรา จะพบว่า STEC ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ในทุกกรณี เพราะ 1) โครงการในปัจจุบันของบริษัทมีสัดส่วนราวๆ 50% ที่เป็นงานภาครัฐ 2) บริษัทมี backlog แน่นหนาแล้ว 9.16 หมื่นลบ. ซึ่งเพียงพอต่อการสร้างรายได้ไปอีก 2.7 ปีข้างหน้า และ 3) ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงจากราคาน้ำมันที่ลดลงแรง ทั้งนี้ เราขอกลุ่มรับเหมางานโยธามากกว่ากลุ่มงานเสาเข็มเจาะ เพราะผู้ประกอบการงานโยธามีความอ่อนไหวต่อสภาพเศรษฐกิจในประเทศหรือระดับโลกที่อ่อนแอน้อยกว่ากลุ่มเสาเข็มเจาะ นอกจากนี้ ความล่าช้าในการประมูลโครงการภาครัฐและเอกชนจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มงานโยธาน้อยกว่ากลุ่มงานเสาเข็มเจาะ เพราะมีอายุ backlog ที่ยาวนานกว่า
 - ▶ **คาดจำนวนผู้โดยสารในระบบ MRT และทางพิเศษปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญ** เราได้ทำการวิเคราะห์ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivity analysis) ของผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงด้านจำนวนผู้โดยสารในระบบ MRT ที่จะมีต่อ BEM และ BTS โดยเราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารจะปรับลดลง 16-40% ในปี 2563 เนื่องจากจำนวนเคสผู้ติดเชื้อไวรัสโควิด-19 พุ่งสูงขึ้นในพื้นที่กรุงเทพฯ เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารในประเทศจะลดลง 50% และไม่มียอดนักท่องเที่ยวในช่วงการแพร่ระบาด นอกจากนี้ เราก็คาดการณ์ถึงผลกระทบในทำนองเดียวกันกับกิจการทางพิเศษของ BEM โดยคาดว่าปริมาณจราจรจะลดลง 13-27% ในปี 2563 แต่แม้ว่าเราจะคาดถึงผลกระทบเชิงลบในช่วงสถานการณ์เช่นนี้ แต่เมื่อมีการค้นพบยาต้านที่มีประสิทธิภาพ/วัคซีนต้านเชื้อไวรัสก็เชื่อว่าจำนวนผู้โดยสารและปริมาณการจราจรจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับปกติ เมื่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับมาดำเนินงานตามปกติ
 - ▶ **ผลกระทบเชิงลบต่อทั้ง BEM และ BTS** ผลจากการทำ sensitivity analysis แสดงให้เห็นถึงผลกระทบเชิงลบที่มีนัยสำคัญต่อกำไรปี FY2564 ของทั้ง BEM และ BTS หรือคิดเป็นผลกระทบต่อกำไรในสัดส่วนที่ 23.7-41.7% และ 13.5-30.3% ตามลำดับ ซึ่งมีสาเหตุสำคัญมาจาก 1) จำนวนผู้โดยสารและปริมาณการจราจรบนทางพิเศษที่ลดลงอย่างมาก เพราะผู้คนในกรุงเทพฯ จำนวนมากเริ่มทำงานจากบ้านกันแล้ว ขณะที่มีการปิดกิจกรรมทางเศรษฐกิจจำนวนมากด้วยเช่นกัน และ 2) การปรับลดงบประมาณขององค์กรต่างๆ อย่างไรก็ตาม ราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อน upside 25-55% เมื่ออิงสมมติฐานราคาเป้าหมายกรณีที่เลวร้ายที่สุด เราเชื่อว่าราคาซื้อขายปัจจุบันนั้นถูกมาก จึงแนะนำ “ซื้อ” ทั้ง BEM และ BTS
- **หุ้นเด่น: STEC / หุ้นขาย: -**



Fig. 41 Contractor & Infrastructure valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)	(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
CK	OP	14.40	27.00	87.5	20.0	17.1	0.9	0.8	-53.7	17.3	2.5	2.0	4.4	5.0
ITD	N	0.72	1.10	52.8	37.5	20.1	0.3	0.3	371.6	86.8	0.0	0.0	0.7	1.4
PYLON	OP	2.96	5.50	85.8	9.5	8.5	2.2	2.0	-15.7	11.4	6.6	7.4	23.3	23.6
SEAFCO	OP	3.62	7.80	115.5	6.9	7.4	1.3	1.2	-4.9	-7.3	5.8	5.8	18.4	15.5
STEC	OP	10.70	24.00	124.3	10.5	10.4	1.0	0.9	5.1	0.2	2.9	2.9	9.6	9.0
UNIQ	N	3.52	6.20	76.1	5.5	6.8	0.4	0.4	3.3	-19.2	8.5	7.2	8.1	6.3
TOA	N	30.25	34.50	14.0	27.1	27.0	5.1	4.7	9.0	0.6	1.8	1.9	20.0	18.1
BEM	OP	6.70	10.60	58.2	22.2	17.2	2.4	2.3	-15.1	29.2	1.8	2.6	11.4	13.6
BTS	OP	8.25	15.00	81.8	15.2	20.4	2.0	2.0	161.5	-25.3	3.9	4.1	15.7	9.8

Source: KS Research

Fig. 42 Sensitivity analysis of changes in major assumptions

Scenario 1: GDP -2.2%

Stock	Net profit*		Changes (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E*	2020E	2021E*	
CK	974	1,429	(20.2)	(0.2)	0.91	0.92	44.78	46.53	↓ Construction progress, ↓ equity income
STEC	1,544	1,586	(1.0)	1.5	(0.38)	(0.49)	(2.69)	(3.93)	↓ Construction progress
ITD	92	188	(9.4)	(0.7)	3.06	2.28	7.91	7.21	↓ Construction progress, ↓ new private projects
UNIQ	655	563	(4.9)	1.1	1.37	1.20	4.27	3.92	↓ Construction progress
SEAFCO	371	359	(4.8)	(0.5)	0.33	0.28	0.77	0.91	↓ Construction progress, ↓ new private projects
PYLON	227	253	(2.9)	(3.0)	(0.20)	(0.15)	(0.55)	(0.41)	↓ Construction progress, ↓ new private projects
TOA	2,192	2,219	(3.2)	(2.6)	(0.67)	(0.62)	(2.45)	(2.40)	↓ sales, oil price \$40/\$45 per bbl in 20E/21E, THBUSD 32/31.5
BEM	4,310	5,924	(23.7)	(2.7)	1.82	1.58	8.50	6.29	Avg daily ridership (BL) -19%, avg daily traffic -13%
BTS**	7,238	4,851	(3.6)	(13.5)	0.87	0.83	8.11	7.52	Avg daily ridership (GL) -16%, ↓ equity income and adv. revenue
Total/Avg	17,603	17,372	(8.2)	(2.3)	0.8	0.6	7.6	7.3	

Scenario 2: GDP -5.8%

Stock	Net profit*		Changes (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E*	2020E	2021E*	
CK	911	1,351	(25.3)	(5.6)	0.93	0.92	44.43	45.82	↓ Construction progress, ↓ equity income
STEC	1,477	1,602	(5.3)	2.5	(0.38)	(0.46)	(2.69)	(3.82)	↓ Construction progress
ITD	74	178	(27.1)	(5.9)	3.06	2.29	7.91	7.31	↓ Construction progress, ↓ new private projects
UNIQ	607	571	(11.9)	2.5	1.37	1.21	4.27	4.02	↓ Construction progress
SEAFCO	346	354	(11.1)	(2.0)	0.33	0.30	0.77	0.99	↓ Construction progress, ↓ new private projects
PYLON	196	252	(16.3)	(3.2)	(0.20)	(0.12)	(0.55)	(0.37)	↓ Construction progress, ↓ new private projects
TOA	2,103	2,167	(7.1)	(4.8)	(0.68)	(0.63)	(2.54)	(2.47)	↓ sales, oil price \$35/\$40 per bbl in 20E/21E, THBUSD 33/32
BEM	3,727	5,393	(34.0)	(11.5)	1.86	1.62	9.48	6.84	Avg daily ridership (BL) -28%, avg daily traffic -22%
BTS**	7,175	4,282	(4.5)	(23.7)	0.88	0.87	8.26	8.03	Avg daily ridership (GL) -40%, ↓ equity income and adv. revenue
Total/Avg	16,616	16,149	(15.8)	(5.7)	0.8	0.7	7.7	7.4	

Scenario 3: GDP -10%

Stock	Net profit*		Changes (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E*	2020E	2021E*	
CK	898	1,204	(26.4)	(15.9)	0.94	0.95	41.41	43.23	↓ Construction progress, ↓ new public projects, ↓ equity income
STEC	1,424	1,442	(8.7)	(7.7)	(0.38)	(0.43)	(2.69)	(3.66)	↓ Construction progress, ↓ new public projects
ITD	51	152	(49.9)	(19.6)	3.06	2.30	7.91	7.51	↓ Construction progress, ↓ new public and private projects
UNIQ	541	510	(21.5)	(8.3)	1.37	1.28	4.27	4.34	↓ Construction progress, ↓ new public projects
SEAFCO	298	261	(23.4)	(27.7)	0.33	0.33	0.77	1.18	↓ Construction progress, ↓ new public and private projects
PYLON	113	212	(51.6)	(18.6)	(0.20)	(0.05)	(0.55)	(0.18)	↓ Construction progress, ↓ new public and private projects
TOA	2,041	2,118	(9.8)	(7.0)	(0.69)	(0.63)	(2.62)	(2.51)	↓ sales, oil price \$27.5/\$35 per bbl in 20E/21E, THBUSD 34/33
BEM	3,294	4,730	(41.7)	(22.3)	1.88	1.67	10.14	7.49	Avg daily ridership (BL) -30%, avg daily traffic -27%
BTS**	7,166	3,909	(4.6)	(30.3)	0.88	0.92	8.28	9.12	Avg daily ridership (GL) -40%, ↓ equity income and adv. revenue
Total/Avg	15,827	14,538	(26.4)	(17.5)	0.8	0.7	7.4	7.4	

* under stressed scenario, **fiscal year runs from April to March

Source: KS Research



กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ กลุ่มรับเหมาครบวงจร (EPC), กลุ่มบริการน้ำมันและปิโตรเคมี

นักวิเคราะห์: กวินกร หวังพีระวงศ์

- ▶ **กลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ (กลาง)** ปัจจุบันไวรัสโควิด-19 ได้แพร่ระบาดในวงกว้างและจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์กลุ่มผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ของโลกมากกว่าคาด ทั้งยังจะชะลออัตราการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์หรือกระทั่งอุตสาหกรรมลงสู่ผู้ให้บริการกลาง ปัจจัยบวกทางอ้อมคือผลกระทบจากการอ่อนค่าของเงินบาทที่มีแนวโน้มจะอ่อนค่ายิ่งขึ้นหากสถานการณ์ไวรัสยืดเยื้อ และจะช่วยชดเชยผลกระทบจากยอดขายและปริมาณการผลิตที่ลดลงได้ และด้วยการอ่อนค่าของเงินบาทนี้เองเราจึงคาดว่าผลประกอบการของหุ้นกลุ่มอิเล็กทรอนิกส์ 4 บริษัทที่เราวิเคราะห์อยู่จะไม่พลิกเป็นขาดทุนสุทธิในปีนี้อย่างไรก็ตาม SVI จะมีความเสี่ยงมากที่สุดทั้งในแง่ของกำไรและงบดุล ทั้งนี้ เราได้ปรับลดประมาณการกำไรของ HANA ไปแล้วหลังการประชุมนักวิเคราะห์ ซึ่งผลลัพธ์ก็ใกล้เคียงกับสมมติฐานที่ 3 ของเรา
- ▶ **กลุ่มรับเหมา EPC (กลาง)** เราไม่คิดว่ากลุ่มนี้จะได้รับผลกระทบที่รุนแรงจากประเด็นไวรัสโควิด-19 แต่จากการวิเคราะห์ที่ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivity analysis) เราใช้สมมติฐานว่าหุ้นในกลุ่มจะเลือกรับรู้รายได้ได้ออกไป 2%/5%/10% อิงจากการหดตัวของ GDP ในสามสมมติฐานของเรา ผลกระทบที่จะเกิดขึ้นนั้นไม่มีนัยสำคัญมากนัก แต่ปัจจัยเสี่ยงสำคัญคือประเด็นเฉพาะของหุ้นแต่ละตัว ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อกำไรมากกว่าผลกระทบจากไวรัสโควิด-19
- ▶ **กลุ่มบริการน้ำมันและก๊าซ (กลาง) SCN** - ประเด็นไวรัสโควิด-19 อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับก๊าซทั้งรูปแบบ NGV และกลุ่มลูกค้าภาคอุตสาหกรรม ขณะที่คาดว่าจะไม่ส่งผลกระทบต่อธุรกิจโรงไฟฟ้าในเมียนมาแต่อย่างใด ทั้งนี้ การแพร่ระบาดของไวรัสนั้นส่งผลให้คนใช้รถยนต์น้อยลง ทำให้มีการใช้ NGV น้อยลงตาม ขณะเดียวกัน กลุ่มลูกค้าภาคอุตสาหกรรมก็จะใช้ก๊าซน้อยลงเพราะมีปริมาณการผลิตลดลง
BAFS - ธุรกิจบริการเติมเชื้อเพลิงการบินนั้นมีความสัมพันธ์โดยตรงกับอุตสาหกรรมการท่องเที่ยว แต่สิ่งที่ช่วยบรรเทาผลกระทบคือ จำนวนเที่ยวบินนั้นปรับลดลงน้อยกว่าการลดลงของจำนวนผู้โดยสาร ทำให้ธุรกิจดังกล่าวจะได้รับผลกระทบน้อยกว่าหุ้นที่เกี่ยวข้องกับกลุ่มการท่องเที่ยวอื่น ๆ ในอีกด้านหนึ่ง ธุรกิจท่อส่งเชื้อเพลิงของบริษัทจะได้รับผลกระทบคล้ายกับธุรกิจ NGV ของ SCN เพราะมีแนวโน้มว่าผู้คนจะใช้รถยนต์กันน้อยลง
- ▶ **กลุ่มธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเคมี (กลาง) TASCO** - การแพร่ระบาดในจีนคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในไตรมาส 1/2563 ของบริษัท เพราะมีสัดส่วนการยอดขาย 40% ไปยังจีน อย่างไรก็ตาม ด้วยสถานการณ์ในจีนฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว เราจึงคาดว่าช่วงที่เหลือของปีจะมีผลกระทบที่ไม่สูงนัก ส่วนยอดขายที่ลดลงในประเทศอื่นๆ จะได้รับการชดเชยทั้งหมดโดยการอ่อนค่าของเงินบาทและการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมัน
EPG - เรายังคาดว่าผลการดำเนินงานในไตรมาส 4/FY2563 จะปรับดีขึ้น QoQ เพราะยอดขายจะฟื้นตัวจากฐานที่ต่ำอย่างมาก และจากการที่ราคาวัตถุดิบปิโตรเคมีปรับลดลง ส่วนภาพในปี FY2564 คาดว่ายอดขายจะลดลงหากการแพร่ระบาดครั้งใหญ่ลุกลามขยายวงกว้างมากขึ้นจนส่งผลให้เศรษฐกิจโลกซบเซา แต่การปรับลดลงของยอดขายจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากเงินบาทที่อ่อนค่าลง และราคาปิโตรเคมีที่ลดลง
GGC - ในกรณีที่การแพร่ระบาดกินเวลาหลายเดือน ธุรกิจเมทิลเอสเตอ์จะได้รับผลกระทบเชิงลบจากปริมาณการใช้ไบโอดีเซลในประเทศที่ลดลง ขณะที่ธุรกิจแพตตีแอลกอฮอล์จะได้รับผลกระทบจากการใช้ผลิตภัณฑ์บำรุงส่วนบุคคลที่ลดลงในระดับภูมิภาคที่มีความสัมพันธ์กับสภาพเศรษฐกิจ อย่างไรก็ตาม เรายังคาดว่าส่วนต่างราคาเมทิลเอสเตอ์จะปรับดีขึ้นจากปี 2562 ด้วยแรงหนุนจาก B10 ที่ช่วยกระตุ้นอุปสงค์การใช้ไบโอดีเซลขึ้น ขณะที่ส่วนต่างราคาแพตตีแอลกอฮอล์จะลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากปี 2562 จากอุปสงค์ที่ลดลง



Fig. 43 Electronics, EPC contractors and oil service valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
DELTA	OP	30.75	55.00	78.9	11.6	8.3	1.1	1.1	12.1	38.6	6.5	8.1	9.9	13.1
HANA	N	19.30	19.20	-0.5	33.3	10.7	0.8	0.7	-74.1	209.7	2.6	6.7	2.3	7.0
KCE	OP	12.00	28.25	135.4	9.5	7.0	1.2	1.1	58.9	34.6	9.2	10.8	12.6	16.5
SVI	N	1.92	2.20	14.6	16.8	10.0	1.2	1.1	-29.1	69.1	2.1	3.5	7.2	11.2
STPI	UP	3.38	3.74	10.7	16.0	10.1	0.6	0.6	-83.6	58.8	3.8	2.5	4.0	6.2
TRC	N	0.06	0.10	66.7	4.9	8.5	0.6	0.6	139.6	-42.1	0.0	0.0	12.8	6.9
TTCL	N	2.46	3.24	31.7	n.m.	n.m.	0.8	1.1	-133.1	9.4	0.0	0.0	-23.4	-28.0
BAFS	OP	17.30	32.75	89.3	22.1	14.3	1.5	1.5	-46.8	54.6	4.1	7.8	7.2	10.5
SCN	N	1.12	1.48	32.1	9.8	7.8	0.5	0.5	-29.9	25.1	7.1	7.1	5.1	6.2
EPG	OP	3.06	6.70	119.0	8.7	8.1	0.8	0.8	9.4	7.5	8.1	8.7	9.5	9.9
TASCO	OP	16.60	24.60	48.2	8.2	8.4	1.8	1.7	2.7	-3.1	9.2	8.8	23.2	21.3
GGC	OP	4.64	11.80	154.3	8.7	5.3	0.5	0.5	480.1	63.9	7.5	9.4	5.6	8.9

Source: KS Research

Fig. 44 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
STPI	369	459	-5.2%	-2.2%	-0.10	-0.10	-1.52	-1.58	2020 revenue recognition delayed by 2%
TRC	108	67	-7.1%	0.0%	1.02	1.02	3.03	3.08	2020 revenue recognition delayed by 2%
TTCL	-505	-509	-3.6%	-0.1%	0.02	0.04	3.50	NA	2020 revenue recognition delayed by 2%
SCN	122	172	-11.2%	0.0%	0.49	0.49	3.16	3.30	2020/21 total gas volume -2.0%/1.3%
BAFS	500	773	0.0%	0.0%	0.72	0.72	3.63	3.63	2020/21 aviation refueling vol -15%/25%
KCE	1408	1803	-5.2%	-9.8%	0.00	0.01	0.02	0.03	2020/21 USD sales growth = 3.6%/7.0%
HANA	1580	2270	-12.3%	1.8%	-0.41	-0.41	-2.77	-3.12	2020/21 USD sales growth = 2.1%/8.3%
DELTA	3202	4254	-3.5%	-7.5%	-0.34	-0.34	-2.10	-2.12	2020/21 USD sales growth = 0.7%/6.9%
SVI	283	417	7.2%	-6.6%	0.43	0.43	2.03	1.97	2020/21 USD sales growth = -7.7%/8.4%
GGC	479	894	-12.1%	0.0%	-0.09	-0.09	-0.79	-0.83	2020 ME vol +17.5% / FA vol -0.9%
TASCO	3208	3109	0.0%	0.0%	0.07	0.07	0.22	0.22	THB and oil price depreciation should offset sales decline
EPG	989	1030	0.0%	-3.2%	0.05	0.05	0.31	0.31	2020/21 nominal sales growth = -0.2%/-2.0%
Total/Avg	11,744	14,737	-4%	-2%	0.16	0.16	0.73	0.44	

Source: KS Research

Fig. 45 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
STPI	339	444	-12.9%	-5.5%	-0.10	-0.10	-1.52	-1.68	2020 revenue recognition delayed by 5%
TRC	96	67	-17.6%	0.0%	1.02	1.00	3.03	3.17	2020 revenue recognition delayed by 5%
TTCL	-531	-510	-9.1%	-0.3%	0.02	0.06	3.50	NA	2020 revenue recognition delayed by 5%
SCN	99	172	-27.7%	0.0%	0.49	0.49	3.16	3.52	2020/21 total gas volume -5.0%/4.5%
BAFS	277	773	-44.5%	0.0%	0.72	0.73	3.63	4.40	2020/21 aviation refueling vol -24%/40%
KCE	1105	1533	-25.6%	-23.3%	0.00	0.02	0.02	0.10	2020/21 USD sales growth = -2.8%/7.0%
HANA	1155	2043	-35.9%	-8.3%	-0.41	-0.40	-2.77	-2.92	2020/21 USD sales growth = -3.3%/8.3%
DELTA	2438	3538	-26.6%	-23.1%	-0.34	-0.33	-2.10	-2.39	2020/21 USD sales growth = -4.6%/6.9%
SVI	163	316	-38.1%	-29.3%	0.43	0.45	2.03	2.34	2020/21 USD sales growth = -12.5%/8.4%
GGC	295	822	-45.9%	-8.1%	-0.09	-0.10	-0.79	-1.09	2020 ME vol +13.9% / FA vol -4.0%
TASCO	3208	3109	0.0%	0.0%	0.07	0.07	0.22	0.22	THB and oil price depreciation should offset sales decline
EPG	985	975	-0.4%	-8.3%	0.05	0.05	0.31	0.31	2020/21 nominal sales growth = -0.3%/-5.0%
Total/Avg	9,630	13,281	-24%	-9%	0.16	0.16	0.73	0.54	

Source: KS Research



Fig. 46 Scenario 3: GDP 2020E = -10%

Scenario 3 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
STPI	289	400	-25.8%	-14.8%	-0.10	-0.11	-1.52	-1.88	2020 revenue recognition delayed by 10% and 2021 by 3%
TRC	75	56	-35.3%	-16.2%	1.02	0.98	3.03	3.34	2020 revenue recognition delayed by 10% and 2021 by 3%
TTCL	-576	-536	-18.1%	-5.5%	0.02	0.10	3.50	NA	2020 revenue recognition delayed by 10% and 2021 by 3%
SCN	61	149	-55.7%	-13.5%	0.49	0.50	3.16	3.97	2020/21 total gas volume -10.0%/7.0%
BAFS	121	535	-75.9%	-30.8%	0.72	0.74	3.63	5.17	2020/21 aviation refueling vol -30%/40%
KCE	678	1123	-54.3%	-43.8%	0.00	0.04	0.02	0.25	2020/21 USD sales growth = -11.3%/6.9%
HANA	676	1743	-62.5%	-21.8%	-0.41	-0.39	-2.77	-3.30	2020/21 USD sales growth = -9.7%/8.3%
DELTA	1376	2767	-58.5%	-39.8%	-0.34	-0.33	-2.10	-2.96	2020/21 USD sales growth = -10.9%/6.9%
SVI	18	208	-93.3%	-53.4%	0.43	0.46	2.03	3.00	2020/21 USD sales growth = -18.3%/8.4%
GGC	106	706	-80.6%	-21.1%	-0.09	-0.11	-0.79	-1.48	2020 ME vol +7.9% / FA vol -9.0%
TASCO	3208	3109	0.0%	0.0%	0.07	0.07	0.22	0.22	THB and oil price depreciaation should offset sales decline
EPG	980	888	-0.9%	-16.5%	0.05	0.05	0.31	0.30	2020/21 nominal sales growth = -0.8%/-10.0%
Total/Avg	7,013	11,147	-47%	-23%	0.16	0.17	0.73	0.60	

Source: KS Research



กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี (ลบ/กลาง)

นักวิเคราะห์: จักรพงศ์ เขวงศรี

- ▶ **ได้รับผลกระทบเชิงลบจากการเปลี่ยนตัวแปรหลัก** เราได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวต่อการปรับประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบและค่าเงินบาท/ดอลลาร์ฯ ขณะที่คงประมาณการอัตรากำไรของส่วนต่างราคาของทั้งกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีไว้ตามเดิม ผลของการวิเคราะห์ครั้งนี้แสดงให้เห็นว่าราคาน้ำมันที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อเชิงลบสุทธิต่อประมาณการกำไรสุทธิของกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีไม่เกิน 35% ในปี 2563 และ 9% ในปี 2564 ด้วยสาเหตุหลักจากผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและ FX ก้อนใหญ่ในปี 2563 และราคาขายเฉลี่ยที่ลดลงในปี 2564 เงินบาท/ดอลลาร์ฯ ที่คาดว่าจะแข็งค่าขึ้นในปี 2564 จะสร้างกำไรจาก FX ภายในปีแต่จะไม่สามารถหักล้างผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลงมากในสมมติฐานที่ 2 และ 3 ได้
- ▶ **ราคาน้ำมันที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มต้นน้ำแต่จะส่งผลบวกต่อกลุ่มกลางถึงปลายน้ำต่อไป** ในสถานการณ์ราคาน้ำมันที่ลดลงเช่นนี้ เราคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของผู้ประกอบการต้นน้ำทั้งหมด (PTTEP) และบริษัทในเครือ (PTT และ PTTGC) เช่นเดียวกับกลุ่มโรงกลั่น (TOP, SPRC, BCP และ ESSO) ในปี 2563 อย่างไรก็ตาม เมื่อปัจจัยเสี่ยงของผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันบรรเทาลงในปี 2564 กำไรสุทธิของบริษัทต้นน้ำและโรงกลั่นคาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นมากเนื่องจากจะได้ประโยชน์จากต้นทุนการใช้เชื้อเพลิงที่ลดลงและกำไรจาก FX ผลจากเงินบาท/ดอลลาร์ฯ ที่แข็งค่าขึ้นก็ช่วยประคองผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่ลดลง ระดับของพัฒนาการอาจขึ้นอยู่กับอัตราผลตอบแทนของราคาน้ำมันในปี 2563 และสต็อกน้ำมันในมือในแต่ละช่วงเวลา บรรดาโรงกลั่น (TOP, SPRC, BCP, ESSO and IRPC) จะแสดงความผันผวนมากกว่าผู้ผลิตปิโตรเคมีปลายน้ำ (IVL, SCC) และบริษัทต้นน้ำ (PTTGC, PTT)
- ▶ **ข้อยกเว้น** มี 2 บริษัทที่จะได้ประโยชน์จากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวเช่นนี้ ได้แก่ BANPU และ IVL ด้วยแรงขับเคลื่อนจากผลบวกจากเงินบาท/ดอลลาร์ฯ และการดำเนินงานในต่างประเทศ ในขณะเดียวกัน ทั้ง 2 บริษัทฯ ยังจะได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลงเนื่องจากต้นทุนน้ำมันเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของวัตถุดิบตั้งต้นของเหมืองแร่และปิโตรเคมี อย่างไรก็ตาม อย่างไรก็ดี เราคงมุมมองลบต่ออุตสาหกรรมถ่านหินเทอร์โมลและคาดว่าราคาถ่านหินเทอร์โมลจะยังแกว่งตัวในระดับจุดคุ้มทุนของ BANPU ดังนั้น เราจึงคาดว่ากำไรธุรกิจหลักจะยังอ่อนแอแม้ได้กำไรจาก FX อย่างไรก็ดี เราคาดว่า IVL จะได้ประโยชน์จากต้นทุนวัตถุดิบตั้งต้นที่ลดลงและกำไรจาก FX แต่ราคาน้ำมันที่ลดลงอาจฉุดให้การผลิตรถยนต์ลดลงจากแหล่งน้ำมันในสหรัฐฯ ซึ่งพลิกกลับมากดดันในเชิงลบต่อ gas cracker ในสหรัฐฯ ขณะเดียวกัน เราไม่ได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวจากการปิดประเทศในสหรัฐฯ และยุโรปซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ
- ▶ **สถานะการเงินยังแข็งแกร่ง** โดยรวมแล้ว สถานะการเงินของบริษัทในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีที่เราวิเคราะห์อยู่ยังแข็งแกร่งจาก net debt/equity และ net debt/EBITDA ที่ต่ำ เราเชื่อมั่นว่าบริษัทส่วนใหญ่จะสามารถรับมือกับการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 และสงครามราคาได้ อย่างไรก็ดี จากการวิเคราะห์ความอ่อนไหวครั้งนี้ เรามุ่งเน้นไปยังความกังวลเกี่ยวกับสถานะการเงินของ BANPU และ ESSO จากสัดส่วน net debt/equity และ net debt/EBITDA ที่อยู่ในระดับสูง ในขณะเดียวกัน เราจะตรวจสอบสถานะการเงินของ BCP และ IVL อย่างใกล้ชิดเนื่องจาก EBITDA ที่ลดลงจะช่วยให้สัดส่วน net debt/EBITDA เพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับตั้งตัวในระยะสั้นแม้สัดส่วน net debt/equity ไม่ได้รับผลกระทบ

- **หุ้นเด่น:** SCC, PTT, TOP และ PTTGC
- **หุ้นขาย:** -



Fig. 47 Energy valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
BAFS	OP	17.30	32.75	89.3	22.1	14.3	1.5	1.5	-46.8	54.6	4.1	7.8	7.2	10.5
BANPU	N	4.92	7.35	49.4	22.0	16.0	0.4	0.3	308.6	37.3	6.1	6.1	1.6	2.2
BCP	OP	13.50	26.00	92.6	40.5	5.9	0.4	0.4	-73.5	584.7	8.9	8.9	0.9	6.2
PTG	OP	9.50	11.60	22.1	13.5	13.1	2.2	2.1	-24.9	3.6	3.7	3.8	16.5	15.7
PTT	N	29.00	35.60	22.8	13.0	10.7	0.9	0.9	-31.5	21.4	6.2	6.2	7.1	8.3
PTTEP	N	59.25	107.00	80.6	8.3	8.9	0.6	0.6	-41.8	-7.0	9.3	9.3	7.9	7.2
SPRC	N	4.08	7.10	74.0	27.5	6.7	0.5	0.5	122.9	311.9	2.2	9.0	1.9	7.5
TOP	OP	28.25	51.00	80.5	12.2	5.9	0.5	0.5	-24.7	105.5	7.1	8.0	4.0	8.1
SCC	OP	289.00	365.00	26.3	12.5	12.3	1.2	1.1	-13.4	1.5	4.8	4.8	9.7	9.5
IRPC	OP	2.00	2.95	47.5	123.3	24.3	0.5	0.5	128.2	408.2	5.0	5.0	0.4	2.1
IVL	N	17.20	28.50	65.7	13.9	6.3	0.7	0.7	31.9	119.5	7.3	7.3	5.3	11.3
PTTGC	OP	25.50	49.00	92.2	27.3	10.0	0.4	0.4	-64.0	172.9	6.9	6.9	1.5	4.0

Source: KS Research



Fig. 48 Sensitivity analysis of changes in major assumptions

Scenario 1									
Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
PTT	61,461	82,622	-3.5%	6.8%	-0.01	-0.01	-0.06	-0.04	Adjust oil prices and FX rate
PTTEP	24,663	23,182	-13.1%	-12.2%	0.11	0.12	0.35	0.40	Adjust oil prices and FX rate, as well as, NG price to USD6.2/USD6/USD5.8
BANPU	1,957	1,703	23.6%	-4.4%	1.41	1.39	7.48	7.34	Adjust FX rate
BCP	-53	3,531	-111.5%	12.2%	0.76	0.77	6.54	7.12	Adjust oil prices and FX rate
ESSO	-1,526	1,946	54.8%	9.3%	0.66	0.70	25.01	-121.43	Adjust oil prices and FX rate
SPRC	-328	3,463	-150.9%	30.6%	0.09	0.09	0.75	0.92	Adjust oil prices and FX rate
TOP	3,474	10,608	-26.5%	9.2%	0.03	0.04	0.25	0.32	Adjust oil prices and FX rate
IRPC	505	2,976	52.4%	76.7%	0.67	0.64	7.02	6.43	Adjust oil prices and FX rate
IVL	7,240	15,549	4.5%	2.2%	1.39	1.39	5.59	5.53	Adjust FX rate
PTTGC	2,741	10,722	-34.8%	-6.5%	0.27	0.27	3.05	3.25	Adjust oil prices and FX rate, no adjustment chemical spreads
SCC	27,598	27,934	-0.5%	-0.7%	0.50	0.50	3.01	3.04	Adjust oil prices, FX rate and lower domestic cement demand growth to -2.3%
PTG	1,398	1,425	-13.0%	-14.0%	0.80	0.87	1.15	1.27	Sale volume growth 1%/3%/3%, no adjustment on MKM
Total/Avg	10,761	15,472	-7.3%	2.6%	0.56	0.56	5.01	-7.15	

* under stressed scenario

Scenario 2									
Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
PTT	58,954	72,042	-7.5%	-6.8%	-0.01	0.00	-0.06	0.01	Adjust oil prices and FX rate
PTTEP	16,161	17,405	-43.1%	-34.1%	0.11	0.15	0.35	0.52	Adjust oil prices and FX rate, as well as, NG price to USD6.0/USD5.8/USD5.6
BANPU	2,662	1,938	68.2%	8.8%	1.41	1.38	7.48	7.19	Adjust FX rate
BCP	-535	3,808	-216.4%	21.0%	0.76	0.78	6.54	7.70	Adjust oil prices and FX rate
ESSO	-2,015	2,186	104.4%	22.8%	0.66	0.72	25.01	-19.95	Adjust oil prices and FX rate
SPRC	-1,377	3,831	-313.8%	44.4%	0.09	0.08	0.75	1.06	Adjust oil prices and FX rate
TOP	2,546	11,509	-46.2%	18.5%	0.03	0.03	0.25	0.31	Adjust oil prices and FX rate
IRPC	978	3,708	195.1%	120.2%	0.67	0.62	7.02	5.80	Adjust oil prices and FX rate
IVL	7,600	16,118	9.7%	6.0%	1.39	1.39	5.59	5.46	Adjust FX rate
PTTGC	135	6,852	-96.8%	-40.3%	0.27	0.28	3.05	3.72	Adjust oil prices and FX rate, no adjustment chemical spreads
SCC	27,474	27,853	-0.9%	-1.0%	0.50	0.50	3.01	3.06	Adjust oil prices, FX rate and lower domestic cement demand growth to -5.8%
PTG	1,127	1,125	-29.9%	-32.1%	0.80	0.96	1.15	1.46	Sale volume growth -2.9%/3%/3%, no adjustment on MKM
Total/Avg	9,476	14,031	-18.4%	-7.0%	0.56	0.58	5.01	1.36	

* under stressed scenario

Scenario 3									
Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
PTT	50,484	69,317	-20.8%	-10.4%	-0.01	0.01	-0.06	0.06	Adjust oil prices and FX rate
PTTEP	8,567	13,674	-69.8%	-48.2%	0.11	0.18	0.35	0.68	Adjust oil prices and FX rate, as well as, NG price to USD5.8/USD5.5/USD5.4
BANPU	3,411	2,175	115.4%	22.1%	1.41	1.37	7.48	7.00	Adjust FX rate
BCP	-1,074	4,156	-333.7%	32.1%	0.76	0.77	6.54	8.42	Adjust oil prices and FX rate
ESSO	-2,542	2,430	157.8%	36.5%	0.66	0.74	25.01	-10.46	Adjust oil prices and FX rate
SPRC	-2,413	4,270	-474.6%	61.0%	0.09	0.06	0.75	1.13	Adjust oil prices and FX rate
TOP	1,783	12,300	-62.3%	26.6%	0.03	0.02	0.25	0.23	Adjust oil prices and FX rate
IRPC	-658	4,526	-298.5%	168.8%	0.67	0.64	7.02	7.53	Adjust oil prices and FX rate
IVL	8,080	16,790	16.6%	10.4%	1.39	1.39	5.59	5.36	Adjust FX rate
PTTGC	-3,370	5,790	-180.2%	-49.5%	0.27	0.29	3.05	4.60	Adjust oil prices and FX rate, no adjustment chemical spreads
SCC	27,355	27,692	-1.4%	-1.6%	0.50	0.50	3.01	3.10	Adjust oil prices, FX rate and lower domestic cement demand growth to -10%
PTG	980	963	-39.0%	-41.9%	0.80	1.01	1.15	1.56	Sale volume growth -5%/3%/3%, no adjustment on MKM
Total/Avg	7,550	13,673	-35.0%	-9.3%	0.56	0.58	5.01	2.43	

* under stressed scenario

Source: KS Research



กลุ่มการเงิน

นักวิเคราะห์: จันทนา ทวีรัตนศิลป์

- ▶ **กลุ่มธนาคาร (ลบ)** แม้มูลค่าหุ้นของทั้งกลุ่มค่อนข้างถูกโดยซื้อขายที่ต่ำกว่า -2.0SD ของ PBV ช่วง 10 ปี แต่เราเชื่อมั่นว่าหุ้นในกลุ่มธนาคารจะยังถูกกดดันจากผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่มีผลต่อกำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารเนื่องจากเกือบทุกกลุ่มอุตสาหกรรมได้รับผลกระทบ อิงจากประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ที่ 3 สมมติฐาน (-2.2%, -5.8% และ -10.0%) ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2563 ของทั้งกลุ่มจะลดลงจาก -17% ในกรณีพื้นฐาน (ประมาณการปัจจุบัน) มาอยู่ที่ -58%, -128% และ -218% แม้ CET 1 ratio จะยังอยู่ภายใต้หลักเกณฑ์ของธนาคารแห่งประเทศไทยที่กำหนดให้ CET1 อยู่ที่ 8.5% และ CAR ratio อยู่ที่ 11% (Tier 1 อยู่ที่ 9.5% และ CAR ratio อยู่ที่ 12% สำหรับ D-SIBs) ตามลำดับในทั้ง 3 สมมติฐาน อัตราสำรองต่อหนี้สูญของกลุ่มจะลดลงจากระดับเฉลี่ยที่ 145% มาอยู่ที่ 117%, 74% และ 65% ตามลำดับภายใต้สมมติฐานอัตราเติบโตของ GDP ที่ -2.2%, -5.8% และ -10.0% โดยสรุปแล้ว จากทั้ง 3 สมมติฐาน เราเชื่อมั่นว่ากำไรสุทธิของกลุ่มธนาคารจะได้รับผลกระทบมากแต่จากงบดุลที่แข็งแกร่งและสัดส่วนเงินทุนที่อยู่ในระดับสูง เราจึงเชื่อมั่นว่ากลุ่มธนาคารจะยังสามารถต้านทานต่อการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ได้
- ▶ **กลุ่มการเงิน (กลาง)** อิงจากประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2563 (-2.2%, -5.8% และ -10.0%) ประมาณการกำไรสุทธิปี 2563 ของทั้งกลุ่มจะลดลงจาก +20% ในสมมติฐานพื้นฐาน (ประมาณการปัจจุบัน) มาอยู่ที่ -4%, -27% และ -67% แม้อัตราสำรองต่อหนี้สูญในปี 2563 จะลดลงอย่างมากจากระดับเฉลี่ยที่ 139% เป็น 95%, 76% และ 68% ตามลำดับ ด้าน D/E ratio ของกลุ่มในปี 2563 จะเพิ่มขึ้นจาก 2.72 เท่า เป็น 2.77 เท่า, 2.91 เท่า และ 3.06 เท่า ตามลำดับ ในส่วนของสภาพคล่อง เราเชื่อมั่นว่าบริษัทการเงินจะสามารถปรับหุ้นกู้ออกไปได้เนื่องจากอันดับความน่าเชื่อถือคือระดับของการลงทุนทั้งหมดซึ่งในกรณีเลวร้ายที่สุดที่มาตรการล่าสุดของ ธปท. ที่จะกีดกันกองทุนเสริมสภาพคล่องเพื่อลดความเสี่ยงของการระดมทุนในตลาดตราสารหนี้เอกชน (CBFS) คาดจะสามารถสนับสนุนหุ้นกู้ที่กำลังจะหมดระยะเวลาซึ่งไม่สามารถปรับออกไปได้ อันดับความน่าเชื่อถือของพันธบัตรของ KTC อยู่ที่ A+, ของ AEONTS อยู่ที่ A- ของ MTC และ SAWAD อยู่ที่ BBB
- ▶ **กลุ่มประกัน (ลบ)** อิงจากประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2563 ทั้ง 3 สมมติฐาน (-2.2%, -5.8% และ -10.0%) ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2563 ของทั้งกลุ่มจะลดลงจาก -33% ในสมมติฐานพื้นฐาน (ประมาณการปัจจุบัน) มาอยู่ที่ -48%, -69% และ -74% แม้สัดส่วนรวมจะเพิ่มขึ้นจาก 112% ในสมมติฐานพื้นฐานมาอยู่ที่ 115%, 119% และ 123% ตามลำดับ แต่ CAR ratio จะเคลื่อนไหวแค่เล็กน้อยจาก 279% มาอยู่ที่ 273%/274%/275% ตามลำดับ เราคงมุมมองลบต่อกลุ่มประกันชีวิตจาก NEP ที่คาดว่าจะอ่อนตัวลง, NEP ที่ลดลงและเงินสำรองที่เพิ่มขึ้นมากจากอัตราดอกเบี้ยพันธบัตรที่ลดลง

▪ **หุ้นเด่น: TISCO**

Fig. 49 Financials valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)	Div. yield (%)		ROE (%)		
		24-Mar-20	(Bt)	(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E	2021E	2020E	2021E	
BAY	N	18.10	25.00	38.1	5.3	4.4	0.5	0.4	-23.5	20.4	4.7	4.7	8.9	10.0
BBL	OP	91.00	150.00	64.8	5.7	4.8	0.4	0.4	-14.9	8.5	7.7	7.7	7.0	7.3
KTB	N	10.20	13.50	32.4	6.1	5.6	0.4	0.4	-19.8	8.5	5.9	6.4	8.3	8.1
SCB	N	59.00	79.00	33.9	7.2	6.4	0.5	0.5	-31.5	13.7	9.3	10.2	6.8	7.6
TMB	N	0.70	1.10	57.1	6.0	4.7	0.3	0.3	54.7	14.6	6.6	7.1	6.6	7.1
KKP	OP	33.75	60.00	77.8	5.0	4.6	0.6	0.6	-4.3	7.7	13.0	14.0	12.8	13.2
TCAP	N	29.00	54.00	86.2	4.3	5.7	0.4	0.4	-34.1	-25.1	10.3	10.3	10.5	7.8
TISCO	OP	62.50	104.00	66.4	6.4	6.1	1.2	1.1	2.6	3.8	11.2	12.0	19.3	19.4
AEONTS	OP	96.00	147.00	53.1	6.9	6.2	1.2	1.0	-1.4	11.7	5.0	5.2	17.5	17.9
BAM	OP	17.50	26.50	51.4	12.4	12.1	1.4	1.2	-30.4	2.3	5.6	5.4	11.9	11.5
KTC	N	23.90	38.00	59.0	8.6	7.7	2.5	2.1	30.0	11.9	4.7	5.2	32.3	29.5
MTC	N	31.00	65.00	109.7	12.6	10.3	3.2	2.5	23.1	22.0	1.1	1.4	28.5	27.2
SAWAD	N	36.00	70.00	94.4	10.4	8.5	2.3	2.0	22.6	22.2	5.0	5.0	21.4	22.7
BLA	N	10.80	17.00	57.4	6.2	4.8	0.4	0.4	-32.9	27.4	4.0	5.2	6.6	8.0

Source: KS Research



Fig. 50 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1	Net profit*		Changes in net profit (%)*		NPL coverage		CET1		Key assumptions	
Stock	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*		
Banking sector										
BBL	12,250	20,496	-60%	-38%	206.5%	174.1%	16.5%	15.9%	GDP-2.2%, NPL ratio increase to 5.0%, loan growth decreases by 3%	
SCB	16,736	23,374	-40%	-26%	126.3%	107.0%	15.8%	14.7%		
KTB	14,022	23,971	-40%	-6%	132.9%	114.6%	15.3%	14.8%		
BAY	13,195	25,927	-47%	-14%	164.6%	110.2%	12.6%	12.2%		
TMB	1,281	6,983	-89%	-45%	132.9%	105.6%	14.0%	13.4%		
TISCO	5,240	6,110	-30%	-21%	144.4%	120.1%	18.6%	17.9%		
KKP	3,745	5,103	-35%	-17%	106.7%	85.8%	14.2%	14.0%		
Total/Avg	66,469	111,963	-49%	-26%	144.9%	116.8%	15.3%	14.7%		
Finance sector										
SAWAD	3,188	4,200	-31%	-25%	56.6%	52.4%	1.60	1.58		GDP-2.2%, NPL ratio increases by 3%, loan growth down by 4%
MTC	2,899	4,300	-44%	-32%	222.7%	85.3%	2.62	2.80		
KTC	5,009	5,666	-30%	-30%	143.9%	93.6%	2.88	2.90		
AEONTS	1,302	1,889	-62%	-51%	133.3%	73.0%	3.78	4.35		
Total/Avg	12,397	16,056	-39%	-33%	139.1%	76.1%	2.72	2.91		
Insurance sector										
BLA	2,269	2,687	-23%	-28%	112.5%	114.7%	279.2%	272.6%	Premium rev to fall by 3%, investment income/return to fall by 3%	

Source: Company data and KS Research

Fig. 51 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2	Net profit*		Changes in net profit (%)*		NPL coverage		CET1		Key assumptions	
Stock	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*		
Banking sector										
BBL	(2,254)	4,884	-107%	-85%	206.5%	106.7%	16.5%	15.0%	GDP-5.8%, NPL ratio increase to 10.0%, loan growth decreased by 7.5%	
SCB	(6,788)	16,566	-125%	-47%	126.3%	74.5%	15.8%	14.4%		
KTB	(3,277)	10,520	-114%	-59%	132.9%	78.7%	15.3%	14.3%		
BAY	(6,625)	20,045	-126%	-34%	164.6%	53.0%	12.6%	11.5%		
TMB	(27,654)	(1,828)	-347%	-114%	132.9%	62.2%	14.0%	11.6%		
TISCO	3,295	4,412	-56%	-43%	144.4%	69.3%	18.6%	16.6%		
KKP	(701)	2,763	-112%	-55%	106.7%	71.2%	14.2%	13.0%		
Total/Avg	(44,004)	57,362	-134%	-62%	144.9%	73.6%	15.3%	13.8%		
Finance sector										
SAWAD	3,188	4,200	-31%	-25%	56.6%	52.4%	1.60	1.58		GDP-5.8%, NPL ratio increases by 7%, loan growth down by 7.5%
MTC	2,899	4,300	-44%	-32%	222.7%	85.3%	2.62	2.80		
KTC	5,009	5,666	-30%	-30%	143.9%	93.6%	2.88	2.90		
AEONTS	1,302	1,889	-62%	-51%	133.3%	73.0%	3.78	4.35		
Total/Avg	12,397	16,056	-39%	-33%	139.1%	76.1%	2.72	2.91		
Insurance sector										
BLA	1,342	1,283	-54%	-66%	112.5%	118.5%	279.2%	273.3%	Premium rev to fall by 7.5%, investment income/return to fall by 7%	

Source: Company data and KS Research

Fig. 52 Scenario 3: GDP 2020E = -10.0%

Scenario 3	Net profit*		Changes in net profit (%)*		NPL coverage		CET1		Key assumptions	
Stock	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*		
Banking sector										
BBL	(22,383)	(1,470)	-173%	-104%	206.5%	85.2%	16.5%	14.5%	GDP-10.0%, NPL ratio to increase to 15.0%, loan growth down by 12%	
SCB	(35,525)	(7,654)	-228%	-124%	126.3%	65.3%	15.8%	13.3%		
KTB	(39,440)	(4,722)	-268%	-119%	132.9%	72.4%	15.3%	13.2%		
BAY	(30,877)	6,308	-223%	-79%	164.6%	53.1%	12.6%	10.1%		
TMB	(56,174)	(16,219)	-603%	-227%	132.9%	62.1%	14.0%	9.9%		
TISCO	356	3,282	-95%	-58%	144.4%	58.7%	18.6%	15.3%		
KKP	(3,274)	1,486	-157%	-76%	106.7%	59.7%	14.2%	12.1%		
Total/Avg	(187,318)	(18,990)	-243%	-113%	144.9%	65.2%	15.3%	12.6%		
Finance sector										
SAWAD	2,479	3,520	-31%	-25%	56.6%	52.4%	1.60	1.58		GDP-10.0%, NPL ratio increases by 15%, loan growth down by 12%
MTC	1,789	2,970	-44%	-32%	222.7%	85.3%	2.62	2.80		
KTC	2,831	3,287	-30%	-30%	143.9%	93.6%	2.88	2.90		
AEONTS	(1,486)	(836)	-62%	-51%	133.3%	73.0%	3.78	4.35		
Total/Avg	5,612	8,941	-39%	-33%	139.1%	76.1%	2.72	2.91		
Insurance sector										
BLA	1,121	900	-62%	-76%	112.5%	122.5%	279.24%	275.89%	Premium rev to fall by 7.5%, investment income/return to fall by 7%	

Source: Company data and KS Research



กลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์

นักวิเคราะห์: กรกช เสวตร์ครุฑมัต

- ▶ **หุ้นส่วนใหญ่สามารถฝ่าฟันวิกฤตไวรัสโควิด-19 ได้จากงบดุลที่แข็งแกร่ง** เราได้ทำการวิเคราะห์เป็นรายกรณี (scenario analysis) ตามผลกระทบจากสถานการณ์รายกรณีของการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ที่จะเกิดขึ้นต่อหุ้นกลุ่มอาหารและเครื่องดื่ม (F&B) และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ (Gadget) ที่เราวิเคราะห์อยู่รวมถึง IMPACT โดยพบว่าจากสมมติฐาน 3 กรณีหุ้นส่วนใหญ่จะสามารถพยุงการดำเนินงานธุรกิจได้ในช่วงวิกฤตไวรัสโควิด-19 เพราะต่างมีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งอย่างมาก ขณะที่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย (IBDs) ต่ำ ส่วนในกรณีที่แย่ที่สุด (Scenario 3) เราประเมินว่า IMPACT จะรายงานผลประกอบการเป็นขาดทุน เพราะการจัดงานทั้งหมดจะถูกยกเลิก ซึ่งจะส่งผลให้มีอัตราการใช้ (OCR) เป็น 0% หลายเดือน อย่างไรก็ตาม คาดว่าบริษัทจะรักษาสถานะธุรกิจต่อไปได้เพราะมีอัตราส่วนหนี้สินต่อเงินทุนสุทธิ (net D/E ratio) ที่ต่ำที่ 0.2 เท่า ขณะที่คาดว่า BIG และ SYNEX จะได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากการทดสอบภาวะวิกฤติ (stress test) เพราะมีอัตรากำไรต่ำและมียอดขายอ่อนแอ ขณะที่มักจะจำหน่ายผลิตภัณฑ์ผ่านห้างสรรพสินค้า ซึ่งจะมีจำนวนผู้คนเดินห้างลดน้อยลงอย่างมากในช่วงนี้
- ▶ **ธุรกิจภัตตาคารและสินค้าหรูจะอ่อนไหวเป็นอย่างมาก** การทำ scenario analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าไวรัสโควิด-19 จะกระทบยอดขายและกำไรของกลุ่มบริษัทที่จำหน่ายสินค้าหรูหรือดำเนินกิจการภัตตาคาร เพราะในช่วงมีการแพร่ระบาดของไวรัส ผู้คนมักเลือกอยู่บ้านมากที่สุด ซึ่งจะทำให้ยอดขายอย่างเช่น มือถือและอาหารที่ไม่ใช่สินค้าจำเป็นได้รับผลกระทบจากพัฒนาการนี้ โดยในสมมติฐานกรณีแย่ที่สุด เราคาดว่า BIG และ ZEN จะรายงานผลขาดทุนในปี 2563 ขณะที่คาดว่า COL COM7 และ SYNEX จะรายงานกำไรปี 2563-64 ที่ต่ำกว่าประมาณการของเราเล็กน้อยกว่า 50%
- ▶ **สินค้าจำเป็นจะอ่อนไหวน้อยที่สุด และอาจได้ประโยชน์จากกระแสกักตุนสินค้า** ตาม Scenario 1 เราคาดว่า RBF จะไม่ได้รับผลกระทบจากประเด็นไวรัสโควิด-19 เพราะยอดขายของบริษัทจะได้รับการหนุนจากการกักตุนสินค้าจำเป็นจากกลุ่มครัวเรือนในประเทศไทยและประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งนี้ผู้บริหารเริ่มเห็นประโยชน์ดังกล่าวแล้วตั้งแต่ต้นปีที่เป็นช่วงเริ่มต้นของการแพร่ระบาด อย่างไรก็ตาม เมื่อดูใน Scenarios 2 และ 3 เราคิดว่ากำไรของ RBF จะเริ่มเห็นผลกระทบเชิงลบจากประเด็นไวรัสในด้าน CBG จะมีระดับความอ่อนไหวน้อยกว่า OSP เพราะมีสัดส่วนยอดขายในต่างประเทศมากกว่า หลักคือ CLMV ขณะที่ยอดขายของ OSP ในประเทศไทยนั้นหดตัวลง ส่วน downside risk ที่สำคัญสำหรับกลุ่มผู้ผลิตเครื่องดื่มซูก้ากำลังคือการปิดโรงงานหากสถานการณ์แย่ลงอย่างมีนัยสำคัญ

Fig. 53 Food & Beverage and Gadget valuations

Stock	Rating	Price (Bt) 24-Mar-20	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
COL	OP	11.20	24.00	114.3	10.2	8.3	1.0	1.0	-8.1	23.5	4.2	5.2	10.3	11.9
BIG	N	0.30	0.59	96.7	5.3	4.6	0.6	0.5	-3.7	14.6	10.0	10.0	10.7	11.6
COM7	OP	14.30	31.50	120.3	12.4	11.3	4.7	4.1	13.7	9.5	5.2	5.7	40.2	38.4
SYNEX	OP	3.76	10.00	166.0	5.8	5.1	0.9	0.8	4.6	13.8	7.9	10.0	16.3	17.0
CBG	OP	56.00	96.00	71.4	17.9	16.7	6.3	5.7	25.1	7.1	3.9	4.2	36.0	35.9
M	OP	41.50	69.00	66.3	16.2	13.0	2.7	2.6	-9.5	24.4	6.5	7.0	16.5	20.3
OSP	N	33.00	43.00	30.3	25.3	21.8	4.8	4.5	20.4	16.0	2.8	3.2	19.6	21.4
RBF	OP	2.88	5.00	73.6	13.4	12.1	1.4	1.3	22.2	10.1	3.0	3.3	10.7	10.9
SAPPE	OP	14.20	24.00	69.0	9.7	8.8	1.5	1.4	10.2	10.2	5.4	5.9	15.9	16.4
THBEV	OP	SGD 0.53	SGD 1.03	94.3	0.4	0.4	0.1	0.1	12.1	17.9	138.6	153.7	21.5	23.2
TKN	OP	4.74	11.40	140.5	14.9	10.0	2.9	2.8	21.6	48.9	5.4	8.0	20.1	28.6
ZEN	N	5.80	9.20	58.6	13.4	10.3	1.1	1.1	22.0	30.4	3.7	4.9	8.8	10.8
BGC	OP	6.80	14.40	111.8	7.4	6.0	0.9	0.9	25.0	23.6	8.1	10.0	12.6	14.8
MEGA	OP	18.50	41.50	124.3	12.1	11.1	2.3	2.1	17.1	9.1	4.2	4.6	20.0	19.8

Source: KS Research

Fig. 54 Scenario analysis 1

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
Food & Beverage									
BGC	464	692	(27.4)	(12.4)	1.44	1.44	3.20	3.44	Assume utilization rate to drop to 80% in 2020 from >85% in normal operation
CBG	3,019	3,281	(3.7)	(2.4)	0.40	0.41	0.83	0.86	Reduce domestic sales by 5%
M	2,077	2,628	(11.8)	(10.3)	(0.65)	(0.63)	(2.46)	(2.60)	Assume SSSG of -10 to -15%, reduce new store opening by 50% in 2020
MEGA	1,245	1,360	(6.6)	(6.5)	(0.10)	(0.11)	(0.40)	(0.44)	Reduce domestic sales by 5% but maintain GPM due to weakening THB/USD
OSP	3,371	3,938	(14.1)	(13.5)	(0.29)	(0.29)	(1.06)	(1.17)	Assume flat revenue growth in 2020
SAPPE	431	476	(2.9)	(2.8)	(0.65)	(0.65)	(2.36)	(2.41)	Reduce domestic sales by 5% but maintain GPM due to weakening THB/USD
THBEV	25,331	29,900	(2.9)	(2.7)	1.11	1.11	4.08	4.16	Assume sales drop by 2% in 2020
TKN	341	543	(22.6)	(17.2)	0.12	0.12	0.40	0.46	Assume domestic sales to drop by 15% in 2020
RBF	431	475	-	-	(0.22)	(0.22)	(1.23)	(1.23)	Expect no impact as its sales mainly benefit from food stocking from household
ZEN	85	119	(34.4)	(29.6)	(0.43)	(0.43)	(1.95)	(1.96)	Assume SSSG -10%
Gadgets & Small commerce									
BIG	95	116	(52.6)	(49.4)	(0.18)	(0.24)	(1.03)	(2.09)	Assume sales drop by 10% in 2020
COL	588	774	(16.1)	(10.5)	(0.23)	(0.22)	(1.29)	(1.38)	No new store opening in 2020. OFM SSSG = -6%, B2S SSSG = -9%
COM7	1,184	1,376	(14.4)	(9.2)	0.20	0.25	0.38	0.40	Assume 0% revenue growth in 2020
SYNEX	487	560	(11.0)	(10.2)	1.06	0.97	4.99	4.99	Assume sales drop by 10% in 2020
REIT									
IMPACT	923	1,674	(32.1)	-	0.20	0.20	2.19	3.12	Assume 0% OCR in Apr-Jun
Total/Avg	40,071	47,912	(16.9)	(11.8)	0.12	0.11	0.29	0.28	

Source: KS Research

Fig. 55 Scenario analysis 2

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
Food & Beverage									
BGC	407	673	(36.4)	(14.8)	1.44	1.41	3.20	3.44	Assume utilization rate to drop to 70% in 2020 from >85% in normal operation
CBG	2,937	3,162	(6.4)	(5.9)	0.40	0.41	0.83	0.89	Reduce domestic sales by 10%
M	1,628	1,722	(30.9)	(41.2)	(0.65)	(0.62)	(2.46)	(2.89)	Assume SSSG of -15 to -20%, reduce new store opening by 75% in 2020
MEGA	1,192	1,303	(10.6)	(10.4)	(0.10)	(0.11)	(0.40)	(0.47)	Reduce SEA sales by 10%, but maintain GPM due to weakening THB/USD
OSP	2,918	3,443	(25.6)	(24.3)	(0.29)	(0.28)	(1.06)	(1.30)	Assume revenue to drop by 4% in 2020
RBF	338	348	(21.6)	(26.8)	(0.22)	(0.23)	(1.23)	(1.50)	Expect flat 2020-21 revenue
SAPPE	418	451	(5.9)	(7.9)	(0.65)	(0.65)	(2.36)	(2.45)	Reduce domestic sales by 10%, but maintain GPM due to weakening THB/USD
THBEV	22,996	25,588	(11.8)	(16.8)	1.11	1.12	4.08	4.50	Assume sales drop by 5% in 2020
TKN	251	396	(43.0)	(39.5)	0.12	0.11	0.40	0.52	Assume domestic sales to drop by 20% in 2020
ZEN	35	74	(73.0)	(56.2)	(0.43)	(0.45)	(1.95)	(2.50)	Assume SSSG -15%
Gadgets & Small commerce									
BIG	(20)	16	(110.2)	(93.1)	(0.18)	(0.28)	(1.03)	(7.84)	Assume sales to drop by 40% and reduce GPM by 200bps
COL	484	582	(30.8)	(32.7)	(0.23)	(0.21)	(1.29)	(1.49)	No new store opening in 2020. OFM SSSG = -10%, B2S SSSG = -12%
COM7	911	1,211	(34.1)	(20.1)	0.20	0.30	0.38	0.60	Assume sales lowering by 10% in all categories in 2020
SYNEX	355	351	(35.3)	(43.7)	1.06	0.94	4.99	6.27	Assume sales drop by 15% in 2020
REIT									
IMPACT	116	918	(91.5)	(45.2)	0.20	0.20	2.19	15.27	Assume 0% OCR in Apr - Dec
Total/Avg	34,965	40,237	(37.8)	(31.9)	0.12	0.11	0.29	0.74	

Source: KS Research

Fig. 56 Scenario analysis 3

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
Food & Beverage									
BGC	(2)	329	(100.2)	(58.3)	1.44	1.41	3.20	4.23	Assume utilization rate to drop to 55% in 2020 from >85% in normal operation
CBG	2,744	2,933	(12.5)	(12.7)	0.40	0.42	0.83	0.96	Reduce domestic sales by 15%
M	1,174	1,151	(50.2)	(60.7)	(0.65)	(0.59)	(2.46)	(3.35)	Assume SSSG of -20 to -25%, no new store opening in 2020
MEGA	927	869	(30.5)	(40.2)	(0.10)	(0.65)	(0.40)	(0.90)	Reduce SEA sales by 20%, but maintain GPM due to weakening THB/USD
OSP	2,143	2,553	(45.4)	(43.9)	(0.29)	(0.28)	(1.06)	(1.60)	Assume sales to drop by 12% and lowering GPM and maintain SG&A expenses
RBF	304	313	(29.5)	(34.1)	(0.22)	(0.24)	(1.23)	(1.76)	Expect lowering revenue by 5% in 2020-21
SAPPE	405	427	(8.8)	(12.7)	(0.65)	(0.65)	(2.36)	(2.50)	Reduce domestic sales by 20%, but maintain GPM due to weakening THB/USD
THBEV	19,383	21,111	(25.7)	(31.3)	1.11	1.13	4.08	5.11	Assume sales drop by 12% in 2020
TKN	43	154	(90.2)	(76.5)	0.12	0.10	0.40	0.87	Assume domestic sales to drop by 30% in 2020
ZEN	(22)	(12)	(117.0)	(107.1)	(0.43)	(0.47)	(1.95)	(2.86)	Assume SSSG -20%
Gadgets & Small commerce									
BIG	(130)	(135)	(164.9)	(159.0)	(0.18)	(0.45)	(1.03)	9.34	Assume sales drop by 70%/10% in 2020-21 and reduce GPM, increase SG&A to sales
COL	333	389	(52.4)	(55.0)	(0.23)	(0.20)	(1.29)	(1.71)	No new store opening in 2020. 2020-21 OFM SSSG = -15%/-4%, B2S SSSG = -20%/-5%
COM7	665	615	(51.9)	(59.4)	0.20	0.40	0.38	0.71	Assume sales lowering by 22% in all categories in 2020
SYNEX	221	203	(59.6)	(67.4)	1.06	0.85	4.99	8.37	Assume sales drop by 20% in 2020
REIT									
IMPACT	(268)	738	(119.7)	(55.9)	0.20	0.20	2.19	(18.90)	Assume 0% OCR in Apr 19 - Jun 2020
Total/Avg	27,921	31,639	(63.9)	(58.3)	0.12	0.07	0.29	(0.27)	

Source: KS Research



กลุ่มการแพทย์ (มองลบ)

นักวิเคราะห์: **ปิยะฉัตร รัตนสุวรรณ**

- ▶ **กลุ่มการแพทย์ (มุมมองลบ)** เรามีมุมมองลบต่อกลุ่มการแพทย์ เราเชื่อว่ารายได้และกำไรสุทธิมีแนวโน้มเติบโตช้าลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ารายได้ของโรงพยาบาลที่เข้าร่วมโครงการประกันสังคมจะเติบโตได้ดีกว่าโรงพยาบาลที่ไม่เข้าร่วมโครงการประกันสังคมแน่นอน เนื่องจากอัตราค่ารักษาพยาบาลของประกันสังคมมีการปรับเพิ่ม ตั้งแต่เดือน ม.ค. 2563 อุปสงค์ที่โตช้าลงคาดว่าจะเร่งให้เกิดการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น ดังนั้น ความสามารถในการเพิ่มกำไรสุทธิจะขึ้นอยู่กับอัตราค่ารักษาพยาบาลที่ขยายตัวขึ้น ในขณะเดียวกัน กฎระเบียบยังไม่เอื้ออำนวยต่อทั้งกลุ่ม อย่างไรก็ตาม การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะชะลอการออกมาตรการควบคุมราคาใหม่ๆ หุ้นเด่นของเราคือ BDMS
- ▶ **สมมติฐานหลัก** กลุ่มการแพทย์แตกต่างกับกลุ่มอุตสาหกรรมอื่น ๆ ที่ประมาณการปัจจุบันน่าจะสะท้อนสมมติฐานที่ 1 แล้วและกลายมาเป็นสมมติฐานพื้นฐานของเรา เราคาดว่าสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อคนใช้เงินสดเป็นหลักขณะที่เราคงประมาณการรายได้จากโครงการประกันสังคมไว้ตามเดิม เราคาดว่ารายได้จากคนใช้เงินสดจะลดลงจากสมมติฐานพื้นฐานของเราที่ 6% และ 12% สำหรับสมมติฐานที่ 2 และ 3 ตามลำดับ นอกจากนี้ เราได้ปรับลดประมาณการอัตราค่ารักษาต้นลง 50 bps และ 100 bps ตามลำดับจากสมมติฐานพื้นฐานสำหรับสมมติฐาน 2 และ 3 ตามลำดับ
- ▶ **ค่ากำไรสุทธิของ RJH ได้รับผลกระทบน้อยที่สุด** แม้เราเห็นว่ากำไรสุทธิหลักในปี 2563-64 ของโรงพยาบาลทุกแห่งบนสมมติฐานที่ 2 และ 3 จะลดลงจากกรณีพื้นฐาน แต่กำไรสุทธิหลักของโรงพยาบาลที่เข้าร่วมโครงการประกันสังคมจะลดลงน้อยกว่าระดับเฉลี่ยของกลุ่ม ในกลุ่มโรงพยาบาลที่เข้าร่วมโครงการประกันสังคม เราคาดว่า RJH จะได้รับผลกระทบน้อยที่สุดและกำไรสุทธิหลักจะปรับลดลงน้อยที่สุดด้วยสาเหตุหลักจากสัดส่วนรายได้จากโครงการประกันสังคมที่มากที่สุดถึง 44% เทียบกับคู่แข่งในกลุ่มที่ 30-35% ในทางตรงข้าม THG จะได้รับผลกระทบมากที่สุดและกำไรสุทธิจะปรับลดลงมากที่สุดจากกรณีพื้นฐานของเรา โดยเราคาดว่าโรงพยาบาลส่วนใหญ่จะยังรายงานกำไรสุทธิยกเว้น THG และ PR9 ภายใต้สมมติฐานที่ 3 ซึ่งคาดว่า THG จะรายงานผลขาดทุนธุรกิจหลักทั้งในปี 2563-64 และ PR9 จะรายงานผลขาดทุนธุรกิจหลักในปี 2564
- ▶ **สถานะการเงินของโรงพยาบาลทุกแห่งแข็งแกร่ง ยกเว้น THG** เราไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงที่มีนัยสำคัญของ net debt ต่อ equity และ net debt ต่อ EBITDA ภายใต้สมมติฐานที่ 2 และ 3 ของแต่ละโรงพยาบาลเมื่อเทียบกับกรณีพื้นฐาน มีโรงพยาบาล 4 แห่ง ได้แก่ RJH, BH, PR9 และ EKH ที่ net debt-to-equity ต่ำกว่า 1 เท่า และ net debt-to-EBITDA ratios ต่ำกว่า 3 เท่า ขณะที่ THG เป็นโรงพยาบาลเดียวที่มี net debt-to-equity ratio มากกว่า 1 เท่าและยังมี net debt to EBITDA สูงที่สุดถึง 11-12 เท่า ซึ่งมีสาเหตุจากการเปิดให้บริการโรงพยาบาลใหม่ 2 แห่ง ในปี 2562 ซึ่งจะต้องใช้เวลากว่าจะถึงจุดคุ้มทุนขณะที่รายได้จากการขายอสังหาริมทรัพย์ของโครงการจิมน์ เวลบี อิง เคาน์ตี น้อยกว่าเป้าที่ตั้งไว้

▪ **หุ้นเด่น: BDMS**

Fig. 57 Healthcare valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
BCH	N	10.80	14.40	33.3	25.7	27.3	4.0	3.8	-7.8	-5.7	1.9	1.9	15.5	13.8
BDMS	OP	17.80	25.30	42.1	39.6	25.4	3.3	3.1	-54.0	56.2	1.6	2.2	8.4	12.2
BH	N	126.00	116.00	-7.9	52.3	28.3	5.1	4.9	-49.0	84.6	2.5	2.8	9.8	17.3
CHG	N	1.98	2.75	38.9	28.2	25.5	5.6	5.3	9.7	10.6	2.7	3.0	19.9	21.0
EKH	N	3.66	4.80	31.1	29.9	21.6	2.6	2.4	-54.2	38.5	2.8	3.9	8.6	11.3
PR9	N	6.05	7.30	20.7	36.2	31.1	1.2	1.1	-53.8	16.3	1.1	1.2	3.2	3.7
RJH	OP	18.80	27.40	45.7	14.1	13.3	3.7	3.4	1.4	5.8	5.4	5.7	26.3	25.8
THG	N	17.70	23.00	29.9	n.m.	82.3	1.9	1.9	-113.1	400.8	0.0	0.9	-0.8	2.2

Source: KS Research



Fig. 58 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1	Core profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BCH	1,082	1,031	-	-	0.65	0.65	2.13	2.13	Scenario 1 is base case
CHG	773	855	-	-	0.30	0.30	0.89	0.89	Scenario 1 is base case
RJH	401	425	-	-	-0.13	-0.13	-0.33	-0.33	Scenario 1 is base case
THG	-64	183	-	-	1.09	1.09	11.21	11.21	Scenario 1 is base case
BDMS	7,139	11,148	-	-	0.22	0.22	1.24	1.24	Scenario 1 is base case
BH	1,915	3,534	-	-	-0.24	-0.24	-1.36	-1.36	Scenario 1 is base case
PR9	113	163	-	-	-0.17	-0.17	-1.80	-1.80	Scenario 1 is base case
EKH	73	102	-	-	-0.30	-0.30	-1.68	-1.68	Scenario 1 is base case
Total/Avg	11,433	17,441	-	-	0.18	0.18	1.29	1.29	

Source: KS Research

Fig. 59 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2	Core profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BCH	911	881	-16%	-15%	0.65	0.69	2.13	2.39	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
CHG	688	727	-11%	-15%	0.30	0.32	0.89	1.01	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
RJH	372	376	-7%	-11%	-0.13	-0.11	-0.33	-0.30	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
THG	-106	66	-65%	-64%	1.09	1.10	11.21	11.85	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
BDMS	5,287	9,136	-26%	-18%	0.22	0.24	1.24	1.55	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
BH	1,439	2,860	-25%	-19%	-0.24	-0.22	-1.36	-1.41	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
PR9	64	80	-44%	-51%	-0.17	-0.16	-1.80	-1.97	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
EKH	54	85	-26%	-16%	-0.30	-0.28	-1.68	-1.77	Lower cash patient revenues by 6% and GM by 50 bps from base case
Total/Avg	8,709	14,211	-24%	-19%	0.18	0.20	1.29	1.42	

Source: KS Research

Fig. 60 Scenario 3: GDP 2020E = -10.0%

Scenario 3	Core profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BCH	793	761	-27%	-26%	0.65	0.71	2.13	2.60	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
CHG	604	621	-22%	-27%	0.30	0.34	0.89	1.16	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
RJH	342	337	-15%	-21%	-0.13	-0.10	-0.33	-0.26	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
THG	-145	-26	-125%	-114%	1.09	1.11	11.21	12.52	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
BDMS	3,475	7,521	-51%	-33%	0.22	0.27	1.24	1.94	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
BH	1,110	2,554	-42%	-28%	-0.24	-0.21	-1.36	-1.46	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
PR9	20	-18	-82%	-111%	-0.17	-0.15	-1.80	-2.19	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
EKH	34	70	-54%	-31%	-0.30	-0.25	-1.68	-1.90	Lower cash patient revenues by 12% and GM by 100 bps from base case
Total/Avg	6,234	11,819	-45%	-32%	0.18	0.21	1.29	1.55	

Source: KS Research



กลุ่ม IFF/Office REIT

นักวิเคราะห์: พิสุทธิ์ งามวิจิตวงศ์, ผู้ช่วยนักวิเคราะห์: ณัชพล โรจนโรวรรณ

- ▶ **การทำ stress test** จากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 พบว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจในประเทศประสบปัญหาการชะลอตัวหลายส่วนแล้ว ขณะที่ประชาชนในประเทศก็เริ่มรักษาระยะห่างทางสังคมมากขึ้น (social distance) เราคาดว่าสถานการณ์ดังกล่าวจะส่งผลกระทบต่อทิศทางของกลุ่มกองทุนรวมโครงสร้างพื้นฐาน/กองทรัสต์เพื่อการลงทุนในอสังหาริมทรัพย์รูปแบบอาคารสำนักงาน (IFF/Office REIT) ถ้าหากสถานะที่ไม่เป็นใจเช่นนี้ดำเนินต่อไปผลกระทบต่อกลุ่มนี้ก็จะเพิ่มมากขึ้น ทั้งนี้ ทีมกลยุทธ์ของเราได้ทำการวิเคราะห์เศรษฐกิจออกเป็นรายกรณีให้เราได้ทำการทดสอบภาวะวิกฤติ (stress test) 1) GDP -2.2/+3.7% ในปี 2563/64 2) GDP +1.0% ในปี 2563/64 และ 3) GDP -10%/-1.4% ในปี 2563-64
- ▶ **กลุ่ม IFF ประเภทโรงไฟฟ้า** กอง IFF จำนวน 2 จาก 4 กองได้แก่ ABPIF และ BRRGIF จะได้รับผลกระทบจากการทำ stress test นี้ โดย ABPIF จะได้รับผลกระทบจากต้นทุนก๊าซ ค่า Ft และยอดขายสำหรับลูกค้าภาคอุตสาหกรรมที่ลดลง เราจึงถอน 3 สมมติฐานและลดประมาณการกำไรสุทธิหลักปี 2563 ของเราลง (กระแสเงินสดสุทธิ) 8-17% ในด้าน BRRGIF เราคาดว่าผู้สนับสนุนของกองทุนจะได้รับผลกระทบจากการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ และไม่สามารถจ่ายวัตถุดิบประเภทเชื้อเพลิงให้กับ BRRGIF ได้อย่างเพียงพอ ดังนั้นเราตัดสมมติฐานประสิทธิภาพของการเผาไหม้เชื้อเพลิงและกระทบกำไรสุทธิหลักในปี 2563 (กระแสเงินสดสุทธิ) ในระดับ 41% ส่วนกอง IFF ประเภทโรงไฟฟ้าอื่นอย่าง EGATIF และ SUPEREIF เราไม่สังเกตเห็นผลกระทบใดๆ เพราะยอดขายของทั้ง 2 นั้นอยู่ภายใต้สัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) การไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) การไฟฟ้านครหลวง (กฟน.)
- ▶ **กลุ่ม IFF ประเภทกิจการขนส่ง** เห็นได้ชัดว่าประเด็นไวรัสโควิด-19 ได้ขัดขวางกิจกรรมของประชาชนและระบบขนส่ง โดยเฉพาะสถานการณ์ทางอากาศบ้านเราเห็นได้ว่า BTSGIF จะได้รับผลกระทบโดยตรงเพราะผู้โดยสารกลุ่มหลักของระบบ BTS เส้นหลักคือกลุ่มพนักงาน ขณะที่ทางพิเศษฉลองรัชก็ได้รับผลกระทบเช่นกัน ทั้งนี้ เราได้ปรับลดประมาณการจำนวนผู้โดยสารของ BTSGIF สำหรับปี FY2563 ลง 18-42% และปรับลดตัวเลขปี FY2564 ลง 3.4-14% สำหรับ TFFIF เราได้ปรับลดปริมาณการจราจรของทั้งทางพิเศษฉลองรัชและบูรพาภิสิทธิ์ หลังจากคาดการณ์ว่ากิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ลดลงจากกลุ่มในประเทศ/คนงาน นักท่องเที่ยวและภาคอุตสาหกรรม ด้วยเหตุนี้เราจึงปรับลดประมาณการปริมาณจราจรปี FY2563 ลง 11% และตัวเลขปี FY2564 ลง 0-9%
- ▶ **กลุ่ม Office REIT** ด้วยสถานะเศรษฐกิจถดถอยจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เราคาดว่ากลุ่ม Office REIT ที่เราวิเคราะห์อยู่จะช่วยเยียวยาผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ให้กับผู้เช่าด้วยการลดค่าเช่าลง 20% ขณะที่เราก็คาดว่ากลุ่มผู้เช่าจะไม่ต่อสัญญาเช่าในช่วงเศรษฐกิจถดถอยเช่นนี้ ด้วยเหตุนี้ stress test ของเราจึงแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิหลักของกลุ่ม Office REIT จะได้รับผลกระทบ 26-39% ในปี 2563 และ 5-40% ในปี 2564 เทียบกับสมมติฐานกรณีพื้นฐานของเรา โดย TRIME จะได้รับผลกระทบมากที่สุดจากสมมติฐานของเรา เพราะมีพื้นที่ค่าปลีกให้เช่ามากที่สุด (อิงสมมติฐานของเราที่ปรับลดค่าเช่าลง 50% สำหรับพื้นที่ค่าปลีก) เทียบกับกองทุนอื่นๆ ในกลุ่ม Office REIT ขณะที่พื้นที่จำนวนมากที่จะหมดสัญญาเช่าลงในปี 2563
- ▶ **ยังมอง บวก ต่อกลุ่มโดยรวม** เรายังคงมองเป็น “บวก” ต่อกลุ่ม IFF/Office REIT เพราะมองว่าผลกระทบจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เป็นปัญหาระยะสั้น ขณะที่กลุ่ม IFF/Office REIT ทั้งหมดไม่มีความเสี่ยงด้านการผิดนัดชำระหนี้ สภาพคล่องหรือความเสี่ยงที่จะล้มละลาย นอกจากนี้กลุ่ม IFF/Office REIT ก็มีอัตราผลตอบแทนตลาด (market IRR) ที่น่าดึงดูดในขณะนี้

▪ **หุ้นเด่น: TFFIF, BOFFICE, B-WORK หุ้นขาย: EGATIF**



Fig. 61 Infrastructure fund valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
ABPIF	UP	3.08	3.41	10.7	10.5	13.0	0.8	1.1	184.3	-19.1	9.4	7.7	6.7	7.3
BRRGIF	N	5.85	8.18	39.9	12.8	14.1	0.6	0.7	-16.9	-9.3	7.8	7.1	4.9	4.8
BTSgif	OP	7.00	10.77	53.9	12.2	14.3	0.7	0.7	287.7	-14.9	5.0	7.0	5.6	5.0
EGATIF	UP	10.50	9.41	-10.3	23.9	25.7	1.1	1.1	-10.0	-6.8	7.6	4.3	4.4	4.3
SUPEREIF	OP	8.65	11.79	36.3	11.4	11.5	0.8	0.9	228.1	-0.6	7.8	9.6	7.4	7.4
TFFIF	OP	9.45	13.82	46.3	15.2	14.9	0.8	0.8	-71.7	1.7	5.0	5.2	5.2	5.2
BOFFICE	OP	13.50	17.90	32.6	46.1	12.9	1.1	1.2	-53.0	287.0	4.1	5.6	3.0	9.5
B-WORK	OP	9.90	14.09	42.3	10.0	9.9	1.0	0.9	34.3	1.5	7.7	8.0	9.7	9.7
GVREIT	OP	12.50	18.18	45.4	10.6	10.2	1.1	1.1	8.5	4.1	7.2	7.6	10.8	10.9
SPRIME	N	10.60	13.06	23.2	12.3	12.1	1.1	1.1	475.4	1.1	3.0	6.2	9.2	9.2
TPRIME	OP	12.60	18.12	43.8	19.0	16.5	1.1	1.1	-43.4	15.1	4.5	5.4	5.8	6.7

Source: KS Research



Fig. 62 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1 Stock	Core profit*		Changes in Core profit (%)*		Net D/E		DPU		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ABPIF	757.2	808.6	-8%	-3%	n.a.	n.a.	0.29	0.18	Switch 50% of IU sales volume to EGAT sales volume for 6 month period
BRRGIF	215.5	355.5	-41%	0%	n.a.	n.a.	0.46	0.28	Cut fuel combustion efficiency by 50% in 2020E
BTSGIF **	3,765.8	5,940.8	-26%	-5%	n.a.	n.a.	0.49	0.26	Ridership declines by 18.4%/3.4% for FY2021-22E
EGATIF	1,798.2	1,775.1	0%	0%	n.a.	n.a.	0.80	0.80	No impact
TFFIF	1,622.0	1,961.6	-14%	0%	n.a.	n.a.	0.47	0.42	Traffic volume declines by 11% for FY2020E
SUPEREIF	648.6	662.3	0%	0%	0.47	0.47	0.67	0.67	No impact
BOFFICE	388.3	557.7	-22%	-3%	0.21	0.20	0.55	0.39	ARR declines by 8.2%/1.4%, OCR declines by 6.6%/0.9%, for 2020-21E
B-WORK	244.3	315.6	-21%	-2%	0.21	0.21	0.76	0.60	ARR declines by 7.5%/1.4%, OCR declines by 8.2%/0%, for 2020-21E
GVREIT	566.9	768.9	-28%	-10%	0.20	0.20	0.90	0.66	ARR declines by 10.2%/2.2%, OCR declines by 10.5%/5.1%, for 2020-21E
SPRIME	258.1	323.7	-16%	-1%	0.29	0.29	0.32	0.21	ARR declines by 7.1%/0.3%, OCR declines by 2.9%/0%, for 2020-21E
TPRIME	204.4	403.9	-41%	-3%	0.30	0.29	0.57	0.34	ARR declines by 12.7%/1.6%, OCR declines by 6.2%/0.1%, for 2020-21E
Total/Avg	10,469.3	13,873.6	-19%	-3%	0.28	0.28	0.57	0.44	

* under stressed scenario

** FY2020/21 - FY2021/22 period

Source: KS Research

Fig. 63 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2 Stock	Core profit*		Changes in Core profit (%)*		Net D/E		DPU		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ABPIF	716.5	747.0	-13%	-11%	n.a.	n.a.	0.29	0.11	Switch 50% of IU sales volume to EGAT sales volume for 12 month period
BRRGIF	215.5	305.9	-41%	-14%	n.a.	n.a.	0.46	0.26	Cut fuel combustion efficiency by 50% for 15 month
BTSGIF **	2,051.6	5,920.6	-60%	-5%	n.a.	n.a.	0.49	0.00	Ridership declines by 42%/3.6% for FY2021-22E
EGATIF	1,798.2	1,775.1	0%	0%	n.a.	n.a.	0.80	0.80	No impact
TFFIF	1,622.0	1,742.6	-14%	-11%	n.a.	n.a.	0.47	0.42	Traffic volume declines by 11.5%/9.1% for FY2020-21E
SUPEREIF	648.6	662.3	0%	0%	0.47	0.47	0.67	0.67	No impact
BOFFICE	354.2	493.9	-29%	-14%	0.21	0.20	0.55	0.34	ARR declines by 12.7%/2.6%, OCR declines by 6.6%/7%, for 2020-21E
B-WORK	225.3	287.5	-28%	-11%	0.21	0.21	0.76	0.55	ARR declines by 11.5%/0.9%, OCR declines by 8.2%/8.2%, for 2020-21E
GVREIT	566.9	693.3	-28%	-18%	0.20	0.20	0.90	0.66	ARR declines by 10.2%/3.7%, OCR declines by 10.5%/10.5%, for 2020-21E
SPRIME	239.7	303.4	-22%	-7%	0.29	0.29	0.32	0.15	ARR declines by 10.8%/1.3%, OCR declines by 2.9%/2.9%, for 2020-21E
TPRIME	158.4	343.9	-54%	-17%	0.30	0.29	0.57	0.26	ARR declines by 18.5%/3.4%, OCR declines by 6.2%/6.2%, for 2020-21E
Total/Avg	8,596.9	13,275.5	-33%	-7%	0.28	0.28	0.57	0.38	

* under stressed scenario

** FY2020/21 - FY2021/22 period

Source: KS Research

Fig. 64 Scenario 3: GDP 2020E = -10%

Scenario 3 Stock	Core profit*		Changes in Core profit (%)*		Net D/E		DPU		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ABPIF	685.1	655.1	-17%	-22%	n.a.	n.a.	0.29	0.06	Switch 50% of IU sales volume to EGAT sales volume for 15 month period
BRRGIF	215.5	206.6	-41%	-42%	n.a.	n.a.	0.46	0.22	Cut fuel combustion efficiency by 50% in 2020-21E
BTSGIF**	2,051.6	5,003.5	-60%	-20%	n.a.	n.a.	0.49	0.00	Ridership declines by 42%/14.1% for FY2021-22E
EGATIF	1,798.2	1,775.1	0%	0%	n.a.	n.a.	0.80	0.80	No impact
TFFIF	1,622.0	1,633.1	-14%	-16%	n.a.	n.a.	0.47	0.42	Traffic volume declines by 11.5%/13.8% for FY2020-21E
SUPEREIF	648.6	662.3	0%	0%	0.47	0.47	0.67	0.67	No impact
BOFFICE	329.2	363.4	-34%	-37%	0.21	0.20	0.55	0.30	ARR declines by 12.7%/12.1%, OCR declines by 12.8%/13.1%, for 2020-21E
B-WORK	209.1	225.9	-33%	-30%	0.21	0.21	0.76	0.51	ARR declines by 11.5%/7.6%, OCR declines by 16.4%/16.4%, for 2020-21E
GVREIT	482.8	450.4	-38%	-47%	0.20	0.21	0.90	0.57	ARR declines by 10.2%/16.8%, OCR declines by 21.4%/21.4%, for 2020-21E
SPRIME	230.4	248.0	-25%	-24%	0.29	0.29	0.32	0.15	ARR declines by 10.8%/9.5%, OCR declines by 5.8%/5.8%, for 2020-21E
TPRIME	131.0	201.7	-62%	-51%	0.30	0.29	0.57	0.22	ARR declines by 18.5%/16.1%, OCR declines by 12.6%/12.6%, for 2020-21E
Total/Avg	8,403.5	11,425.0	-35%	-20%	0.28	0.28	0.57	0.36	

* under stressed scenario

** FY2020/21 - FY2021/22 period

Source: KS Research



กลุ่ม ICT และสื่อสาร (บวก)

นักวิเคราะห์: พิสุทธิ์ งามวิจิตรวงศ์

- ▶ **มองภาพข้างหน้า** สถานการณ์การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 รุนแรงกว่าคาด เนื่องจากในช่วงล่าสุดมีอัตราการติดเชื้อเร่งตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ด้านกิจกรรมทางเศรษฐกิจก็ชะงักงันหลังจากที่รัฐบาล/องค์กรเอกชน/ผู้บริหารเลือกต่างปฏิบัติตามมาตรการรักษาระยะห่างทางสังคม (social distancing) กันอย่างจริงจังมากขึ้น เพื่อสร้างความมั่นใจว่าจะไม่ติดเชื้อ ที่น่าสนใจคือมาตรการของแต่ละประเทศนั้นค่อนข้างแตกต่างกัน มีตั้งแต่การปิดเมือง มาตรการ social distancing และการสร้างภูมิคุ้มกันหมู่ (herd immunity) ซึ่งเรามองว่าจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจน้อยกว่าคาด
 - ▶ **สภาพคล่องคือปัจจัยที่สำคัญ** ด้วยการที่การพัฒนาวัคซีนต้านไวรัสที่น่าเชื่อถือยังไม่คืบหน้าในขณะนี้ จึงดูเหมือนว่าเศรษฐกิจจะเดินหน้าสู่ภาวะถดถอยอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ถ้าหากสถานการณ์ที่ไม่เป็นใจยังคงดำเนินต่อไปและกินเวลานานกว่าที่ตลาดคาด เครดิตของภาคเอกชนและครัวเรือนจะถดถอยลงอย่างรวดเร็ว โดยนอกเหนือจากสถานะอุปสงค์ชะงักงันแล้ว จะทำให้สถานะที่ไม่สามารถชำระหนี้ได้ของลูกค้าบางราย ต้นทุนการกู้ยืมที่สูงขึ้น และการไม่สามารถเข้าถึงวงเงินเครดิตได้จะฉุดกลุ่มบริษัทเอกชนสู่ปัญหาสภาพคล่องได้หากไม่ดำเนินการใดๆ เพื่อหลีกเลี่ยงสถานการณ์ดังกล่าว
 - ▶ **การทำ stress test** เราตัดสินใจว่าจะทำการศึกษารณีอื่นๆ นอกเหนือจาก 2 สมมติฐานที่ได้ศึกษาไปแล้วในช่วงต้นเดือนนี้ โดยเราได้ทำ stress test เพื่อระบุว่าหุ้นกลุ่มโทรคมนาคมบริษัทใดปลอดภัยมากที่สุดและน้อยที่สุดในสถานะอุปสงค์ชะงักงันและตลาดเครดิตที่ตึงตัวในกรอบเวลาหลาย ๆ ช่วง ทั้งนี้ เราได้เปรียบเทียบผลประกอบการทางการเงินจากการวิเคราะห์แบบ stress test ด้วยประมาณการก่อนวิกฤตโควิด-19 เพื่อให้เห็นภาพคาดการณ์ผลกระทบทางการเงินทั้งหมดที่มาจากประเด็นการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19
 - ▶ **สมมติฐานการทำ stress test** นักกลยุทธ์ภาพรวมมหภาคของเราได้กำหนดสมมติฐานภาพรวมเศรษฐกิจรายกรณีออกเป็น 3 สมมติฐาน ที่เราอ้างอิงในการทำการทดสอบภาวะวิกฤติ (stress test) ของเรา 1) GDP หดตัวลง 2.2% ในปี 2563 และโตขึ้น 3.7% ในปี 2564 2) GDP หดตัวลง 5.8% ในปี 2563 และโตขึ้น 1% ในปี 2564 และ 3) GD หดตัวลง 10% ในปี 2563 และ 1.4% ในปี 2564
 - ▶ **ผลของการทำ stress test** สมมติฐานการทำ stress test ของเราหลายกรณีแสดงให้เห็นว่าราคาเป้าหมายปี 2563 ของ ADVANC จะได้รับผลกระทบในระดับ 0.4-5.4% DTAC ที่ 1.4-15.1% และ TRUE ในระดับ 2.3-22.3% การคำนวณของเราแสดงให้เห็นว่ากำไรสุทธิปี 2563 ของ ADVANC จะได้รับผลกระทบในกรอบ 9.8-16.6% YoY DTAC ที่ 12-25.9% YoY และ TRUE ในกรอบ 214.5-350.6% YoY สำหรับ net D/EBITDA ปี 2563 ของ ADVANC จะปรับเพิ่มขึ้นจาก 1.09 เท่าเป็น 1.14-1.18 เท่า ของ DTAC จะเพิ่มขึ้นจาก 1.94 เท่าเป็น 2.0-2.1 เท่า และ TRUE จะเพิ่มขึ้นจาก 7.64 เท่าเป็น 8.57-9.53 เท่า นอกจากนี้การวิเคราะห์ของเรายังแสดงให้เห็นว่าสถานะขาดดุลเงินสดของ ADVANC จะเพิ่มจาก 9.5 พันลบ. เป็น 1.3-1.6 หมื่นลบ. DTAC จะเพิ่มขึ้นจาก 1.38 หมื่นลบ. เป็น 1.56-1.57 หมื่นลบ. ส่วน TRUE จะเพิ่มจาก 1.6 หมื่นลบ. เป็น 2.08-2.38 หมื่นลบ.
 - ▶ **มอง บวก** เรายังคงมุมมองเป็น “บวก” ต่อกลุ่มโทรคมนาคมเพราะคาดว่า 1) ผลประกอบการจะแข็งแกร่งยิ่งขึ้นในไตรมาส 1/2563 2) มีความยืดหยุ่นต่อสถานะเศรษฐกิจจะชะงักงัน 3) ได้รับผลกระทบจากไวรัสโควิด-19 ในวงแคบ และ 4) อัตราผลตอบแทนเงินปันผล (DY) ที่ดี ส่วน downside risk ที่อาจเกิดขึ้น ประกอบด้วย 1) สถานะสินเชื่อหดตัว (credit crunch) รุนแรง 2) เศรษฐกิจถดถอยลึกขึ้นและยาวนานขึ้น และ 3) สงครามด้านราคาในตลาด
- **หุ้นเด่น: INTUCH; หุ้นขาย: THCOM**


Fig. 65 ICT & Media valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
ADVANC	OP	194.00	225.92	16.5	19.4	18.4	7.8	7.4	-4.8	5.4	4.4	4.6	41.6	41.2
DIF	N	12.70	16.17	27.3	12.2	12.2	0.8	0.8	-47.4	-0.2	8.2	8.2	6.4	6.4
DTAC	UP	34.25	36.83	7.5	13.9	27.7	3.2	3.1	-8.4	-50.0	5.4	2.7	23.4	11.5
INTUCH	OP	45.75	76.09	66.3	10.3	10.0	3.9	3.6	62.9	3.9	7.0	7.4	39.2	37.4
JAS	UP	4.22	5.50	30.3	77.4	44.9	4.5	4.5	-93.9	72.5	37.1	2.2	3.2	10.1
JASIF	OP	7.00	11.43	63.3	6.8	6.7	0.6	0.6	-23.0	1.9	13.5	13.6	9.4	9.5
THCOM	UP	2.30	4.00	73.9	15.7	12.7	0.2	0.2	107.1	23.7	3.2	3.9	1.3	1.5
TRUE	OP	2.90	5.80	100.0	n.m.	n.m.	0.8	0.8	-151.4	4.0	3.1	1.0	-2.3	-2.3
MACO	UP	0.47	1.33	183.0	5.3	5.0	0.7	0.7	67.2	5.5	13.2	13.9	13.9	14.0
MAJOR	OP	11.40	22.17	94.5	282.3	10.1	1.6	1.6	-96.9	2,690.5	0.4	8.9	0.6	15.8

Source: KS Research

Fig. 66 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Scenario 1 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ADVANC	27,958	32,617	-10%	4%	1.22	1.03	1.14	0.90	Lower ARPU by 0.2-1.5% to reflect weak economy
DTAC	5,410	2,528	-12%	-14%	2.05	2.09	2.01	2.30	Lower ARPU by 0.9-2% to reflect weak economy
TRUE	(6,679)	(2,757)	n.m.	-1%	2.18	2.31	8.57	6.96	Lower ARPU by 0.1-1.6% to reflect weak economy
JAS	(280)	165	n.m.	-78%	(1.01)	(1.14)	(2.22)	(2.41)	Lower ARPU by 0.2-1.5% to reflect weak economy
INTUCH	9,979	11,642	-28%	-19%	(0.13)	(0.14)	(0.13)	(0.14)	Lower ARPU by 1.5-6.5% to reflect weak economy
THCOM	161	199	0%	0%	(0.19)	(0.27)	(1.23)	(1.78)	Assume no impact on B2B
DIF	11,049	11,033	0%	0%	0.14	0.14	2.22	2.21	Assume no impact on B2B
JASIF	8,250	8,404	0%	0%	0.20	0.16	1.88	1.50	Assume no impact on B2B
Total/Avg	55,848	63,830	-8%	-13%	0.56	0.52	1.53	1.19	

* under stressed scenario

Source: KS Research

Fig. 67 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Scenario 2 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ADVANC	26,933	25,239	-13%	-19%	1.22	1.05	1.16	1.00	Lower ARPU by 2.4-6.4% to reflect weak economy
DTAC	4,997	(149)	-19%	n.m.	2.06	2.16	2.05	2.67	Lower ARPU by 2.9-7% to reflect weak economy
TRUE	(8,068)	(12,523)	n.m.	n.m.	2.21	2.56	9.00	9.57	Lower ARPU by 2.5-6.3% to reflect weak economy
JAS	(541)	186	n.m.	-76%	(1.05)	(1.14)	(2.44)	(2.39)	Lower ARPU by 2.4-6.4% to reflect weak economy
INTUCH	9,613	9,009	-31%	-38%	(0.13)	(0.14)	(0.13)	(0.14)	Lower ARPU by 8.9-17% to reflect weak economy
THCOM	161	199	0%	0%	(0.19)	(0.27)	(1.23)	(1.78)	Assume no impact on B2B
DIF	11,049	11,033	0%	0%	0.14	0.14	2.22	2.21	Assume no impact on B2B
JASIF	8,250	8,404	0%	0%	0.20	0.16	1.88	1.50	Assume no impact on B2B
Total/Avg	52,395	41,399	-10%	-22%	0.56	0.56	1.56	1.58	

* under stressed scenario

Source: KS Research

Fig. 68 Scenario 3: GDP 2020E = -10%

Scenario 3 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
ADVANC	25,839	18,999	-17%	-39%	1.23	1.06	1.18	1.10	Lower ARPU by 3.4-11.6% to reflect weak economy
DTAC	4,553	(2,414)	-26%	-183%	2.07	2.22	2.10	3.09	Lower ARPU by 3.8-12.2% to reflect weak economy
TRUE	(9,570)	(20,749)	n.m.	n.m.	2.24	2.83	9.53	14.01	Lower ARPU by 3.4-11.5% to reflect weak economy
JAS	(823)	204	n.m.	-73%	(1.09)	(1.14)	(2.75)	(2.38)	Lower ARPU by 3.4-11.6% to reflect weak economy
INTUCH	9,223	6,781	-34%	-53%	(0.13)	(0.14)	(0.13)	(0.14)	Lower ARPU by 11.4-30.1% to reflect weak economy
THCOM	161	199	0%	0%	(0.19)	(0.27)	(1.23)	(1.78)	Assume no impact on B2B
DIF	11,049	11,033	0%	0%	0.14	0.14	2.22	2.21	Assume no impact on B2B
JASIF	8,250	8,404	0%	0%	0.20	0.16	1.88	1.50	Assume no impact on B2B
Total/Avg	48,682	22,457	-13%	-50%	0.56	0.61	1.60	2.20	

* under stressed scenario

Source: KS Research



กลุ่ม Mid-Small cap (บวก)

นักวิเคราะห์: หมิ่นหลิง หวัง

- ▶ **กลุ่ม Mid-Small cap** เราคงมุมมองระยะกลางเป็น “บวก” สำหรับกลุ่มหุ้นมูลค่าระดับกลางถึงเล็ก (Mid-Small cap) ที่เราทำการวิเคราะห์อยู่ เนื่องจากส่วนใหญ่ได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากสภาพเศรษฐกิจในปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม เราได้ทำการวิเคราะห์ปัจจัยอ่อนไหว (sensitivity analysis) จากสมมติฐานผลกระทบทางเศรษฐกิจ 3 กรณี; 1) GDP หดตัวลง 2.2% ในปี 2563 และโตขึ้น 3.7% ในปี 2564 2) GDP หดตัวลง 5.8% ในปี 2563 และโตขึ้น 1% ในปี 2564 และ 3) GD หดตัวลง 10% ในปี 2563 และ 1.4% ในปี 2564
- ▶ **สถานะเศรษฐกิจที่อ่อนแออาจกระทบกระบวนการทวงถามหนี้ แต่อาจเอื้อประโยชน์ในแง่การรับซื้อหนี้เสียสำหรับกลุ่มบริษัทบริหารจัดการสินทรัพย์ (AMCs)** ปริมาณหนี้เสียที่ไม่ก่อให้เกิดรายได้ (NPLs) ในระบบที่ปรับสูงขึ้นจะเป็นประโยชน์ต่อธุรกิจบริหารจัดการหนี้ของกลุ่ม AMCs (หุ้นในกลุ่มนี้ที่เราวิเคราะห์อยู่คือ JMT และ CHAYO) จากการที่มีอุปสงค์ต่อบริการทวงถามหนี้สูงขึ้นขณะที่มีราคาขายหนี้เสียจากสถาบันการเงินนำดิ่งตูดขึ้น อย่างไรก็ตาม สถานะเศรษฐกิจที่อ่อนแออาจกลายเป็นปัจจัยลบต่อกลุ่ม AMCs ในแง่ของปริมาณเงินสดที่จะเก็บได้จากการทวงถามหนี้ที่อาจน้อยลง เพราะผู้บริโภคจะมีรายได้ในการจ่ายน้อยลง ทั้งนี้ เราได้วิเคราะห์ผลกระทบทางเศรษฐกิจออกเป็น 3 กรณี ด้วยเป้าหมาย GDP ที่ลดลง พบว่าเสี่ยงที่จะทำให้กิจการทวงถามหนี้ของกลุ่ม AMCs จะลดลง 0-5% ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิของกลุ่มอาจลดลง 0-5%
- ▶ **ถุงมือยางมียอดขายแข็งแกร่งท่ามกลางการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 แต่ธุรกิจยางธรรมชาติอาจมีอุปสงค์ลดลง** ด้วยการที่ถุงมือยางคือผลิตภัณฑ์สำคัญในอุตสาหกรรมการแพทย์ ทำให้มีอุปสงค์ต่อผลิตภัณฑ์ถุงมือยางปรับสูงขึ้นตั้งแต่ช่วงเริ่มต้นของการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อย่างไรก็ตาม ด้วยสมมติฐาน GDP ที่ลดลง พบว่าอุปสงค์ในส่วนของการยางธรรมชาติอาจปรับลดลง 2-10% ซึ่งจะทำให้กำไรสุทธิในปี 2563 ลดลง 1-5%
- ▶ **การซื้อกระเบื้องเซรามิคไม่มีความจำเป็นเร่งด่วน เพราะไม่ใช่สินค้าจำเป็น DCC** จะได้รับผลกระทบจากสถานะเศรษฐกิจที่อ่อนแออันเนื่องมาจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เพราะยอดขายของบริษัทมีความสัมพันธ์กับสภาพเศรษฐกิจ ด้วยสัดส่วน 80% ที่มาจากการเปลี่ยนกระเบื้องเก่าเป็นกระเบื้องใหม่ ไม่ใช่จากการก่อสร้างบ้านหลังใหม่ ซึ่งเป็นสินค้าที่ผู้คนมักจะซื้อน้อยในช่วงเศรษฐกิจซาลง เราคาดว่ายอดขายจะลดลง 2-10% ตามสมมติฐาน GDP ที่ลดลง จึงคาดว่ากำไรสุทธิปี 2563 ของ DCC จะลดลง 5-20%

หุ้นเด่น: CHAYO และ STA

Fig. 69 Mid-small cap valuations

Stock	Rating	Price (Bt) 24-Mar-20	Target price (Bt)	Upside (%)	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
					2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
CHAYO	OP	3.30	8.40	154.5	11.8	9.9	1.8	1.6	58.6	19.3	3.4	4.1	16.6	17.3
DCC	N	1.30	1.71	31.5	9.8	9.4	2.6	2.4	-1.3	3.7	7.2	7.4	27.7	26.7
JMT	OP	11.50	24.10	109.6	11.9	10.3	2.6	2.3	25.8	16.1	4.2	4.9	23.4	23.7
STA	OP	9.60	16.30	69.8	7.6	7.5	0.6	0.5	1,406.0	1.2	5.3	5.3	7.7	7.4

Source: KS Research

Fig. 70 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
JMT	857	995	0%	0%	1.28	1.28	3.62	3.62	
CHAYO	177	211	0%	0%	0.34	0.34	1.50	1.50	
DCC	912	943	-5%	-5%	0.81	0.82	1.53	1.59	Sales volume lower by 2% vs base case
STA	1,920	1,899	-1%	-3%	0.88	0.87	3.84	3.81	NR sales volume lower by 2% vs base case

* under stressed scenario

Source: KS Research

Fig. 71 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
JMT	840	976	-2%	-2%	1.28	1.25	3.62	3.59	Cash collection lower by 2% vs base case
CHAYO	174	207	-2%	-2%	0.34	0.35	1.50	1.53	Cash collection lower by 2% vs base case
DCC	845	881	-12%	-12%	0.81	0.85	1.53	1.68	Sales volume lower by 6% vs base case
STA	1,882	1,821	-3%	-7%	0.88	0.85	3.84	3.76	NR sales volume lower by 6% vs base case

* under stressed scenario

Source: KS Research

Fig. 72 Scenario 3: GDP 2020E = -10.0%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
JMT	813	948	-5%	-5%	1.28	1.21	3.62	3.55	Cash collection lower by 5% vs base case
CHAYO	169	201	-4%	-5%	0.34	0.35	1.50	1.58	Cash collection lower by 5% vs base case
DCC	767	767	-20%	-23%	0.81	0.87	1.53	1.79	Sales volume lower by 10% vs base case
STA	1,840	1,764	-5%	-10%	0.88	0.83	3.84	3.70	NR sales volume lower by 10% vs base case

* under stressed scenario

Source: KS Research



กลุ่มอสังหาริมทรัพย์

นักวิเคราะห์: สรพงษ์ จักรธีรังกูร

- ▶ **กลุ่มอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัย (ลบ)** นอกเหนือจากหลายปัจจัยลบที่ส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ที่อยู่อาศัยซึ่งรวมไปถึงมาตรการ LTV ที่เข้มงวดมากขึ้น, สถานการณ์อุปสงค์และอุปทานยังไม่สัมพันธ์กับกลุ่มคอมโมดิตีเนียมและ GDP อ่อนตัวลงแล้ว การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 จะยิ่งกดดันผลการดำเนินงานของผู้พัฒนาที่อยู่อาศัยทั้งทางตรง (จำนวนผู้ซื้อที่อยู่อาศัยน้อยลง) และทางอ้อม (GDP อ่อนตัวลง) อิงจากประมาณการอัตราเติบโตของ GDP ในปี 2563 (-2.2%, -5.8% และ -10.0%) ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2563 ของทั้งกลุ่มจึงจะลดลงจาก -13.6% ในกรณีพื้นฐานของเรา (ประมาณการปัจจุบัน) มาอยู่ที่ -24.7%, -33.8% และ -50.0% แม้ net IBDE ratios จะยังอยู่ในระดับที่จัดการได้ภายใต้ทุกสมมติฐานเนื่องจากผู้พัฒนาอสังหาฯ ทุกรายที่เราวิเคราะห์ที่อยู่มีงบดุลที่แข็งแกร่ง SIRI (ระดับการลงทุนสูง) และ ORI (ฐาน equity ต่ำ) มีความเสี่ยงมากที่สุดจากประเด็นนี้ สภาพคล่องอาจเป็นอีกประเด็นสำคัญของกลุ่มเนื่องจาก net IBD to EBITDA จะเพิ่มขึ้นรวดเร็วมาก SIRI ยังเป็นผู้นำของกลุ่มในประเด็นนี้ เราคาดว่าการณ์เงินธนาคารจะเป็นเงินทุนรูปแบบสุดท้ายของกลุ่มหลังอุปสงค์จากนักลงทุนในกลุ่มตลาดเงิน เช่น BE และพันธบัตรหายไปและมีการเพิ่มทุนอีกครั้ง
 - ▶ **มุมมองต่อกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (ลบ)** เห็นได้ชัดแล้วว่าโควิด-19 ส่งผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทานของนิคมอุตสาหกรรมหลายแห่งนอกเหนือจากจะส่งผลกระทบต่อการบินทั่วโลก ดังนั้นอุปสงค์สำหรับการขยายกำลังการผลิตจึงจะลดลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์การเช่าที่ดินอุตสาหกรรมและโรงงานและคลังสินค้า นอกจากนี้ การนำเข้าและส่งออกจะปรับลดลงเช่นกัน อีกทั้งสภาพแวดล้อมที่ประสบปัญหาท้าทายยิ่งทำให้กลุ่มขายทรัพย์สินเข้ากอง REITs ได้ยากมากขึ้น เนื่องจากนักลงทุนจำเป็นต้องมีอัตรากำไรมากขึ้นเพื่อความปลอดภัยท่ามกลางความกังวลในเรื่องสภาพคล่องแม้อัตราดอกเบี้ยลดลง หากใช้สมมติฐานการเติบโตของ GDP ใน 3 สมมติฐานที่อยู่ในระดับเท่ากัน ประมาณการกำไรสุทธิในปี 2563 ของทั้งกลุ่มจะลดลงจาก +6.0% (หนุนจากการรวมกิจการของ GOLD เข้า FPT) มาอยู่ที่ -8.4%, -24.9% and -48.7% แม้ยอดขายที่ดินของ AMATA จะลดลงและอุปสงค์ของหลายกลุ่มธุรกิจของ JWD จะลดลงซึ่งมีความสัมพันธ์กับการนำเข้าและการส่งออกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรสุทธิของเรา แต่สมมติฐานของเราที่คาดว่า FPT จะชะลอการขายทรัพย์สินเข้ากอง FTREIT กลับส่งผลกระทบมากที่สุดต่อประมาณการของเรา ดังนั้น งบดุลและกระแสเงินสดของ FPT จึงจะมีความเสี่ยงมากที่สุดจาก 3 บริษัทในกลุ่มที่เราวิเคราะห์อยู่
 - ▶ **มุมมองต่อกลุ่มอสังหาฯ เชิงพาณิชย์ (กลาง)** ศูนย์การค้าเป็นกลุ่มที่ได้รับผลกระทบโดยตรงจากโควิด-19 จำนวนผู้เดินศูนย์การค้าแต่โดยเฉพาะอย่างยิ่งศูนย์การค้าที่ตั้งอยู่ในสถานที่ท่องเที่ยวและในกรุงเทพฯ ขึ้นในปรับลดลงอย่างมากในช่วง 2-3 สัปดาห์ที่ผ่านมา ผู้พัฒนาอสังหาฯ ส่วนใหญ่ต่างลดค่าเช่าให้ผู้เช่าพื้นที่แต่อัตราลดค่อนข้างหลากหลาย ผู้พัฒนาอสังหาฯ บางรายออกส่วนลดในระดับเดียวกันขณะที่บางรายออกส่วนลดตามประเภทของผู้เช่าพื้นที่ CPN ซึ่งเป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดในกลุ่มนี้ ออกส่วนลดแบบประเภทหลังโดยลำดับแรกได้ออกส่วนลด 5-20% ให้กับผู้เช่าพื้นที่ในศูนย์การค้าที่ตั้งอยู่ในสถานที่ท่องเที่ยว (8 แห่ง) ระหว่างเดือน ก.พ.-มี.ค. หากสถานการณ์ไม่ดีขึ้น อาจมีการต่อระยะเวลาส่วนลดให้ ในขณะเดียวกัน บริษัทฯ จะพยายามลดต้นทุนการดำเนินงานโดยเฉพาะค่าสาธารณูปโภคโดยอาจจะลดระยะเวลาเปิดทำการ นอกจากนี้ เรายังได้วิเคราะห์ความอ่อนไหวถึงผลกระทบต่อ CPN จากภาพรวมการเติบโตของ GDP ที่แตกต่างกันและจากส่วนลดที่ยาวนานขึ้นและสูงขึ้นตามแต่ละกรณีและพบว่ากำไรสุทธิในปี 2563 จะเติบโตคงที่หาก GDP เติบโตที่ -5.8% หนุนจากกำไรพิเศษที่ 3.0 พันลบ. จากการขยายระยะเวลาเช่าพื้นที่ของศูนย์การค้าเซ็นทรัล พระราม 2 ในขณะเดียวกัน งบดุลและกระแสเงินสดจะยังแข็งแกร่งมากแม้ในกรณีที่ GDP เติบโตเลวร้ายที่สุดที่ -10.0%
- **หุ้นเด่น:** LH และ CPN
 - **หุ้นขาย:**



Fig. 73 Property valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)	(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
AMATA	OP	9.15	18.00	96.7	8.5	7.0	0.7	0.6	-34.3	21.4	4.2	5.0	7.9	9.1
FPT	OP	8.15	19.50	139.3	6.3	5.9	0.6	0.5	46.5	6.6	8.0	8.5	9.4	9.4
AP	OP	3.44	6.70	94.8	3.2	3.1	0.4	0.4	11.9	2.5	11.2	11.0	12.5	11.9
CPN	OP	34.25	75.50	120.4	10.5	11.8	1.9	1.7	24.7	-11.1	3.8	3.4	18.1	14.8
LH	OP	6.00	9.50	58.3	9.8	8.9	1.4	1.3	-26.9	9.6	8.7	9.5	13.9	14.9
LPN	N	3.02	4.30	42.4	4.6	4.8	0.3	0.3	-22.8	-3.6	14.9	14.9	7.3	7.0
ORI	OP	3.20	9.30	190.6	2.5	2.2	0.7	0.6	5.7	10.4	17.0	18.3	30.5	28.6
PSH	N	8.40	14.20	69.0	4.0	3.7	0.4	0.4	-13.6	8.0	14.2	15.5	10.6	10.9
QH	OP	1.73	2.60	50.3	7.2	6.6	0.7	0.6	-9.3	9.0	8.9	9.4	9.5	10.0
SC	OP	1.74	2.40	37.9	4.4	4.1	0.4	0.4	-18.5	8.7	9.1	9.9	9.2	9.5
SIRI	OP	0.54	1.00	85.2	4.1	3.5	0.2	0.2	-24.2	17.3	17.6	19.2	5.8	6.7
SPALI	OP	13.70	17.60	28.5	5.9	5.2	0.7	0.7	-8.0	14.5	6.3	7.3	12.9	13.6
IMPACT	OP	14.00	30.00	114.3	15.9	15.3	1.3	1.3	-1.2	4.4	6.6	5.9	8.1	8.4
JWD	OP	4.96	10.00	101.6	14.0	12.8	1.5	1.5	-0.1	8.8	4.7	5.1	11.3	11.8

Source: KS Research

Fig. 74 Scenario 1: GDP 2020E = -2.2%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AP	2,964	3,273	-13.7%	-7.0%	0.96	0.98	9.21	10.78	2020 Revenue down 10%, GPM down 2%, SG&A down 1% vs base case 2021 Revenue down 5%, GPM down 1%, SG&A down 0.5% vs base case
LH	6,509	7,594	-11.1%	-5.4%	0.86	0.88	6.95	7.93	
LPN	844	876	-12.9%	-6.2%	0.48	0.50	5.03	6.00	
ORI	2,782	3,280	-13.1%	-7.2%	1.23	1.36	4.47	5.48	
PSH	3,877	4,575	-16.2%	-8.5%	0.68	0.73	4.55	5.52	
QH	2,340	2,682	-9.6%	-4.9%	0.81	0.83	15.40	17.81	
SC	1,394	1,655	-15.6%	-7.8%	1.22	1.26	9.54	11.20	
SIRI	1,570	1,970	-13.5%	-7.4%	1.91	1.93	23.15	27.02	
SPALI	4,391	5,361	-11.7%	-5.8%	0.32	0.35	2.03	2.44	
CPN	13,092	12,197	-10.6%	-6.3%	0.45	0.47	1.87	2.11	
AMATA	1,006	1,153	-12.2%	-17.0%	0.67	0.68	7.07	7.68	
FPT	2,238	2,603	-14.7%	-7.0%	1.99	2.05	13.47	14.86	
JWD	327	375	-9.9%	-4.8%	0.87	0.87	3.40	3.58	
Total/Avg	43,334	47,594	-12.2%	-6.8%	0.96	0.99	8.16	9.42	

* under stressed scenario

Source: Company data and KS Research

Fig. 75 Scenario 2: GDP 2020E = -5.8%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AP	2,594	3,078	-24.5%	-12.6%	0.96	1.00	9.21	12.20	2020 Revenue down 20%, GPM down 3%, SG&A down 1.5% vs base case 2021 Revenue down 10%, GPM down 1.5%, SG&A down 0.75% vs base case
LH	5,802	7,208	-20.8%	-10.2%	0.86	0.90	6.95	8.97	
LPN	750	828	-22.6%	-11.4%	0.48	0.52	5.03	6.94	
ORI	2,427	3,062	-24.2%	-13.3%	1.23	1.50	4.47	6.65	
PSH	3,300	4,239	-28.7%	-15.2%	0.68	0.76	4.55	6.55	
QH	2,136	2,566	-17.5%	-9.0%	0.81	0.84	15.40	19.93	
SC	1,211	1,548	-26.7%	-13.8%	1.22	1.28	9.54	12.74	
SIRI	1,350	1,835	-25.6%	-13.8%	1.91	1.95	23.15	29.74	
SPALI	3,868	5,040	-22.2%	-11.4%	0.32	0.37	2.03	2.89	
CPN	11,860	11,784	-19.0%	-9.5%	0.45	0.49	1.87	2.34	
AMATA	876	926	-23.5%	-33.4%	0.66	0.68	7.07	8.27	
FPT	1,783	2,302	-32.1%	-17.7%	1.99	2.14	13.47	16.33	
JWD	268	344	-26.2%	-12.7%	0.87	0.89	3.40	3.93	
Total/Avg	38,224	44,759	-22.5%	-12.3%	0.96	1.02	8.16	10.58	

* under stressed scenario

Source: Company data and KS Research

Fig. 76 Scenario 3: GDP 2020E = -10.0%

Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
AP	2,055	2,738	-40.1%	-22.2%	0.96	1.02	9.21	15.04	2020 Revenue down 35%, GPM down 5%, SG&A down 3% vs base case 2021 Revenue down 20%, GPM down 2.5%, SG&A down 1.5% vs base case
LH	3,614	6,472	-50.7%	-19.4%	0.86	0.95	6.95	10.93	
LPN	613	752	-36.7%	-19.4%	0.48	0.55	5.03	8.82	
ORI	1,931	2,665	-39.7%	-24.6%	1.23	1.71	4.47	8.94	
PSH	2,443	3,659	-47.2%	-26.8%	0.68	0.82	4.55	8.74	
QH	1,856	2,248	-28.3%	-20.3%	0.81	0.86	15.40	23.29	
SC	940	1,372	-43.1%	-23.6%	1.22	1.32	9.54	15.91	
SIRI	1,093	1,633	-39.8%	-23.3%	1.91	1.97	23.15	33.17	
SPALI	3,147	4,461	-36.7%	-21.6%	0.32	0.40	2.03	3.76	
CPN	10,609	11,364	-27.5%	-12.7%	0.45	0.51	1.87	2.62	
AMATA	659	611	-42.4%	-56.0%	0.66	0.70	7.07	8.97	
FPT	1,100	1,711	-58.1%	-38.8%	1.99	2.27	13.47	19.08	
JWD	240	309	-33.8%	-21.7%	0.87	0.89	3.40	4.06	
Total/Avg	30,300	39,992	-38.6%	-21.7%	0.96	1.07	8.16	12.56	

* under stressed scenario

Source: Company data and KS Research



กลุ่มสาธารณูปโภค

นักวิเคราะห์: อรมงคล ตันติธนาธร

- ▶ **คงมุมมอง บวก** จากความกังวลต่อสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงผลจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท IPP จึงมีแรงเสียดทานต่อสถานะเศรษฐกิจที่มีปัจจัยไม่แน่นอนในส่วนของการซื้อขายไฟฟ้ากับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และการไฟฟ้าส่วนภูมิภาค (กฟภ.) ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท SPP มีต้นทุนพลังงานในระดับต่ำที่อาจถูกหักล้างจากอุปสงค์ของลูกค้าอุตสาหกรรมที่ลดลง เราชอบผู้ประกอบการที่มีแผนขยายกำลังการผลิตเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตในอนาคตและที่จะได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ ดังนั้นเราจึงคงมุมมองบวกต่อกลุ่มสาธารณูปโภคและเลือก GULF และ BGRIM เป็นหุ้นเด่นของเรา
- ▶ **อุปสงค์ไฟฟ้าและ GDP** อุปสงค์ไฟฟ้าและ GDP ของประเทศไทยเคลื่อนไหวในทิศทางเดียวกัน อุปสงค์ไฟฟ้าเติบโตขึ้นราว 0.6-0.9 เท่า ของ GDP ในประเทศเนื่องจากกลุ่มที่ใช้ไฟฟ้าหลักคือกลุ่มผู้ใช้อุตสาหกรรม (47% ของการบริโภครวม) และที่เหลือคือผู้ใช้กลุ่มธุรกิจ (25%) และผู้ใช้กลุ่มที่อยู่อาศัย กลุ่มที่ใช้ไฟฟ้ามากที่สุด 5 อันดับแรกคือกลุ่มเครื่องจักรหนัก, อาหารและเครื่องดื่ม, ปีโตรเคมีและเคมีภัณฑ์, ค่าปลีกและร้านอาหารและโรงแรม กฟผ. เป็นผู้จัดหาไฟฟ้ารายหลักของประเทศไทย โดยคิดเป็นสัดส่วนที่มากถึง 36% และที่เหลือเป็นของโรงไฟฟ้าประเภท IPP (34%), SPP (20%) และไฟฟ้านำเข้า (9%) ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท IPP อย่าง EGCO, RATCH และ GULF มีแรงเสียดทานต่อความผันผวนของเศรษฐกิจเนื่องจากโครงสร้างรายได้ไม่สัมพันธ์กับปริมาณการขายไฟฟ้า ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท SPP อย่าง BGRIM, GPSC และ GULF อาจประสบ downside ต่อยอดขายเนื่องจากรายได้ไฟฟ้าและโอนามีความสัมพันธ์โดยตรงต่อปริมาณการขายไฟฟ้าสำหรับผู้ซื้ออุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม กลุ่มผู้ใช้อุตสาหกรรมคิดเป็นสัดส่วนแค่ 25-30% ของการผลิตไฟฟ้าประเภท SPP โดยรวม ผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท VSPP มีสัญญา PPA กับ กฟผ. และ กฟภ. ดังนั้น จึงจะไม่มี downside risk ต่อยอดขายจากสถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง
- ▶ **GDP ที่อ่อนตัวลงอาจจะทำให้เงินบาทอ่อนค่าลง** สถานะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงผลจากการแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 อาจส่งผลให้เงินบาทอ่อนค่าลงซึ่งคาดว่าจะส่งผลบวกต่อกำไรธุรกิจหลักของผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าประเภท IPP และ SPP เนื่องจากรายได้ที่มาจากการจัดหาไฟฟ้าให้กับ กฟผ. สัมพันธ์กับสกุลเงินดอลลาร์ อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการกลุ่มนี้มีหนี้สินในสกุลเงินดอลลาร์ ซึ่งส่งผลให้กำไรสุทธิได้รับผลกระทบจากผลขาดทุนจาก FX ผู้ประกอบการประเภท SPP ได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนแอจากต้นทุนเชื้อเพลิงที่สูงขึ้นและค่า Ft ที่สูงขึ้น ดังนั้น ผู้ประกอบการภายใต้รูปแบบ adder scheme จะได้ประโยชน์จากราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น ผู้ประกอบการที่มีสัดส่วนการผลิตไฟฟ้าภายใต้รูปแบบ adder scheme ในระดับสูง ได้แก่ SPCG, EA, DEMCO, GUNKUL, TPCB และ BCPG ผู้ประกอบการที่มีสัดส่วนการผลิตในต่างประเทศระดับสูงที่คาดว่าจะได้ประโยชน์เล็กน้อยจากกำไรสุทธิที่มากขึ้น ได้แก่ CKP, BPP, BCPG, SSP และ EGCO
- ▶ **ไม่สะท้อนสะท้อนต้นทุนพลังงานที่อยู่ในระดับต่ำ** การแพร่ระบาดของไวรัสโควิด-19 เพิ่มความกังวลต่อเรื่องอุปสงค์น้ำมันดิบทั่วโลก ต้นทุนพลังงานในการผลิตไฟฟ้าจึงลดลง ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิงหลักในการผลิตไฟฟ้าโดยคิดเป็นสัดส่วนที่ 57% ของการผลิตไฟฟ้ารวมในปี 2561 ผู้ประกอบการประเภท IPP ไม่สัมพันธ์กับต้นทุนพลังงานเพราะมีกลไกส่งต่อราคา ผู้ประกอบการประเภท SPP มีกลไกส่งต่อราคาเช่นกัน ราคาไฟฟ้าที่ขายให้กับ กฟผ. สัมพันธ์กับราคาเชื้อเพลิง ขณะที่ราคาไฟฟ้าที่ขายให้กับผู้ใช้อุตสาหกรรมสัมพันธ์กับค่าไฟของประเทศซึ่งผลสมระหว่างฐานราคาขายและค่า Ft ขณะที่ค่า Ft สัมพันธ์กับต้นทุนพลังงาน คณะกรรมการกำกับกิจการพลังงานจะทบทวนค่า Ft ทุก 4 เดือน จึงมีช่วงเวลาที่ราคาขายจะสะท้อนต้นทุนพลังงานที่แท้จริง
- ▶ **อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรอยู่ในระดับต่ำ ความกังวลต่อเรื่องผลกระทบจากโควิด-19 ที่มีต่อสถานะเศรษฐกิจโลกส่งผลให้อัตราดอกเบี้ยพันธบัตรไทยปรับลดลง** อัตราดอกเบี้ยที่ลดลงส่งผลบวกต่อบริษัทที่มีวัฏจักร capex สูง เช่น GULF, BGRIM และ GUNKUL เนื่องจากผลตอบแทนของโครงการจะเพิ่มขึ้นจากต้นทุนการเงินที่ลดลง นอกจากนี้ อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำจะช่วยเพิ่มช่องว่างระหว่างอัตราดอกเบี้ยเงินปันผลของกลุ่มสาธารณูปโภคขึ้นเป็น 1.5% หรือใกล้เคียงกับที่ +1SD ของระดับเฉลี่ย 10 ปี
- **หุ้นเด่น: GULF, BGRIM**


Fig. 77 Utilities valuations

Stock	Rating	Price (Bt)	Target price	Upside	P/E (x)		P/BV (x)		Net profit grth (%)		Div. yield (%)		ROE (%)	
		24-Mar-20	(Bt)		(%)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E
ACE	OP	2.40	4.48	86.7	23.2	21.6	2.1	1.9	29.3	7.1	1.7	1.7	9.3	9.2
BGRIM	OP	37.50	53.50	42.7	32.8	28.3	3.3	3.1	27.7	16.2	1.0	1.4	10.3	11.3
BPP	OP	10.50	20.50	95.2	8.3	6.5	0.8	0.7	29.4	27.4	5.4	7.0	9.6	11.5
CKP	N	2.82	4.66	65.2	26.5	9.7	0.9	0.9	12.4	173.3	1.8	5.7	3.6	9.4
EGCO	OP	199.00	358.00	79.9	10.9	9.5	0.9	0.9	-26.6	14.6	4.0	4.1	8.9	9.6
GPSC	N	53.25	76.50	43.7	21.4	18.6	1.4	1.4	73.1	14.8	2.8	3.2	6.9	7.6
GULF	OP	142.00	177.00	24.6	82.8	62.6	7.7	7.3	-25.2	32.3	0.9	1.0	9.3	11.7
RATCH	OP	52.25	75.75	45.0	11.5	10.2	1.2	1.2	15.9	12.8	5.1	5.9	10.8	11.6
BCPG	OP	11.40	20.70	81.6	10.5	9.9	1.4	1.3	20.5	5.8	6.2	6.6	13.6	13.7
DEMCO	OP	1.22	3.00	145.9	2.6	2.6	0.3	0.2	894.1	-0.2	15.6	15.6	10.4	9.6
EA	N	32.50	44.50	36.9	19.8	18.9	4.4	3.8	0.5	5.2	1.5	1.6	23.9	21.4
GUNKUL	OP	2.00	3.48	74.0	6.9	6.8	1.4	1.3	19.0	1.9	7.4	7.4	22.1	19.8
SPCG	N	13.70	17.60	28.5	5.4	5.4	0.9	0.8	-7.3	-0.4	7.4	7.4	17.1	15.5
SSP	OP	5.95	8.35	40.3	8.8	7.3	1.3	1.1	11.5	20.3	5.0	4.8	15.4	16.4
TPCH	OP	7.35	15.20	106.8	5.9	4.0	0.9	0.8	39.0	49.3	3.4	5.9	15.6	19.6

Source: KS Research



Fig. 78 Utilities sensitivity analysis

Scenario 1 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BGRIM	2,929	3,344	-2%	-3%	1.80	1.81	5.28	5.22	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
BPP	3,792	4,860	-1%	-1%	0.12	0.12	3.47	3.51	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
CKP	864	2,357	0%	0%	0.56	0.56	5.05	5.05	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
EGCO	8,176	11,490	-15%	5%	0.64	0.66	5.70	5.85	USD revenue link ; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
GPSC	6,681	7,813	-5%	-3%	0.77	0.77	4.20	4.21	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
GULF	2,982	5,081	-18%	5%	1.90	1.92	9.66	9.66	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
RATCH	6,645	7,625	1%	2%	0.66	0.68	7.30	7.47	ft at Bt-0.30 /kWh; Industrial selling volume lower by 1.5% vs base case
ACE	1,095	1,104	4%	-2%	0.65	0.65	4.15	4.13	3% of operating capacity was under adder scheme;ft at Bt-0.38 /kWh
BCPG	2,150	2,303	-1%	0%	1.54	1.54	6.53	6.52	39% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
DEMCO	346	334	-1%	-4%	0.21	0.21	3.02	3.03	98% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
EA	6,095	6,253	0%	-3%	1.19	1.19	3.36	3.36	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
GUNKUL	2,555	2,598	0%	0%	1.72	1.72	5.14	5.14	49% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
SPCG	2,468	2,417	0%	-2%	0.05	0.05	0.23	0.23	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
SSP	626	751	1%	0%	2.12	2.12	6.62	6.59	37% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
TPCH	499	736	0%	-1%	0.91	0.91	3.16	3.16	41% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.30/kWh
Total/Avg	47,902	59,067	-3%	0%	0.99	0.99	4.86	4.88	

* under stressed scenario

Scenario 2 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BGRIM	2,141	3,657	-28%	6%	1.80	1.87	5.28	5.29	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
BPP	3,729	4,808	-3%	-2%	0.12	0.12	3.47	3.60	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
CKP	933	2,472	8%	5%	0.56	0.55	5.05	4.98	USD revenue link; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
EGCO	6,717	11,972	-30%	9%	0.64	0.68	5.70	6.02	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
GPSC	6,284	7,520	-11%	-7%	0.77	0.78	4.20	4.23	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
GULF	2,289	5,309	-37%	10%	1.90	1.95	9.66	9.74	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
RATCH	7,190	7,153	9%	-4%	0.66	0.67	7.30	6.76	ft at Bt-0.38 /kWh; Industrial selling volume lower by 4.1% vs base case
ACE	1,131	1,078	7%	-4%	0.65	0.64	4.15	4.13	3% of operating capacity was under adder scheme;ft at Bt-0.38 /kWh
BCPG	2,117	2,297	-2%	0%	1.54	1.54	6.53	6.53	39% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
DEMCO	339	320	-2%	-8%	0.21	0.22	3.02	3.09	98% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
EA	6,001	6,062	-2%	-6%	1.19	1.20	3.36	3.40	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
GUNKUL	2,552	2,591	0%	-1%	1.72	1.72	5.14	5.14	49% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
SPCG	2,444	2,366	-1%	-4%	0.05	0.05	0.23	0.23	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
SSP	634	769	2%	3%	2.12	2.11	6.62	6.53	37% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
TPCH	496	725	-1%	-3%	0.91	0.91	3.16	3.17	41% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.38/kWh
Total/Avg	44,996	59,099	-6%	0%	0.99	1.00	4.86	4.86	

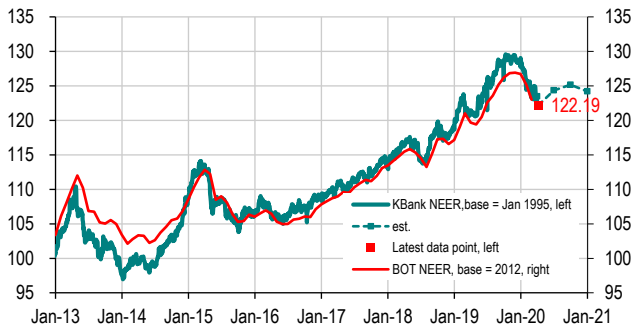
* under stressed scenario

Scenario 3 Stock	Net profit*		Changes in net profit (%)*		Net D/E		Net Debt to EBITDA		Key assumptions
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2020E*	2020E	2020E*	
BGRIM	1,732	3,545	-42%	3%	1.80	1.89	5.28	5.33	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
BPP	3,679	4,746	-4%	-3%	0.12	0.12	3.47	3.65	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
CKP	969	2,550	12%	8%	0.56	0.55	5.05	4.94	USD revenue link; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
EGCO	5,248	11,802	-45%	7%	0.64	0.70	5.70	6.18	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
GPSC	5,961	7,332	-15%	-9%	0.77	0.78	4.20	4.24	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
GULF	1,566	5,159	-57%	7%	1.90	1.99	9.66	9.85	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
RATCH	7,484	7,153	13%	-4%	0.66	0.67	7.30	6.42	ft at Bt-0.49/kWh; Industrial selling volume lower by 7.0% vs base case
ACE	1,163	1,071	10%	-5%	0.65	0.64	4.15	4.13	3% of operating capacity was under adder scheme;ft at Bt-0.49/kWh
BCPG	2,074	2,283	-4%	-1%	1.54	1.54	6.53	6.57	39% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
DEMCO	329	303	-5%	-13%	0.21	0.22	3.02	3.18	98% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
EA	5,847	5,823	-4%	-9%	1.19	1.21	3.36	3.46	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
GUNKUL	2,547	2,581	0%	-1%	1.72	1.72	5.14	5.15	49% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
SPCG	2,406	2,302	-3%	-7%	0.05	0.05	0.23	0.24	100% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
SSP	634	783	2%	5%	2.12	2.11	6.62	6.51	37% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
TPCH	492	711	-2%	-5%	0.91	0.92	3.16	3.19	41% of operating capacity was under adder scheme; ft at Bt-0.49/kWh
Total/Avg	42,130	58,145	-10%	-2%	0.99	1.01	4.86	4.87	

* under stressed scenario

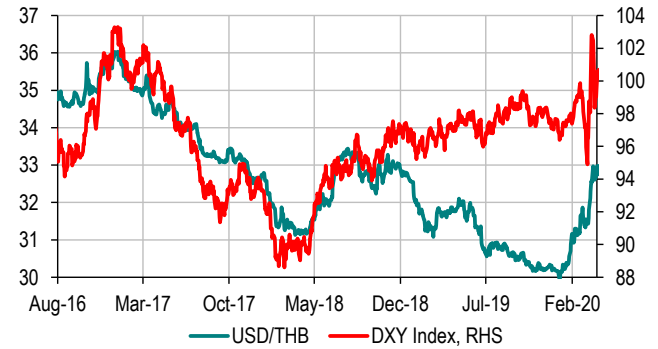
Source: KS Research

KBank THB NEER Index



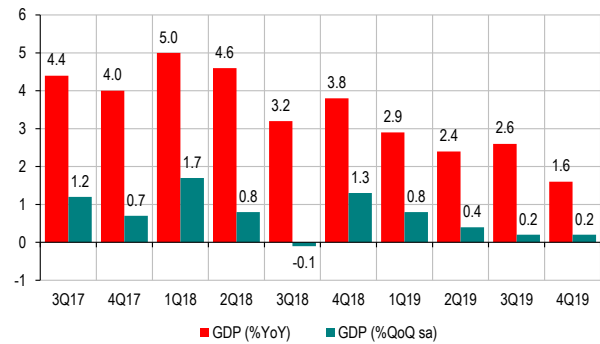
Source: Bloomberg, KBank

USD/THB vs DXY Index



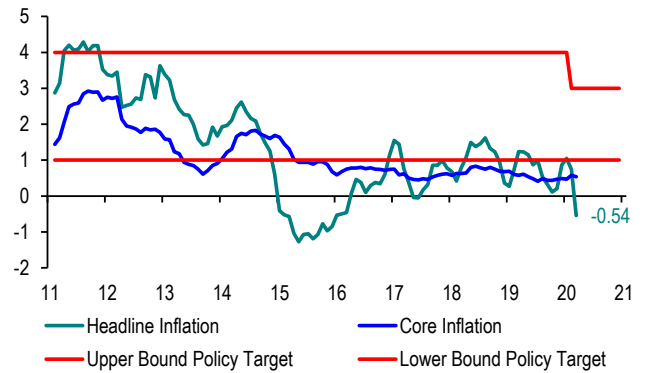
Source: Bloomberg, KBank

Thailand's GDP



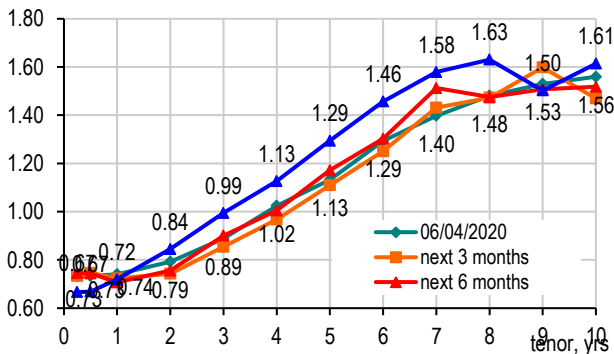
Source: NESDB, KBank

Thai inflation parameters



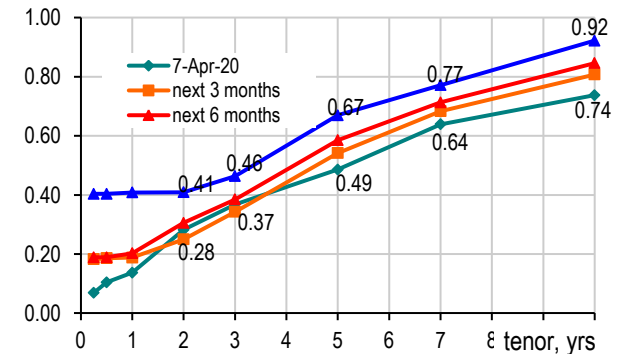
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: TGBs



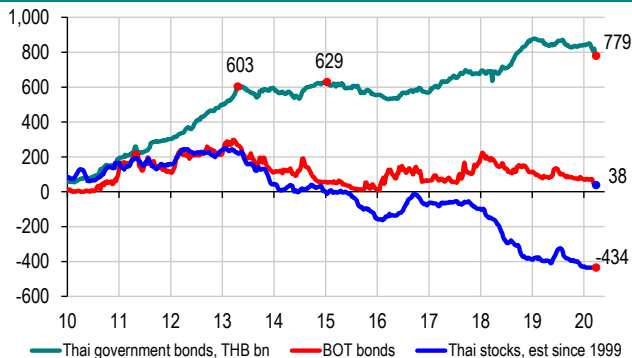
Source: Bloomberg, KBank

Implied forward curve: USTs



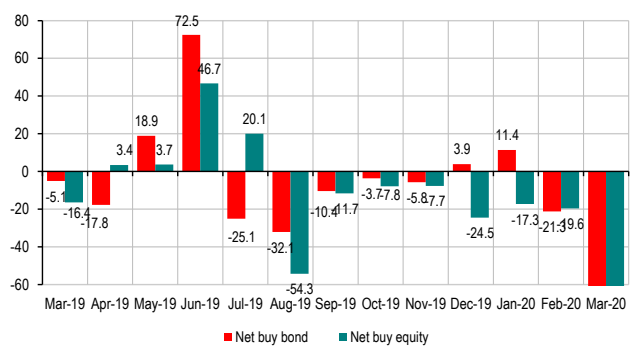
Source: Bloomberg, KBank

Foreign holding of Thai fixed income and stock



Source: Bloomberg, ThaiBMA, KBank

Foreign net buy/sell in Thai markets (USD bn)



Source: Bloomberg, KBank


Key Parameters & Forecasts at Year-end

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E*
GDP, %YoY	0.8	7.2	2.7	1.0	3.1	3.4	4.1	4.2	2.4	0.5
Private Consumption, %YoY	1.8	7.3	1.0	0.5	2.6	2.9	3.1	4.6	4.5	1.8
Government Consumption, %YoY	3.7	7.2	1.5	2.8	2.5	2.2	0.1	2.6	1.4	2.3
Private Investment, %YoY	3.7	7.2	1.5	2.8	2.5	2.2	0.1	2.6	1.4	1.0
Public Investment, %YoY	14.7	11.6	6.0	-2.0	-2.7	-1.0	0.5	6.6	2.1	3.3
Export (USD term), %YoY	15.1	2.9	-0.3	-0.5	-5.8	0.5	9.9	6.9	-2.7	-5.6
Import (USD term), %YoY	25.1	8.9	0.5	-9.1	-11.0	-4.2	14.1	12.0	-4.7	-7.8
Current Account (USD bn)	9.4	-4.9	-8.8	11.6	27.8	43.4	44.0	28.5	37.3	27.0
CPI, %YoY, average	3.81	3.02	2.19	1.9	-0.9	0.19	0.67	1.06	0.7	0.4
Fed Funds, %year-end	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25	0.0-0.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.25-1.50	2.25-2.50	1.50-1.75	0.00-0.25
BOT Repo, %year-end	3.25	2.75	2.25	2.00	1.50	1.50	1.50	1.75	1.25	0.50
Bond Yields										
2yr, % year-end	3.09	2.89	2.56	2.10	1.49	1.60	1.46	1.75	1.16	0.98
5yr, % year-end	3.16	3.15	3.41	2.48	1.95	2.26	1.85	2.14	1.24	1.14
10yr, % year-end	3.29	3.51	3.90	2.72	2.50	2.65	2.32	2.48	1.47	1.27
USD/THB	31.56	30.61	32.87	32.90	36.08	35.80	32.58	32.55	30.15	31.50-32.00
USD/JPY	76.91	85.96	105.17	119.48	120.22	116.96	112.69	110.27	109.44	107.00
EUR/USD	1.30	1.32	1.37	1.22	1.09	1.05	1.20	1.14	1.12	1.09
SET Index	1,025	1,392	1,299	1,498	1,288	1,543	1,754	1,564	1,578	1,360

* KBank's Forecast

** denotes 12-month forward, to be revised soon

Source: Bloomberg, KSecurities, KResearch, KBank

**Disclaimer**

"This document is intended to provide material information relating to investment or product in discussion and for reference during discussion, presentation or seminar only. It does not represent or constitute an advice, offer, contract, recommendation or solicitation and should not be relied on as such. In preparation of this document, KASIKORNBANK Public Company Limited ("KBank") has made several crucial assumptions and relied heavily on the financial and other information made available from public sources, and thus KBank assumes no responsibility and makes no representations with respect to accuracy and/or completeness of the information described herein. Before making your own independent decision to invest or enter into transaction, the recipient of the information (the "Recipient") shall review information relating to service or products of KBank including economic and market situation and other factors pertaining to the transaction as posted in KBank's website at URL <http://www.kasikornbankgroup.com> and in other websites including to review all other information, documents prepared by other institutions and consult financial, legal or tax advisors each time. The Recipient understands and acknowledges that the investment or execution of the transaction is the transaction with low liquidity and that KBank shall assume no liability for any loss or damage incurred by the Recipient arising out of such investment or execution of the transaction. Each Recipient including its employee or officer who receives this document or a copy of the document represents and agrees not to reproduce, distribute or provide it in whole or in part to any other person and agrees to keep confidential all information contained therein.

In the case of derivative products, where the Recipient provides incomplete or inaccurate information to KBank, KBank may not be capable of delivering information relating to investment or derivative products appropriate to the genuine need of the Recipient. The Recipient also acknowledges and understands that the information so provided by KBank does not represent the expected yield or consideration to be received by the Recipient arising out of the execution of the transaction. Further the Recipient should be aware that the transaction can be highly risky as the markets are unpredictable and there may be inadequate regulations and safeguards available to the Recipient.

The Recipient acknowledges that there may be conflict of interest under the KBank's services, whether directly or indirectly and should further consider the character, risk and investment return of each KBank's product by reading details from relevant documents provided by KBank.

KBank reserves the rights to amend either in whole or in part of information so provided herein at any time as it deems fit and the Recipient acknowledges and agrees with such amendment. Where there is any inquiry, the Recipient may seek further information from KBank or in case of making complaint; the Recipient can contact KBank at (662) 888-8822."