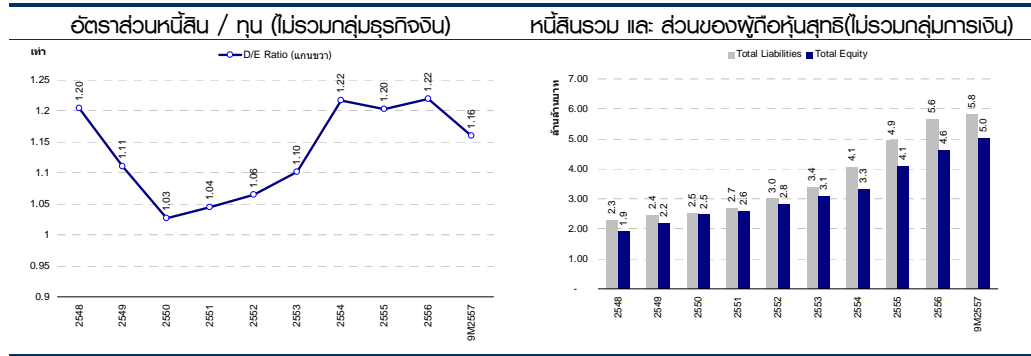


ดอกเบี้ยลง 0.25% ถึง PER ขึ้น 0.60 เท่า หรือ SET 62 จุด

SET Index	1,605.11 จุด
มูลค่าตลาด	14,935 พันล้านบาท
PER '57	16.07 เท่า

- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกที่ยังเปราะบาง ขณะที่อัตราเงินเฟ้ออยู่ในเกณฑ์ต่ำจนบางประเทศกำลังเข้าสู่ภาวะเงินฝืด สภาพการณ์ดังกล่าวทำให้คาดว่าอัตราดอกเบี้ยโลกยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อไป และยิ่งอาจเห็นการปรับลดลงในบางประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังเป็นบวก ซึ่งรวมถึงประเทศไทยที่ปัจจุบันอยู่ที่ระดับประมาณ 2%
- ASP Research ประเมินว่าอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลงทุกๆ 0.25% จะส่งผลทำให้ SET Index สามารถซื้อขายบนค่า PER ที่สูงขึ้น 0.6 เท่า คิดเป็นดัชนีที่ราว 62 จุด แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากปัจจุบัน Market Earning Yield Gap ของตลาดหุ้นไทยอยู่ที่ระดับต่ำเพียง 3.6% อาจทำให้การปรับขึ้นขึ้นไปของ SET Index น้อยกว่าที่คำนวณไว้
- สิ้น 3Q57 บริษัทจดทะเบียน (ไม่รวมกลุ่มธุรกิจการเงิน) มีหนี้สินรวม 5.8 ล้านล้านบาท และหนี้ที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย 4.94 ล้านล้านบาท D/E 1.16 เท่า หากอัตราดอกเบี้ยลดลง 0.25% และโครงสร้างหนี้มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 50% กำไรบริษัทจดทะเบียนจะเพิ่ม 6.2 พันล้านบาท 0.68 บาท/หุ้น หรือ 0.65% ของประมาณการ EPS ตลาดที่ใช้อยู่ในปัจจุบัน
- กลุ่มที่น่าสนใจในภาวะดอกเบี้ยขาลงได้แก่ พัฒนาการที่อยู่อาศัย (PS, SPALI, SENA) กลุ่มธุรกิจเข้าซื้อ (ASK) กลุ่มขนส่ง (AAV, RCL) และ กลุ่มบันเทิง (BEC)



ที่มา : Bloomberg, ASP Research

ที่มา : Bloomberg, ASP Research

PER ที่เหมาะสม ที่ Yield Gap และ อัตราดอกเบี้ยต่างๆ

Yield Gap	1.50%	1.75%	2.00%	2.25%	2.50%
4.00%	18.18	17.39	16.67	16.00	15.38
4.25%	17.39	16.67	16.00	15.38	14.81
4.50%	16.67	16.00	15.38	14.81	14.29
4.75%	16.00	15.38	14.81	14.29	13.79
5.00%	15.38	14.81	14.29	13.79	13.33

ที่มา : ASP Research

ประมาณการ SET Index บนค่า PER ต่างๆ

SET Index Sensitivity	ก.พ. 58E	มิ.ย. 58E	ก.ย. 58E	ธ.ค. 58E
14.0X	1,276	1,346	1,399	1,451
14.5X	1,322	1,394	1,449	1,503
15.0X	1,368	1,442	1,498	1,555
15.5X	1,413	1,490	1,548	1,607
16.0X	1,459	1,538	1,598	1,658
16.5X	1,504	1,586	1,648	1,710
17X	1,550	1,634	1,698	1,762
18X	1,641	1,731	1,798	1,866

ที่มา : ASP Research

เท็ดศักดิ์ ทวีธีระธรรม

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 004132

Therdsak.re@asiaplus.co.th

พบชัย ภัทราวิษฐ์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 052647

มาราพร กวีวิริยะกุล

ผู้ช่วยนักเศรษฐศาสตร์

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธะผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

เศรษฐกิจเปราะบาง เงินเฟ้อต่ำ ดอกเบี้ยโลกต้องอยู่ระดับต่ำต่อไป

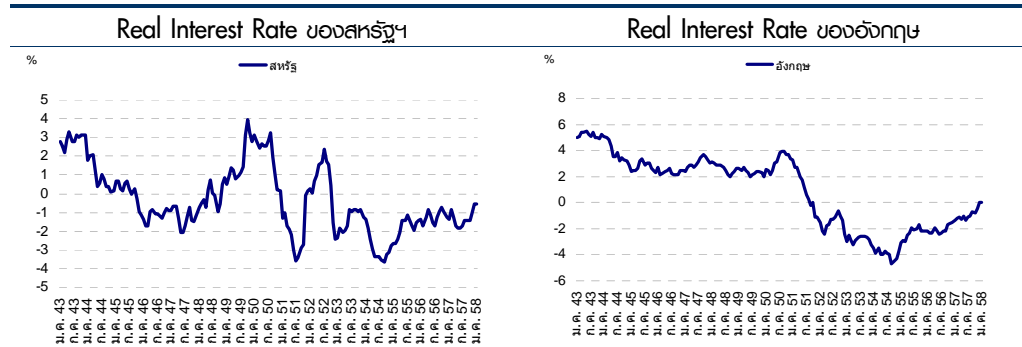
ตลอดปี 2557 ต่อเนื่องจนถึงปี 2558 สัญญาณการฟื้นตัวเศรษฐกิจ ปรากฏชัดเจนเฉพาะในส่วนของสหรัฐอเมริกา ขณะที่ในกลุ่มประเทศอื่นๆ กลับยังแสดงสัญญาณความอ่อนแอทางเศรษฐกิจออกมาอย่างต่อเนื่อง จนล่าสุดเมื่อเดือน ม.ค.2558 ทั้ง World Bank และ IMF ต่างออกมาปรับลดประมาณการอัตราการเติบโตเศรษฐกิจโลกปี 2558 ลง โดย World Bank ปรับลดจาก 3.4% เหลือ 3.0% และ IMF ปรับลดจาก 3.8% เหลือ 3.5% นอกจากนี้การที่ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องนับจาก 2H57 เป็นต้นมา ทำให้อัตราเงินเฟ้อของหลายประเทศ อยู่ในระดับที่ต่ำมาก จนถึงขั้นติดลบ จากองค์ประกอบของทั้ง การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่ยังเปราะบาง และภาวะเงินเฟ้อที่อยู่ในระดับต่ำจนเข้าใกล้ภาวะเงินฝืด ล้วนเป็นปัจจัยแวดล้อมที่ทำให้ทิศทางอัตราดอกเบี้ยโลกยังจำเป็นต้องถูกกดให้อยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง โดยในรอบปี 2557 ที่ผ่านมามาตราการกลางส่วนใหญ่คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับต่ำ หรือปรับลดอัตราดอกเบี้ย (จีน, เกาหลีใต้, ตุรกี, เม็กซิโก, ยูโรโซน) หรือแม้แต่ตรึงอัตราดอกเบี้ยซึ่งใกล้เคียง 0 หรือติดลบ ไว้ที่ระดับเดิม (สหรัฐฯ, อังกฤษ, ออสเตรเลีย, ญี่ปุ่น) ยกเว้น ในบางประเทศที่มีปัญหาเฉพาะตัว อย่างเช่น ค่าเงินลดลงอย่างเศรษฐกิจในประเทศ ส่งผลให้เงินเฟ้ออยู่ในระดับสูง จึงต้องปรับขึ้นดอกเบี้ยแทน อาทิ รัสเซีย เงินเฟ้อสูงถึง 11.4%, อินโดนีเซีย เงินเฟ้อสูงกว่า 8.4%, บราซิล เงินเฟ้อสูงเกือบ 6.5% เป็นต้น

ผลการตัดสินใจเกี่ยวกับอัตราดอกเบี้ยนโยบาย ในเดือน ม.ค. 2558

วันที่	ธนาคารกลางประเทศ	การเปลี่ยนแปลง	อัตราดอกเบี้ยล่าสุด	อัตราดอกเบี้ยครั้งก่อนหน้า
8 ม.ค. 58	อังกฤษ (BOE)	คงที่	0.50%	0.50%
14 ม.ค. 58	โปแลนด์	คงที่	2.00%	2.00%
15 ม.ค. 58	เกาหลีใต้	คงที่	2.00%	2.00%
15 ม.ค. 58	อินเดีย (RBI)	ลง	7.75%	8.00%
15 ม.ค. 58	สวิตเซอร์แลนด์ (SNB)	ลง	-0.75%	-0.25%
15 ม.ค. 58	อินโดนีเซีย	คงที่	7.75%	7.75%
15 ม.ค. 58	อียิปต์	ลง	8.75%	9.25%
16 ม.ค. 58	ชิลี	คงที่	3.00%	3.00%
20 ม.ค. 58	ตุรกี (TCMB)	ลง	7.75%	8.25%
20 ม.ค. 58	ไนจีเรีย	คงที่	13.00%	13.00%
21 ม.ค. 58	ญี่ปุ่น (BOJ)	คงที่	0.00%	0.00%
21 ม.ค. 58	แคนาดา (BOC)	ลง	0.75%	1.00%
22 ม.ค. 58	บราซิล	ขึ้น	12.25%	11.75%
22 ม.ค. 58	ยูโรโซน (ECB)	คงที่	0.05%	0.05%
26 ม.ค. 58	อิสราเอล	คงที่	0.25%	0.25%
28 ม.ค. 58	ไทย	คงที่	2.00%	2.00%
28 ม.ค. 58	มาเลเซีย	คงที่	3.25%	3.25%
29 ม.ค. 58	สหรัฐฯ (Fed)	คงที่	0.25%	0.25%
29 ม.ค. 58	แอฟริกาใต้	คงที่	5.75%	5.75%
30 ม.ค. 58	เม็กซิโก	คงที่	3.00%	3.00%
30 ม.ค. 58	รัสเซีย	ลง	15.00%	17.00%
31 ม.ค. 58	โคลัมเบีย	คงที่	4.50%	4.50%

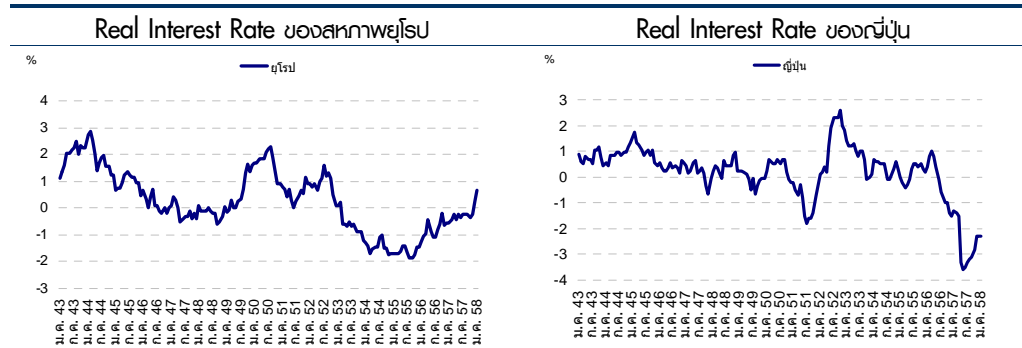
ที่มา : รวบรวมโดย ASP Research

สำหรับปี 2558 การประชุมของธนาคารกลางของประเทศต่างๆ ทั่วโลก พบว่าทั้งหมดคงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไว้ที่ระดับต่ำ หรือปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง เป็นการตอกย้ำถึงทิศทางอัตราดอกเบี้ยโลก ว่ายังจะต้องอยู่ในระดับต่ำ หรือปรับลดลงไปอีกระยะหนึ่ง อย่างน้อยจนกว่าจะเห็นสัญญาณของปัญหาเงินเฟ้อกลับมา หรือ การฟื้นตัวของเศรษฐกิจมีเสถียรภาพมากขึ้น



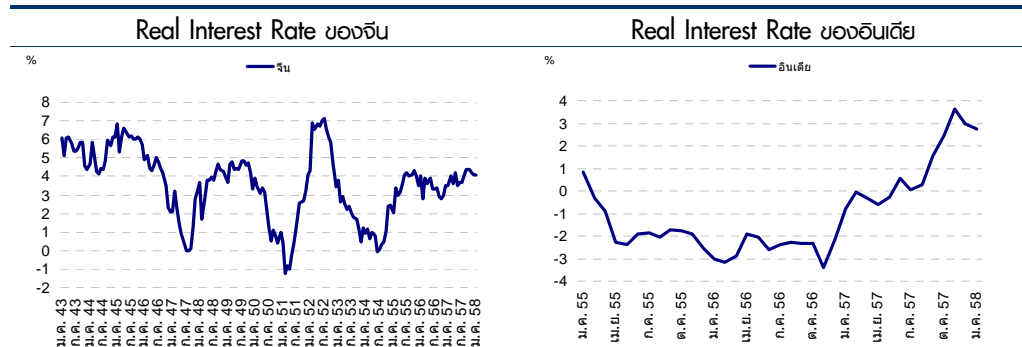
ที่มา : tradingeconomics.com

ที่มา : tradingeconomics.com



ที่มา : tradingeconomics.com

ที่มา : tradingeconomics.com



ที่มา : tradingeconomics.com

ที่มา : tradingeconomics.com

สหรัฐฯ : Fed คงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย (Fed Fund Rate) ที่ 0.25% มาเป็นเวลายาวนานตั้งแต่เดือน ธ.ค. 2551 โดยการประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (FOMC) ครั้งล่าสุดเมื่อวันที่ 27-28 ม.ค. ที่ผ่านมา ยังคงสามารถคาดการณ์ได้ว่า Fed จะยังไม่ขึ้นอัตราดอกเบี้ยไปจนกว่าจะถึงการประชุมวันที่ 16-17 มิ.ย. นี้ แม้จะมีมุมมองที่ดีขึ้นต่อภาวะเศรษฐกิจโลกและตลาดแรงงาน แต่อัตราเงินเฟ้อที่ชะลอลงและต่ำกว่าเป้าหมายยังเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ Fed ยังตรึงอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำต่อไป

อังกฤษ : ธนาคารกลางอังกฤษ (BOE) มีมติคงอัตราดอกเบี้ยฯ ที่ 0.5% ในการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อ 8 ม.ค. รวมทั้งคงมาตรการเข้าซื้อสินทรัพย์ทางการเงินที่ปีละ 3.75 แสนล้านปอนด์ เนื่องจากความเสี่ยงด้านเงินฝืด โดยคาดหมายกันว่าอังกฤษจะปรับขึ้นดอกเบี้ยในช่วงครึ่งปีหลัง 2558 ทั้งนี้ ธนาคารกลางอังกฤษคงอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำเป็นประวัติการณ์นี้มาตั้งแต่ มี.ค. 2552 โดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปัจจุบันอยู่ที่บริเวณ 0%

สหภาพยุโรป : ที่ประชุม ECB ตัดสินใจออกมาตรการ QE เข้าซื้อพันธบัตรรัฐบาลและเอกชน เดือนละ 6 หมื่นล้านยูโร ต่อเนื่อง 19 เดือน ถึงเดือน ก.ย. 2559 ในการประชุมเมื่อวันที่ 22 ม.ค. นอกจากนี้ยังคงอัตราดอกเบี้ยนโยบาย, อัตราดอกเบี้ยเงินกู้, และอัตราดอกเบี้ยเงินฝากไว้ที่ 0.05%, 0.30% และ -0.20% ตามลำดับ เพื่อต่อสู้กับภาวะเงินเฟ้อชะลอตัวที่แพร่ขยายไปทั่วภูมิภาคเนื่องจากภาวะเศรษฐกิจตกต่ำ กำหนดเป้าหมายเงินเฟ้อที่ 2% โดยอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงปัจจุบันยังคงเป็นบวกเกือบ 1%

ญี่ปุ่น : ธนาคารกลางญี่ปุ่น BOJ ตัดสินใจคงมาตรการซื้อพันธบัตรรัฐบาล เพื่อเพิ่มฐานเงินที่ 70-80 ล้านล้านเยนต่อปี และอัตราดอกเบี้ยไว้ที่ 0% ดั้งเดิม เนื่องจากเงินเฟ้อยังอยู่ต่ำกว่าเป้าหมายมากทั้งนี้ อัตราเงินเฟ้อญี่ปุ่นเฉลี่ยอยู่ช่วงปี 2515 – 2557 อยู่ที่ 3.1% สูงสุดที่ 9% เดือน ธ.ค. 2516 ต่ำสุดที่ 0% เดือน ก.พ. 2542 ส่วนอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ที่ต่ำกว่า -2%

จีน : PBOC ตัดสินใจลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 40 bps สู 5.6% ในการประชุมเมื่อวันที่ 21 พ.ย. 2557 เป็นการปรับลดครั้งแรกในรอบกว่า 2 ปี และปรับลดอัตราดอกเบี้ยเงินฝาก 1 ปี ลงสู 2.75% นอกจากนี้เมื่อ 4 ก.พ.2558 ยังได้ปรับลดสัดส่วนการกันสำรองของธนาคารพาณิชย์ลง 0.50% เหลือ 19.5% เพื่อใช้ในการกระตุ้นเศรษฐกิจ ทั้งนี้อัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงยังคงอยู่ที่ระดับสูงประมาณ 4%

อินเดีย : ธนาคารกลางอินเดียตัดสินใจลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 25 bps อยู่ที่ 7.75% ในการประชุมเมื่อวันที่ 15 ม.ค. ที่ผ่านมา เพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจและกระตุ้นให้อัตราเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นมาอยู่ในระดับที่เหมาะสม นอกจากนี้ยังเป็นการส่งสัญญาณอย่างมีนัยสำคัญ ว่าอาจมีการกระตุ้นเศรษฐกิจเพิ่มเติม หากเงินเฟ้อยังไม่กระเตื้องขึ้น ปัจจุบันอัตราดอกเบี้ยที่แท้จริงอยู่ที่ราว 3%

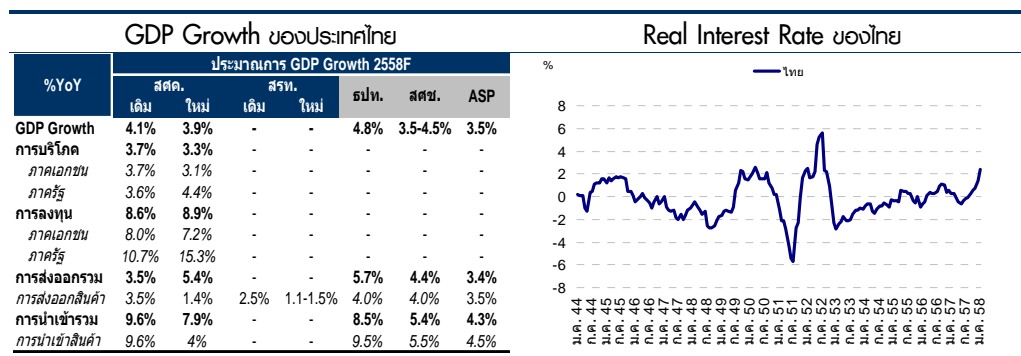
เศรษฐกิจไทย ยังต้องอาศัยดอกเบี้ยต่ำ เป็นแรงพยุง

แม้ประมาณการ GDP Growth ปี 2558 จะถูกคาดหมายว่าจะอยู่ในช่วง 3.5% - 4.8% (ฝ่ายวิจัย ASP คาดการณ์ที่ 3.5%) แต่ประมาณการดังกล่าวก็ยังตกอยู่ในภาวะที่เสี่ยงต่อการที่จะต้องปรับลดลง เนื่องจากที่ผ่านมาการเบิกจ่ายงบประมาณด้านการลงทุนของรัฐบาล ยังอยู่ในเกณฑ์ที่ล่าช้ากว่าเป้าหมาย , การบริโภคของภาคครัวเรือนก็ยังคงถูกจำกัดด้วยหนี้สาธารณะที่อยู่ในระดับสูง และ ล่าสุดภาคการค้าระหว่างประเทศ ก็อยู่ภายใต้ความเสี่ยงที่จะต้องถูกปรับลดประมาณการลงมาเช่นกัน หลังจาก IMF และ World Bank ต่างออกมาปรับลดประมาณการ GDP Growth โลกลดลง ซึ่งกระทบต่อเป้าหมายการส่งออก เชื่อว่าหลังจากนี้น่าจะเห็นการทยอยออกมาปรับลด GDP Growth ของประเทศไทยปี 2558 ลง

สภาวะเศรษฐกิจที่ดูค่อนข้างเปราะบางดังกล่าวข้างต้น ประกอบกับอัตราเงินเฟ้อที่ต่ำจนถึงขั้นติดลบ 0.41% ในเดือน ม.ค.2558 (ครั้งแรกในรอบ 64 เดือน) โดยส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันที่ปรับลดลงค่อนข้างรุนแรงต่อเนื่องนับจากกลางปี 2557 เป็นต้นมา ถือเป็นสภาวะแวดล้อมที่เอื้อให้ ธนาคารแห่งประเทศไทยสามารถดำเนินนโยบายการเงิน แบบผ่อนคลายต่อไปได้

ในส่วนของทิศทางอัตราดอกเบี้ย การประชุมคณะกรรมการนโยบายการเงิน (กนง.) เมื่อวันที่ 28 ม.ค. มีมติ 5 ต่อ 2 เสียง ให้ขึ้นดอกเบี้ยที่ระดับ 2% ต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 11 ซึ่งการคงอัตราดอกเบี้ยดังกล่าวทำให้อัตรา

ดอกเบี้ยที่แท้จริงของประเทศไทยยังเป็นบวกกว่า 2% ทำให้ฝ่ายวิจัยเห็นว่ามีความเป็นไปได้ที่จะเห็นการปรับลดของอัตราดอกเบี้ยนโยบายในอีกไม่นานจากนี้

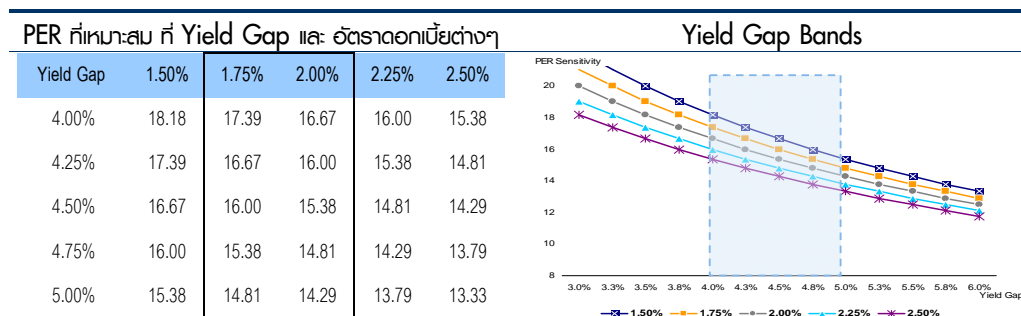


ที่มา : tradingeconomics.com

ที่มา : tradingeconomics.com

การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะเป็นพลดีต่อ SET Index

การปรับลดอัตราดอกเบี้ยถือเป็นปัจจัยบวกในแง่ของการสร้างสภาพคล่องส่วนเพิ่มให้กับตลาด โดยหากประเมินด้วยแนวคิดของ Market Earning Yield Gap ซึ่งเป็นการคำนวณส่วนต่างของผลตอบแทนระหว่างการลงทุนในตลาดหุ้น (Market Earning Yield , E/P) กับผลตอบแทนพันธบัตร 1 ปี ส่วนต่างของผลตอบแทนดังกล่าวถือได้ว่าเป็นผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (Risk Premium) ซึ่งนักลงทุนควรได้รับจากการย้ายเงินลงทุนจากตลาดพันธบัตรที่มีความเสี่ยงต่ำ มาสู่การลงทุนในตลาดหุ้นที่มีความเสี่ยงสูงกว่า (ปกติจะอยู่ในช่วง 4-5%) เมื่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายปรับลดลง โดยกลไกปกติแล้วก็จะทำให้อัตราผลตอบแทนของพันธบัตร 1 ปี ลดลงมาด้วยอัตราใกล้เคียงกัน การปรับลดดังกล่าว จะส่งผลทำให้ Market Earning Yield Gap ขยายกว้างขึ้น หรืออีกทางหนึ่ง หากกำหนดให้ Market Earning Yield Gap คงที่ ก็จะส่งผลทำให้ Earning Yield ลดต่ำลง ซึ่งก็เท่ากับว่า ค่า PER ของตลาดจะสามารถปรับสูงขึ้นได้ ซึ่งจากการศึกษาของฝ่ายวิจัยพบว่า หากอัตราดอกเบี้ยปรับลดลง 0.25% จะส่งผลทำให้ตลาดหุ้นสามารถซื้อขายบนค่า PER ที่สูงขึ้นเฉลี่ย 0.60 เท่า ซึ่งบนประมาณการของฝ่ายวิจัยที่คาดว่า EPS งวดปี 2558 ของบริษัทจดทะเบียนที่ 103.65 บาท/หุ้น ก็น่าจะทำให้ SET Index ปรับตัวขึ้นได้ราว 62 จุด แต่อย่างไรก็ตามเป็นที่ต้องจับตาว่า ปัจจุบันค่า Market Earning Yield Gap ของตลาดหุ้นไทยอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำกว่าปกติกล่าวคืออยู่ที่ 3.6 – 3.7% เทียบกับภาวะปกติที่ 4 – 5% ดังนั้นแม้มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย ก็อาจไม่ทำให้ค่า PER ปรับสูงขึ้นไปได้มากกว่านี้ หรืออีกทางหนึ่งคือ อาจไม่ทำให้ SET Index ปรับตัวขึ้นอย่างมีเสถียรภาพ



ที่มา : ASP Research

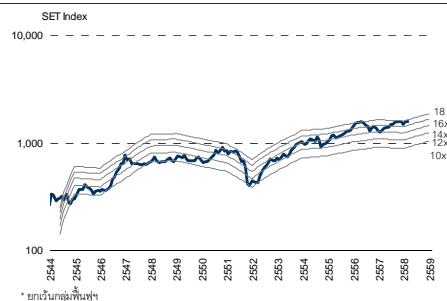
ที่มา : ASP Research

ประมาณการ SET Index บนค่า PER ต่างๆ

SET Index Sensitivity				
(เท่า)	ก.พ. 58E	มิ.ย. 58E	ก.ย. 58E	ธ.ค. 58E
14.0X	1,276	1,346	1,399	1,451
14.5X	1,322	1,394	1,449	1,503
15.0X	1,368	1,442	1,498	1,555
15.5X	1,413	1,490	1,548	1,607
16.0X	1,459	1,538	1,598	1,658
16.5X	1,504	1,586	1,648	1,710
17X	1,550	1,634	1,698	1,762
18X	1,641	1,731	1,798	1,866

ที่มา : ASP Research

PER Bands ของ SET Index

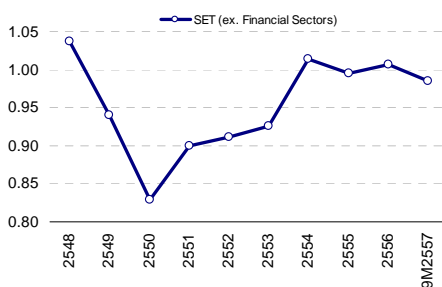


ที่มา : ASP Research

สิ้น 3Q57 หนี้สินรวมของบริษัทจดทะเบียน 5.80 ล้านล้านบาท

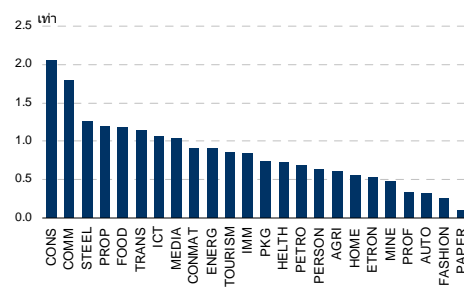
อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ระดับต่ำ และมีโอกาสปรับลดลง ในเชิงของปัจจัยพื้นฐานเห็นว่าจะเป็นผลดีต่อกิจการที่มีภาระหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย (Interest Bearing Debt, IBD) ระดับสูง และ หนี้สินดังกล่าวเป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ซึ่งส่วนใหญ่อาจเป็นหนี้ระยะสั้น ทั้งนี้จากการรวบรวมข้อมูลของ ASP Research พบว่า ณ สิ้น 3Q57 บริษัทจดทะเบียนที่ไม่ใช่กลุ่มธุรกิจการเงิน มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายรวม 4.94 ล้านล้านบาท หนี้สินรวม 5.80 ล้านล้านบาท และ ส่วนของผู้ถือหุ้นสุทธิ 5.02 ล้านล้านบาท คิดเป็นอัตราส่วน หนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่าย ต่อทุน (IBD / Equity) 0.98 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อทุน (Debt to Equity) 1.16 เท่า ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ไม่สูงนัก อีกทั้งเริ่มเห็นการปรับตัวลดลงเล็กน้อยนับจากปี 2554 เป็นต้นมา สะท้อนภาพความแข็งแกร่งของโครงสร้างการเงินของบริษัทจดทะเบียนโดยภาพรวม และหากกำหนดสมมติฐานให้โครงสร้างหนี้ของบริษัทจดทะเบียนดังกล่าว เป็นส่วนที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ และ ลอยตัวอย่างละ 50% กรณีอัตราดอกเบี้ยปรับลดลง 0.5% จะทำให้บริษัทจดทะเบียนมีกำไรสุทธิสูงขึ้น 1.24 หมื่นล้านบาท คิดเป็น EPS ที่ 1.36 บาท/หุ้น เพิ่มขึ้นจากประมาณการ EPS ของตลาดในปัจจุบัน 1.31% หรือหากปรับลดลงเพียง 0.25% ก็จะทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 6.2 พันล้านบาทหรือ 0.68 บาท/หุ้น เพิ่มจากประมาณการปัจจุบัน 0.65%

IBD / Equity ของ SET (ไม่รวมกลุ่มการเงิน) 3Q57



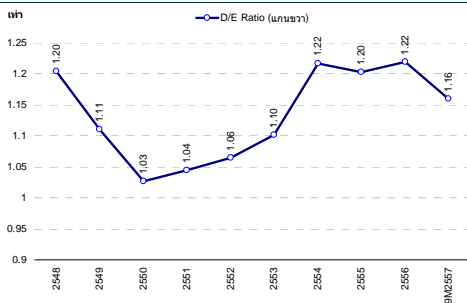
ที่มา : Bloomberg, ASP Research

IBD / Equity ของแต่ละกลุ่มฯ 3Q57



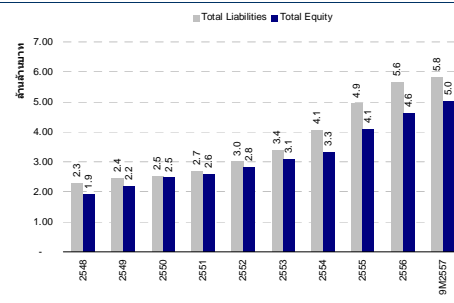
ที่มา : Bloomberg, ASP Research

อัตราส่วนหนี้สิน / ทุน (ไม่รวมกลุ่มการเงิน) 3Q57



ที่มา : Bloomberg, ASP Research

หนี้สินรวม และ ส่วนของผู้ออกหุ้นสุทธ(ไม่รวมกลุ่มการเงิน)



ที่มา : Bloomberg, ASP Research

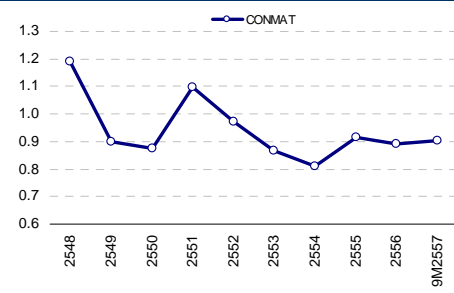
เมื่อพิจารณาในรายละเอียดแยกรายอุตสาหกรรม พบว่ามี 8 กลุ่มอุตสาหกรรมที่มี อัตราส่วน IBD/Equity สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด โดยที่สูงสุด 3 ลำดับแรก คือ กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง ประมาณ 2.05 เท่า นำโดย ITD และ CK , กลุ่มค้าปลีก-ส่ง 1.78 เท่า นำโดย CPALL ซึ่งเกิดจากเงินกู้เพื่อการเข้าซื้อกิจการ และ กลุ่มเหล็ก 1.26 เท่า โดย SSI เป็นบริษัทที่มีภาระหนี้สินสูงที่สุด แต่อย่างไรก็ตามทั้ง 2 กลุ่มอุตสาหกรรมจาก 3 กลุ่มที่กล่าวถึงข้างต้น ก็แสดงพัฒนาการเชิงบวกให้เห็น โดยพบว่าอัตราส่วน IBD/ Equity มีแนวโน้มลดลง หลังจากสร้างจุดสูงสุดในปี 2555 โดยกลุ่มรับเหมาก่อสร้างปรับลดลงจาก 2.5 เท่า มาอยู่ที่ 2.05 เท่า ณ สิ้น 3Q57 และกลุ่มอุตสาหกรรมเหล็กปรับลดลงจาก 1.39 เท่า มาอยู่ที่ 1.26 เท่า แต่ ในส่วนของกลุ่มค้าปลีก พบว่าอัตราส่วน IBD/Equity ยังปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่องจนมาอยู่ที่ 1.78 เท่า ณ สิ้น 3Q57

IBD / Equity กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง 3Q57



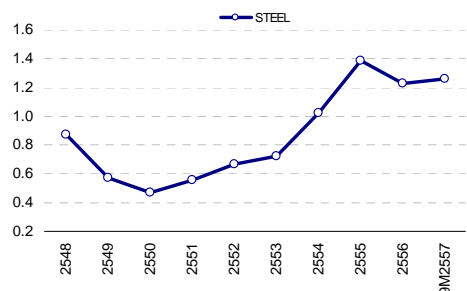
ที่มา : Bloomberg, ASP Research

IBD / Equity กลุ่มวัสดุก่อสร้าง 3Q57



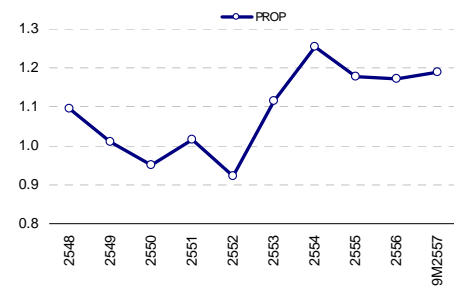
ที่มา : Bloomberg, ASP Research

IBD/Equity กลุ่มเหล็ก 3Q57

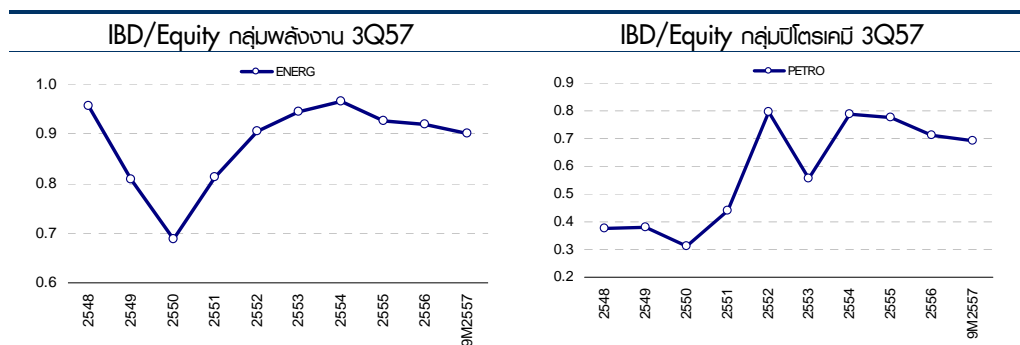


ที่มา : Bloomberg, ASP Research

IBD/Equity กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ 3Q57

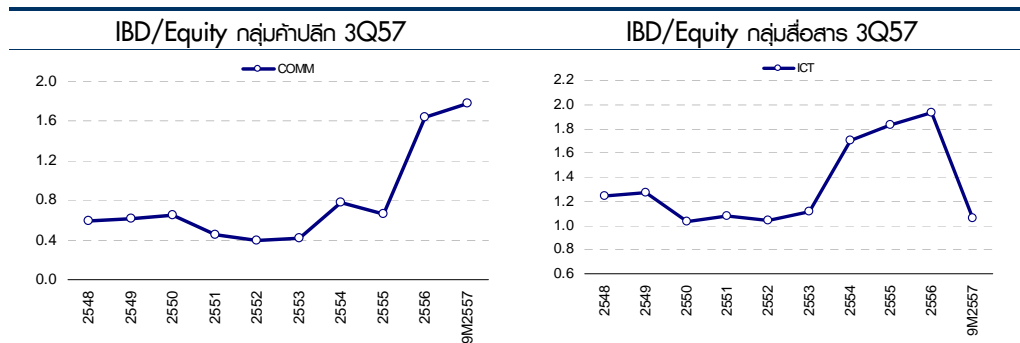


ที่มา : Bloomberg, ASP Research



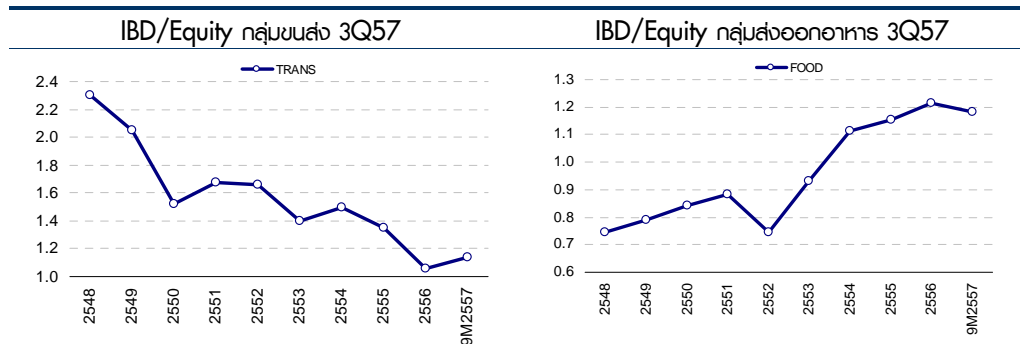
ที่มา : Bloomberg, ASP Research

ที่มา : Bloomberg, ASP Research



ที่มา : Bloomberg, ASP Research

ที่มา : Bloomberg, ASP Research



ที่มา : Bloomberg, ASP Research

ที่มา : Bloomberg, ASP Research

อีกกลุ่มหนึ่งที่น่าสนใจได้แก่ กลุ่มสื่อสาร ซึ่งอัตราส่วน IBD/Equity ปรับลดลงจากจุดสูงสุด 1.93 เท่า ณ สิ้นปี 2556 มาอยู่ที่ 1.06 เท่า ณ สิ้น 3Q57 อันเป็นผลมาจาก TRUE ซึ่งมีการเพิ่มทุนจดทะเบียนขนาดใหญ่ขายให้กับพันธมิตร แล้วนำเงินที่ได้ไปชำระคืนหนี้ ทำให้อัตราส่วน IBD/Equity ปรับลดลงอย่างรวดเร็ว

อสังหาริมทรัพย์, เฟอร์นิเจอร์, ขนส่ง และ บันเทิง ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาหล

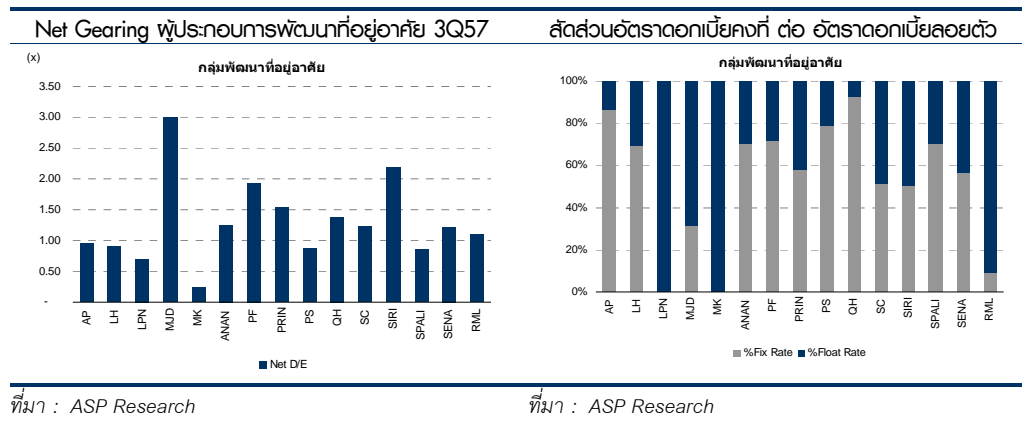
ประโยชน์ที่ได้รับจากการที่อัตราดอกเบี้ยอยู่ในระดับต่ำ หรือ ปรับตัวลดลง อาจเกิดขึ้นได้ 2 ส่วน ได้แก่ ผลดีที่เกิดขึ้นจากการมีต้นทุนทางการเงินที่ปรับลดลง และผลดีที่เกิดขึ้นต่อ Sentiment การทำธุรกิจ โดยอาจทำให้เกิดการกระตุ้นกำลังซื้อให้ยอดขายดีขึ้น หรืออาจเป็นแรงกระตุ้นให้เกิดการลงทุนขยายกิจการใหม่ๆ ซึ่งฝ่ายวิจัยได้ประเมินถึงน้ำหนักของผลกระทบทางบวกที่เกิดขึ้นกับกลุ่มอุตสาหกรรมต่างๆ แล้วพบว่า น่าจะมี 4 กลุ่ม

อุตสาหกรรมที่ได้รับผลบวกจากทิศทางอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ หรืออาจจะถูกปรับลดลงในอนาคต ประกอบด้วย กลุ่มพัฒนาอสังหาริมทรัพย์, กลุ่มเช่าซื้อ, กลุ่มขนส่ง และ กลุ่มบันเทิง โดยมีรายละเอียดดังนี้

กลุ่มอสังหาริมทรัพย์ : ตอบรับด้านบวกในภาวะดอกเบี้ยต่ำ

อัตราดอกเบี้ยที่ต่ำมีส่วนช่วยให้การโอนกรรมสิทธิ์ให้กับลูกค้าตามแผนงานทำได้ง่ายขึ้น โดยอัตราการปฏิเสธสินเชื่อเพื่อซื้อที่อยู่อาศัยของสถาบันการเงิน (Rejection Rate) ควรจะลดต่ำลง ซึ่งจะส่งผลทำให้ Backlog ของผู้ประกอบการมีคุณภาพที่ดีขึ้น ทั้งนี้ ณ สิ้นปี 2557 Backlog ของบริษัทจดทะเบียนอยู่ที่ระดับประมาณ 2.4 แสนล้านบาท (90% เป็นโครงการคอนโดมิเนียม) ผลดีอีกประการหนึ่งของอัตราดอกเบี้ยระดับต่ำ ก็คือทำต้นทุนทางการเงินของผู้ประกอบการปรับลดลง พิจารณาจากบริษัทจดทะเบียนที่ ASP ศึกษา 15 แห่ง มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายรวม 2.21 แสนล้านบาท คิดเป็นอัตราส่วน Net Gearing 1.10 เท่า ซึ่งถือว่าอยู่ในเกณฑ์ที่ต่ำ หากอัตราดอกเบี้ยลดลง 0.25% ก็น่าจะทำให้ภาระดอกเบี้ยจ่ายลดลง 554 ล้านบาท/ปี แต่เนื่องจากสัดส่วนประมาณ 75% ของดอกเบี้ยจ่ายถูกคำนวณเป็นต้นทุนพัฒนาโครงการ ทำให้เพียง 25% ของดอกเบี้ยเท่านั้นที่ถูกบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยในงบกำไรขาดทุน ดังนั้น หากดอกเบี้ยปรับลด 0.25% ก็น่าจะทำให้รายการดอกเบี้ยจ่ายในงบกำไรขาดทุนลดลง 139 ล้านบาท คิดเป็น 0.35% ของประมาณการกำไรปี 2558 เท่านั้น แต่ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากการปรับลดอัตราดอกเบี้ยอาจไม่มากเท่าที่คำนวณได้ เนื่องจากโครงสร้างการเงินมีสัดส่วนของเงินกู้อัตราดอกเบี้ยคงที่เฉลี่ยสูงกว่า 50% สำหรับแรงจูงใจให้ซื้อที่อยู่อาศัยใหม่เพิ่มขึ้นอันเนื่องมาจากอัตราดอกเบี้ยลดลงไม่น่าจะมีน้ำหนักมากนัก

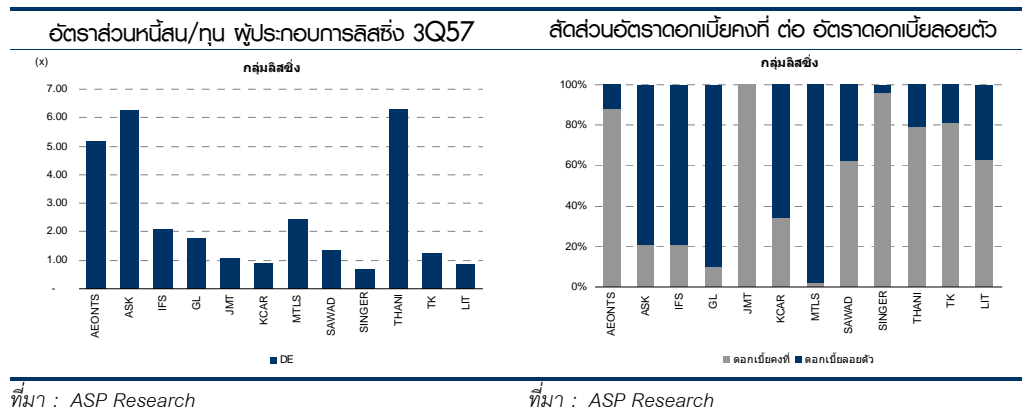
ในส่วนของราคาหุ้น เชื่อว่ากลุ่มพัฒนาที่อยู่อาศัยน่าจะตอบรับเชิงบวกหากมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ย หุ้นเด่นเลือก SPALI(FV@B31.96) และ PS(FV@B40.52) เป็น Top Pick



กลุ่มลิสซิ่ง : ปล่อยสินเชื่อเป็น Fix Rate แต่ต้นทุนลอยตัว ได้ประโยชน์เต็มที่

กลุ่มลิสซิ่ง เกี่ยวข้องกับผู้บริโภคในระดับกลาง และ รากหญ้า จึงน่าจะได้รับผลบวกหากทิศทางดอกเบี้ยเป็นขาลง กล่าวคือ สินเชื่อที่คิดดอกเบี้ยกับลูกค้ามักเป็นอัตราเบี่ยงคงที่ในสัดส่วนที่สูงเมื่อเทียบกับปริมาณธุรกรรมทั้งหมด ตรงกันข้าม กับต้นทุนการกู้ยืมของผู้ประกอบการ ส่วนใหญ่ที่พึ่งพาภาระหนี้สินที่เป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว จึงได้ประโยชน์เต็มที่ในภาวะดอกเบี้ยขาลง โดยจากการศึกษาของฝ่ายวิจัยในกรณีที่อัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลง โดยทุกๆ 10bp ของต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายที่ปรับตัวลดลงจากคาดการณ์ปัจจุบัน จะส่งผลบวกต่อคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2558 ของกลุ่มฯ ให้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 0.8% จากคาดการณ์ปัจจุบัน บริษัทที่ได้ประโยชน์

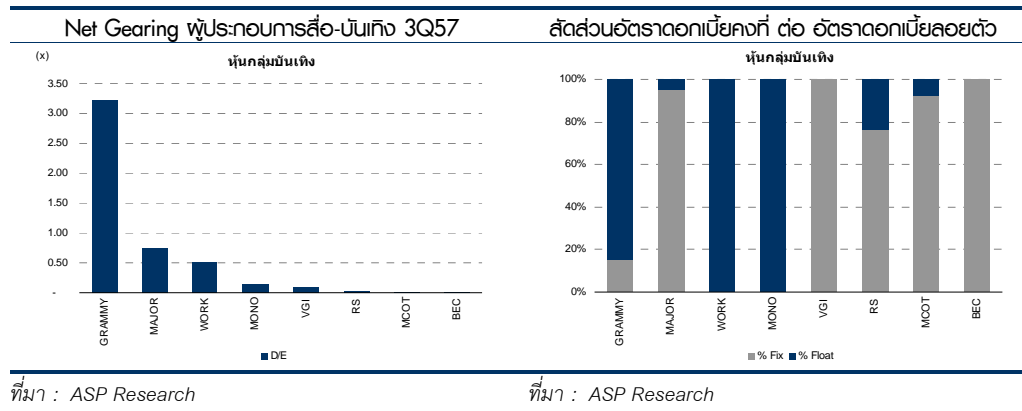
3 รายแรกได้แก่ ASK(FV@B24.90), GL(FV@B7.52), และ GCAP(FV@B6.5) เลือกร ASK(FV@B24.9) เป็น top pick



กลุ่มสื่อ-บันเทิง : ลดภาระต้นทุนการเงินจากทีวีดิจิทัล แต่ตัวเลือกการลงทุนเหลือน้อยลง

แม้ในอดีตหุ้นในกลุ่มฯ จะมีฐานะเงินสดสุทธิ (Net Cash Position) รายรับบางส่วนได้จากดอกเบี้ยรับ แต่ภาพปัจจุบันได้เปลี่ยนแปลงไป กล่าวคือ เริ่มจะมีการกู้ยืมเพิ่มมากขึ้น (net borrower) หลังจากเข้าร่วมประมูลใบอนุญาตทีวีดิจิทัล ทำให้ต้องลงทุนอุปกรณ์ดิจิทัล ค่าใช้จ่ายค่าเช่าโครงข่ายรายเดือน และมีงบลงทุนด้านคอนเทนต์ เพราะการแข่งขันสูงขึ้น จากการมีช่องทีวีดิจิทัลใหม่เกิดมากขึ้น แม้ค่าประมูลใบอนุญาต จะสามารถแบ่งจ่ายให้กสทช. เป็นเวลา 6 ปี ทุกเดือน ก.พ. จนถึงปี 2562 (ตามเงื่อนไขที่กสทช. กำหนด) โดยคาดว่าดอกเบี้ยจ่าย (กับสถาบันการเงิน) อิงกับ MLR หากมีการลดดอกเบี้ย น่าจะช่วยให้ต้นทุนทางการเงินของกลุ่มนี้ลดลงตามไปด้วย ด้านโครงสร้างอัตราดอกเบี้ยของกลุ่มฯ ณ สิ้นงวด 3Q57 พบว่า สัดส่วนอัตราดอกเบี้ยคงที่ ต่อ อัตราดอกเบี้ยลอยตัว อยู่ที่ประมาณ 60% ต่อ 40% โดย GRAMMY และ WORK มีสัดส่วนดอกเบี้ยลอยตัวอยู่ในระดับ 85% และ 100% ตามลำดับ ได้ประโยชน์มากสุดในช่วงดอกเบี้ยขาลง

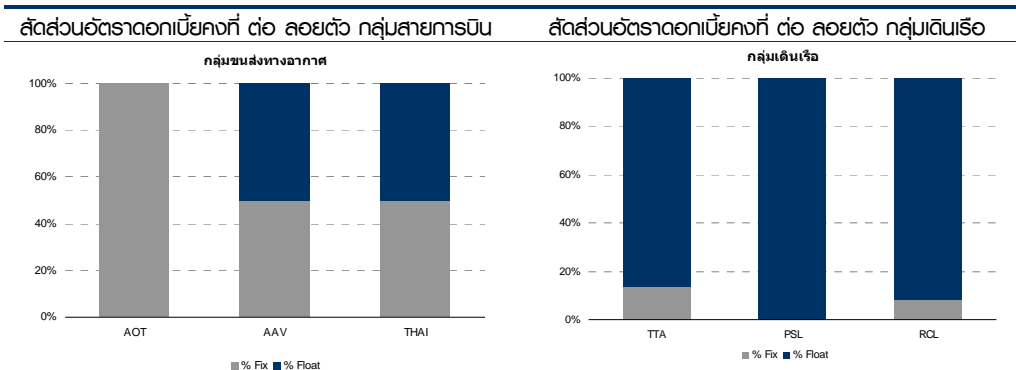
ในส่วนของราคาหุ้นกลุ่ม สื่อ-บันเทิง ช่วงที่ผ่านมาได้ปรับตัวขึ้นค่อนข้างมาก สะท้อนกระแสความนิยมของช่องทางธุรกิจทีวีดิจิทัลที่เพิ่มขึ้น เลือกรหุ้นที่ยัง Under Value ได้แก่ BEC (FV@B57) เป็น Top Pick



กลุ่มขนส่ง : การปรับลดดอกเบี้ย คาดดีต่อกลุ่มสายการบิน และ ธุรกิจขนส่งทางเรือ

ด้วยลักษณะของธุรกิจที่มีการใช้เงินลงทุนสูงจึงทำให้ผู้ให้บริการสายการบินมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลง โดยเฉพาะ THAI ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูงถึง 4.02 เท่า ขณะที่ AAV มีสัดส่วนเพียง 0.46 เท่า โดย THAI มีหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว 50 % ของหนี้สินที่มีดอกเบี้ยรวมเช่นกัน (จำนวนราว 9.0 หมื่นล้านบาท) ดังนั้นหากมีการปรับลดดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% คาดว่าส่วน THAI กำไรจะเพิ่มขึ้น 180 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้น ราว 8.2% จากประมาณการเดิมในปี 2558 ส่วน AAV ณ สิ้นสุดงวด 3Q57 มีหนี้ที่มีดอกเบี้ยลอยตัวราว 6.0 พันล้านบาท ซึ่งทั้งหมดเป็นหนี้สินของสายการบินไทยแอร์เอเชีย ซึ่งเป็นบริษัทย่อยแห่งเดียวที่ AAV ถือหุ้นอยู่ 55% (คำนวณเฉพาะส่วนที่ AAV ถือหุ้นในสายการบินไทยแอร์เอเชีย) ดอกเบี้ยที่ลดลง 0.25% จะส่งผลบวกให้กำไรสุทธิ AAV เพิ่มขึ้น 7 ล้านบาท หรือเพิ่มขึ้นราว 0.5% จากประมาณการเดิม ส่วน AOT ไม่น่าจะได้ประโยชน์ เพราะหนี้สินระยะยาวทั้งหมดมีอัตราดอกเบี้ยแบบคงที่ (ณ สิ้นสุด 3Q57 ทั้งหมด 3.4 หมื่นล้านบาท) เลือก AAV (FV@B6) จากภาพรวมการทำกำไรที่แข็งแกร่งกว่าเป็น top pick

ขณะที่ธุรกิจขนส่งทางเรือ พบว่าโครงสร้างต้นทุนทางการเงินเป็นดอกเบี้ยลอยตัวเกือบทั้งหมด แต่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก เช่น PSL ต้นทุนเป็นดอกเบี้ยลอยตัวทั้งหมด แต่ D/E ratio อยู่ที่ 0.78 เท่า ส่วน RCL และ TTA ดอกเบี้ยลอยตัวที่ราว 92% และ 86% ขณะที่ D/E ratio ต่ำเพียง 0.58 เท่า และ 0.43 เท่า ตามลำดับ จึงเลือก RCL (FV@B11.8) เป็น top pick



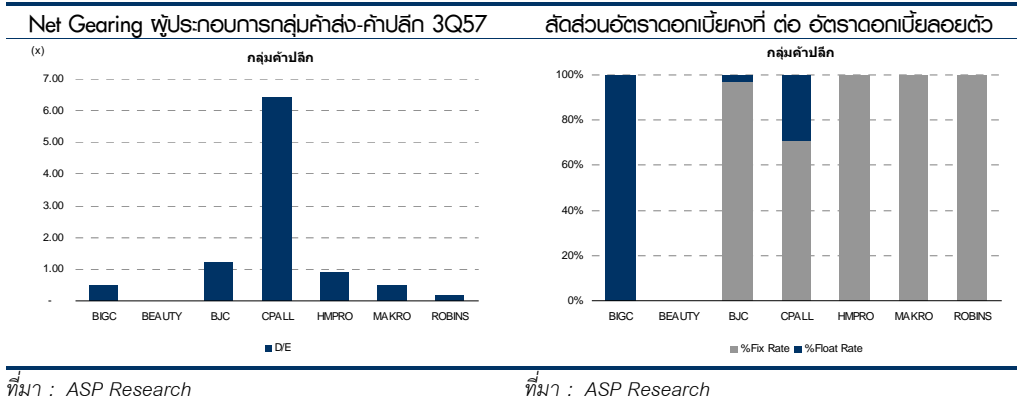
ที่มา : ASP Research

ที่มา : ASP Research

บางกลุ่มได้ผลดีในเชิงของกระแส แต่กำไรไม่ได้เพิ่ม

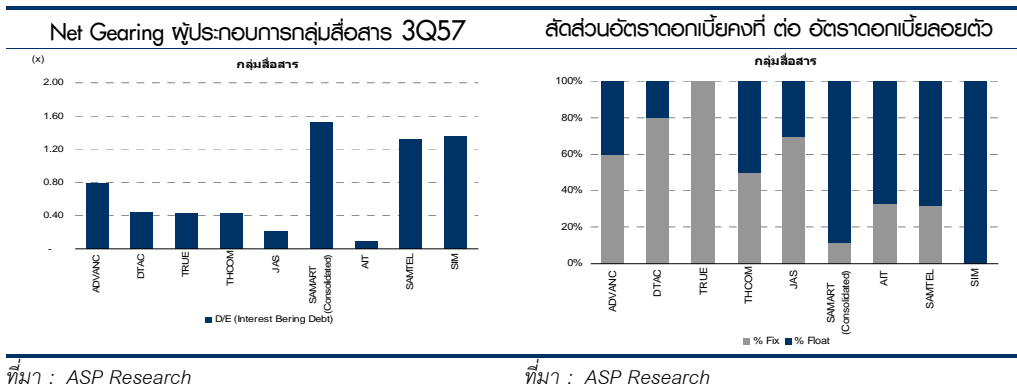
กลุ่มค้าส่ง-ค้าปลีก : ช่วยบรรเทา ผลกระทบของกำลังซื้อที่ชะลอตัว

เชื่อว่าการลดดอกเบี้ย จะส่งผลบวกในเชิงจิตวิทยา และถือเป็นปัจจัยบวกเรื่องที่ 2 ต่อเนื่องจากต้นทุนน้ำมันที่ลดลง ช่วยให้ภาพรวมต้นทุนการดำเนินงานของกลุ่มฯ แม้จะไม่มากนัก แต่ช่วยบรรเทาผลกระทบของด้านรายได้ที่ยังรับผลจากปัญหากำลังซื้อชะลอตัว ทั้งนี้หากพิจารณาเป็นรายบริษัท พบว่ามีเพียง CPALL(FV@B53) ที่ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ย เนื่องจากมีหนี้สินสูงสุดในกลุ่ม คือ มีอัตราส่วน D/E อยู่ที่ 5.3 เท่า โดยมียอดหนี้สูงกว่า 1.8 แสนล้านบาท โดยเป็นส่วนที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัวราว 5 หมื่นล้านบาท จากการศึกษาคพบว่า หากอัตราดอกเบี้ยลดลง 25 bps จะส่งผลให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นราว 1% ขณะที่ บริษัทอื่นๆ ในกลุ่มได้รับผลบวกค่อนข้างน้อย เลือก ROBINS (FV@B64) และ CPALL (FV@B53) เป็น Top picks



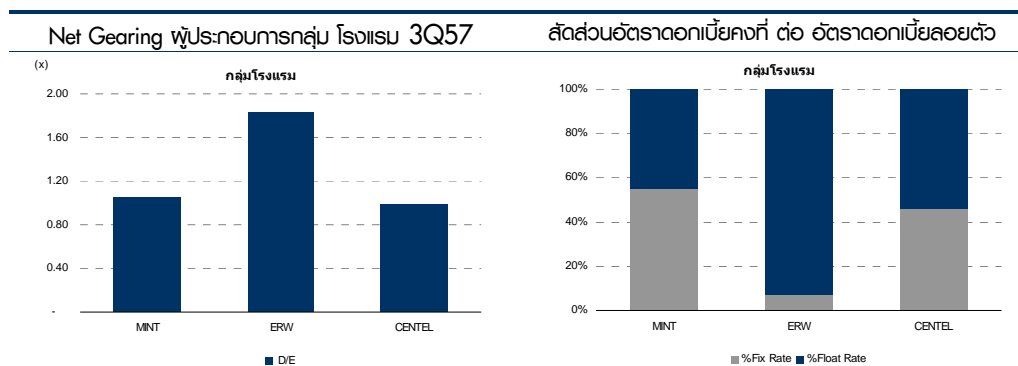
กลุ่มสื่อสาร : เป็น sentiment เชิงบวกเท่านั้น

คาดว่า ผลบวกของดอกเบี้ยขาลง จะเป็นเพียง Sentiment เชิงบวกต่อกลุ่มเท่านั้น โดยจะไม่มีผลกระทบต่อกำไรอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้แม้จะมีการก่อหนี้บางส่วน เพื่อลงทุนในธุรกิจโครงข่าย เนื่องจากค่าเฉลี่ยของกลุ่มมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนน้อย ณ สิ้นสุด 3Q57 พบว่า ADVANC มี D/E สูงสุดราว 1.12 เท่า, ตามมาด้วย DTAC D/E 0.73 เท่า TRUE D/E 0.65 เท่า, THCOM มี D/E 0.59 เท่า และ JAS D/E 0.37 เท่า พิจารณาจากโครงสร้างหนี้สินดังกล่าว คาดว่า THCOM, ADVANC, DTAC น่าจะ ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลงมากที่สุด เพราะมีภาระดอกเบี้ย ที่เป็นดอกเบี้ยลอยตัวสัดส่วน 50% - 80% โดย ณ สิ้นสุดงวด 3Q57 THCOM, ADVANC และ DTAC มีมูลหนี้ที่มีดอกเบี้ยลอยตัวราว 4.0 พันล้านบาท 2.3 หมื่นล้านบาท และ 2.0 หมื่นล้านบาทตามลำดับ หากมีการปรับลดดอกเบี้ยลง 0.25% จะช่วยให้ THCOM, ADVANC และ DTAC มีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นราว 8 , 46 และ 40 ล้านบาท ซึ่งคิดเป็น 0.4%, 0.1% และ 0.3% จากประมาณการเดิมในปี 2558 ตามลำดับ ส่วน TRUE และ JAS คาดไม่ได้ประโยชน์ดอกเบี้ยขาลงมากนัก โดยเฉพาะ TRUE เพราะได้ทยอยจ่ายเงินกู้ยืมระยะยาวไปทั้งหมด หลังได้เงินเพิ่มทุนในรอบที่ผ่านมา ทำให้ สิ้นงวด 3Q57 หนี้สินที่มีดอกเบี้ยทั้งหมด มาจากการออกหุ้นกู้ (4.4 หมื่นล้านบาท) และ เช่นเดียวกับ JAS แม้มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย ลอยตัวสัดส่วนราว 70% ของหนี้สินทั้งหมด คิดเป็นมูลค่าราว 3.5 พันล้านบาท แต่มีแผนจะระดมทุน ผ่านการจัดตั้งกองทุน JASIF มูลค่าอย่างน้อย 5.5 หมื่นล้านบาท (ภาย ก.พ. 2558) จึงมีแนวโน้มที่จะนำเงินที่ได้ระดมทุนไปชำระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยทั้งหมด ให้นำหนักการลงทุนหุ้นสื่อสารเท่ากับตลาดและเลือก INTUCH(FV@B113) และ AIT(FV@B53) เป็น Top picks



กลุ่มท่องเที่ยว-โรงแรม : ได้ประโยชน์ดอกเบี้ยขาลงน้อย

กลุ่มโรงแรมมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิประมาณ 1 เท่า โดยเป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่สัดส่วน 55% ของภาระหนี้ที่มีดอกเบี้ยทั้งหมด เริ่มจาก MINT น่าจะได้ประโยชน์น้อยสุด เนื่องจากหนี้สินเกือบ 80% มาจากการออกหุ้นกู้ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ดังนั้นหากพิจารณาว่าดอกเบี้ยลดลง 0.25% ส่งผลให้กำไรของ MINT เพิ่มขึ้นน้อยมากไม่ถึง 0.5% เช่นเดียวกับ CENTEL มีภาระหนี้สินที่มีดอกเบี้ยลอยตัวคิดเป็นสัดส่วน 40% ของหนี้รวม (4,100 ล้านบาท) หากดอกเบี้ยลง 0.25% จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้นไม่เกิน 1% จากประมาณการเดิม ส่วน ERW น่าจะเป็นบริษัทที่จะได้ประโยชน์สูงสุด เนื่องจากมีภาระหนี้สินแบบดอกเบี้ยลอยตัวสูงสุด 93% หรือประมาณ 7,800 ล้านบาท ดังนั้นหากดอกเบี้ยลง 0.25% ทำให้กำไรคาดเพิ่มขึ้น 15.6 ล้านบาท โดยคิดเป็นสัดส่วน 7-8% ของฐานกำไรที่ต่ำกว่าระดับ 200 ล้านบาทในปี 2558 สำหรับหุ้นกลุ่มโรงแรมเล็ก ERW(FV@B6) เป็น Top pick เพราะเป็นหุ้น Turnaround และ ราคาตลาดมี upside มากสุด

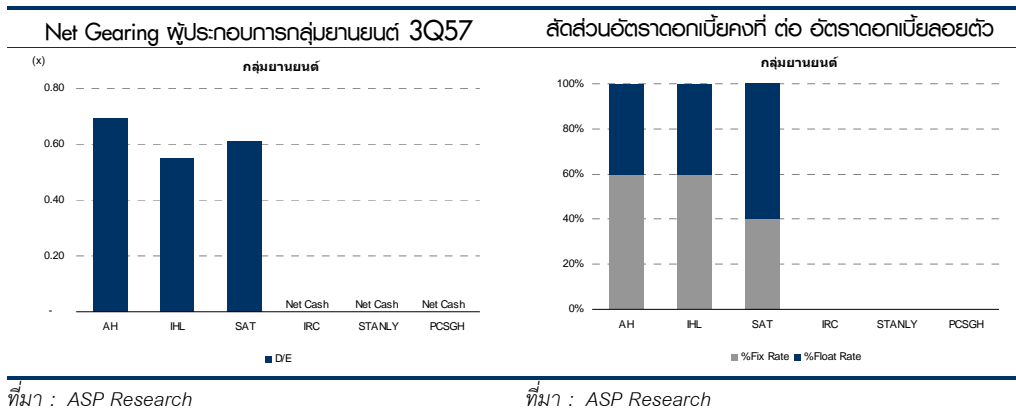


ที่มา : ASP Research

ที่มา : ASP Research

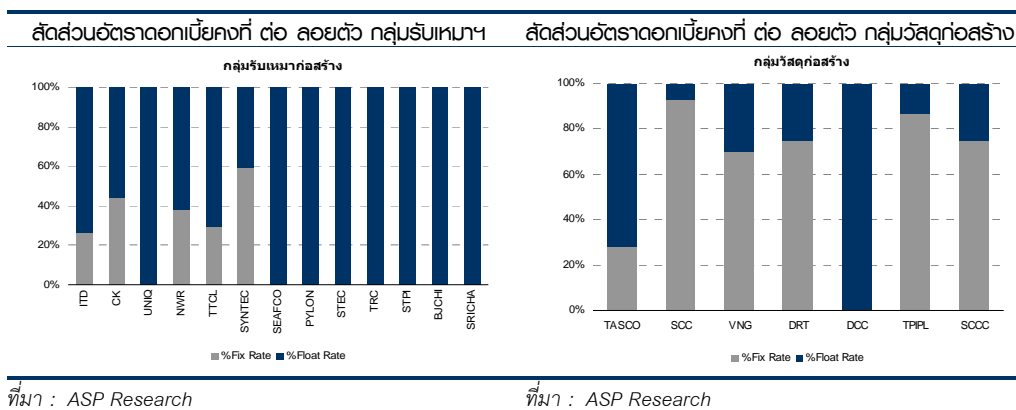
กลุ่มยานยนต์ : ได้รับผลบวกในเชิง sentiment

คาดดอกเบี้ยที่ลดลง จะเอื้อต่อยอดขายรถยนต์ในประเทศไม่มาก เนื่องจากปัจจุบันดอกเบี้ยรถยนต์ใหม่อยู่ในระดับต่ำอยู่แล้ว โดยส่วนใหญ่อยู่ที่ 0-1% (พร้อมเงินดาวน์เฉลี่ย 20-25% ผ่อนชำระ 4-6ปี) แต่ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อมากกว่า คือ ความเข้มงวดในการพิจารณานุมัติสินเชื่อมากขึ้น ทำให้มีลูกค้าจำนวนมากที่ไม่ผ่านเงื่อนไข และไม่สามารถซื้อรถได้ ด้านผลกระทบด้านต้นทุนทางการเงิน บริษัทในกลุ่มยานยนต์ภายใต้ Coverage 6 บริษัทส่วนใหญ่ไม่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยระยะยาว มีเพียง SAT และ AH แต่ก็มี D/E ณ งวด 3Q57 ค่อนข้างต่ำที่ 0.35 และ 0.20 เท่า ตามลำดับ และยังเป็นหนี้สินที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่เป็นส่วนใหญ่ สำหรับยอดผลิตรถยนต์ปี 2557 มียอดรวมอยู่ที่ 1.88 ล้านคัน ต่ำกว่าประมาณการของฝ่ายวิจัยที่กำหนดไว้ที่ 1.9 ล้านคันเล็กน้อย สำหรับแนวโน้มปี 2558 คาดว่าจะมียอดผลิตรถยนต์รวม 2.1 ล้านคัน ซึ่งเกิดจากการฟื้นตัวของตลาดรถยนต์ในประเทศซึ่งปี 2557 มีฐานที่ต่ำ โดยคาดว่าจะเติบโต 14% YoY ส่วนตลาดส่งออก น่าจะอยู่ในระดับทรงตัว โดยเบื้องต้นคาดกำไรกลุ่มยานยนต์ปี 2558 ที่ 4.4 พันล้านบาท เติบโต 9%yoy และประเมินยอดผลิตรถยนต์ปี 2558 ที่ 2.1 ล้านคัน เพิ่มขึ้น 11.7%yoy เลือกร AH(FV@B16.7) เป็น Top pick



กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง : ได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลงน้อย

เนื่องจากบริษัทรับเหมาก่อสร้างขนาดใหญ่ที่มีหนี้สินสูง อย่างเช่น ITD และ CK มีหนี้สินหลักๆ มาจากการออกหุ้นกู้ ซึ่งได้กำหนดดอกเบี้ยจ่ายคงที่ ขณะที่บริษัทรับเหมาก่อสร้างหลายบริษัทมีสถานะเป็น Net Cash เช่น STPI, SRICHA, BJCHI, STEC, SYNTEC จะมีรายได้ดอกเบี้ยรับที่ลดลง หากอัตราดอกเบี้ยพลิกกลับมาเป็นขาสูง

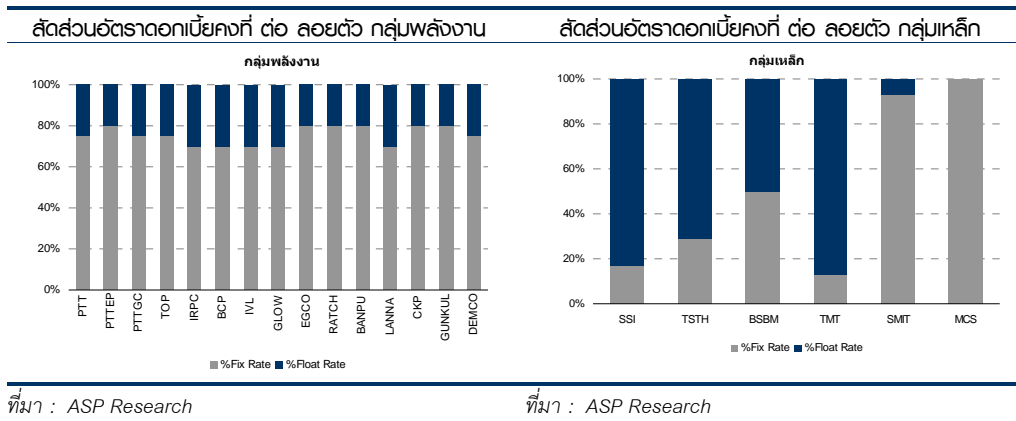


กลุ่มวิศวกรรมก่อสร้าง : ได้รับประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลงไม่มากนัก

ผู้ประกอบการวิศวกรรมก่อสร้างส่วนใหญ่ที่ต้นทุนดอกเบี้ยคงที่เป็นส่วนใหญ่ (SCC มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ 93%, TPIPL อัตราดอกเบี้ยคงที่ 87%, SCCC อัตราดอกเบี้ยคงที่ 75%, DRT อัตราดอกเบี้ยคงที่ 75%, VNG อัตราดอกเบี้ยคงที่ 70%) มีเพียง TASCO และ DCC เท่านั้น ที่มีดอกเบี้ยลอยตัวในสัดส่วนที่สูงกว่า คือ 72% และ 100% ตามลำดับ

กลุ่มพลังงาน : ได้รับประโยชน์น้อยเช่นกัน

ส่วนใหญ่หนี้สินหลักของกลุ่มพลังงานกว่า 85% จะเป็นการออกหุ้นกู้ชนิดต่างๆ ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ดังนั้นหากอัตราดอกเบี้ยปรับตัวลดลงจึงส่งผลกระทบต่ออย่างไม่มีนัย ต่อประมาณการกำไรของกลุ่มฯ



อุตสาหกรรมเหล็ก : ได้ประโยชน์แต่ยังไม่สามารถหักล้างผลขาดทุนได้

เนื่องจากเป็นผู้ผลิตเหล็กต้นน้ำได้แก่ ผู้ผลิตเหล็กแท่งแบน (Slab) และผู้ผลิตเหล็กแท่งยาว (Billet) และต้องซื้อวัตถุดิบมาสต็อกจำนวนมาก นอกเหนือจากต้องลงทุนซื้อเตาหลอมและปรับปรุงประสิทธิภาพเครื่องจักร ทำให้มีความต้องการเงินกู้ระยะยาว และ เงินทุนหมุนเวียนนิกการสูง บริษัทที่ได้ประโยชน์จากดอกเบี้ยขาลงมากที่สุด คือกิจการที่โครงสร้างทางการเงินที่มีหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยอยู่มาก เช่น SSI โดยมี Net Debt อยู่ที่ระดับ 5.1 หมื่นล้านบาท และมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (DE Ratio) อยู่สูงถึง 11.5 เท่า แต่อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยที่ลดลง จะทำให้ต้นทุนทางการเงินของ SSI ที่เคยอยู่ในระดับสูงถึง 800 ล้านบาท/ไตรมาส ปรับลดลงมาได้ แต่ยังไม่สามารถช่วยฟื้นให้สามารถกลับมาทำกำไรได้ จึงแนะนำให้หลีกเลี่ยงการลงทุน

สรุป : กิจการดอกเบี้ยที่ลดลงเป็นพลดีต่อ SET Index

กล่าวโดยสรุป อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับต่ำ และอาจมีโอกาสปรับลดลงในอนาคต จะส่งผลดีต่อตลาด โดยในแง่ของผลประโยชน์ของบริษัทจดทะเบียน จะทำให้ภาระต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายลดต่ำลง เฉพาะอย่างยิ่งในกิจการที่มีภาระหนี้สูง และ หนี้สินส่วนใหญ่ เป็นหนี้ที่มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว ส่วนผลดีอีกประการหนึ่งคือการสร้างความคาดหวังเชิงบวกจากเม็ดเงินที่จะไหลเข้าสู่ตลาดหุ้น เหตุเพราะอัตราดอกเบี้ยที่ลดต่ำลง จะทำให้ส่วนต่างระหว่างผลตอบแทนจากการลงทุนในตลาดหุ้น กับ พันธบัตร (Market Earning Yield Gap) กว้างขึ้น ซึ่งจะสร้างแรงดึงดูดให้เม็ดเงินบางส่วนไหลจากตลาดพันธบัตร หรือเงินฝากในสถาบันการเงิน เข้ามาสู่ตลาดหุ้นเพิ่มมากขึ้น ซึ่งผลจากการศึกษาของฝ่ายวิจัยพบว่า กรณีที่มีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายลง 0.25% แต่ยังคงระดับ Market Earning Yield Gap ไว้ที่เดิม ทำให้ตลาดหุ้นไทย สามารถซื้อขายบนค่า PER สูงขึ้นเฉลี่ย 0.6 เท่า คิดเป็น SET Index ราว 62 จุด แต่อย่างไรก็ตามการที่ปัจจุบันระดับ Market Earning Yield Gap ลงมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่า 4% ซึ่งถือว่าต่ำกว่าภาวะปกติ (หรือกล่าวอีกทางหนึ่งได้ว่าค่า PER ของ SET Index อยู่ที่ระดับสูง) แรงดึงดูดเม็ดเงินจึงอาจมีข้อจำกัดอยู่บ้าง

สำหรับหุ้นกลุ่มที่คาดว่าจะได้รับประโยชน์หากมีการปรับลดอัตราดอกเบี้ยลง ประกอบด้วย 4 กลุ่มหลัก ได้แก่

พัฒนาที่อยู่อาศัย : หุ้นที่เลือกเป็น Top Pick ได้แก่ SPALI (FV@B 31.96) ,PS (FV@B 40.52) และ SENA (FV@B 4.50)

กลุ่มธุรกิจเช่าซื้อ : หุ้นที่เลือกเป็น Top Pick ได้แก่ ASK (FV@B 24.90)

กลุ่มบันเทิง : หุ้นที่เลือกเป็น Top Pick ได้แก่ BEC (FV@B 57)

กลุ่มขนส่ง : หุ้นที่เลือกเป็น Top Pick ได้แก่ AAV (FV@B 6) และ RCL (FV@B 11.80)

ตารางสรุปข้อมูล และ คำแนะนำ หุ้นเด่นในรายงานฉบับนี้

	Rec.	11-Feb-15			2558F			
		Close (B)	Fair value (B)	Upside (%)	EPS (B)	PER (X)	PBV (X)	Div (%)
SPALI	ซื้อ	24.00	31.96	33%	3.20	7.5	1.8	5.33
PS	ซื้อ	33.75	40.52	20%	3.38	10.0	2.1	3.00
SENA	ซื้อ	3.64	4.50	24%	0.56	6.5	0.9	6.18
ASK	ซื้อ	19.90	24.90	25%	2.39	8.3	1.6	8.39
BEC	ซื้อ	52.00	57.00	10%	2.42	21.5	12.7	4.37
AAV	ซื้อ	4.96	6.00	21%	0.30	16.7	1.2	0.00
RCL	ซื้อ	9.60	11.80	23%	0.43	22.1	0.8	2.26

ที่มา : ASP Research