

## กลยุทธ์การลงทุน

ฝ่ายวิจัยได้ศึกษาภาวะการเกิด Recession ในระบบเศรษฐกิจไทยนับจากปี 2540 เป็นต้นมา พบว่า เกิดขึ้น 3 ครั้ง ซึ่งแต่ละครั้งพบว่าอัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลง ขณะที่ SET Index ก็มีการปรับ ฐานลงเช่นกัน แต่อย่างไรก็ตามเมื่อเราเคลื่อนผ่าน Recession ออกมา โอกาสการทำให้ SET Index ก็เปิดกว้างเช่นกัน ช่วงเวลานี้จึงเหมาะสำหรับเลือกหุ้นปัจจัยพื้นฐานดีเข้าพอร์ตเพื่อการลงทุนระยะยาว Top Picks CPF (FV@B 40), CPALL (FV@B 91) และ MCS (FV@B 14.20)

### ย้อนรอยตลาดหุ้นไทย ...จับสัญญาณวันนี้

วานนี้ ตลาดหุ้นไทยปรับตัวลงแรงในช่วงเช้า แต่แกว่งตัวขึ้นในตอนบ่าย จากกระแสข่าวว่า จีนสามารถผลิต วัคซีนรักษา COVID-19 ได้ จึงทำให้ตลาดหุ้นไทยปรับตัวในแดนบวกที่ระดับ 1,439.10 จุด เพิ่มขึ้น 3.54 จุด หรือ +0.25% โดยมีมูลค่าการซื้อขาย 8.09 หมื่นล้านบาท ซึ่งกลุ่มที่กดดันตลาดหลักๆ คือ กลุ่มปิโตรเคมี ได้แก่ PTTGC(+2.67%) GGC(+0.89%) กลุ่มการเงินเช่น BAM(+3.64%) KTC(+4.40%) MTC(+5.49%) และกลุ่มค้าปลีกอย่าง CRC(+2.05%) CPALL(+0.73%) BJC(+2.07%) รวมถึงหุ้นขนาดใหญ่อย่างเช่น EA(+2.73%) KCE(+2.04%) และ TU(+2.58%) เป็นต้น

ภายใต้สภาพแวดล้อมที่มีหลายแรงกดดัน ไม่ว่าจะเป็นการแพร่ระบาดของ COVID-19 , Trade War ที่ยังมี อิทธิพลต่อภาคการส่งออก, การเบิกจ่ายงบประมาณที่ล่าช้าไปจนถึงเดือน เม.ย. , ภัยแล้ง ตลอดจนความ เชื่อมั่นของทั้งผู้บริโภค และผู้ประกอบการที่อยู่ในระดับต่ำ เชื่อว่าน่าจะมีผลทำให้เกิดภาวะที่ GDP หดตัว QoQ ในงวด 1Q63 ได้ ซึ่งภาวะดังกล่าวยังมีความเสี่ยงที่อาจนำไปสู่ภาวะถดถอย (Recession) หากมูลค่า GDP ในงวด 2Q63 ลดลงจาก 1Q63 ต่อเนื่อง ฝ่ายวิจัยได้ศึกษาภาวะเศรษฐกิจถดถอยที่เกิดขึ้นในประเทศไทย ย้อนหลัง 3 ครั้ง คือ ครั้งแรกในช่วงวิกฤติต้มยำกุ้งปี 2540 ครั้งที่ 2 ช่วง 4Q51-1Q52 และ ครั้งที่ 3 ในช่วง 1Q56-2Q56 พบว่า ทุกครั้งก่อนที่จะเกิด Recession พบว่า จะเห็นการปรับลดอัตราดอกเบี้ย นโยบายทุกครั้ง และ ทุกครั้งที่เกิด Recession พบว่า SET Index ก็มักจะปรับฐานลงมาทุกครั้งเช่นกัน แต่ อย่างไรก็ตาม ทุกครั้งเมื่อเศรษฐกิจเคลื่อนผ่าน Recession ออกไป ก็พบว่าเป็นโอกาสที่นักลงทุนจะสามารถทำอะไรได้อย่างมีนัยสำคัญทุกครั้ง อย่างไรก็ตามในปัจจุบัน เศรษฐกิจไทย ยังไม่เข้าสู่ภาวะ Recession และเชื่อว่าน่าจะเห็นการระดมทั้งมาตรการทางการเงิน และการคลัง ที่จะยับยั้งการเกิด Recession แต่ในอีกทางหนึ่งพบว่า SET Index ได้ปรับลดลงไปมากพอสมควรแล้ว จนปัจจุบัน Market Earning Yield Gap ขยายขึ้นไปสูงกว่า 5% เท่ากับช่วงที่เกิด Recession รอบล่าสุดในปี 2556 ทำให้ฝ่าย วิจัยยังคงเห็นว่า ที่ระดับราคาหุ้นปัจจุบันเป็นระดับที่เหมาะสมสำหรับการคัดกรองหุ้นปัจจัยพื้นฐานดีเข้า พอร์ต โดยคาดหวังผลตอบแทนการลงทุนในระยะยาว ซึ่งตัวเลือกในพอร์ตการลงทุนจำลองของฝ่ายวิจัย ก็ น่าจะตอบโจทย์ดังกล่าวได้ดี ดังนั้น จึงยังให้คงสถานะพอร์ตการลงทุนไว้ตามเดิม สำหรับวันนี้หุ้น Top Pick เลือกร CPF, CPALL และ MCS ตามเดิม

### COVID -19 ยังเป็นปัจจัยกดดันเงินไหลออกจากสินทรัพย์

การแพร่ระบาดของไวรัส COVID-19 (โคโรนา) ลุกลามอย่างต่อเนื่อง ล่าสุดจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นเป็น 80,429 ราย หรือเพิ่มขึ้น 0.43% และจำนวนผู้เสียชีวิตเพิ่มเป็น 2,712 ราย หรือเพิ่มราว 0.48% และหลาย ประเทศยังมีจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้นในอัตราสูง เช่นเกาหลีใต้, อิตาลี และญี่ปุ่น มีจำนวนผู้ติดเชื้อเพิ่มขึ้น 9.4%, 41% และ 1.3% ตามลำดับ รวมถึงพบผู้ติดเชื้อในประเทศแถบยุโรปมากขึ้น ได้แก่ ออสเตรเลีย, ไครเอเชีย และสวีเดนแลนด์ ซึ่งเป็นประเทศที่มีพรมแดนใกล้กับอิตาลี

วันพุธที่ 26 กุมภาพันธ์ พ.ศ. 2563

SET Index	1,439.10
เปลี่ยนแปลง (จุด)	3.54
มูลค่าการซื้อขาย (ล้านบาท)	80,966

ยอดซื้อ-ขายสุทธิ นักลงทุนต่างประเทศ(ล้านบาท)	
นักลงทุนต่างชาติ	-1,256.96
นักเงินรับสิทธิหลักทรัพย์	-2,447.20
นักลงทุนสถาบันในประเทศ	3,279.23
นักลงทุนรายย่อย	424.93

เกิดศักดิ์ นววิธรรณ  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน, ปัจจัยทางเทคนิค  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

กรรณ เตียรุณปราโมทย์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 075365

ฐกฤต ชาติเชิดศักดิ์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 087636

วรรณพุกษ์ โทณวิทย์  
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์  
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 110506

กวัด กัทธพงศ์  
ผู้ช่วยนักวิเคราะห์เชิงปริมาณ

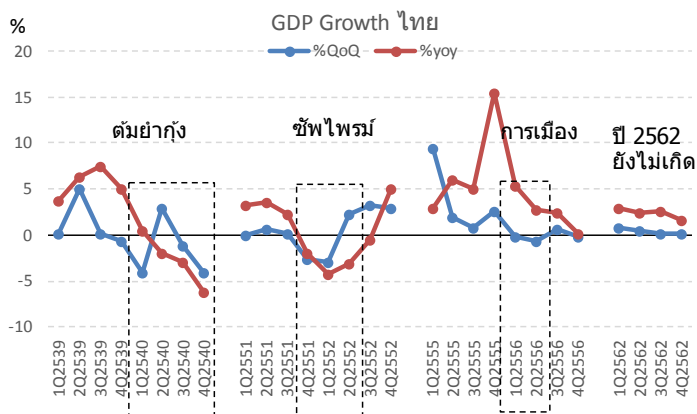
สถานการณ์การระบาดดังกล่าวสร้างความกังวลว่าเศรษฐกิจโลกอาจชะลอตัวลง กดดันให้ Fund Flow ยังไหลออกจากสินทรัพย์เสี่ยง และเข้าไปสู่สินทรัพย์ปลอดภัย (Safe Haven) อย่างต่อเนื่อง โดยราคาสินทรัพย์เสี่ยงปรับลดลง เช่น ตลาดหุ้นสหรัฐปรับฐานอีกครั้งวานนี้ กล่าวคือ ดัชนี Dow Jones ลดลง 3.15%, ดัชนี S&P 500 Index ลดลง 3.03% และดัชนี NASDAQ ลดลง 2.7% รวมถึงราคาน้ำมันดิบที่ปรับฐานเช่นกัน (ราคาน้ำมันดิบ WTI ลดลง 2.97%, Brent ลดลง 2.4% และ Dubai ลดลง 2.7%) สวนทางกับราคาสินทรัพย์ปลอดภัยมีแนวโน้มปรับขึ้นต่อ สะท้อนจาก Bond Yield ของสหรัฐปรับลดลงต่อเนื่อง อาทิเช่น Bond Yield 30 ปีของสหรัฐลดลง 4 bps เหลือ 1.80% แต่ระดับต่ำสุดเป็นประวัติการณ์ และ Bond Yield 10 ปีที่ปรับลดลง 5 bps เหลือ 1.33% ขณะที่ Bond Yield 3 เดือนทรงตัวที่ 1.53% ส่งผลให้ภาวะ Inverted Yield Curve (Bond Yield ระยะสั้นสูงกว่า Bond Yield ระยะยาว) ยังคงอยู่ต่อเนื่องเป็นวันที่ 6

## ทุกครั้งที่เกิด Recession ดอกเบี้ยทยอยลดครั้ง

เศรษฐกิจไทยปี 2563 ASPS คาด GDP Growth ขยายตัว 1.6%yoy(Consens คาดเฉลี่ย 2.4%) อย่างไรก็ตามประเมินสถานการณ์ปัจจุบัน ทั้งไวรัส COVID-19 ยังแพร่กระจายและยืดเยื้อยาวนาน ในประเทศงบประมาณที่เบิกจ่ายล่าช้ากระทบการลงทุนภาครัฐและเอกชน และภัยแล้งหนักสุดในรอบ 40 ปี ฝุ่น PM2.5 กระทบการบริโภค โดยรวมดัชนี ASPS ดัชนีชี้ถึงเหตุการณ์หน้าคือ มีโอกาสที่เศรษฐกิจไทยมีความเสี่ยงเข้าสู่ภาวะชะลอตัว(Technical Recession) คือภาวะที่ขนาด GDP ลดลงต่อเนื่องกัน 2 ไตรมาส คือหดตัว %QoQ 2 ไตรมาสติดต่อกัน แม้ปัจจุบัน GDP Growth งวด 4Q62 ยังขยายตัว 0.2%qoq แต่ดัชนีเคยนำเสนอใน Econ outlook ว่า GDP ฝั่งภาคการผลิต (Production-side GDP) มีบางอุตสาหกรรมเข้าสู่ภาวะถดถอยแล้ว อาทิ ภาคเกษตร-ประมง, ไฟฟ้า, ก่อสร้าง รวมกันคิดราว 11.6% ของ GDP และมีอุตสาหกรรมที่เข้าข่าย Recession กล่าวคือ หดตัวไปแล้ว %QoQ 1 ไตรมาส คือ กลุ่มการเงิน และการผลิตสินค้าอุตสาหกรรม ราว 16% ของ GDP

ทั้งนี้ ASPS พิจารณาข้อมูลจากในอดีต พบว่า GDP Growth ไทยเคยเกิด Recession ราว 3 ครั้ง คือ ช่วงวิกฤตต้มยำกุ้งปี 2540 เกิดจากไทย , วิกฤตซัพพโพร้มปี 2561 เกิดจากภาคก่อสร้างสหรัฐ และวิกฤตการเมืองปี 2556 พบว่า GDP Growth หดตัว %QoQ 2 ไตรมาสติดต่อกัน และหดตัว %yoy ในช่วงเดียวกัน

## Recession ที่เกิดขึ้นในไทยตั้งแต่ในอดีต

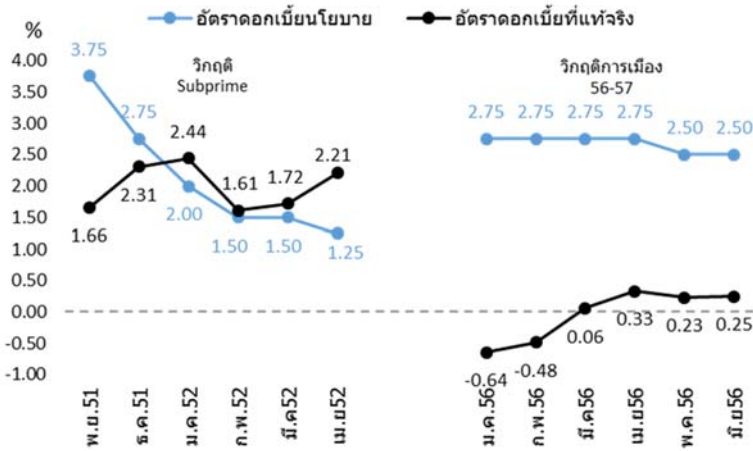


ที่มา : ASPS

และเป็นสิ่งที่สังเกตว่าทุกครั้งก่อนจะเกิด Recession ของไทย จะเห็นได้ว่า กนง. จะมีการลดดอกเบี้ยนโยบายลงก่อนทุกครั้ง (ดังรูป) ดังเช่น วิกฤตซัพพโพร้ม พบว่า GDP Growth หดตัว 4Q51 %QoQ ทำให้

- ธ.ค.51 กนง.ลดดอกเบี้ยนโยบายลง จาก 3.75% เหลือ 2.75%
- ม.ค.52-เม.ย.52 กนง. ลดดอกเบี้ยนโยบายติดต่อกันรวม 3 ครั้งลงจาก 2.75% เหลือ 1.25%

## อัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในช่วงที่เกิดวิกฤตในไทย



ที่มา : Bloomberg , ASPS

อย่างไรก็ตามเมื่อเทียบกับสถานการณ์ปัจจุบัน จากทิศทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว แต่ยังไม่ Recession ดังกล่าว และโดยสถิติในอดีต พบว่า กนง. มักจะไม่ลดดอกเบี้ยต่อเนื่องกัน โดยมักจะเว้นช่วงประมาณ 1-6 เดือน ก่อนลดครั้งถัดไปเสมอ แต่เชื่อว่าการประชุม กนง. 25 มี.ค. 2563 กนง. จำเป็นที่จะต้องมีการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายเป็นครั้งที่ 2 ราว 0.25% อยู่ที่ 0.75% ใน เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ

## SET มีโอกาสฟื้นเร็ว หลังผ่านพ้นเรื่องเลวร้าย เช่น MCS CPF CPALL

ความกังวลประเด็นโรค COVID-19 ขยายวงกว้างไปในประเทศอื่นๆ และกินระยะเวลาานกว่าที่ตลาดคาด กดดันภาพเศรษฐกิจโลกมีโอกาสชะลอลง สร้างความกังวลว่าเศรษฐกิจไทยมีโอกาสเกิด Technical Recession หากย้อนไปดูในอดีต พบว่า ช่วงเวลาที่เกิดการหดตัวของเศรษฐกิจติดต่อกันเกิน 2 ไตรมาส คือ ปี 2540 วิกฤตต้มยำกุ้ง ปี 2551 วิกฤตซับไพร์ม และ ปี 2556 ประเด็นการเมืองร้อนแรง มีการประกาศยกเลิก QE กดดัน Fund Flow ไหลออกจากตลาดหุ้น ส่งผลให้ SET Index ปรับฐานแรง ดังตารางทางด้านล่าง

### ผลตอบแทน SET Index และ Fund Flow ในช่วงที่เกิดวิกฤตไทย

ชื่อวิกฤต	ช่วงเวลา	SET Index	Fund Flow (แสนล้านบาท)
ซับไพร์ม	พ.ค.2551-พ.ย.2551	-55.6%	-1.36
การเมือง	พ.ค.2556-ม.ค.2557	-21.5%	-1.91
-	ก.ค.2562-ปัจจุบัน	-17.6%	-1.21

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

อย่างไรก็ตามหากวิเคราะห์ Valuation ปัจจุบัน โดยพิจารณาผ่าน Market Earning Yield Gap ภายใต้อัตรา EPS63 ในระดับต่างๆ 86.17 บาท/หุ้น พร้อมกับใช้ Bond Yield 1 ปี ณ ปัจจุบัน ที่ 0.93% จะได้ Market Earning Yield Gap ในช่วง 5.20 % ถือว่ากว้างมากเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 4.28% และอยู่ในระดับเดียวกันกับตอนเศรษฐกิจถดถอยในปี 2556

## Market Earning Yield Cap. ของตลาดหุ้นไทย



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

ตั้งนั้นคาดว่า SET Index ยังมีโอกาสฟื้นได้เร็วขึ้นเหมือนอดีต หากเหตุการณ์ต่างๆผ่านคลายลง รวมถึงเวลาเกิดผลกระทบจากเหตุการณ์ที่ผิดปกติ มีโอกาสที่ทางกอง.จะใช้มาตรการทางการเงินผ่านคลายต่อเนื่อง ช่วยหนุนดัชนีอีกแรง

SET Index ดีดกลับได้เร็วหลังผ่านเหตุการณ์เลวร้าย

ช่วงเวลาเดียวกันที่ปรับฐาน	SET Index
6 เดือนหลังจากที่เกิดวิกฤตซับไพรม์	49.3%
8 เดือนหลังจากที่เกิดวิกฤตการณ์การเมือง	26.8%
หลังจากวิกฤตโควิด	?

กลยุทธ์การลงทุนแบ่งออกเป็น 2 ทีม คือ

- หุ้นปันผลสูง น่าจะเป็นเป้าหมายอันดับแรกๆของ Fund Flow ยามดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ แนะนำ MCS, PYLON, DIF
- หุ้นพื้นฐานแข็งแกร่ง แนวโน้มกำไรเติบโตได้โดดเด่นเหนือตลาด แนะนำ CPF, CPALL

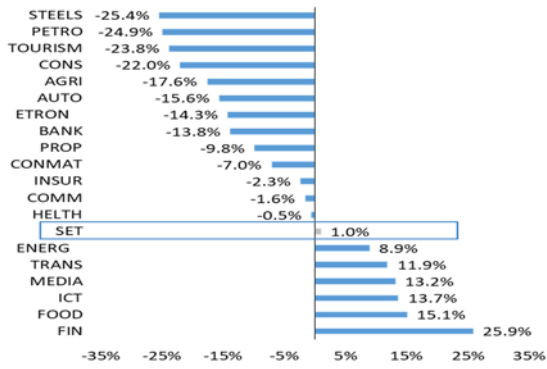
Valuation หุ้นปันผลเด่น และหุ้นที่มีผลประกอบการโดดเด่นกว่าตลาดฯ

Company	Sector	Last Price (24/02/2020)	FairValue	Upside	EPS Growth	20F Div Yield	19F (%)
<b>กลุ่มปันผลสูง</b>							
MCS	STEEL	9.50	14.20	49.5%	12.9%	6.47	
DIF	ICT	17.00	n.a.	n.a.	n.a.	6.08	
PYLON	CONS	4.84	7.35	51.9%	11.2%	5.32	
<b>กลุ่มที่มีผลประกอบการโดดเด่นกว่าตลาดฯ</b>							
CPF	FOOD	28.50	40.00	40.4%	16.7%	2.81	
CPALL	COMM	68.25	91.00	33.3%	14.7%	2.10	

ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

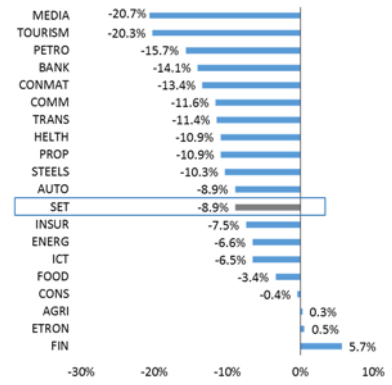
Top pick วันนี้เลือก MCS, CPF และ CPALL

SET vs Sector Return 2019



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

SET vs Sector Return 2020ytd

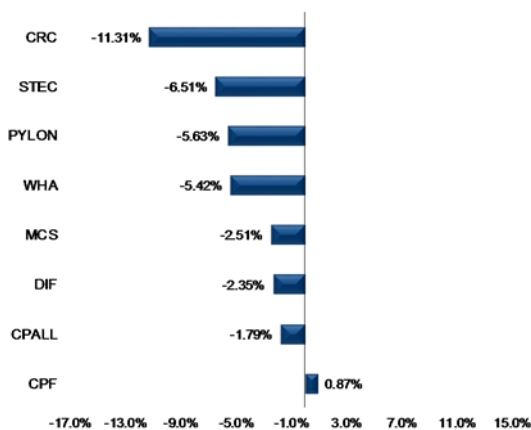


ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASPS

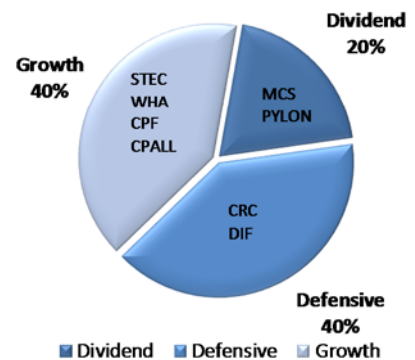
## หุ้นที่แนะนำใน Market Talk

Stocks	Start Date	Weight	Accumulated Return	Price		Fair Value	PER 2020F	EPS Growth 20F	Dividend Yield	Strategist Comment
				Avg. Cost	Last					
<b>MCS</b>	14-Jan-20	10%	-2.51%	9.95	9.70	14.20	6.27	6%	7.47	ระยะสั้น 4Q62 ทอยส่งออกญี่ปุ่นสูงราว 1-1.3 หมื่นตัน หนุนกำไรปี 2562 เติบโต 31.7% YoY คำในปี 2563 แนวโน้มกำไรยังดีต่อเนื่อง โดยมีแรงส่งจากโครงการ Shibuya และโครงการอื่นๆ
<b>WHA</b>	12-Feb-20	10%	-5.42%	3.32	3.14	4.89	12.02	10%	4.70	ตัวธุรกิจมีแนวโน้มการเติบโตที่น่าสนใจ เริ่มจากการขายทรัพย์สินเข้ากอง REIT 4.8 พันล้านบาท คาดผลกำไรกำไรปี 2562 เติบโต 10.5%YoY ขณะที่ปี 2563 ฝ่ายวิจัยประเมินกำไรปี 2563 เติบโตสร้าง New High ที่ 3.5 พันล้านบาท
<b>DIF</b>	17-Feb-20	25%	-2.35%	17.00	16.60	n.a.	n.a.	n.a.	6.23	Dividend Yield สูง 6% และยังมี Premium เพียง 9% เท่านั้น และยังได้ Sentiment ของแนวโน้มการใช้สัญญาณ 5G ที่มากขึ้น
<b>STEC</b>	14-Feb-20	10%	-6.51%	16.90	15.80	25.00	15.07	14%	2.85	ภาพธุรกิจปี 2563 ไม่่ากังวล จาก Backlog ในมือปัจจุบันที่มากกว่า 8.8 หมื่นล้านบาท รองรับการสร้างรายได้ถึงปี 2566 โดยคาดยอดศรัทธารายได้ปี 2563 น่าจะทำได้ประมาณ 3.7 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 20%YoY
<b>CPALL</b>	24-Feb-20	10%	-1.79%	70.00	68.75	91.00	21.40	15%	2.09	ผลบวกจากมาตรการกระตุ้นของรัฐฯ ที่น่าจะเริ่มทยอยออกมาหลังจากงบประมาณฯ กลับมาเบิกจ่าย นับจาก เม.ย.63
<b>CPF</b>	19-Feb-20	15%	0.87%	28.75	29.00	40.00	10.63	17%	2.76	คาดกำไรสุทธิปี 2562-63 จะเติบโต 32.0% yoy และ 5.1% yoy จากธุรกิจสุกรในไทยและเวียดนามที่ฟื้นตัวชัดเจน และตลาดส่งออกไข่ยังเติบโตต่อเนื่อง
<b>PYLON</b>	07-Feb-20	10%	-5.63%	5.15	4.86	7.35	12.14	11%	6.74	แนวโน้มกำไรงวด 4Q62 เติบโตโดดเด่น หนุนจากงานรับเหมาเสาเข็มโครงการศูนย์ประชุมสิริกิติ์ และ Bangkok Mall และคาดหวัง Dividend Yield สูงกว่า 5%
<b>CRC</b>	20-Feb-20	10%	-11.31%	42.00	37.25	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	หุ้น CRC ที่มีฐานธุรกิจที่มีความมั่นคง และศักยภาพเติบโตสูง เพราะธุรกิจครอบคลุมทั้งกลุ่มอาหาร, ฮาร์ดไลน์ และเนฟชั่น

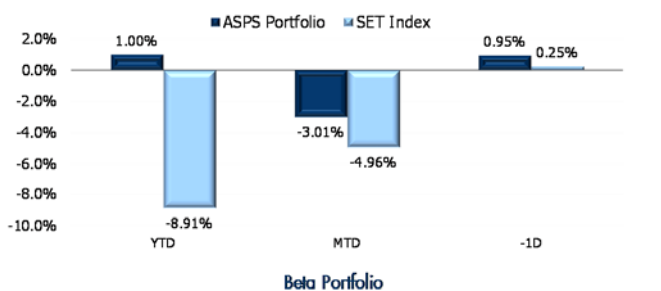
Accumulated returns since our recommendation



Stock Classification



Accumulated returns



Accumulated returns since beginning of the year

